جامعة يحيى فارس بالمـــدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم التجارية

الموضـــوع:

دور المالية السلوكية في معالجة نقائص نموذج MEDAF في ظل كفاءة سوق رأس المال

–دراسة حالة مجموعة من البورصات مع التركيز على بورصة الجزائر–

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية

تخصص: مالية المؤسسة

من إعداد الطالب:

بوكلتوم أعمر

تحت إشراف الأستاذ:

بن عيشوش محمد

أعضاء لجنة المناقشة:

أ.د. رميدي عبد الوهاب	أستاذ	جامعة المدية	رئيسا
د. بن عيشوش محمد	أستاذ محاضر "أ"	جامعة المدية	مقررا
د. سعيدي فاطمة الزهراء	أستاذ محاضر "أ"	جامعة المدية	عضوا ممتحنا
د. جيدار حسان	أستاذ محاضر "أ"	جامعة المدية	عضوا ممتحنا
أ.د. إيليفي محمد	أستاذ	جامعة خميس مليانة	عضوا ممتحنا
د. رولامي عبد الحميد	أستاذ محاضر "أ"	جامعة خميس مليانة	عضوا ممتحنا

السنة الجامعية: 2021– 2022

جامعة يحيى فارس بالمـــدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم التجارية

الموضـــوع:

دور المالية السلوكية في معالجة نقائص نموذج MEDAF في ظل كفاءة سوق رأس المال

–دراسة حالة مجموعة من البورصات مع التركيز على بورصة الجزائر–

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية

تخصص: مالية المؤسسة

من إعداد الطالب:

بوكلتوم أعمر

تحت إشراف الأستاذ:

بن عيشوش محمد

أعضاء لجنة المناقشة:

أ.د. رميدي عبد الوهاب	أستاذ	جامعة المدية	رئيسا
د. بن عيشوش محمد	أستاذ محاضر "أ"	جامعة المدية	مقررا
د. سعيدي فاطمة الزهراء	أستاذ محاضر "أ"	جامعة المدية	عضوا ممتحنا
د. جيدار حسان	أستاذ محاضر "أ"	جامعة المدية	عضوا ممتحنا
أ.د. إيليفي محمد	أستاذ	جامعة خميس مليانة	عضوا ممتحنا
د. رولامي عبد الحميد	أستاذ محاضر "أ"	جامعة خميس مليانة	عضوا ممتحنا

السنة الجامعية: 2021–2022

شكر وعرفان

الحَمدُ لله حُباً، الحَمدُ لله شُكرًا، الحَمدُ لله رَجاء وطاعة، الحمدُ لله دَائِما وأبَدًا.

الشكر لله تعالى على فضله وتوفيقه لإتمام هذا العمل، فله الحمد أولا وأخرا على كل حال وفي كل حين.

أتقدم بجزيل الشكر والتقدير لمن يقف التكريم عاجزا عن تكريمه، لمن لو أتينا بالتقدير كلمة ما وُفِيَ ببعض قدره، لا تحمل قواميسنا كلمة شكر أو عبارة امتنان تعبر عن ما في القلوب ولكن نأمل أن يستجيب ربنا لدعواتنا إلى أستاذنا المشرف

الدكتور بن عيشوش محمد

اللهم ارزقه الفلاح في الدنيا والآخرة وأجزه عنا خير الجزاء وارزقه الصحة والعافية.

ألف شكر **للأستاذ الدكتور مكيد علي** رئيس لجنة التكوين في الدكتوراه على حرصه الشديد وتقديم النصح والإرشاد والمرافقة العلمية والبيداغوجية.

الشكر موصول لأعضاء **لجنة المناقشة** الكرام على قبولهم وتحملهم عناء قراءة وتفحص ومناقشة هذه الأطروحة.

ألف شكر لكل من أحسن إلينا وساهم في مساعدتنا ودعمنا للوصول إلى تحقيق طموحاتنا وأهدافنا في إعداد هذه الأطروحة، وأخص بالذكر

الدكتور بوعرار شمس الدين.

إهـــــــــــداء

إلى **الوالدين الكريمين** جوهر الحياة وقلبها، بارك الله في عمرهما.

إلى من تقطعت قلوبنا لفراقهم وتزداد المشاعر اشتياقا لهم في كل لحظة، خالتي **وهيبة**، وجدي **بركان**، وابنة أختي الصغيرة **ريهام** رحمهم الله وجعل الجنة مثواهم.

إلى **أخواتي** حفظهن الله.

إلى من يشتد عضدي بهم **إخوتي**، **أكرم**، و**أيوب** حفظهم الله.

إلى زوجتي المستقبلية وكل أفراد عائلتها.

إلى من كل ساندني وأعانني في هذا العمل، أخي وصديقي **حجاج محمد**.

إلى من وقف معي بالدعم والدعاء والسؤال، الأهل والأصدقاء والزملاء خاصة السيدة: **بوعمران** المراقب المالي لوزارتي التضامن والتربية سابقا.

حفظهم الله جميعا.

إلى الأيادي المخلصة التي ساعدتني وساهمت في تلقيني ولو بحرف في حياتي الدراسية، **أساتذتي الكرام**.

إلى كل أصدقائي المقربين: وليد، عبد الباسط، ضياء، منصور، أمين، هشام، جلال، عبد الكريم، حسان، شفيق، هشام.

أهديكم ثمرة جهدي.

فهرس المحتويات

العنوان	رقم الصفحة
كلمة شكر وعرفان.....	I
الإهداء.....	II
فهرس المحتويات	VI-III
قائمة الأشكال.....	VII
قائمة الجداول.....	IX
قائمة الملاحق.....	XI
قائمة الرموز والمختصرات.....	XII
مقدمة.....	أ – س
الفصل الأول: فرضية كفاءة أسواق رأس المال بين القبول والانتقاد	65-1
تمهيد.....	2
المبحث الأول: الإطاري النظري والمفاهيمي لكفاءة أسواق رأس المال	3
المطلب الأول: نشأة وتطور كفاءة أسواق رأس المال بين المنظورين الاقتصادي والإحصائي	3
المطلب الثاني: ماهية كفاءة أسواق رأس المال.....	11
المطلب الثالث: أنواع ومتطلبات كفاءة أسواق رأس المال.....	24
المبحث الثاني: نماذج فرضية السير العشوائي للأسعار والاختبارات المختلفة لها	29
المطلب الأول: مفهوم فرضية السير العشوائي للأسعار	29
المطلب الثاني: النماذج المختلفة لفرضية السير العشوائي للأسعار.....	31
المطلب الثالث: اختبارات وخصائص فرضية السير العشوائي للأسعار.....	35
المبحث الثالث: المستويات المختلفة لكفاءة سوق رأس المال وعلاقتها بالتحليل الفني والأساسي	37
المطلب الأول: المستويات المختلفة لكفاءة أسواق رأس المال والعلاقة بينها.....	37
المطلب الثاني: الصيغة الضعيفة والتحليل الفني.....	42
المطلب الثالث: الصيغة المتوسطة والتحليل الأساسي.....	48
المطلب الرابع: الصيغة القوية لكفاءة أسواق رأس المال	56
المطلب الخامس: تقييم فرضية كفاءة أسواق رأس المال	58
خلاصة.....	65

الفصل الثاني:علاقة كفاءة أسواق رأس المال بالإفصاح المحاسبي وحوكمة الشركات	121-66
تمهيد.....	67
المبحث الأول: المعلومات المحاسبية والمالية وعلاقتهما بأسواق رأس المال	68
المطلب الأول: البيانات والمعلومات بين المفهومين المحاسبي والمالي.....	68
المطلب الثاني: مصادر الحصول على المعلومات المحاسبية والمالية.....	78
المطلب الثالث: المعلومات المالية وعلاقتها بكفاءة أسواق رأس المال	80
المبحث الثاني: الإفصاح المحاسبي وعلاقته بكفاءة أسواق رأس المال	84
المطلب الأول: مفهوم الإفصاح المحاسبي والشفافية.....	84
المطلب الثاني: أنواع الإفصاح والجهات التي تقوم به.....	89
المطلب الثالث: الإفصاح المحاسبي في ظل المعايير المحاسبية الدولية.....	100
المطلب الرابع: أثر الإفصاح في ظل معايير المحاسبة الدولية على كفاءة أسواق رأس المال....	103
المبحث الثالث: حوكمة الشركات وعلاقتها بكفاءة أسواق رأس المال	**109**
المطلب الأول: مفهوم الحوكمة	109
المطلب الثاني: حوكمة الشركات.....	113
المطلب الثالث: علاقة حوكمة الشركات بكفاءة أسواق رأس المال.....	118
خلاصة.....	121
الفصل الثالث: نماذج تسعير الأصول الرأسمالية: MEDAF أنموذجا	161-123
تمهيد.....	123
المبحث الأول: نقائص ومشاكل فرضية كفاءة أسواق رأس المال	124
المطلب الأول: مشاكل فرضية كفاءة أسواق رأس المال	125
المطلب الثاني: أهم التشوهات والآثار المسببة لاختلافات التنبؤ في المردوديات	128
المطلب الثالث: ملخص لأهم التشوهات المؤثرة على أسعار وعوائد الأسهم.....	132
المبحث الثاني: المالية السلوكية كتكميل للنظرية المالية التقليدية	134
المطلب الأول: ماهية المالية السلوكية	134
المطلب الثاني: فرضيات وأسس نظرية المالية السلوكية.....	136
المطلب الثالث: أنماط المالية السلوكية والتحيزات السلوكية.....	139

المبحث الثالث: نماذج تسعير الأصول الرأسمالية بين المدخلين التقليدي والسلوكي	143
المطلب الأول: نموذج هاري ماركويتز.....	143
المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية MEDAF	147
المطلب الثالث: نموذج تسعير المراجحة Arbitrage Pricing Theory.....	158
خلاصة.....	161
الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لدور متغيرات المالية السلوكية في معالجة نقائص نموذج MEDAF	246-163
تمهيد.....	163
المبحث الأول: تقديم البورصات محل الدراسة	164
المطلب الأول: تقديم بورصة الجزائر.....	164
المطلب الثاني: تقديم بورصة قطر.....	175
المطلب الثالث: تقديم بورصة عمّان.....	177
المبحث الثاني: تشخيص وتقييم أداء البورصات العربية محل الدراسة واختبار كفاءتها	183
المطلب الأول: تشخيص وتقييم أداء بورصة الجزائر واختبار كفاءتها.....	183
المطلب الثاني: تشخيص وتقييم أداء بورصة قطر واختبار كفاءتها.....	191
المطلب الثالث: تشخيص وتقييم أداء بورصة عمان للأوراق المالية واختبار كفاءتها.....	198
المبحث الثالث: الدراسة القياسية لتقدير نموذج MEDAF والنماذج متعددة العوامل في البورصات محل الدراسة	205
المطلب الأول: منهجية الدراسة والمتغيرات المستخدمة ومراحل حسابها.....	205
المطلب الثاني: تقدير واختبار نموذج MEDAF والنماذج متعددة العوامل في بورصة الجزائر	215
المطلب الثالث:تقدير واختبار نموذج MEDAF والنماذج متعددة العوامل في بورصة قطر	226
المطلب الرابع: تقدير واختبار نموذج MEDAF والنماذج متعددة العوامل في بورصة عمان	236
خلاصة.....	246
خاتمة.....	256-247
قائمة المراجع.....	257
الملاحق.....	275
المستخلص.....	

الرقم	العنوان	الصفحة
1-1	حركة التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	26
2-1	العلاقة بين مستويات صيغ الكفاءة المختلفة	41
3-1	دورة أسعار الأسهم	45
4-1	نموج الرأس والكتفين	47
5-1	نموذج يوضح خط الدعم	47
6-1	نموذج يوضح خط المقاومة	49
7-1	مدخل التنبؤ بالأرباح والعوائد من الأعلى إلى الأسفل	50
1-2	المعلومات والتحليل الأساسي	81
2-2	المحددات الخارجية والداخلية للحوكمة	112
3-2	العلاقة بين حوكمة الشركات والمعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية	119
1-3	خط سوق الأوراق المالية SML	154
2-3	خط سوق رأس المال.CML	155
3-3	مجموعة الفرص الاستثمارية عند جملة من معاملات الارتباط	156
1-4	الهيكل التنظيمي للجنة (COSOB)	169
2-4	الهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم SGVB.	170
3-4	تطور مؤشر بورصة الجزائر من 2010 إلى مارس 2022.	184
4-4	القيمة السوقية لبورصة الجزائر (مليار دينار) من 2010-2022	184
5-4	تطور قيم التداول في بورصة الجزائر من 2021 و 2020 (مليون دج).	185
6-4	قيم التداول في بورصة الجزائر من 2010 إلى مارس 2022 (مليون دج).	186
7-4	حجم الأسهم المتداولة خلال سنتي 2020 و2021.	186
8-4	حجم الأسهم المتداولة خلال السنوات 2010-2022.	187
9-4	حجم الأسهم المتداولة خلال سنتي 2020 و2021.	188
10-4	عدد الصفقات المبرمة خلال السنوات 2010-2022.	188
11-4	مؤشر بورصة قطر منذ 1998 وصولا لـ2020.	192
12-4	القيمة السوقية لبورصة قطر لسنتي 2019 و2020.	192
13-4	قيم الأسهم المتداولة لمختلف القطاعات خلال سنة 2019و2020.	193

14-4	التوزيع القطاعي لعدد الصفقات المنفذة لسنتي 2019و2020.	194
15-4	الشركات العشر الأولى حسب القيمة السوقية في 2020.	195
16-4	مؤشر بورصة عمان منذ 2005 وصولا 2021.	199
17-4	القيمة السوقية لبورصة قطر لسنتي 2020 2019.	200
18-4	عدد الصفقات المنفذة من 2005 إلى 2021.	201
19-4	قيم الأسهم المتداولة لمختلف القطاعات خلال سنة 2020	201

الرقم	العنوان	الصفحة
1-2	أهم متطلبات الإفصاح للجنة البورصات الأمريكيةSEC	97
2-2	أهم متطلبات الإفصاح لكل من لجنة المبادئ المحاسبية ولجنة معايير المحاسبة المالية	98
3-2	يوضح طرق الإفصاح العامة	99
1-3	التشوهات السعرية الملاحظة في أسواق رأس المال	133
1-4	نتائج اختبار استقلالية أسعار الإغلاق الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة	189
2-4	معامل الارتباط بين شركات بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة	190
3-4	نتائج اختبار استقلالية أسعار الإغلاق الشهرية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة قطر	196
4-4	معامل الارتباط بين بنوك في بورصة قطر	197
5-4	نتائج اختبار استقلالية أسعار الإغلاق الشهرية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان للفترة محل الدراسة	202
6-4	معامل الارتباط بين بنوك سوق عمان للأوراق المالية للفترة محل الدراسة	204
7-4	نتائج اختبار التجانس لـ Hsiao في بورصة الجزائر	215
8-4	نتائج تقدير نموذج MEDAF في بورصة الجزائر	217
9-4	نتائج اختبار LM Lagrange المتعلق بنموذج MEDAF في بورصة الجزائر	218
10-4	نتائج اختبار Haussmann المتعلق بنموذج MEDAF في بورصة الجزائر	219
11-4	نتائج تقدير نماذج ثلاثية العوامل في بورصة الجزائر	220
12-4	نتائج اختبار LM Lagrange لنموذج ثلاثي العوامل في بورصة الجزائر	222
13-4	نتائج تقدير نماذج خماسية العوامل في بورصة الجزائر	223
14-4	نتائج اختبار LM Lagrange لنموذج خماسي العوامل في بورصة الجزائر	225
15-4	نتائج اختبار التجانس لـ Hsiao في بورصة قطر	226
16-4	نتائج تقدير نموذج MEDAF في بورصة قطر	227
17-4	نتائج اختبار LM Lagrange المتعلق بنموذج MEDAF في بورصة قطر	228
18-4	نتائج اختبار Haussmann المتعلق بنموذج MEDAF في بورصة قطر	229
19-4	نتائج تقدير نموذج ثلاثي العوامل في بورصة قطر	230
20-4	نتائج اختبار LM Lagrange لنموذج ثلاثي العوامل في بورصة قطر	232
21-4	نتائج تقدير نموذج خماسي العوامل في بورصة قطر	233

22-4	نتائج اختبار LM Lagrange لنموذج خماسي العوامل في بورصة قطر	235
23-4	نتائج اختبار التجانس لـ Hsiao في بورصة عمان	236
24-4	نتائج تقدير نموذج MEDAF في بورصة عمان	237
25-4	نتائج اختبار LM Lagrange المتعلق بنموذج MEDAF في بورصة عمان	238
26-4	يمثل نتائج اختبار Haussmann المتعلق بنموذج MEDAF في بورصة عمان	239
27-4	نتائج تقدير النموذج ثلاثي العوامل في بورصة عمان	240
28-4	نتائج اختبار LM Lagrange لنموذج ثلاثي العوامل في بورصة عمان	242
29-4	نتائج اختبار Haussmann المتعلق بنموذج ثلاثي العوامل في بورصة عمان	242
30-4	نتائج تقدير النموذج خماسي العوامل في بورصة عمان	243
31-4	نتائج اختبار LM Lagrange لنموذج خماسي العوامل في بورصة عمان	245
32-4	نتائج اختبار Haussmann المتعلق بنموذج خماسي العوامل في بورصة عمان	245

رقم الملحق	العنوان	الصفحة
01	نتائج اختبار التجانس Hsio لمتغيرات بورصات محل الدراسة	276
02	نتائج تقدير نماذج Panel لنماذج تسعير الأصول الرأسمالية الثلاثة في بورصة الجزائر	277
03	نتائج تقدير نماذج Panel لنماذج تسعير الأصول الرأسمالية الثلاثة في بورصة قطر	279
04	نتائج تقدير نماذج Panel لنماذج تسعير الأصول الرأسمالية الثلاثة في بورصة عمان	282

الرمز أو المصطلح	المعنى
EMH	Efficient Market Hypothesis
CAPM	Capital Asset Pricing Model
BF	Behavioral Finance
RWT	Random Walk Theory
SEC	Securities Exchange Commission
ASE	Amman Stock Exchange
QSE	Qatar Stock Exchange
IFC	International Founding Organisation
IAS	International Accounting Standard
BV	Book Value
MV	Market Value
Ri	Return
ER	Expected Return
ROE	Return On Equity
COSOB	Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse
SGBVM	Société de Gestion de la Bourse des Valeur Mobilières
MEDAF	Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers

مقدمة

1. تمهيد:

شهدت أسواق رأس المال عموما وأسواق الأسهم خصوصا في العقود الأخيرة اهتماما كبيرا من طرف كل من المستثمرين والمؤسسات كونها توفر فرص استثمارية وتمويلية مختلفة لهم، وكذا من الباحثين الاقتصاديين على غرار **يوجين فاما وروبرت شيلر** الحائزين على جائزة نوبل للاقتصاد 2013 لأعمالهما المتعلقة بأسواق رأس المال وكفاءتها.

شكلت عشوائية أسعار الأسهم في أسواق رأس المال معضلة بحثية قديمة ومتجددة منذ أكثر من مائة عام حيث سعت العديد من الدراسات السابقة المرجعية والتأصيلية لدراسة حركة الأسعار، ومن أهمها **للويس باشوليي** في سنة 1900 الذي أثبت عشوائية تغيرات الأسعار في البورصات من خلال أطروحته للدكتوراه المعنونة بـ"نظرية المضاربة"، وأسس بعدها **فون نيومان** لفرضية رشادة الأفراد (والمستثمرين) سنة 1944، كما قدمت النظرية المالية التقليدية عدة نماذج ساهمت بشكل فعال في تفسير سلوك المستثمرين وأهمها نموذج **ماركوفيتز** 1952ونموذج تسعير الأصول المالية **MEDAF** الذي جاء به **شارب** سنة 1964، وكذا نظرية كفاءة أسواق رأس المال للاقتصادي **يوجين فاما** سنة 1965باعتباره أول من عرفها من خلال درجة ومستوى انعكاس المعلومات في الأسعار وقام بصياغة ثلاث مستويات لها، حيث لقيت نظرية الكفاءة رواجا واهتماما كبيرا دام لعقود طويلة.

شكلت فترة الثمانينات والتسعينات والألفية الجديدة من القرن الواحد والعشرين تحديا حقيقيا لقياس واختبار صحة ومصداقية كل من نظرية أسواق رأس المال EMH ونموذج MEDAF في أسواق رأس المال التي شهدت العديد من الأزمات المالية كأزمة الإثنين الأسود 1987، أزمة فقاعة الدوت كوم 2001، وأزمة الرهن العقاري 2008 لتعرف أكبر أسواق رأس المال في العالم انهيارات وتشوهات سعرية خيالية خلال هذه الأزمات أثارت ردود أفعال مضادة ومشككة بمحتوى النظريتين فتحت مجالا للعديد من الدراسات لانتقادها والتأكد من مصداقية فرضياتهما وصحة النظريتين تطبيقيا كانت أهمها لكل من **بلاك** و**شولز** 1972 التي خلصت لمحدودة نموذج MEDAF في تقديره للعوائد عن طريق عامل المخاطرة الوحيد، لتتوالى بعدها الدراسات التي اقترحت عدة نماذج متعددة العوامل كنموذج المراجحة APT لـ**داني روس سنة** 1976، وكذا النموذج الثلاثي العوامل سنة 1992، والخماسي العوامل سنة 2015 لكل من **فاما** و**فرانش**، وكذا لتفسير وإيجاد حلول لهذه التشوهات السعرية والنقائص والتناقضات في الفرضيات على غرار فرضية الرشادة والعقلانية

التي لا يتمتع بها جميع المستثمرين وإنما قراراتهم في اغلب الأحيان مبنية على معتقداتهم وتفضيلاتهم الشخصية وهذا ما أدى لظهور تيار مالي جديد قائم على دراسة الجوانب المهملة في النظرية السابقة المتمثلة في سلوكيات المستثمرين في أسواق رأس المال وبناء نماذج جديدة تتماشى مع الفرضية النسبية للرشادة والعقلانية، يعرف هذا التيار بالمالية السلوكية ويعتبر مزيج ما بين علم المالية وعلم النفس.

إن الهدف والمغزى من المالية السلوكية بالدرجة الأولى هو تقليص الفجوة بين النظريات المالية التقليدية وظروف السوق الفعلية وتطوير النماذج التقليدية الخاصة بتسعير وتقييم الأصول المالية بما يتوافق مع مبادئها والواقع لمعالجة وتقليص النقائص والتشوهات التي تعم أسواق رأس المال وكذا هذه النماذج بما فيها نموذج تقييم الأصول الرأسمالية MEDAF، وعليه سيتم من خلال هذه الدراسة الإجابة على:

2. الإشكالية الرئيسية:

- **ما هو دور المالية السلوكية في معالجة نقائص نموذج MEDAF في ظل فرضية كفاءة سوق رأس المال –دراسة حالة مجموعة من البورصات مع التركيز على بورصة الجزائر– ؟**

للإجابة على الإشكالية ولإلمام بمختلف جوانب الموضوع، سيتم تجزئتها إلى مجموعة من التساؤلات الفرعية التي كانت كما يلي:

- فيما تتمثل أهم التشوهات والنقائص التي يعاني منها نموذج MEDAF، وكيف يمكن تفسيرها حسب النظرية المالية السلوكية ؟
- هل تتصف أسواق رأس المال محل الدراسة بالكفاءة عند المستوى الضعيف؟ وهل يؤثر عدم وجودها على أدائها المالي وعلى تقدير نموذج MEDAF والنماذج المتعددة العوامل ؟.
- هل يوجد تأثير لعلاوة مخاطر السوق PRM والمعبر عنها ببيتا على عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة؟.
- هل يوجد تأثير لعامل مخاطر الحجم (logMVE) على عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة ؟.
- هل يوجد تأثير لعامل مخاطر القيمة (B/M) على عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة ؟.

- هل يوجد تأثير لعامل الاستثمار (AG) على عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة؟.
- هل يوجد تأثير لعامل الربحية (ROE) على عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة؟.

3. فرضيات الدراسة:

- تتمثل أهم التشوهات والنقائص التي يعاني منها نموذج MEDAF في الآثار الموسمية (كأثر الاثنين، أثر نهاية الأسبوع، أثر جانفي وغيرها من الآثار الموسمية) ومن عوامل المخاطرة الغير المدرجة في النموذج كعامل القيمة، عامل الحجم، عامل الاستثمار، وعامل الربحية وغيرها من عوامل المخاطرة الأخرى) ويمكن تفسيرها حسب النظرية المالية السلوكية من خلال إضافتها لنموذج MEDAF كمتغيرات مفسرة.
- لا تتصف أسواق رأس المال محل الدراسة بالكفاءة عند المستوى الضعيف، ويؤثر عدم وجودها على أدائها المالي وعلى تقدير كل من نموذج MEDAF والنماذج المتعددة العوامل.
- يوجد تأثير لعلاوة مخاطر السوق PRM والمعبر عنها **ببيتا** على عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة.
- يوجد تأثير لعامل مخاطر الحجم (logMVE) على عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة.
- يوجد تأثير لعامل مخاطر القيمة (B/M) على عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة.
- يوجد تأثير لعامل الاستثمار (AG) على عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة.
- يوجد تأثير لعامل الربحية (ROE) على عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة.

4. أهمية الدراسة:

تنبع أهمية الموضوع أو الدراسة من خلال عنصرين:

- تأكيد الدراسات المعاصرة في النظرية المالية على إيجاد الأسس السليمة لتكامل القرارات المالية الإستراتيجية المتمثلة في قرارات التمويل وقرارات الاستثمار وقرارات توزيع الأرباح تلك القرارات التي تعتبر غاية في الأهمية كونها تمثل جوهر الفكر المالي والتي تدور حولها مختلف وظائف الإدارة المالية، وتحديد العوامل والمفاهيم المؤثرة في اتخاذ هذه القرارات وخاصة الجوانب السلوكية التي أوضحت الدراسات والبحوث تأثيرها وارتباطها في القرارات المالية، إذ أن المالية السلوكية تحاول شرح وزيادة فهم أنماط التفكير

للمستثمرين، بما في ذلك العمليات العاطفية المعنية والدرجة التي تؤثر في عملية صنع القرار أساسا، تحاول المالية السلوكية شرح ما هو، ولماذا، وكيفية التمويل والاستثمار، من منظور نفسي سلوكي.

- اعتبار أسواق رأس المال مرآة للوضع الاقتصادي العام، وكفاءة هذه الأسواق تعتبر مؤشرا هاما على نجاح السياسة الاقتصادية العامة للدولة، ومن هذا المنطلق تكون محاولة فهم سلوك أسعار الأسهم وعلاقتها بكفاءة سوق رأس المال قضية مهمة تستوجب تحليلها ببحث علمي، يعمل على اكتشاف العوامل التي تحكم التأثيرات المتبادلة فيما بينهما، من اجل تطوير الاقتصاد عامة وأسواق رأس المال خاصة، من خلال مساهمتها في تنمية المدخرات الوطنية وتوجيهها لتمويل المشاريع الاقتصادية والاجتماعية والتنموية وتوفير فرص استثمارية جديدة للمستثمرين عن طريق تنويع المحافظ الاستثمارية وبالتالي زيادة الإنتاجية وتحسين أداء الاقتصاد الوطني عن طريق زيادة هذه الفرص.

5. أهداف الدراسة:

تهدف هذا الدراسة إلى الوصول إلى مجموعة من الأهداف، والتي تتمثل في ما يلي:

- معرفة واختبار تأثير كفاءة أسواق رأس المال في حالة وجودها أو لا على كل من القيمة السوقية للأسهم والعوائد، ومحاولة إيجاد تفسيرات من خلال عوامل ومتغيرات المالية السلوكية في الأسواق محل الدراسة.
- توضيح النقائص والتناقضات التي تتميز بها نظرية كفاءة أسواق رأس المال والتي كانت سببا في تبنى نظرية المالية السلوكية وما هي أهم إضافاتها.
- محاولة تبيان أن العوائد المتوقعة تتبع نموذج سلوكي لتسعير الأصول المالية، أين الخطر لا يقاس بالبيتا β والعوائد المتوقعة فقط بل يحدد بعوامل أخرى من عوامل المخاطرة في أسواق رأس المال محل الدراسة.

6. أسباب اختيار الموضوع:

يمكن تقديم أسباب وقوع الاختيار على هذا الموضوع في النقاط التالية:

- دراسة واقع كفاءة سوق رأس المال وأثرها على عوائد الأصول المالية في أسواق رأس المال محل الدراسة، وكذلك مقارنتها مع بعضهما البعض لتحديد أهم متطلبات تحسنها ورفعها.
- محاولة القيام بإجراء دراسة مقارنة بين أسس النظرية المالية التقليدية والنظرية المالية السلوكية فيما يتعلق بكفاءة أسواق رأس المال والتشوهات التي تظهر فيها.

- رغبة الطالب في إضفاء قيمة مضافة في موضوع البحث في الجانب التطبيقي بسبب طبيعة تخصص وكذا نقص الجوانب التطبيقية في الدراسات والبحوث حول هذا الموضوع رغم أهميته خاصة باللغة العربية.
- اهتمام الكبير الذي أصبحت تبديه الهيئات الحكومية للرفع من كفاءة أسواق رأس المال.
- محاولة الخروج بنتائج وتوصيات تفيد المستثمرين في قراراتهم الاستثمارية والمالية وتزيد من كفاءة أسواق رأس المال محل الدراسة وترفع من أداءها.

7. حدود الدراسة.

تتمثل حدود الدراسة التي اعتمدنا عليها في ما يلي:

أ. **الحدود المكانية** : تم اختيار كل من بورصة الجزائر، بورصة قطر وبورصة عمان من أجل محاولة إسقاط الجانب النظري على الواقع التطبيقي.

ب. **الحدود الزمنية:** غطت الدراسة الفترة الممتدة من 2011 إلى 2021 في بورصة الجزائر، أما في بورصتي قطر وعمان فكانت خلال الفترة 2017-2021 وقد تم اختيارها لتوفر البيانات والتقارير المالية للمؤسسات محل الدراسة.

8. منهج وأدوات الدراسة.

بناء على الإشكالية المطروحة وبغية الوصول إلى الأهداف المرجوة من هذه الدراسة، وقصد الإحاطة بجوانب موضوعها والتمكن منه، فإنه تم استخدام المناهج المعتمدة في الدراسات المالية والاقتصادية، وعليه فإن المنهج المستخدم كان منهجا وصفيا تحليليا لتوضيح جوانب الموضوع النظرية، والذي يهتم بتجميع البيانات والمعلومات وتنظيمها بشكل تسلسلي والإحاطة بكافة المفاهيم المتعلقة بكفاءة سوق رأس المال والمالية السلوكية والنماذج المستخدمة في حساب العوائد المطلوبة من المستثمرين كنموذج MEDAF من حيث مفهومها ومكوناتها وأنواعها والصيغ المختلفة لها وكذا العوامل المؤثرة عليها.

إلا أنه لا يمكن الاقتصار على الجانب النظري فقط، بل يلزمنا اعتماد المنهج التحليل الكمي بأسلوب عملي وتجريبي في الفصل التطبيقي، لأنه يوافق طبيعة موضوع الدراسة والذي يتضمن إسقاطا ميدانيا على أسواق رأس المال محل الدراسة، مستخدمين في ذلك مزيجا من الأدوات والأساليب القياسية والإحصائية.

أما عن الأدوات المستعملة في الدراسة فتتمثل فيما يلي:

- **الدراسة النظرية:** تم الاعتماد على المسح المكتبي، بالإطلاع على مختلف المراجع باللغة العربية والفرنسية والإنجليزية، بالإضافة إلى استخدام الوثائق المتعلقة ببعض الملتقيات، والاستناد إلى الدراسات السابقة والمجلات ومواقع الإنترنت المتعلقة بموضوع الدراسة.
- **الدراسة التطبيقية:** تخص أسواق رأس المال محل الدراسة، حيث تم استخدام:

- النصوص والتقارير الصادرة عن الأسواق محل الدراسة.
- نشرات التداول اليومية.
- الأدوات الكمية: تم الاستعانة ببرنامج EXCEL 2007 لحساب وتكوين متغيرات الدراسة، وكذا أدوات التحليل الإحصائيSPSSوEviews، وكذا نماذج السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data.

9. صعوبات الدراسة.

- قلة المراجع والمصادر باللغة العربية في كل من المالية السلوكية، كفاءة أسواق رأس المال، وكذا نماذج تقييم الأصول الرأسمالية كنموذج MEDAF ونماذج المتعددة العوامل، في المنصات والمكتبات المجانية.
- عدم وجود مركز أو مخبر لترجمة الكتب والمقالات العلمية الأجنبية على مستوى الكلية أو الجامعة مما يصعب عملية البحث العلمي.
- القيام بحساب المؤشرات المالية للمؤسسات المدرجة نظرا لعدم توفيرها من طرف بورصة الجزائر عكس باقي أسواق رأس المال التي تقوم بنشرها.
- قلة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر أجبرنا على القيام بعدة محاولات من أجل الوصول إلى نموذج مقبول من الناحية الإحصائية ويصلح للتفسير الاقتصادي، كون بورصة الجزائر لا تحتوي إلا على خمس شركات مدرجة مما صعب عملية تقدير نموذج قياسي مناسب.
- عدم وجود منهجية موحدة وواضحة فيما يتعلق بطريقة السلاسل الزمنية المقطعية "**بانل**"، مما صعب استخدامها كونها ليست من ضمن تخصص الطالب.

10. الدراسات السابقة:

لم يتم التطرق لموضوع المالية السلوكية وعلاقتها في تفسير التشوهات الحاصلة في نظرية كفاءة سوق رأس المال بشكل كبير باللغة العربية على عكس اللغات الأجنبية، حيث توجد عدة دراسات سابقة تناولت

الموضوع، لكن ليس من نفس النواحي والجوانب إلا أنها تلاقت معها في بعض النقاط والمحاور، ويمكن تقسيم الدراسات التي اعتمدت عليها الباحث في سبيل إنجاز هذه الأطروحة إلى قسمين:

أ. **الدراسات التأصيلية للموضوع** :حيث تعتبر هذه الدراسات اللبنة الأساسية التي بني عليها موضوع تقييم الأصول المالية، حيث اعتمدت الباحث على دراستين منهما هما:

- دراسة **William Sharp** التي قدمها سنة **1964** وجاء من خلالها بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية: وهي عبارة عن بحث مقدم لمجلة The Journal of Finance بعنوان: **"أسعار الأصول الرأسمالية: نظرية توازن السوق في ظل ظروف المخاطرة"** حيث قدم من خلالها نموذج ربط من خلاله العوائد بالمخاطر، حيث قام بتقدير عائد الأصل الاستثماري وفقا لثلاثة متغيرات هي:
  - عائد الأصل الخالي من المخاطرة،
  - عائد محفظة السوق والتي تمثل كل الأصول الاستثمارية سواء كانت مالية أو عينية،
  - قيمة معامل β للأصل الاستثماري الذي يقيس مخاطر الورقة المالية من خلال حساسية عوائدها للتغير الحاصل في عائد محفظة السوق أو ما يعرف بالمخاطر النظامية للأصل الاستثماري.

على الرغم من وضوح هذا النموذج وبساطته إلا أنه أثار جدلا بين الباحثين، بسبب اعتماده مؤشر واحد في تحديد مخاطر الاستثمار، حيث يقيس مخاطر الورقة المالية من خلال حساسية عوائدها للتغير الحاصل في عائد محفظة استثمارية تمثل جميع الأصول في السوق، حيث عبر النموذج عن هذه الحساسية بالمقياس β والذي يمثل التباين المشترك بين عوائد الأسهم وعوائد محفظة السوق منسوبا إلى تباين محفظة السوق.

- دراسة **Fama & Frensh** التي قدماها سنة **1992** وجاءا من خلالها بنموذجهما ثلاثي العوامل، هي عبارة عن بحث مقدم لمجلة The Journal of Finance بعنوان:**"الانحدار التقاطعي لعوائد الأسهم المتوقعة"**، قاما من خلالها بتحديث وتطوير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، من خلال استخدام الانحدار التقاطعي، وأكدا بأن عامل الحجم، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية تضيف قدرة تفسيرية لمعامل بيتا حول العوائد المتوقعة للأسهم.

وفي **2014** قدم فاما وفرانش دراسة جديدة بعنوان:**"نموذج تسعير الأصول الرأسمالية خماسي العوامل"**، حيث تختبر هذه الدراسة نموذج فاما وفرانش خماسي العوامل، حيث قام فاما وفرانش في 2013و2014بتقديم مسودة بحث جديدة حول نموذج خماسي العوامل لتسعير الأصول الرأسمالية،حيث أضاف فاما وفرانش في هذا النموذج الخماسي عاملين إضافيين يعكسان الربحية والاستثمار للوصول إلى النموذج الخماسي.

وتم إجراء الدراسة على الأسهم المدرجة في سوق نيويورك للأسهم، سوق أمكس وسوق ناسداك وامتدت على السنوات 1963حتى كانون الأول 2013 وهو شمل ما قام **فاما وفرانش** بتحليله سابقا في دراستهم السابقة حتى سنة 1993 أي أنه تم إضافة 21 سنة للتحليل السابق مع إضافة عاملي الربحية والاستثمار في هذا النموذج، حيث توصلت الدراسة إلى أن النموذج ذو العوامل الخمسة لديه قدرة تفسيرية بين 71% إلى 94% لتباين أسعار الأسهم الحقيقية.

ب. **دراسات أخرى:** وهي مجموعة من الدراسات الميدانية اعتمد عليها الباحث في اشتقاق متغيرات النموذجين الثلاثي والخماسي.

- دراسة **Hou– Karolyi– Chankho** سنة **2006** بعنوان**"ما هي العوامل الأساسية التي تدفع عوائد الأسهم العالمية"** وهي عبارة عن ورقة بحثية مقدمة لـ"كلية فيشر للإدارة والأعمال"، حيث هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى قدرة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من توضيح الاختلاف في متوسط العوائد للأسهم العالمية، وبلغ حجم العينة 26615سهم عادي مختارة من 49 دولة، الدراسة تمت خلال الفترة الممتدة من 1975إلى 2003ببيانات شهرية وباستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد.

وتوصلت الدراسة إلى أنه هناك تأثير إيجابي لكل من الزخم ومعدل نصيب السهم من التدفق النقدي للعمليات التشغيلية على عائد السهم، وأن القدرة التفسيرية لـ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ترتفع بعد إضافة هذين المتغيرين.

- دراسة **Robert Marx سنة 2012**، بعنوان **"الوجة الآخر للقيمة: علاوة عامل الربحية الإجمالي"**، حيث قام الباحث بإجراء الدراسة على أسهم الشركات المدرجة في سوق نيويورك المالي وللفترة الممتدة من سنة 1963حتى سنة 2010 كما تم اعتماد عامل الربحية الإجمالية على أنها تساوي معدل مجمل الربح إلى إجمالي الأصول، حيث انطلقت الدراسة من الفلسفة القائلة بأن الربحية تمثل الوجه الآخر للقيمة والذي تم تعزيزه من خلال استراتيجيات التسعير التي تعتمد إما على الربحية أو على القيمة.

توصلت الدراسة إلى أن الشركات ذات الربحية العالية تولد متوسط عوائد أعلى من الشركات ذات الربحية المنخفضة أو غير الرابحة، بغض النظر عن قيمة B/Mوهذا يعني بأن عوائد استراتيجيات الربحية قد لا ترتبط دائماً فيما بينها أو ربما قد ترتبط بصورة سلبية.

- **دراسة الزبيدي 2012**، كانت هذه الدراسة بعنوان "**تحليل سلوك أسعار الأسهم باستعمال نموذج السير العشوائي –دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية .** " وهدفت هذه الدراسة للتعرف على مستوى كفاءة سوق العراق للأوراق المالية وللوصول لهذا الهدف تم تحليل العلاقة بين سلسلة من الأسعار الشهرية للشركات (أسعار الإغلاق الشهرية) البالغ عددها (24) شركة وكذلك تم تحليل بيانات المؤشر العام للسوق والقطاعات المكونة له لعام 2009، وفرضية السير العشوائي للأسعار.

ولغرض اختبار هذه العلاقة تم استخدام تحليل الارتباط الذاتي Autocorrelation لنموذج انحدار السلسلة الزمنية المختارة للتحليل، وقد تم استخدام اختبار الأحداث المتشابهة (Runs Test) للتأكد من نتائج الارتباط الذاتي بالإضافة إلى استخدام تحليل الارتباط الذاتي لتحليل العلاقة بين عوائد المؤشر العام للسوق وعوائد القطاعات المكونة للسوق وقد توصلت الدراسة إلى عدة استنتاجات كان أهمها أن سوق العراق للأوراق المالية غير كفء ضمن المستوى الضعيف للكفاءة لأن العلاقة بين أسعار الأسهم والمؤشر العام للسوق لأتتبع فرضية السير العشوائي.

- **دراسة مجيل النجار** في سنة **2017**، بعنوان "**العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد وأثرها في أداء المحفظة الاستثمارية**"–دراسة تحليلية من سوق فلسطين للأوراق المالية–، نشرت في مجلة الجامعة العربية الأمريكية للبحوث في المجلد 3، العدد 2.

هدفت الدراسة إلى البحث عن العوامل السلوكية المؤثرة في عملية اتخاذ القرار لدى المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني، وقد استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، حيث طبقت على عينة عشوائية من المستثمرين داخل سوق رأس المال الفلسطيني من خلال شركات الوساطة العاملة في فلسطين، وقد تم توزيع 292 استبانة على عينة الدراسة، وتم استرجاع 222 إستبانة صالحة للتحليل.

وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أربعة عوامل سلوكية تؤثر في قرارات المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال هي: الاستدلال، التوقع، عامل القطيع، عامل الثقة المفرطة، وأن العوامل السلوكية تؤثر إيجابا على أداء المحفظة الاستثمارية، كما أوصى الباحث على ضرورة تفهم المستثمرين الأفراد داخل سوق رأس المال الفلسطيني للعوامل السلوكية كافة، والمذكور عليها في نظرية التمويل السلوكي والتي توجه قراراتهم داخل السوق.

وعليه فإن الباحث اكتفى بدراسة الانحرافات السلوكية المتمثلة في التحيزات الإدراكية على قرارات المستثمرين، ولم يتطرق إلى كيفية تأثير المالية السلوكية الكلية على تقلبات عوائد الأسهم.

11. مميزات الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

- **من حيث الهدف ومجتمع الدراسة:** هدفت الدراسة الحالية لتشخيص وتقييم أداء البورصات محل الدراسة واختبار مستوى كفاءتها وكذا لتحديد العوامل المؤثرة في تقدير عوائد الأسهم وكذا تفسير التغيرات الحاصلة فيها من خلال اختبار وتقدير كل من نموذج MEDAF والنماذج المتعددة العوامل في البورصات محل الدراسة المتمثلة في بورصة الجزائر بورصة قطر وبورصة عمان لتشكل مجتمع الدراسة، كما تم اختيار عينة من الشركات في كل بورصة من البورصات محل الدراسة.
- **من حيث متغيرات النماذج:** بناءا على الدراسات السابقة خاصة التأصيلية والمرجعية والأبحاث التطبيقية التي تطرقت لموضوع نماذج تقييم وتسعير الأصول الرأسمالية تم استخدام أهم عوامل المالية السلوكية المحددة والمفسرة للتغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم قصد تحديد دور وأثر هذه العوامل في معالجة نقائص نموذج MEDAF وكذا تحسين القدرة التفسيرية له وذالك من خلال تعديل المتغيرات المستخدمة حسب البيانات المتوفرة في بيئة أسواق رأس المال العربية على غرار كل من عامل مخاطر القيمة، والحجم.
- **من حيث الطريقة المستخدمة وفترة الدراسة:** تمثلت فترة الدراسة في بورصة الجزائر من أفريل 2011 إلى ديسمبر 2021، ومن فيفري2017 إلى ديسمبر 2021 في بورصتي قطر وعمان.

أما فيما يخص الطريقة المستخدمة في تقدير واختبار صحة ومصداقية كل نموذج MEDAF والنماذج المتعددة العوامل وتحديد دور متغيرات المالية السلوكية في معالجة النقائص والتشوهات في البورصات العربية محل الدراسة، فقد تم استخدام إحدى أدوات القياس الاقتصادي المتمثلة في نماذج السلاسل الزمنية المقطعية **"نماذج بانل"**.

12. هيكل البحث:

بغية الإجابة على إشكالية البحث وانطلاقا من الفرضيات التي تم صياغتها، تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول مستهلة بمقدمة عامة ومنتهية بخاتمة عامة حيث تم تخصيص ثلاث فصول للجانب النظري وفصل للجانب التطبيقي لإسقاط الواقع النظري في الواقع، كما يلي:

- **الفصل الأول:** تحت عنوان "**فرضية كفاءة سوق رأس المال بين القبول والانتقاد**"تم التطرق في هذا الفصل من خلال **المبحث الأول** إلى تقديم نشأة كفاءة أسواق رأس المال والتطور التاريخي لها، ماهية كفاءة أسواق رأس المال، وكذا أنواع ومتطلبات الكفاءة، كما تم التطرق لكل من فرضية السير العشوائي

للأسعار، نماذجها والاختبارات المختلفة لها في **المبحث الثاني** من هذا الفصل، أما **المبحث الثالث** فخصص للتطرق لمستويات فرضية كفاءة أسواق رأس المال وعلاقتها بالتحليل الفني والأساسي.

- **الفصل الثاني:** تحت عنوان "**علاقة كفاءة أسواق رأس المال بالإفصاح المحاسبي وحوكمة الشركات**"سيتم التطرق في هذا الفصل من خلال **المبحث الأول** إلى تقديم البيانات والمعلومات المحاسبية والمالية كونها أحد العناصر الفعالة في تحقيق كفاءة أسواق رأس المال، في حين تم التطرق إلى مفهوم الإفصاح وعلاقته بكفاءة أسواق رأس المال في **المبحث الثاني** من هذا الفصل، أما **المبحث الثالث** فتم فيه التطرق إلى حوكمة الشركات وعلاقتها بكفاءة أسواق رأس المال كونها العامل الرئيسي في تحسين ورفع من كفاءة أسواق رأس المال.
- **الفصل الثالث:** تحت عنوان "**نماذج تسعير وتقييم الأصول الرأسمالية: MEDAF أنموذجا**" تم التطرق فيه من خلال **المبحث الأول** إلى تقديم نظرة عامة حول المالية السلوكية من حيث مفهومها والأسباب الرئيسية التي لظهورها ومختلف العوامل المؤثرة على فرضية كفاءة أسواق رأس المال من خلال التشكيك في ما يحدث في السوق من حالات شاذة ونقائص يصعب تفسيرها في ظل النظرية التقليدية، أما **المبحث الثاني** فاستعرض فيه مفهوم شامل لمحتوى للنظرية الحديثة ومبادئها مسلطين الضوء على الآراء المؤيدة لها وأخرى معارضة، والى أهم الإضافات التي جاءت بها لمعالجة إختلالات وتناقضات في نظرية كفاءة سوق رأس المال، كما سيتم عرض نماذج تسعير وتقييم الأصول الرأسمالية بين المدخلين التقليدي والسلوكي في **المبحث الثالث** من هذا الفصل على غرار كل من نموذج ماركويتز، نموذج MEDAF، ونموذج تسعير المراجحة APT .
- **الفصل الرابع:** بعنوان "**دراسة تطبيقية لدور متغيرات المالية السلوكية في معالجة نقائص نموذج MEDAF في ظل فرضية كفاءة أسواق رأس المال–دراسة حالة مجموعة من البورصات–**" تم من خلال هذا الفصل تقديم أسواق رأس المال محل الدراسة في **المبحث الأول**، وكذا تشخيص وتقييم أدائها المالي واختبار مستوى كفاءتها ومعرفة أهم التشوهات الحاصلة فيها في **المبحث الثاني**، وتم تحديد دور متغيرات المالية السلوكية في تفسير التشوهات في نموذج **MEDAF** في ظل فرضية كفاءة أسواق رأس المال محل الدراسة من خلال تقدير واختبار كل من نموذج **MEDAF** والنماذج المتعددة العوامل في **المبحث الثالث**، والتي على ضوئها تم إعداد نتائج وتقديم اقتراحات في خاتمة الدراسة.

الفصل الأول:

فرضية كفاءة أسواق رأس المال بين القبول والانتقاد

تمهيد

أثارت فكرة كفاءة أسواق رأس المال ومازالت تثير خلافا شديدا بين المهتمين والأكاديميين والباحثين لأكثر من ثلاثة عقود، حيث يتوقع في السوق الكفء أن تستجيب أسعار الأسهم بسرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، لتعكس القيم السوقية جميع المعلومات الواردة وأن هذا الانعكاس التام لا يسمح للمستثمرين بتحقيق عوائد غير عادية.

وترتبط فرضية كفاءة أسواق رأس المال EMH بفرضية السير العشوائي للأسعار RWT التي تنص على عدم إمكانية التنبؤ وتوقع التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم في أسواق رأس المال التنافسية، حيث قام **يوجين فاما** 1970 بوضع وتقسيم مفهوم كفاءة أسواق رأس المال إلى ثلاث مستويات اعتمادا على مدى توفر المعلومات في السوق هي المستوى الضعيف، والمستوى شبه القوي، والمستوى القوي، لتكون بمثابة حجر الأساس لفرضية كفاءة أسواق رأس المال.

على الرغم من القبول الكبير والواسع الذي عرفته النظرية خلال العقود الأخيرة إلا أن توالي الأزمات المالية واستمرارها ضعف وحد من قدرتها على تفسير التشوهات الحاصلة في الأسعار وعوائد الأسهم في السوق الأمر الذي أدى إلى التشكيك فيها سواء من أجل تعديلها ومعالجة النقائص والتناقضات الموجودة فيها كتناقض **غروسمان وستيغلتز** 1980، أو من أجل بناء نظرية جديدة لتفسير كل من سلوك الأسعار والمستثمرين عن طريق التيار السلوكي الجديد بإدخال وضم سلوكيات المستثمرين في عملية بناء فرضياتها ونماذجها.

الفصل الأول: فرضية كفاءة أسواق رأس المال بين القبول والانتقاد

تشكل فرضية كفاءة أسواق رأس المال محورا هاما في النظرية المالية التقليدية، كما تعتبر المعلومات التي تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية ويتحدد سعر الورقة المالية بناءا على هذه المعلومات، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

المبحث الأول: الإطار النظري والمفاهيمي لكفاءة أسواق رأس المال

السوق الكفء هو الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية التي تصدرها الشركات كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عندها، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية، لحركة الأسهم من خلال وسائل أجهزة الإعلام المختلفة، والذي يعكس القيمة الحقيقية لها، من خلال هذا المبحث سنتطرق للإطار المفاهيمي والنظري له.

المطلب الأول: نشأة وتطور كفاءة أسواق رأس المال بين المنظورين الاقتصادي والإحصائي

إن مفهوم فكرة كفاءة أسواق رأس المال أو حتى أسواق رأس المال بشكل عام مرت بعدة مراحل تطورية بفضل العديد من الإسهامات العلمية من علماء وباحثين ومفكرين على رأسهم[*] **Bachelier** في 1900، **Fama**[**] 1965 و[***] **Samualsun** في1965، والذين يعتبرون من المفكرين الرئيسين في تبلور نظرية كفاءة سوق رأس المال وتطورها.

ويمكن تقسيم نشأة وتطور مفهوم كفاءة أسواق رأس المال إلى ثلاث مراحل أساسية:

---

[*] **لويس باتشيلييه** هو عالم رياضيات فرنسي في مطلع القرن العشرين، يرجع له الفضل في كونه أول شخص يحاكي الحركة البراونية كجزء من أطروحته للدكتوراه بعنوان " **نظرية المضاربة Théore de la spéculation** المنشورة في عام 1900، والتي قدم فيها أول نموذج رياضياتي للحركة البراونية واستخدامه لتقييم خيارات الأسهم ليكون أول من استخدم الرياضيات المتقدمة في دراسة المالية.

[**] **يوجين فاما** هو اقتصادي أمريكي اشتهر بأعماله التجريبية فيما يتعلق بنظرية المحافظ الاستثمارية، تسعير الأصول المالية وفرضية كفاءة الأسواق المالية، حاليا هو أستاذ الخدمة المتميزة في كلية بوث لإدارة الأعمال بجامعة شيكاغو، وفي 2013 تقاسم جائزة نوبل للاقتصاد مع كل من روبرت شيلر ولارس هانسن، كما يلقب بأب المالية الحديثة نظرا لإسهامته الواسعة في مجال المالية أهمها أطروحته للدكتوراه المعنونة بـ: **سلوك أسعار الأسهم** "**The Behavior of Stock Market Prices**" في سنة 1965.

[***] **بول ساموبلسون** هو اقتصادي أمريكي متحصل على جائزة نوبل للاقتصاد في 1970وكذا الوسام الوطني للعلوم وهو أكبر شرف علمي في أمريكا، وأستاذ بجامعة MIT منذ 1940، كما يعتبر الاقتصادي الأكاديمي الأول في القرن العشرين ولقب بـ **"أب الاقتصاد الحديث"** نظرا لإسهاماته الهائلة كباحث ومعلم ومن أهم مؤلفاته كتاب **"أسس التحليل الاقتصادي"** في عام 1948 « **The Foundations of Economic Analysis** »

- **المرحلة الأولى: مرحلة ظهور وتشكل الفكرة أو مرحلة ما قبل باشولي 1900**
- **المرحلة الثانية: مرحلة تكون المفهوم أو مرحلة ما بعد باشولي إلى غاية فاما 1965**
- **المرحلة الثالثة: مرحلة التشكيك والعودة أو مرحلة ما بعد فاما 1965** (سوف يتم التطرق لها في المبحث الثالث من هذا الفصل بشكل مفصل من خلال المطلب الخامس تقييم فرضية كفاءة أسواق رأس المال والانتقادات الموجهة لها).

أولا–المرحلة الأولى: مرحلة ظهور وتشكل الفكرة أو مرحلة ما قبل باشولي 1900

تمتد هذه المرحلة من منتصف القرن السادس عشر ميلادي عبر إسهامات العديد من الرياضياتيين، الإحصائيين والفزيائيين وصولا لإسهامات عالم الرياضيات الفرنسي Louis Bachelier سنة 1900م.

إن فكرة تساوي الظروف للجميع في الأسواق والتي سميت لاحقا بمصطلح **اللعبة العادلة " Fair Game"** تعتبر أحد محاور مفهوم كفاءة أسواق رأس المال، والتي كان لها وجود منذ القدم وأحد الأدلة على ذلك هو ما تطرق إليه الرياضياتي الإيطالي **"جيرولامو كاردانو"** في كتابه المعنون بـ: **"ألعاب الحظ"** سنة 1564 في مقولته: «إن المبدأ الأساسي للجميع في القمار هو ببساطة وجود ظروف متساوية للجميع ».

ليعود الحديث عن الفكرة بعد قرابة 200 سنة أي في سنة 1863م على يد المضارب والسمسار الفرنسي **"جوليوس رينول"** في أسواق رأس المال، والذي لاحظ أن مقدار الربح أو الخسارة يزيد بقدر اكتساب أوراق مالية أكثر وذالك راجع نتيجة "التغير في الأسعار" كما استنتج أن الانحراف في الأسعار يتناسب طرديا مع الجذر التربيعي للزمن"[1].

وفي نهاية القرن التاسع عشر حيث كان علماء الفزياء مشتغلين على الاهتزازات الصوتية و"الحركة البراونية"، ظهر مفهوم ومصطلح **السير العشوائي** (Random Walk) من قبل الفزيائي البريطاني "رايلي" سنة 1880 وبعده الفيلسوف البريطاني "جون فين" سنة 1888 بشكل عام.

لترد كفاءة الأسواق بشكل واضح وصريح في كتاب "جورج جيبسون" الصادر سنة 1889 والمعنون بـ:«أسواق الأسهم في باريس ولندن ونيويورك»، وقد أوضح أنه كلما كانت هناك معلومات بالقدر الكافي

[1] زهير قبلي، "**دراسة قياسية تنبؤية لتقلبات مردوديات مؤشرات بورصة الأسواق المالية: دراسة حالة مؤشر داو جونز ومؤشر ناسداك**"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه تخصص قياس اقتصادي، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2015-2016، ص ص 13-14.

حول الأسهم لدى العامة في أسواق مفتوحة كلما كانت قيم هذه الأسهم معبرة بشكل أكبر، بمعنى أنه كلما زادت المعلومات زادت مصداقية التسعير للأسهم [1].

وفي سنة 1900 قام "لويس باشولي Louis Bachelier" بنشر أطروحته للدكتوراه المعنونة بـ«نظرية المضاربة» La théorie de spéculationمن خلال دراسته لأسعار الأسهم والسلع من أجل معرفة إذا ما كانت تتحرك عشوائيا أم لا، افترض أن تغيرات الأسعار في لحظة ما لا يمكن التنبؤ باتجاهها ولكن يمكن التنبؤ بأنها قد تكون صغيرة، حيث أسفرت دراسته أن التغيرات التي تحدث في سلسلة الأسعار تفتقد أي ترابط بينها مما يؤكد على عدم وجود نمط محدد لحركة تلك الأسعار، كما توصلت دراسته للحركة البراونية إلى أن"الاحتمال المتوقف على الأحداث المستقبلية، يستحيل التنبؤ به بطريقة رياضية "وهو ما يعني رياضيا أن "التوقع الرياضي للمضارب يساوي الصفر"[2].

كما وضح باشولي كفاءة الأسواق بواسطة مفهوم "**مارتينغال***" Martingale فحسب نظريته حول البورصة رأى أن: "لا المشتري ولا البائع بإمكانهما تحقيق أرباح منتظمة وأن الأسعار لها سلوك عشوائي "، وكذا من خلال مقولاته الأخرى[3]:

- "إن كانت أسواق رأس المال عشوائية الحركة، فمن غير الممكن أن نتوقع تقلباتها، ولكن من الممكن أن نحدد فيما إن كانت أكثر احتمالية أم أقل، وإن هذه الاحتمالية من الممكن تقديرها بوساطة الطرق الرياضية".
- «ندرك أن الأحداث الماضية والحاضرة وحتى المستقبليّة المخصومة تنعكس في سعر السوق، لكنها غالبا لا تظهر أي انعكاس واضح لتغيرات الأسعار».

---

[1] George Rutledge Gibson, **"The stock exchanges of London, Paris, and New York",** G.P. Putnam"s Sons, New York, 1889, pp1-125.

[2] L. Bachelier., « **Théorie de la spéculation** », Thèse pour le doctorat en sciences mathématiques, Annales de l'école normale supérieure, 3éme série, T27, 1900, pp 21-86.

* في نظرية الاحتمالات "**مارتينجال**" هو تسلسل من المتغيرات العشوائية (على سبيل المثال عملية المراهنة العشوائية) والتي في وقت معين يكون التوقع الشرطي للقيمة التالية في التسلسل بغض النظر عن جميع القيم السابقة يساوي القيمة الحالية، تم تقديم مفهوم مارتينجال في نظرية الاحتمالات من قبل بول ليفي في عام 1934 على الرغم من أنه لم يسمه، تم تقديم مصطلح "**مارتينجال**" لاحقًا بواسطة فيل 1939 الذي وسع أيضا التعريف ليشمل **مارتينجال** المستمر، تم إجراء الكثير من التطوير الأصلي للنظرية بواسطة جوزيف ليو دوب من بين آخرين كان جزء من الدافع لهذا العمل هو إظهار استحالة استراتيجيات المراهنة الناجحة في ألعاب الحظ.

[3] Chstian Walter, (1996), **"Une histoire du concept d'efficience sur les marchés financiers"**, Annales; Histoire; Science Sociales , 51e Année , N° 4 , 1996, pp. 873-905.

« Recognises that past, present and even discounted future events are reflected in market price, but often show no apparent reflection to price changes ».

- «إذا كان السوق في الواقع، لا يتنبأ بتقلباته، فإنه يقدر حينها على أنه أكثر أو أقل احتمالًا، ويمكن تقييم هذا الاحتمال رياضيا».

« If the market, in effect, does not predict its fluctuation, it does assess then as being more or less likely , and this likelihood can be evaluated mathematically ».

وهذا ما يطابق ما قدمه Karl Pearson في سنة 1905 حيث قدم مصطلح السير العشوائي* الذي عرفه أنه "بسير السكير حسبه"، فمن غير الممكن التنبؤ بتحركات شخص سكير، وبطريقة عشوائية من المرجح أن ينتهي به الأمر في مكان قريب من نقطة التي غادر منها من أي نقطة أخرى[1].

على الرغم من إسهامات باشولي الكبيرة والتي اعتبرت بمثابة حجر الأساس في تبلور وتطور فكرة كفاءة أسواق رأس المال سواء في أطروحته سنة 1900 أو في كتابه المعنون بـ" اللعبة-الحظ-الصدفة" الصادر في سنة 1914، إلا أنه تم تجاهلها خلال سنوات إصدارها إلى غاية إعادة طرحها من قبل كل من "سافاج" 1955و"كارل بيرسون" 1960 من خلال طرح مصطلح **"السير العشوائي"** في مجلة الطبيعة The Journal of Nature.

ثانيا- المرحلة الثانية: مرحلة تكون المفهوم أو مرحلة ما بعد باشولي إلى غاية فاما 1965

في بداية العشرينات من القرن العشرين كان لتطور مفهوم السير العشوائي للأسعار « Random Walk Theory » أهمية كبيرة في تطور مفهوم ومصطلح كفاءة أسواق رأس المال مستقبلا خصوصا بعدما نشر "تاوسينغ" سنة 1921 ورقة بحثية بعنوان :"هل سعر السوق محدد"؟ « Is market price determinate ! ».

حيث تحول الإهتمام حول إمكانية التنبؤ بأسعار المستقبلية للأسهم، وفي سنة 1923 عبر الاقتصادي البريطاني "**جون مينارد كينز**": «أن المستثمرين في أسواق رأس المالالا يكافئون على أساس معرفتهم الجيدة للأسواق المالية من خلال معرفة ما يوجد في المستقبل وإنما لتحملهم المخاطر»، وهي فكرة تتطابق مع مفهوم كفاءة أسواق رأس المال لاحقا[2].

*خاصية الحركة العشوائية Random Walk تعني عدم إمكانية التنبؤ بتقلبات أسعار الأصل المالي في المستقبل لأن قيمته الحالية ترتفع وتنخفض بشكل متواصل دون وجود ترابط بين قيم المتغير على طول السلسة الزمنية لهذا الأصل (وسوف يتم التطرق إليها بشكل مفصل في المبحث الثاني من هذا الفصل).

[1] Pearson, K. (1905). **"The Problem of the Random Walk"**,Nature no. 1867 v. 72, pp. 294-342.

[2] Martin Sewell,**"History of the Efficient Market Hypothesis",** University College London, Department of computer science, RN 11/04, London, 20 January 2011, p2.

وفي سنة 1927 أي سنتين قبل أزمة الكساد الكبير، بين "فريديريك ميلز"في كتابه تحت عنوان: "سلوك الأسعار" The behavior of Prices وجود علاقة بين الاحتمالات المستقبلية ومردوديات الأسهم[1].

ليقوم بعدها Cowles سنة 1933 بالاستثمار في أزمة الكساد الكبير عن طريق اختبار قدرة المتنبئين والمحللين الماليين الأساسيين Fondamentalistes وكذا المحللين الماليين الفنيين Chartistes على التنبؤ في أسواق رأس المالمن خلال دراسة 45 وكالة محترفة للتنبؤ لبعض الوكالات المتخصصة بما فيها شركات التأمين، المستثمرين المحترفين، شركات الاستشارة المالية التي حاولت التنبؤ وتحديد قيم الأوراق المالية الأكثر ربحية والحركات المستقبلية لأسهم السوق نفسها، في مقاله الشهير المعنون بـ" هل يستطيع المتنبئين حقا التنبؤ؟ « ! Can stock market forcasters forcast » ليخلص لعدم إمكانية المتنبئين التنبؤ في أسواق رأس المال في تلك المرحلة، لتكون فيما بعد إحدى الأدلة الداعمة لفرضية كفاءة أسواق رأس المالبعدم إمكانية التنبؤ بالأسعار المستقبلية في أسواق رأس المال الكفءة[2].

ليعود Cowles سنة 1944 لإكمال بحوثه في التنبؤ بحركات الأسهم في السوق وقام بدراسة مماثلة، ولكن هذه المرة قام بتمديد فترة العينة، وفي هذه الدراسة خلص أن أفضل نتيجة سجلت من قبل وكالات التنبؤ هي فقط 3.3 % لأفضل متوسط أربعين سنة لعوائد الأسهم، أي خلص بعدم إمكانية خبراء الاستثمارات "التغلب على السوق"[3].

وفي سنة 1953 قام Kendall الذي كان أول من استعمل مصطلح السير العشوائي في أدبيات المالية، باختيار 22 مؤشر سهم بريطاني وأسعار السلع الأمريكية بهدف معرفة دورات الأسعار المنتظمة، ووجد أن الأسعار تبدوا أنها تتبع سيرا عشوائيا، بغض النظرعلى ما يحدث في الأيام بحيث أنه يمكنها أن ترتفع أو تنخفض السابقة[4].

[1] Alexander S. Sangare, (2005**), Efficience des marchés : Un siècle après Bachelier,** Revue d'économie financière, Vol 81, pp. 111.

[2] Cowles, A.(1933). **"Can Stock Market Forecasters Forecast?"**. Econometrica, 1, pp. 309-324.

[3] Cowles, A. (1944). **"Stock Market Forecasting"**, Econometrica, 12, pp. 206-214.

[4] Kendall, M. 1953. **"The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices"**. Journal of the Royal Statistical Society, Vol. 116, No. 1, pp. 11-34.

هذا ما أقره أيضا Brown في 1953 حيث اختبر نظرية السير العشوائي عن طريق دراسة سلوك أسعار أسهم السوق لمعرفة ما إذا كان هناك نمط متكرر لتحديد الأسعار، وخلص إلى أنه غير موجود[1].

وكذلك في سنة 1959 وجد Roberts نتائج مشابهة لبيانات أمريكية وتحقق أن التغيرات في مؤشر داو جونز على ما يبدوا أنها ناجمة من تراكم عشوائي، وأكد هذا Osborne عام 1959 حيث بين أن أسعار أسهم الولايات المتحدة فا تحركات عشوائية[2].

ناقش **فاما** سنة 1965 بعض الأدلة التجريبية داعما نظرية السير العشوائي في رسالته للدكتوراه، ليقوم بعدها بعرض موجز لأطروحة الدكتوراه في ملتقى الإدارة سنة 1965 في جامعة شيكاغوا حيث أيد نظرية السير العشوائي كما لو أنها وصف دقيق للواقع، وهو بذلك تحدى مؤيدي التحليل الفني والأساسي اللذان يستخدمان ويؤيدان التنبؤ بأسعار الأسهم من قبل محترفي السوق.

فاما تناول نظرية السير العشوائي التي سبق أن نوقشت في المجلات الأكاديمية، ولكن تم إهمالها خلال السنوات الأخيرة، فقال أن المنطق وراء نظرية الفنية هو"أن التاريخ يعيد نفسه"، وهو أنه إذا نظرنا إلى السلوك الماضي للأوراق المالية، يمكننا التنبؤ بمسارهم المستقبلي بتحليل سلسلة تغيرات الأسعار في الماضي، فحسب **فاما** "من غير الممكن الحصول على أرباح غير عادية بالنظر إلى تاريخ تغيرات الأسعار والسبب هو أن التغيرات في الأسعار المتتالية مستقلة" ، بالتحديد ما تقوله نظرية السير العشوائي بالإضافة إلى ذلك، هو يعتقد أن محترفي السوق يعتمدون على التحليل الأساسي أكثر من الفني لأن التحليل الفني ليس له أساس آمن.

فاما عرف السوق الكف، للمرة الأولى في الأدبيات "أنه السوق الذي فيه عدد كبير من الأرباح العقلانية متنافسة بفاعلية مع كل محاولة للتنبؤ بالقيم المستقبلية للسوق الأوراق المالية، وأين المعلومات الجارية المهمة هي تقريبا متاحة لجميع المستثمرين[3]".

في نفس السنة 1965 أثبت Samuelson أن سلسلة من التغيرات السعرية هي مستقلة واستنتج أن عدم القدرة على التنبؤ بالأسعار هو دليل على كفاءة سوق الأوراق المالية[4].

---

[1] Osbome, M.F. 1959. **"Brownian motion in the stock market"**, Operations Research, Vol. 1, No. 2, pp. 145-173.

[2] Roberts, H.V. 1959. **"Stock-market patterns and financial analysis: methodological suggestions"**. Journal of Finance, Vol. 14, No. 1, pp. 1-11

[3] Fama, E. (1965). **"The Behavior of Stock Market Prices"**, Journal of Business,Vol 38, pp. 34-105.

[4] Samuelson, P.A. 1965."**Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly"**,Industrial Management Review, Vol. 6, No. 2. p. 41-49

قدم Fama في 1970 البحث المرجعي في كفاءة أسواق رأس المالالذي ركز من خلاله على عرض نظري شامل وتجاوز هنا إلى العمل التجريبي، وعرف الكفاءة: "السوق الذي أسعارها تعكس تماما ودائما المعلومات المتاحة هي سوق كفءة"، وفي السوق الكفء، يعكس سعر السهم لمؤسسة ما المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات في شكل: قوائم مالية، معلومات تبثها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر سهم أو التحليلات والتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة[1].

ثالثا–المرحلة الثالثة: مرحلة التشكيك والعودة أو مرحلة ما بعد فاما 1965

في سنة 1978 أكد Jensen أن السعر في أسواق رأس المال الكفؤة يعكس كل المعلومات المتاحة إلى درجة أن الأرباح الحدية التي يمكن الحصول عليها من المعلومات هي أكبر من التكاليف الحدية للحصول على المعلومات[2].

قدم كل من Gosstran & Stiglitz نموذج سنة 1980 يبين أن كفاءة أسواق رأس الماليمكن أن تتحقق إذا كانت تكاليف المعلومات والمعاملات صفرية، حيث أنه حسبهما "إذا كانت الأسعار تعكس بشكل تام وفوري جميع المعلومات المتاحة عندئذ يكون من المفترض عدم وجود حوافر لدى الأفراد لجمع ومعالجة البيانات، كون أن كل ذلك تعكسه أسعار السوق، وبالتالي فإن العائد المتحقق من المعلومات الإضافية يطابق تماما تكاليف جمع هذه المعلومات"[3].

وهذا ما يتوافق مع تعريف Cootner 1964 حول كفاءة أسواق رأس المالإن عوائد السهم فيها تعكس مستوى السوق ومستوى معلومات المؤسسات، وأن الأسعار تتبع عملية السير العشوائي[4].

لتتوالى العديد من الدراسات التجريبية التي تشكك في فرضية كفاءة أسواق رأس المال تارة، أو إعادة صياغة المفهوم تارة أخرى.

---

[1] Fama, E(1970). **"Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work"**, Journal of Finance , No 25. p. 383-417.

[2] Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, **"Marches Financiers : gestion de portefeuille et risque"**, 6éme Edition, 2014, p 49.

[3] Jurgen Huber, Michael Kirchler, Matthias Sutter , **"Is More Information Always Better ? Experimental Financial Market with Cumulative Information"**, Journal of Economic Behavior & Organization, Vol. 65 (2008) 86-104.p.88.

[4] Cootner, P. (ed.) (1964).,"**The Random Character of Stock Market Prices**", MIT Press., Boston, USA , pp1-510.

رابعا: خلاصة التطور التاريخي لمفهوم كفاءة أسواق رأس المال

مما تقدم يمكن القول بأن الأدبيات الكثيرة التي عالجت موضوع كفاءة أسواق رأس المالتتمثل في ثلاثة تيارات أو مدارس وهي : التيار الأمبيري أو البراغماتي، التيار النظري أو مقاربة التضعيف وتيار عدم تماثل المعلوماتAsymétries d'information ، لذالك قمنا بتقسيم هذا المطلب إلى ثلاثة مراحل.

- يعتبر باشولي Bachelier رائدا للتيار الأول والثاني، و يقود فاماFama التيار الأمبيري الذي قدم تعريفا تطوريا لكفاءة المعلومات.
- أما التيار الثاني، فيقوده ساموبلسونSamuelson ويقدم تعريف كفاءة المعلومات بطريقة حصرية انطلاقا من مدلول التضعيف martingale ويبين تكافئ هذه السيرورة مع التوقعات الرشيدة.
- والتيار الثالث وقد نشأ عن مقال **غروسمان وستيغلتز** ثم تطور بداية سنوات الثمانينات مع طرح مفارقة غروسمان–ستيغلتز لتكون بداية مرحلة التشكيك في فرضية كفاءة أسواق رأس المال مع تعاقب العديد من الدراسات التطبيقية والاختبارية للمشاكل والتشوهات المالية والسعرية التي حصلت في أسواق رأس المال خلال فترة الثمانينات.

افتقد النصف الأول من القرن الماضي للنظريات المتعلقة بأسواق رأس المالة، فالأبحاث الأولى اتبعت المنهج القائم على التنوع واستعمال الأبحاث التجريبية، التي عجزت عن تفسير أي من الظواهر الاقتصادية أو الاعتقادات السائدة في ذلك الوقت، إلا أن استنتج Bachelier أن أسعار السلع تتقلب بشكل عشوائي، وقد تبعه في استنتاجه هذا Working وكذلك Cowles عام 1934وJones عام 1937، حيث استطاعوا أن يظهروا أن أسعار الأسهم في أغلب المجتمعات الاقتصادية تشترك بخاصية العشوائية.

للأسف فإن هذه الدراسات كانت قد أهملت على نطاق واسع حتى نهاية الخمسينيات من القرن الماضي عندما قام Paul Samuelson بإعادة طرح هذه الأفكار والنظريات وخصوصا أفكار Bachelier، وكذا وضع Fama التعريف الأول لمفهوم كفاءة أسواق رأس المال سنة 1965 ليعود بعدها في سنة 1970 بإعادة صياغته وتقسيم أسواق رأس المال الكفء لثلاث مستويات.

لتشهد فترة نهاية السبعينات وبداية الثمانينات العديد من المشاكل والتشكيك في فرضيات وأسس أسواق رأس المال الكفء التي وضعها فاما، من خلال التشوهات والنقائص في أسعار الأسهم بشكل خاص وفي أسواق رأس المال بشكل عام.

المطلب الثاني: ماهية كفاءة أسواق رأس المال

تعتبر الكفاءة في علم الاقتصاد على أنها القدرة على بلوغ أعلى مستوى من الإنتاج مقبول الجودة بأقل قدر من المدخلات، إلا أن فكرة كفاءة أسواق رأس المال أثارت خلافا كبيرا بين الباحثين والأكاديميين المهتمين بالأسواق المالية، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فيتقرر سعر الورقة المالية بناءا على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

إلا أن الكثير من الباحثين عمد إلى إيضاح مفهوم كفاءة أسواق رأس المال حسب ما يراه مناسبا.

أولا: مفهوم وتعريف كفاءة أسواق رأس المال

استمرت أعمال Bachelier مجرد أفكار نظرية غير ذي أهمية تبعتها العديد من الدراسات التجريبية كتلك المقدمة من قبل Working عام 1934، تبعه Cowles 1933 وJones عام 1937، Kendall عام1953، Cooter عام 1962، Osborne عام 1962، وFama عام 1965 وغيرهم ممن كانوا قد وجدوا قرائن وبراهين على وجود السير العشوائي التي تدل على أن تقلبات الأسعار يتم بشكل مستقل، وقام Samuelson بتطوير الإطار النظري لهذه الفكرة من خلال ضم النتائج التي تم الوصول إليها في النظرية التي طرحها في ورقة عمل بعنوان: " Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly"، التي كانت نتيجتها الوصول إلى كفاءة السوق[1].

إن النتائج التي قدمتها الأبحاث المتعددة كانت على درجات مختلفة فيما يتعلق بمفهوم كفاءة أسواق رأس المال، وفي تطور هذا المفهوم من الممكن التمييز بين أبحاث Fama التي كانت الركيزة الأساسية في الإطار التجريبي في مدرسة شيكاغو التي كانت سباقة لتطوير النظريات والصيغ المتعلقة بكفاءة أسواق رأس المالة، بالإضافة إلى الأبحاث الاقتصادية المتعلقة بالمعلومات التي برزت في أعمال Rubinstein عام 1975 وأبحاث كل من Beaver وLaitham عام 1986 الذين عملوا على تقديم تعريفات مختلفة[2].

[1] Dimson, Elroy, Mussavian, Massoud, **"A brief history of market efficiency"**, European Financial Management Journal, Volume 4, Number 1, March 1998, pp 91-193.

[2] Sewell, Martin, **"History of the Efficient Market Hypothesis",** UCL Department of Computer Science, Research Note, Belgium, 20 Jan 2011, P.6

الكفاءة في سياق أسواق رأس المالهي فرضية شائعة تشير إلى التوقعات المبنية على أنواع المعلومات من جميع المشاركين في السوق بأسعار الأصول المالية وان النظرية الاقتصادية المالية توضح أن المستثمرين لا يستطيعوا كسب أرباح غير عادية من خلال استراتيجياتهم الاستثمارية في السوق الكفء بسب استيعاب سعر السهم كافة المعلومات ذات العلاقة[1]، وفي أسواق رأس المال ذات الكفاءة تقوم أسعار الورقة المالية برد فعل فوري وبشكل غير متحيز على استيعاب كافة المعلومات الجديدة وبهذه الطريقة لا تترك فرصة للمشاركين في السوق لكسب باستمرار عوائد غير اعتيادية[2].

يتم استخدام مصطلح الكفاءة لوصف ذلك السوق الذي احتجز جميع المعلومات ذات الصلة[3] في أسعار الأصول المالية، ويذكر Mussavian في بحثه بأن Cowles في عام 1933 م وجد بأنه لا يوجد دليل ملموس على أي قدرة تستطيع توقع السوق، بعد ذلك في أربعينيات القرن العشرين وجدت أدلة تدعم الشكل الضعيف والقوي لكفاءة السوق[4].

ناقش Fama 1965 بعض الأدلة التجريبية داعما نظرية السير العشوائي في رسالته للدكتوراه، في ما بعد، قدم موجز لنسخة من أطروحة الدكتوراه في ملتقى الإدارة سنة 1965 في جامعة شيكاغوا، حيث أيد Fama نظرية السير العشوائي كما لو أنها وصف دقيق للواقع، وهو بذلك تحدى مؤيدي التحليل الفني والأساسي، وفي نفس الوقت، التحليل الفني أو الأساسي هما عادة ما يستخدمان ويؤيدان التنبؤ بأسعار الأسهم من قبل محترفي السوق، حيث يعتبر أول من عرف كفاءة أسواق رأس المال في 1965 بقوله: "يكون أسواق رأس المال كفء إذا كانت كل المعلومات المتعلقة بأي أصل مالي موجود في هذا السوق متوفرة، وتعكس سعر هذا الأصل"[5].

[1] Gillette**, An Empirical Test of German Stock Market Efficiency**,A Master Thesis for the degree of Master of Science to Humboldt- University, Berlin, Germany,(2005), p10.

[2] Hadi , M.M. (2006), **Review of Capital Market Efficiency:Some Evidence from Jordanian Market,** International Research Journal of Finance and Economics,Vol. 3:pp.13- 27.

[3] Copeland Thomas and Dan Galai (1983). **"Information Effects on the Bid Ask Spread"**, Journal of Finance, No38, pp 1457-1469.

[4] Mussavian , m. And e. Dimson (2000), **Market efficiency**, Journal of Business Disciplines ,vol.3, vol.81: pp.959-970.

[5] Philippe Gillet, **L'efficience des Marchés financières**, Édition Economica, 1999, P11.

ولقد قدم Fama الصيغة الرياضية لنظرية الكفاءة سنة 1970 في المعادلة التالية [1]:

حيث:

$$E(P_{j,t+1}/\varphi_t) = P_{j,t}[1 + E(R_{j,t}/\varphi_t)]$$

- φt : المعلومات المتوفرة في الفترة(t).
- $P\,j,t+1$: القيمة المتوقعة للسهم (j) في الفترة ($t+1$).
- $E(x)$: الأمل الرياضي للمتغير العشوائي (x).
- $R\,j$: مردودية السهم (j).

فإذا كان سعر السهم يعكس كل المعلومات المتوفرة، وإذا تحققت المعادلة السابقة بالنسبة لكل الأسهم (j) المتداولة في السوق فعندها يكون السوق كفء.

قدم Fama عام 1970 بحثا قام من خلاله بإعادة عرض أفكاره حول كفاءة أسواق رأس المال وتوضيحها، محددا فرضية كفاءة السوق بأن الأسعار تعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتوافرة والمتاحة، وعلى ضوء ذلك حدد ثلاثة شروط منطقية لابد للسوق المالية أن تتمتع بها في إطار تحقيق الكفاءة، وهي:

1. انعدام تكاليف الصفقات في عمليات التداول.
2. اعتبار المعلومات متاحة لجميع المتعاملين في السوق وبأقل تكلفة ممكنة.
3. السعر الحالي للورقة المالية يجب أن يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة، انطلاقا من أن المعلومات الحالية تعطي فكرة عن طبيعة الأسعار والتوزيعات المستقبلية للأوراق المالية[2].

اعتمد Fama على نموذج العائد في إثبات فرضية كفاءة السوق، ويفرض من خلال هذا النموذج ضرورة تحديد العائد المتوقع في سبيل مقارنته مع العائد المحقق أو الفعلي، فالعوائد الاستثنائية* من الممكن تحديدها بالاستعانة وفقا للمعلومات المتاحة، فإذا لم نستطع التنبؤ بالعوائد الاستثنائية فإن هذا يدل على أن حركتها عشوائية وتكون فرضية كفاءة أسواق رأس المال مقبولة[3].

---

[1] Eugene F.Fama, "**Efficient Capital Markets :A Review of Theory and Empricial Work"**, The Journal of Finance, Volume25, Issue2, papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annua Meeting of the American Finance Association New York, N.Y.December,28-30,1969 (May,1970), p 383-417.

[2] Fama, Ibid, pp 383-417.

*العوائد الاستثنائية تختلف كليا عن العوائد الإضافية والتي تتمثل بالفرق بين العائد الحقيقي ومعدل العائد الفعلي من المخاطرة.

[3] Chung. Hin Yu., **"Testing Weak-Form Efficiency of the Chinese Stock Market"**, Master Thesis, Lappeenranta University of Technology, September,2006, p.32.

وكان Mishkin قد قدم شرح موجزا حيال كفاءة أسواق رأس المالحين أوضح أن فرضية الكفاءة ترتكز على أن أسعار الأوراق المالية تعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة في أسواق رأس المال، ففي ظل الكفاءة لا توجد فرصة لتحقيق أرباح استثنائية غير عادية تلغي بشكل كامل، وليس هذا فحسب بل إن السوق الكفوءة تتميز بالإضافة للتوقعات العقلانية، أسعار أسهم تقترب من القيم الحقيقية[1].

اعتمدت الأبحاث التي قام بها Fama على طريقة انعكاس المعلومات في السوق أو حتى الآلية التي يتم من خلالها تحديد الأسعار، أما Beaver فقد حدد عام (1981) إمكانية تمتع السوق بالكفاءة في حال استطاعت نوعية المعلومات أن تحدد أسعار الأوراق المالية في السوق على فرض أن كل مستثمر على معرفة بالمعلومات الواردة إلى السوق، بينما رأى Latham عام 1986 بأنه في حال كانت المعلومات متاحة لجميع المتعاملين في أسواق رأس المال فإنها لن تؤثر في أسعار الأسهم أو أداء المحافظ الاستثمارية، وبالنظر إلى التعريف الذي طرحه Ball عام (1994) معتمدا فيه على نموذج Farhat حيث افترض أن جميع المستثمرين قادرون على الحصول على المعلومات بشكل عام بتكلفة قليلة جدا[2].

إلا أن الحقيقة مغايرة تماما، إذ أنه من المستحيل أن يكون جميع المستثمرين على دراية تامة بجميع المعلومات أو حتى أن يستطيعوا الحصول عليها بتكلفة قليلة جدا، وقد واجه تعريف Fama القائم على فكرة اعتماد كفاءة السوق على الانعكاس التام للمعلومات في أسعار السوق العديد من الانتقادات، فقد رأى Leroy عام (1989) أن هذا التعريف قاصر وغير مدعوم بأي دليل فمن غير الواضح كيف يتم تحديد الأسعار في السوق انطلاقا من المعلومات الموجودة، حيث إن جمهور المتعاملين يتفاوتون بكمية المعلومات القادرين على الحصول عليها ونوعيتها[3].

وفيما يتعلق بالمعلومات الاقتصادية فقد توصل Grossman عام (1976) إلى أن مبدأ الانعكاس التام للمعلومات في أسعار السوق يتضمن الكثير من المبالغة، موضحا رأيه أن الأسعار إن كانت تستجيب بشكل كامل وسريع تبعا للمعلومات الواردة و المتاحة عندها لن يضطر المستثمرين للبحث عن أي معلومات إضافية في إطار اتخاذهم القرار البيع أو الشراء[4].

---

[1] Mishkin, Frederic S.,**"The Economics of Money",** Banking, and Financial Markets, AddisonWesley, seven Edition, 2004, pp. 141-166.

[2] Chung, Hin Y., **"Testing Weak-Form Efficiency of the Chinese Stock Market"**, Master Thesis, Lappeenranta University of Technology, September 2006, p. 23.

[3] Leroy, Stephen F., **"Efficient Capital Market and Martingales",** Journal of Economic Literature, Vol. 27, No.4, 1989, p. 1583-1621.

[4] Muendier, Marc A., "**A Contribution to the Theory of Information Acquisition in Financial Markets",** University of California, Berkeley, Working paper, 16 Sep 2000, P: 2

قام كل من Stiglitz وGrossman عام 1980 بالبحث في استجابة الأسعار بشكل تام تبعا للمعلومات المتاحة حتى في عدم وجود طلب عليها، وقدما نموذج يعتمد على فكرة الانعكاس الجزئي للمعلومات المتاحة في الأسعار، حيث قسما جمهور المستثمرين إلى نوعين أساسيين، وهما المستثمرون القادرون على الحصول على المعلومات، والآخرون الذين لا يستطيعون، فإن المستثمرين الذين حصلوا على معلومات في حال الأسواق تتمتع بالكفاءة لن يكونوا قادرين على تحقيق ميزة تنافسية تجاه المستثمرين الذين لم يحصلوا على المعلومات باعتبار أن هذه المعلومات معكوسة بشكل كامل في أسعار الأسهم[1].

في ضوء ما سبق وبالنظر إلى الاقتصاديات الضعيفة، قام Fama عام 1991 بإعادة صياغة تعريفه المتعلق بكفاءة أسواق رأس المال فاعتبر "الأسعار تعكس المعلومات حتى تصل إلى مرحلة المنفعة الحدية، حيث إن الاستفادة من المعلومات في سبيل تحقيق الأرباح لن تتعدى تكاليف الحصول على المعلومات[2]"، كما قام في عام 1998 بإعادة النظر مرة أخرى في تعريفه تبعا للتطور الحاصل على أساليب الأبحاث التجريبية بما يتعلق بالصيغ المتعددة من كفاءة أسواق رأس المال، واعتمد في تعريفه على أن" :القيمة المتوقعة من العوائد الاستثنائية هي قيمة معدومة، لكن تبقى الفرصة بالانحراف عن الصفر بكلا الاتجاهين"[3].

فيما بعد، توسع Malkiel عام 1992 في تعريف Fama ليشمل توسعه أمرين الأول يتركز في عدم تأثر أسعار الأوراق المالية في الأسواق الكفوءة بالمعلومات الواردة و المتاحة للمستثمرين، أما الثاني فإنه من المستحيل تحقيق أرباح من خلال عقد الصفقات اعتمادا على هذه المعلومات، وبذلك يمكن تحديد كفاءة أسواق رأس المال من خلال قياس الأرباح المحققة من خلال الصفقات المعتمدة على المعلومات[4].

إن مفهوم الكفاءة في أسواق رأس المال يعتمد بشكل رئيسي على نظام المعلومات وجودته باعتباره يقدم المدخلات للعناصر المكونة لهذا السوق، والتعامل مع هذه المعلومات بفاعلية بما يرضي رغباتهم، ويحقق لهم ما يرغبون به من تعظيم للعائد والأرباح، وهو ما قدمه Dimson وMussavian 1998 كمفهوم كفاءة المعلومات[5].

---

[1] Grossman, Stiglitz, **"On the Impossibility of Informationally Efficient Markets",** The American Economic Review, Vol. 70, No. 3 (Jun 1980), pp. 3930.

[2] Fama, Eugene F., **"Efficient Capital Market "**, the Journal of Finance, 1991, Vol.46, No.5, pp575-617.

[3] Fama, **"Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance"**, Journal of Financial Economics, 1998, Vol_49. NO3, pp. 283-306.

[4] Timmermann, Granger, **"Efficient market hypothesis and forecasting"**, International Journal of Forecasting ,2002, pp. 15-27.

[5] Dimson, Elroy, Mussavian, Massoud, **"A brief history of market efficiency".** Published in European Financial Management, Volume 4, Number 1, March 1998, pp 91-193

وقد أتفق كل من Hall وUrgi [1]، وكذلك Lewellen و[2] Shaunken في عام 2002 مع رأي Fatman الأخير، معتبرين أن الكفاءة في أسواق رأس المال تتطلب أن تكون جميع المعلومات المتاحة و المفصح علها معكوسة بالكامل في سعر الورقة المالية، و عليه لا يوجد أية فرصة لتحقيق أي عوائد استثنائية.

يمكن ملاحظة من التعريفات المختلفة السابقة التي حاولت إعادة صياغة أو حتى قامت بتعديل التعريف الذي وضعه Fama حول كفاءة أسواق رأس المال، أن تعريف Fama لا يزال يتمتع بالأفضلية على بقية التعريفات في تحديد كفاءة أسواق رأس المال وما يتعلق بها، إلا أن كثرة تضارب الآراء حيال هذا الموضوع قرابة الخمسين عاما يجعله قابلا للكثير من البحث والدراسة، وحتى الآن يعد هذا المفهوم موضوع جدل بين جمهور الاقتصاديين، فيما إن كانت أسواق رأس المال تتمتع بالكفاءة أم لا.

سنحاول فيما يلي التطرق إلى بعض العناصر الأساسية لفهم فلسفة هذه النظرية وفحواها وعلى رأسها مفهوم الكفاءة، غير أن طرحنا سيكون موجزا بعض الشيء لكثرة الكتب والدراسات التي سبق وأن تناولت هذا الموضوع بكثير من التفصيل[3].

يقصد بالكفاءة عموما بالقدرة على الأداء الجيد لمهمة معينة*، وعلى هذا يكون أسواق رأس المال كفؤا إذا كان يؤدي دوره على أتم وجه أي : يسمح بتمويل المؤسسات من خلال إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية ويضمن إعادة تخصيص الموارد من خلال شراء وبيع الأوراق المالية في السوق الثانوية.

يتم عادة تعريف الكفاءة في الأدبيات المالية بكونها محصلة لثلاثة أشكال من الكفاءة[4]:

- **الكفاءة التخصيصية l'efficience allocationnelle**: تتعلق الكفاءة التخصيصية بالقدرة على إعادة توزيع رأس المال، وعليه يكون السوق كفؤا من هذه الناحية إذا توفرت لديه القدرة على إعادة توجيه المدخرات نحو أفضل المشاريع الاستثمارية وبالتالي المساهمة في التطور الاقتصادي.

[1] Hall, Stephen; Urga, Giovanni, **"Testing for Ongoing Efficiency in the Russian Stock Market",** Working Paper, 2002, p.4.

[2] Lewellen, Jonathan: Shanken, Jay**. "Learning, Asset-Pricing Tests, and Market Efficiency** ", the Journal of Finance. Vol.LVII, No.3, June 2002.

[3] محمد صالح الحناوي، **"تحليل وتقييم الأسهم والسندات"**، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2000، ص ص 121-136.

* يتضح من خلال هذا التعريف معنى الملاحظة السابقة حول كون المصطلح الفرنسي"efficience"ليس إلا ترجمة تقريبية لمصطلح "efficiency"وأن المقابل الحرفي هو "efficacité"وبالفعل فإن هذا الأخير أي الفعالية يشير إلى القدرة على الأداء الجيد لمهمة معينة.

[4] Clotide Wetzer**,"La finance comportementale; d'une meilleure compréhension à une nouvelle régulation des marchés financiers"**, thèse de Master, université Paris II Panthéon Assas, 2008-2009, P 10.

- **الكفاءة التشغيلية أو التنظيمية l'efficience opérationnelle organisationnelle**

أما الكفاءة التشغيلية فهي تتعلق بتكلفة الحصول على رأس المال، إذ تسمح بالالتقاء الأمثل بين طالبي وعارضي الأموال، بشكل يرضي كلا الطرفين، ولها السبب تجعل للوسطاء الماليين دورا هاما في إتمام هذه العملية بأقل التكاليف وأنسب العوائد.

- **الكفاءة المعلوماتية أو الإعلامية l'efficience informationnelle**

في حين أن الكفاءة المعلوماتية هي التي تقصد عادة عند الحديث عن كفاءة سوق المال وكما ذكرنا سابقا (التعاريف المختلفة للكفاءة بما فيها تعاريف فاما)، إن مفهومها عادة ما يرتبط بـ**فاما** فقد عرفها في عام*1965 لأول مرة بـ : "يكون سوق المال كفؤا من الناحية المعلوماتية إذا وفقط إذا عكس سعر الأصل المالي المتداول فيه جميع المعلومات المتعلقة به وبشكل فوري"[1].

كما قام العديد من الباحثين والأكاديميين العرب المهتمين بأسواق رأس المال عموما بتقديم تعريفات ومفاهيم حول كفاءة أسواق رأس المال، من بينها ما يلي:

عرفها **منير إبراهيم الهندي** بأنها:"ذالك السوق الذي يكون فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما يعكس كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية، أو في معلومات تثبتها وسائل الإعلام، أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات وتقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة، أو غير ذالك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم"[2].

تعني كفاءة السوق الانعكاس الكامل للمعلومات في أسعار الورقة المالية وبشكل دائم و سريع، وغير متحيز، ويقصد بالانعكاس الكامل أن المشاركين في السوق يستجيب بسرعة للمعلومات الجديدة ويقومون بتحليلها وعكسها في توقعاتهم، ولذلك يتعذر على كل أي واحد منهم تحقيق عوائد غير عادية تفوق توقعاتهم بشأن الأسعار السوقية وعليه يكون السعر المعلن هو حصيلة تصرفات وسلوكيات المشاركين في السوق بناءا على المعلومات المستلمة[3].

* « ….In an efficient market at any point in time, the actual price of a security will be a good estimate of its intrinsic value » (Fama,1965).

[1] Jacques Hamon**," Eugene Fama et l'efficience des marchés financiers, In : les grands auteurs en finance"**, collection dirigée par Michel Albouy, Edition ems, Colombelles, 2003, P : 88

[2] منير ابراهيم هندي، "**الفكر الحديث في مجال الاستثمار**"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1996، ص37.

[3] أرشد فؤاد التميمي، "**أسواق رأس المال الإطار في التنظيم وتقييم الأدوات**"، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص38.

أسواق رأس المال الكفء هو ذالك السوق الذي تكون فيه قيمة السهم قيمة عادلة تعكس تماما قيمة السهم الحقيقية التي يتولد عنها عاند يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر الاستثمار في ذلك السهم، بعبارة أخرى يجب أن تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه والمخصومة بمعدل عائد الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه[1].

إن الاهتمام بمفهوم كفاءة سوق رأس المال له علاقة بالبيانات التي تحتوي عليها القوائم المالية للمؤسسات والشركات كنتيجة لقيام محللي الأوراق المالية بما يعرف بالتحليل الأساسي أو تحليل القوائم المالية الذي يهدف إلى تحديد الأوراق المالية المقيمة بأقل أو أعلى من قيمتها الحقيقية، ما دفع الباحثين في مجال الاستثمار إلى الإقرار بأن عدم الكفاءة معناه "انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمتها الحقيقية[2].

ووفقا لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى العاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المؤسسة المصدرة للسهم، أجابيا أو سلبيا بحيث تتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا وذلك تبعا لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة، وعليه تكون أسعار الأصول في السوق الكف، صحيحة أي تعكس قيمتها الحقيقية، وعليه يمكننا استنباط ثلاثة عناصر أساسية لفرضية كفاءة أسواق رأس المال وهي[3]:

1. **التأثير الكامل:** يقول مفهوم الكفاءة أن المستثمر يستوعب كل المعلومات لاتخاذ قرار الشراء والبيع.
2. **جميع المعلومات متاحة:** يفترض مفهوم الكفاءة السوق أن كل المعلومات الموجودة متاحة وتنعكس على الأسعار المتضمنة للمعلومات الماضية وكذلك المعلومات الجارية في الحاضر وأيضا المعلومات المستقبلية مثل توقعات المستثمرين.
3. **السرعة والدقة:** ينطوي مفهوم الكفاءة على إحداث تعديل في الأسعار بسرعة ودقة كبيرتين.

وعليه حسب تعاريف فرضية كفاءة أسواق رأس المال نلاحظ أن أسعار الأسهم تتبع سير عشوائي ما يدل على أن تغير الأسعار يتم بشكل عشوائي ولا يمكن التنبؤ به، والأسعار قد ترتفع عن مستواها الحقيقي بتواجد

---

[1] صالح مفتاح، فريدة معارفي، "**متطلبات كفاية سوق الأوراق المالية–دراسة لواقع أسواق العمل العربية وسبل رفع كفاءتها**"، جامعة محمد خيضر بسكرة، مجلة الباحث، العدد7، 2009-2010، ص ص 181-194.

[2] محمد صالح الحناوي ، فتاح عبد السلام سعين، "**المؤسسات المالية البورصة والبنوك التجارية**"، الدار الجامعة القاهرة مصر، 2000، ص 132.

[3] إيهاب الدسوقي، "**اقتصاديات كفاءة البورصة**"، دار النهضة العربية، مصر، 2007، ص ص 32-33.

مختلف المعلومات المتاحة، وعليه أي تغيير في الأسعار يمكن أن يكون رد فعل للمعلومات الجديدة، والمعلومات الجديدة لابد أن تكون غير قابلة للتنبؤ بها، وبالتالي أسعار الأسهم التي تتغير استجابة للمعلومات الجديدة يجب كذلك أن تكون غير قابلة للتنبؤ، وبناءا على ذلك، إذا كانت الأسعار تتحرك بصفة عشوائية، هذا يخلق تحدي كبير للمحللين الماليين لمحاولة التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأوراق المالية.

كما نلاحظ من التعريفات السابقة أن التركيز ينصب على أهمية علاقة الأسعار بالمعلومات المتاحة وغير المتاحة في السوق، وكيفية انعكاس هذه المعلومات والبيانات في الأسعار من حيث الآلية والزمن.

ثانيا: الخصائص الأساسية الواجب توافرها في أسواق رأس المال الكفؤة

يوجد العديد من السمات التي تجعل السوق عموما، وسوق الأسهم خصوصا، سرقا مميزا ويتمتع بالكفاءة إلا أن هذا الأمر ليس كفيلا وحده بتحقيق كفاءة السوق لكن هذه السمات والخصائص تسعى مجتمعة لخلق جو من المنافسة الكاملة في أسواق رأس المال يجعلها سوقا يتمتع بالكفاءة، ونذكر من هذه الخصائص[1]:

1. **دعم نظام المعلومات:** إن كفاءة سوق رأس المال تتوقف بدرجة كبيرة على كفاءة نظام المعلومات في السوق، أي على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توافرها و عدالة فرص الاستفادة منها، وتكاليف الحصول عليها. إذ تعد المعلومات وأنظمة الإفصاح المالي أحد أهم المحددات الرئيسية لتطور أسواق رأس المال، بل إن كفاءة هذه الأسواق تعتمد وبشكل أساسي على قدر ما توفره من معلومات للمتعاملين وعلى مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون في المعلومات المتاحة والمنشورة، وتلك التي تتفق من قنوات متعددة عامة وخاصة من حيث مصداقيتها وموضوعيتها.
2. **التجانس:** يتضمن أسواق رأس المال بشكل مختلف عن بقية الأسواق نفس المنتجات باستثناء الاختلاف بالعوائد المستقبلية التي تتوقف على المخاطرة المتعلقة بكل منتج، بمعنى أن العمليات قيد التسوية التي تقوم بها الشركات من الممكن أن تكون متنوعة وفردية بشكل تختلف فيه عن بعضها البعض، لكن أسعار الأسهم بشكل عام يتحدد بأخذ العوائد المستقبلية بعين الاعتبار، والمخاطرة

[1] عوض الله، صفوت عبد السلام، **"الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية"**، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، مؤتمر سوق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر السنوي 15، ورقة عمل، 2007، ص2.

المتعلقة بهذه العوائد، الأمر الذي يتيح مجال المقارنة فيما بين الأوراق المالية بشكل عادل وهذا التجانس يجعل من الإمكانية التوجه نحو اختيار البديل الاستثماري الأفضل والأنسب للمستثمر.

3. **التنوع والتمايز في المنتجات المالية:** تختلف الأوراق المالية عن غيرها من المنتجات، فكل مستثمر يختلف تفضيله ورغبته عن غيره، أو حتى من الممكن أن تختلف الاعتبارات مع تجاهل موضوع المخاطرة فالرغبة هي التي تؤثر في تكوين المحفظة تبعا للعوائد والمخاطرة المتعلقة بكل ورقة.

4. **استقلالية السوق:** بينما تكون قيمة العديد من المنتجات والسلع مقيدة بوجود مادي في منطقة معينة، فإن قيمة الأوراق المالية منفصلة فعلية عن السوق من خلال ذلك، فإن العوائق والحواجز المتعلقة بعمليات التبادل تخفض إلى أكبر حد ممكن، مما تسمح للمستثمرين بالدخول في أي سوق يرغبون فيه بغض النظر عن مكان عملهم[1].

ثالثا: أهمية سوق رأس المال الكفء

وجود سوق مالي كفء له دلالات اقتصادية واستثمارية يمكن إيجازها بالآتي[2]:

1. السوق الكفء دال على أن الأسعار المطروحة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة، وترشد المتعاملين في السوق لتحديد استراتيجياته الاستثمارية والتخصيص الكفء للموارد.

2. يقوم جميع المتعاملين في السوق بالانتفاع من جميع المعلومات وبالتالي ليس هناك هدر بالمعلومات الواصلة للسوق كونها تنعكس بالكامل بالسعر.

3. في ظل السوق الكفء يعتقد كل من البائع والمشتري للورقة المالية أن سعر الصفقة سعر عادل ومقبول من قبل الطرفين، فليس هناك غبن أو تضليل.

4. إن السوق الكفء دال لحالك توازنه، لأن جميع المتعاملين يحصلون على المعلومات وتكون توقعاتهم متماثلة لمستقبل الاستثمارات.

5. في ظل السوق الكفء تتدفق أوامر البيع والشراء بشكل مستمر ومتوازن وباتجاه الاستثمارات المنتجة.

---

[1] Mabhunu, Mind C., **"The Market Efficiency Hypothesis and The Behavior of Stock Returns on The JSE Security Exchange",** Master thesis, Rhodes University, 2004, p.2

[2] أرشد فؤاد التميمي، "**أسواق رأس المال إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**"، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص50.

6. يحقق السوق الكفء تماثل المعلومات وبالتالي يساهم في تقييد دور المطلعين لضمان الاستجابة العادلة والصحيحة والمنتجة للمعلومات.

7. في ظل السوق الكفء تتدفق رؤوس الأموال بحرية وانسيابية عالية، فيتحقق التخصيص الكفء للموارد.

رابعا: فرضيات ومقومات كفاءة أسواق رأس المال

لكي يكون السوق كفء يجب أن تتحقق فيه الشروط التالية:

1. عقلانية المستثمرين : من بين شروط تحقق كفاءة أسواق رأس المال، وجود مستثمرين عقلانيين في هذا السوق، وهذا ما يتضمن فرضيتين لتبيان مدى عقلانية المستثمرين:

- **الفرضية الأولى**: أن الأعوان الاقتصاديين يتصرفون وفق المعلومات الواردة إلى السوق، فإذا كانت المعلومات الواردة إلى السوق حول أصل مالي ما حسنة فإن المتعاملين يقبلون على شراء هذا الأصل، أما إذا كان العكس أي أن المعلومات الواردة للسوق غير جيدة حول أصل مالي فإن ذلك يدفع بالمتعاملين إلى اتخاذ قرار بيع هذا الأصل.
- **الفرضية الثانية**: أن المستثمرين يبحثون من خلال شراء و بيع الأصول المالية عن تعظيم أرباحهم، و تقليل الخطر الناتج عن عمليات الشراء و البيع[1].

2. حرية انتقال المعلومات: يقتضي هذا الشرط توفر المعلومات في السوق، وحرية انتقالها، و وصولها لكل المتعاملين دون تمييز، وذلك ليكون السعر يعكس كافة المعلومات المتوفرة، و لذلك لا بد من:

- وصول المعلومات لكل المتعاملين الاقتصاديين في نفس اللحظة، أي أنه لا يوجد فاصل زمني بين وصول المعلومات الأحد المتعاملين الاقتصاديين، وبين وصولها لمتعامل أخر.
- تحليل المعلومات من طرف المتعاملين الاقتصاديين يختلف حسب خبرة وحنكة كل متعامل، إذا ليس من الضروري أن ينول كل المتعاملين الاقتصاديين إلى نفس النتائج، واتخاذهم نفس القرارات من تحليلهم للمعلومات الواردة إلى السوق، وإنما يتوقف ذلك على كيفية تعامل كل مستمر مع المعلومات، وكيفية تحليلها، ومدى خبرته للتعامل مع هذه المعلومات، وتوفير المعلومات يكون من طرف شركات متخصصة في ذلك، مثلا في باريس تقوم بتوفير المعلومات كل من شبكة Reuter، والوكالة الفرنسية للصحافة L'Agence France Presse .

[1] بن زاير مبارك، "**تأثير المالية السلوكية على كفاءة الأسواق المالية–دراسة قياسية باستخدام نظرية chaos**"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص تحليل اقتصادي، جامعة تلمسان، 2016، ص 92.

3. **مجانية المعلومات:** بحيث يحصل كل الأعوان الاقتصاديين على المعلومات من دون تحمل تكاليف إضافية، فإذا كانت لا تمنح للمتعاملين دون مقابل، فإن المتعاملين سوف يتحججون بكون أن تكون تكلفة المعلومات، والحصول عليها أكبر من الخسارة المحتملة عند عدم حصولهم على المعلومات.
4. **عدم وجود تكاليف للصفقات:** ويقتضي هذا الشرط عدم وجود أي قيود على التعامل في أسواق رأس المال، والمتمثلة في تكاليف العاملات، وضرائب و رسوم البورصة، كما ينص على أن المستثمر يمكنه شراء أو بيع الأصول المالية مهما كان حجمها بكل سهولة ويسر، دون تحمل تكاليف هذه الصفقة، أو أي رسوم أو ضرائب، كما ينص على عدم وجود أي قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق بالنسبة للمتعاملين، أو أي قيود من أي نوع تعيق عقد الصفقات بين المتعاملين[1].
5. **تعدد المستثمرين وتوفر السيولة:** يجب أن يكون هناك عدد كبير من المستثمرين في السوق، وبالمقابل توفر السيولة اللازمة لقيامهم بالصفقات، فمع تعدد المستثمرين وغياب السيولة فإن ذلك ينعكس سلبا على الصفقات المنعقدة في السوق مما ينقص من كفاءة هذا السوق[2].

خامسا: الشروط المتعلقة بكفاءة أسواق رأس المال

إن الشرط الأساسي في كفاءة أسواق رأس المال، أن تكون تكلفة الحصول على المعلومات، والقيام بعملية التداول منخفضة جدا، ومن الأفضل أن تكون معدومة، لكن الواقع يفرض عكس هذا فتكاليف الحصول على المعلومات والصفقات موجودة وغير معدومة، ومن بين الشروط الأساسية الواجب توفرها في أسواق رأس المال الكفؤة ما يلي[3]:

1. **السعر الحقيقي للسهم:** الغرض من فرضية كفاءة أسواق رأس المال ليس بالضرورة أن يحدد فيما إن كان سعر السهم من الممكن أن يكون حقيقيا بل أن يحدد فيما إذا كانت الأدلة المتعلقة بالسعر السابق للسهم والمعلومات المرتبطة به على قدر من الكفاءة لتبرهن على أن هذا السعر هو سعر حقيقي، فالسعر الحقيقي ليس من الضروري أن يعطي مؤشرا للتوقعات المستقبلية، لكنه من المتوجب أن يعطي تقييما عادلا حول العوائد المتوقعة من حيازة هذه الأوراق المالية في ضوء المخاطر المرتبطة بهذه الأوراق، وصحة هذه التوقعات تعتمد على الاستخدام الأمثل للمعلومات المستند إليها في تحديد السعر، وليس بالضرورة أن يرتكز على النفقات النهائية، حيث إن صحة تحديد التسعير يؤدي دورا مهما في اتخاذ القرار الاستثماري[4].

---

[1] Shleifer.A, 2000**., "Inefficient Markets an Introduction to Behavioral Finance",** Clarendon Lecturesnin Economics, Oxford, p2.

[2] Gillet. P. **(**1999),"**L'efficience des marches financières"**, Édition économica, p11-p18.

[3] Gillette, "An Empirical Test of German Stock Market Efficiency", Master Thesis, HumboldtUniversity in Berlin, September 2005.

[4] Mabhunu, Mind C., **"The Market Efficiency Hypothesis and The Behavior of Stock Returns on The JSE Security Exchange",** Master thesis, Rhodes University, 2004, p.4.

2. **القيمة المالية الحقيقية:** في حال حددت الأسواق المنفعة بشكل صحيح فإن سعر السهم سيعكس تماما قيمته المالية الحقيقية الأمر الذي يشير إلى التقدير الحقيقي للسهم لكنه لا يعطي المستثمر أي ضمان لتحقيق عوائد محددة، فسعر السهم يعكس فقط العوائد المتوقعة تبعا للمخاطر المتضمنة في عملية الاستثمار هذه، وترى أنه على الرغم من إمكانية الاعتماد على الأرباح الممكن تحقيقها والمخاطر المتعلقة بها في تحديد القيمة الحقيقة، إلا أنه في عالم الاحتمالات فإن القيمة الحقيقية تبقى مجهولة[1].
3. **الحركة العشوائية:** العشوائية هنا لا تعني أن حركة أسعار الأسهم في حركة غريبة أو مشوهة، فالمعنى هنا يشير إلى أن تقلبات الأسعار من فترة إلى أخرى يجب أن تكون مستقلة إحصائيا و غير متوقعة، وبما إن حركة الأسعار تستجيب للمعلومات بشكل كامل، فتقلبات الأسعار المعتمدة على هذه المعلومات من المفروض أن تكون عشوائية وغير مرتبطة بأي اتجاهات معروفة أو ظاهرة[2].
4. **المراجحة:** تشير إلى الاستعانة بالمعلومات في تنفيذ الصفقات التي تهدف إلى تحقيق الربح من فروقات السعر الحالية فهي بالمعنى العام تعني الاستفادة من فروق السعر لورقة مالية في سوقين ماليين مختلفين[3].
5. **الانحرافات التشوه أو عدم الوضوح:** يعبر عن الاضطراب أو الخلل خصوصا في العشوائية الذي يقلل معنى الدلائل أو حتى يشوهه، الأمر الذي يجعل من ملاحظاتنا المتعلقة بالعوائد المتوقعة من الأوراق المالية ناقصة، فإن كان جميع المستثمرين قادرين على الحصول على معلومات خالية من أي خلل أو تشوه فمن المنطقي أن تكون قراراتهم الاستثمارية التي توشك على أن يتخذوها سليمة وخالية من أي أخطاء[4]، البعض الآخر يرى أن فرضية كفاءة أسواق رأس المال تعتمد على النقاط الآتية:

1. **المستثمر العقلاني أو الرشيد:** من المفترض أنه يقوم بتغيير توقعاته ونظرته للسوق تبعا للمعلومات الجديدة الواردة إلى السوق.
2. **المراجحة في الاستثمار:** التي يقوم بها بعض المستثمرين للاستفادة من الفروقات السعرية بغية تحقيق أرباح سريعة، الأمر الذي يساعد على إعادة التوازن بين أسعار الأوراق المالية بين الأسواق المختلفة.
3. **الاقتناء بعناية:** الأخطاء المختلفة التي يقوم بها المستثمرون غالبا ما تلغى من تلقاء نفسها في السوق، فبعض المستثمرين غير العقلانيين يعقدون الصفقات دون أي سياسة محددة أي بشكل عشوائي، بالتالي فإن صفقاتهم تلغي بعضها البعض[5].

---

[1] Samuelson, Paul A., **"Rational Theory of Warrant Pricing"**, Industrial Management Review, Vol.6, No.2 Spring 1965, pp13-39.
[2] Fama, **"Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work",** Journal of Finance, 1970, Vol 25, No. 2, pp. 383417
[3] Malkiel, Burton G**., "Reflections on the Efficient Market Hypothesis: 30 Years Later"**, The Financial Review, Vol.40, 2005, pp. 1-9
[4] Black, Fisher, **"Noise"**, Papers and Proceedings of the Forty-fourth Meeting of the American Finance Association, New York, Journal of Finance, Volume 41, Issue 3, JULY 1986, pp. 529-543.
[5] Pesaran, M. Hashem, **"Market Efficiency Today",** University of Cambridge and USC, working paper, December 2005, p. 5.

المطلب الثالث: أنواع ومتطلبات كفاءة أسواق رأس المال

سوف يتم التطرق في هذا المطلب لكل من أنواع كفاءة أسواق رأس المال وكذا أهميتها كونها من العناصر الأساسية الواجب التطرق إليها.

أولا: أنواع كفاءة سوق رأس المال

ما بين حجم المعلومات والبيانات التي ترد إلى السوق ونوعها ثم تحليلها والتي تخص الشركات المصدرة للأسهم، وبين استجابة الأسهم للتغير في قيمتها السوقية زيادتا أو نقصانا وفق ما تحمله تلك المعلومات من أنباء تفاؤلية، أو تشاؤمية، ويمكن أن نميز بين نوعين من الكفاءة هما :

1. السوق ذات الكفاءة الكاملة

تضمن هذه السوق حصول كل المستثمرين على المعلومات ومن ثم تتاح لأي من حملة الأسهم فرصة مماثلة لما يمكم أن تتاح إلى المستثمرين الآخرين .

ولكي تصل السوق إلى مستوى الكفاءة الكاملة لا بد من توفر عدد من الشروط أهمها[1]:

أ. أن المعلومات عن السوق متاحة للجميع بسرعة وبحرية وفي ضوء هذا الشرط تكون تصرفات كل المستثمرين من حملة الأسهم متماثلة نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.

ب. لا توجد أي تكاليف للمعاملات مثل عمولة البيع وليس للضرائب أي تأثير على سياسة الاستثمار، هذا إلى جانب عدم وجود أي قيود على التعامل بالأسهم من ناحية البيع والشراء.

ج. من الشروط المهمة هو أن يقبل حامل السهم أو المستثمر الجديد للسعر المعلن للسهم، ويعتبر ذلك مسألة خارج إطار المساومة رغم وجود عدد كبير من المستثمرين.

د. إن المستثمرين يتصفون بالرشد في تصرفاتهم الاستثمارية وعليه فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم.

لكن إذا تمعنا جيدا في هذه الشروط فسوف نجد أن أغلبها شروط نظرية أكثر منها واقعية، فبالنسبة للشرط الأول ليس هناك ما يضمن أن لا يكون لأحد المتعاملين في أسواق رأس المال علاقات صداقة أو قرابة في الشركة المعنية، تسمح له بالحصول على المعلومات الضرورية قبل غيره من المتعاملين، كما لا يمكننا إلغاء فكرة وجود تكاليف للمعاملات في أسواق رأس المال وإن كانت تختلف من سوق لآخر.

[1] حمزة محمود الزبيدي،" **الاستثمار في الأوراق المالية**"، مؤسسة الوراق، ط1، عمان، الأردن، 2004، ص131.

أما فيما يخص الشرط الثاني فهو بعيد جدا عن الواقع إذ توجد فعلا شروط وقيود تفرض على الشركات التي ترغب في الدخول إلى أسواق رأس المال، وهي التي تفرضها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وعليه فإن هناك قيود على المعاملات في أسواق رأس المال، كما توجد تكاليف للتعامل بالإضافة إلى الضرائب.

وإذا رجعنا إلي الشرط الثالث فسوف نواجه بالحقيقة التي تشير إلى أن غالبية المعاملات التي أبرمت خلال العقد الأخير في بورصة نيويورك كانت لحساب المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، وأن حجم الصفقات لبعض هذه المؤسسات كان من الضخامة بحيث يترك في بعض الأحيان آثارا على سعر الورقة المالية التي تضمنتها الصفقة.

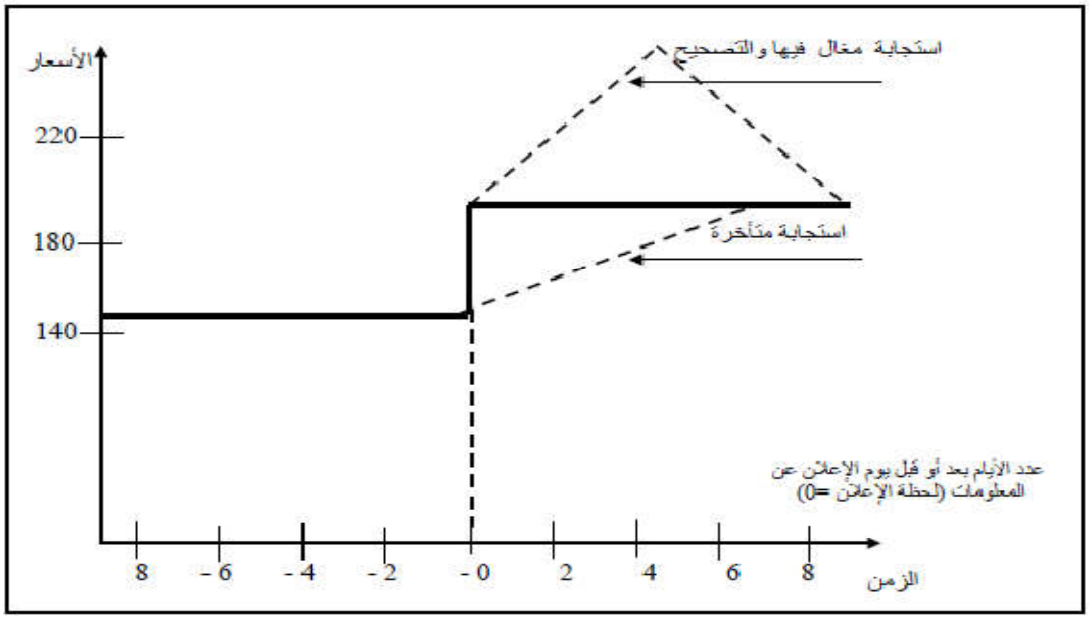
ويبقى الشرط الرابع هو الشرط الوحيد المعقول والمعمول به في أسواق رأس المال، إذ نجد أن معظم المتعاملين يسعون إلى تحقيق أكبر عائد ممكن في ظل مستوى معين من المخاطرة، وعليه فانه بتحقق الشرط الرابع نكون قد أثرنا فكرة الكفاءة الاقتصادية، والكفاءة الاقتصادية تعني وجود فاصل زمني بين الحصول على المعلومات وتحليلها، وانعكاس تلك المعلومات على أسعار الأسهم.

2. السوق ذات الكفاءة الاقتصادية

تستند فرضية الكفاءة إلى السعي المستمر للمستثمر في تعظيم منفعته الخاصة، وبالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين في الحصول على البيانات والمعلومات التي تساعده على تحقيق هذا الهدف، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وبين الانعكاسات وأثرها على الأسعار السوقية، وبالتالي توقع انحراف القيمة السوقية عن القيمة المحورية للأوراق المالية لبعض الوقت، وبذلك فإنه استنادا إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية، فإن السوق الكفء للأوراق المالية هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، وبما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية[1].

[1] عصام حسين، "**أسواق الأوراق المالية :البورصة**"، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1،عمان، الأردن، 2008، ص 32.

الشكل رقم (1-1): حركة التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والاقتصادية



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، **الاستثمار في الأوراق المالية**، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001، ص 132.

الشكل أعلاه يبين استجابة السعر للمعلومة الجديدة في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية ومن خلاله فإن القيمة الحقيقة للورقة المالية تساوي القيمة السوقية في حالة سوق يتمتع بالكفاءة الكاملة، أما في حالة عدم وجود الكفاءة الكاملة أي أن السوق يتمتع بالكفاءة الاقتصادية فإن الأوراق المالية سوف تقيم بأعلى من قيمتها عادة وذالك بسبب الاستجابة المغالاة فيها ثم ينخفض السعر ليصل للسعر المنطقي.

ثانيا: متطلبات كفاءة سوق رأس المال

يتضح من مفهوم الكفاءة الاقتصادية وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وبين انعكاسها على أسعار الأسهم ولكن السوق الكفء هو الذي يحقق تخصيصا كفئا لموارد المتاحة بما يؤدي إلى توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية مما يعني أن للسوق الكفء دورين[1]:

- **الدور المباشر**: حيث عندما يشتري المستثمرون أسهم شركة ما فإنهم يشترون عوائد مستقبلية مما يمكن الشركة من بيع الأسهم الجديدة بسعر مناسب، وبالتالي زيادة حصيلة الأسهم وانخفاض تكلفة الأموال بالتبعية.

[1] عبد الغفار حنفي، "**استراتجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**"، أسهم سندات وصناديق الاستثمار الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007،ص 186.

- **الدور الغير مباشر:** إن إقبال المستثمرين على شراء أسهم الشركة بمثابة مؤشر أمان للمقرضين، مما يمكن الشركة حصول على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار السندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية، وعادة ما يكون السعر معقول ولكي يحقق السوق رأس المال هدفه المحدد والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المتاحة، ينبغي توفر سمتين أساسيتين هما:

1. **كفاءة التسعير:** تكتسب سوق رأس المال سمة الكفاءة هذه عندما تحقق الأسعار السوقية شرط الانعكاس الكامل والسريع للمعلومات المناسبة المتوفرة للمشاركين بكلفة زهيدة ومناسبة لتقييم السهم أي السمة التي تجعل من أسعار الأسهم السوقية مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة للجميع، وإن هذه الأسعار تمثل في أي وقت القيمة الحقيقية للسهم، وبهذا يصبح السوق لعبة عادلة، إذ للجميع فرصة لتحقيق الأرباح الاعتيادية، لكن بالمقابل بالرغم من توفر هذه السمة قد يتحمل بعض المستثمرين خسائر عند دخوله للسوق، نتيجة عدم توافر الخبرة في تحليل المعلومات المتاحة، أو ضعف في نشاط متابعة الأسعار، وسبب هذه الخسارة لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق وإنما لارتباطها بسلوك المستثمر[1].
2. **كفاءة التشغيل:** تعرف كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية أي 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 ومن خلال زيادة الطلب على الأسهم للشركات الواعدة، ترتفع أسعار الأوراق المالية للشركات الواعدة، في حين ينخفض الطلب على الأوراق المالية للشركة غير الواعدة ومن ثم تنخفض أسعار الأوراق المالية لهذه الشركات[2].

بالإضافة إلى وجود سمات أخرى لها علاقة بكفاءة أسواق رأس المال نذكر أهمها:

3. **الكفاءة الهيكلية لسوق الأوراق المالية:** هي الكفاءة التي تعكس درجة المنافسة في أسواق رأس المال، فتقاس بعدد المشاركين في السوق، سواء كانوا مستثمرين أو مقرضتين، والعلاقة في هذه الحالة طردية، بمعنى أنه كلما زاد عدد المشاركين زادت درجة الكفاءة الهيكلية، ويترتب على تنويع الأوراق المالية أي زيادة عدد الأنواع المختلفة منها في التداول في رفع كفاءة السوق، وكذلك يؤدي استقرار الأسعار الأوراق المالية إلى زيادة كفاءة السوق.

[1] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "**الاستثمار بالأوراق المالية**"، دار الميسرة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2004، ص،140.

[2] إيهاب الدسوقي، "**اقتصاديات كفاءة البورصة**"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000، ص 34.

4. **الكفاءة التنظيمية للسوق المالي**: وتتحدد الكفاءة التنظيمية للسوق المالي من خلال النقاط التالية:

أ. **توافر إطار تنظيمي واضح للسوق**: إذ يجب أن تحدد القواعد التنظيمية التي تنظم اختصاصاته، إذ تحدد من خلال السلطة والمسؤولية للقائمين على إدارة شؤونه لاستخدامها في الأغراض المشروعة لتنظيم الاستثمار وليس للمضاربة وتفادي عمليات الاكتتاب الوهمية للأسهم المطروحة لأول مرة.

ب. **تنظيم مهمة الوساطة**: إذ يؤدي تنظيم الوساطة والرقابة عليها إلى تحديد الواضح لاختصاصات الوسطاء والسماسرة وتحملهم المسؤولية المهنية عند عقدهم الصفقات.

ت. **كفاءة التشريعات والالتزام بتطبيقها**: حيث أنه يجب أن توضع للسوق المالي التشريعات الكافية والمناسبة التي تلائم التوسع الطبيعي وحجم التداول فيه.

د. **الرقابة الفعالة من الأجهزة الفنية المختصة**:إذ يجب أن تباشر الأجهزة الرقابية المختصة رقابتها المستمرة في الوقت المناسب لأعمال السوق.

5. **الكفاءة الفنية للسوق المالي**:تتحقق الكفاءة الفنية لأسواق رأس المال من خلال الأدوات التالية[1]:

أ. **تعدد أدوات الاستثمار**: وتظهر أهمية تعدد أدوات الاستثمار في أسواق رأس المالفي تفادي الكثير من الأزمات والهزات الاقتصادية.

ب. **العمل بنظام المزاد المكتوب في التداول**: إذ يؤدي هذا النظام إلى نظام موحد له أسعاره التي يعكسها العرض والطلب على جميع على أسهم الشركات، بالإضافة إلى تفادي الخضوع لأهواء الوسطاء وضغوطاتهم في تحديد أسعار خاصة بهم.

[1] فائق جبر النجار، "**مقدمة عن أسواق رأس المال وكفاءتها**"، مجلة البنوك، العدد05، الأردن، 1989، ص 7.

المبحث الثاني: نماذج فرضية السير العشوائي للأسعار والاختبارات المختلفة لها

تعتبر كفاءة سوق رأس المال من المفاهيم التي تم اكتشافها بالصدفة حيث قام موريس **كاندال** بدراسة سلوك أسعار الأسهم وذلك من أجل ضبط نماذج متكررة لتلك الأسهم وفي فترات مختلفة من الرواج والكساد، حيث كانت النتائج المتوصل إليها أن الأسعار تتقلب بشكل عشوائي، حيث لا يمكن التنبؤ بسعر سهم معين، وحسب رأي كاندال فإن هذه الأسعار لا تستجيب إلا إلى المعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق بشكل عشوائي الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى عدم تحقيق أي أرباح غير عادية، لذلك نجد كفاءة سوق رأس المال ترتبط بكفاءة تدفق المعلومات وذلك بالشكل الذي يضمن الشفافية والدقة والسرعة وبالتالي التقليل من حالات عدم التأكد بمستقبل الاستثمار، وعند التحدث أو التكلم عن مفهوم كفاءة أسواق رأس المال يجب التحدث أو ذكر فرضية السير العشوائي.

المطلب الأول: مفهوم فرضية السير العشوائي للأسعار

لسنوات عديدة والخبراء الماليين والاقتصاديين والإحصائيين اهتموا في تطوير واختبار نماذج سلوك أسعار الأسهم، وأحد النماذج المهمة التي تم دراستها هو نموذج نظرية السير العشوائي للأسعار، لفترة طويلة اعتبرت نظرية السير العشوائي شرطا كافيا لتحقيق كفاءة السوق، السير العشوائي هو مسار المتغير عبر الزمن والذي يظهر عدم وجود صيغ للتنبؤ بأسعار الأسهم على الإطلاق، في السوق ذات الكفاءة أنه من غير الممكن أن يتم تحقيق أرباح بناءاً على المعلومات السابقة وبالتالي التنبؤ بالأسعار المستقبلية مشروطا بالأسعار الماضية في المتوسط الذي يجب أن يكون صفر ويمكن توضيح ذلك رياضيا[1]، في نموذج السير العشوائي: لتكن X_t سعر السهم في يوم معين وليكن t، في كل وحدة من وحدات الوقت اللاحق تختلف X_t (سعر الأسهم) بطريقة لا يمكن التنبؤ بها مثل ذلك انه خلال كل وحدة من وحدات الزمن يتحرك موقع سعر السهم إما إلى الأعلى بوحدة واحدة أو إلى الأسفل بوحدة واحدة أو أنه يبقى كما هو.

افترض أن مؤشر سعر السهم يمكن أن يبقى إما في i أو الانتقال إلى وضع i+1أو لوضع i−1 والاتجاهات العشوائية لكل انتقالات مؤشر سعر السهم تكون مستقلة عن جميع الانتقالات التي حدثت في وقت سابق[2].

[1] Nayak, k.m., (2012), "**A Study of Random Walk Hypothesis of Selected Scripts Listed on NSE",** Journal of Economics and Management vol.1,no.1: pp.48- 59.
[2] Maduegbuna, A. N.; S.O.N. Agwuegbo and A.P. Adewole (2010), **"A Random Walk Model for Stock Market Prices",** Journal of Mathematics and Statistics,Vol.6,No.3: pp.342-346 .

وبشكل أكثر تحديدا، إذا **Sn** تدل على موقع أسعار الأسهم في الوقت n فان السلوك العام للتسلسل (Sn) هو يمثل النموذج :

$$Sn = S_0 + X_1 + X_2 + \dots\dots\dots\dots + X_n$$

حيث **Xn** هي متغيرات عشوائية مستقلة*.

وبناء عليه :

$$S_n = S_0 + \sum_{j=1}^{n} x_j$$

حيث :

- $\mathbf{S_0}$: نقطة الانطلاق.
- $\mathbf{X_J}$: المتغيرات العشوائية المستقلة الموزعة بالتساوي كل متغير يأخذ إما القيمة -1 مع احتمال p، أو القيمة +1 مع احتمال p ، أو يبقى على حاله في القيمة 0 مع احتمال R.

من ذلك يتضح أن فرضية السير العشوائي تؤكد أن حركات سعر السهم لن تتبع أي من أنماط واتجاهات التوقع، وأن التقلبات في الأسعار الماضية لسعر السهم لا يمكن أن تستخدم للتنبؤ بتغيرات الأسعار في المستقبل[1]، ونتيجة لذلك لا يمكن التنبؤ بتغييرات أسعار الأوراق المالية من خلال المسار السابق لأسعار الأسهم، الخلاصة فرضية السير العشوائي هي النظرية المالية التي تنص على أن الأسعار السائدة في أسواق رأس المالا يمكن التنبؤ بها لأن هذه الأسعار تتبع صيغة عشوائية فريدة من نوعها التي لا يمكن أن يتم تحليلها بشكل كامل نظرا لتوافر جميع المعلومات لكل فرد في سوق الأوراق المالية، وإن العشوائية في هذه الأسعار تقيد قدرات المستثمرين ليتفوق على السوق لكسب أرباح غير طبيعية[2].

---

* المتغير العشوائي هو الذي يأخذ قيما حقيقية مختلفة تعبر عن نتائج فراغ أو فضاء العينة، ومن ثم مجال هذا المتغير، يشمل كل القيم الممكنة له، ويكون لكل قيمة من القيم التي يأخذها المتغير احتمال معين ويتم أيجاد قمة المتغير العشوائي المستقل بالاعتماد على دالة الاحتمال $P(X = x_i) = f(x_i)$ ويمكن تكوين جدول التوزيع الاحتمالي للمتغير العشوائي X، وهو جدول مكون من عمودين، الأول به القيم الممكنة للمتغير $X : \{x = x_1, x_2, \dots, x_n\}$ ، والثاني به القيم الاحتمالية لهذا المتغير $P(X = x_i) = f(x_i)$.

[1] Seyyed Ali Paytakhti Oskooe, (2010),"**Emerging Stock Market Performance and Economic Growth"**, School of Economics, Kingston University, Kt1 2EE, Kingston upon Thames, London, United Kingdom, American Journal of Applied Sciences,Vol.7,No.2:pp. 265-269.

[2] Mujtaba, B.G.; A. Mehmood and M. S. Mehmood (2012),"**Stock Market Prices Follow the Random Walks: Evidence from the Efficiency of Karachi Stock Exchange",** European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, Vol.51: pp. 71–80.

المطلب الثاني: النماذج المختلفة لفرضية السير العشوائي للأسعار

يعد Maurice Kendall في 1953 أول من طرح مفهوم السير العشوائي عندما أجرى اختبارا على 22 شركة بريطانية محاولا تحديد منحي نظامي أو اعتيادي لحركة أسعار الأسهم وتقلباتها لمعرفة آلية هذه الحركة في المستقبل، وتقلباتها تبعا لسلوكها السابق، إلا أن بحثه كان دون جدوى لم يخرج بنتيجة لوجود منحى ثابت لحركة سلسلة الأسعار قيد الدراسة، وتغيراتها عشوائية من نقطة لأخرى تليها بما يسمح بتغطية أي اتجاه ثابت و منتظم لحركة الأسعار، وبذلك ظهرت فكرة العشوائية للنقاش في الوسط المالي"[1].

أظهرت أبحاث Drawing وKendall، وكذلك أبحاث working الأولى عام 1934، أنه إذا كانت الأسعار تتحرك بعشوائية فإن هذا الأمر سيكون عائقا أمام المحللين في محاولة لتنبؤ بأسعار الأوراق المالية المستقبلية، وحسب ما أورد Roberts عام 1959 فإن توقيت تشكل سلاسل الأسعار من تتابع للأرقام العشوائية يجعل مهمة محللي أسواق رأس المال شبه مستحيلة في توقع السعر المستقبلي تبعا لأسعار الأسهم[2]، عقب ذلك كان التوجه في منتصف الستينات والفترة التي تليها نحو البحث في خصائص عشوائية أسعار الأسهم فقد أجرى Fama بحثا على سلوك أسعار الأسهم معتمدا على التوزيع وسلاسل الارتباط لعوائد أسهم السوق، وتعتبر نتائج هذا البحث دلائل قوية وبراهين دامغة حيال نظرية الحركة العشوائية[3].

أولا: مفهوم الحركة العشوائية

تشير العشوائية على أن تحركات الأسعار لن تتبع أي شكل أو اتجاه محدد، ولا يمكن الاستعانة بالتحركات السابقة لتوقع التحركات التالية، فالتغيرات المستقبلية غير متوقعة وهي الميزة الأساسية لها [4].

ولعل أبسط صورة يمكن استخدامها لإيضاح مفهوم السير العشوائي من خلال تمثيلها بالرجل المخمور الذي يسير مترنح الخطى ويشكل مجهول تماما، وكان Kar Person أول من طرح هذه الفكرة عام 1905، معتبرة الحركة المترنحة حركة لا يمكن التنبؤ بها مطلقا فهي تسم بالعشوائية، إذ أن أغلب الظن يتركز حول عودة المخمور بخطاه إلى أقرب نقطة كان قد بدأ منها سيره[5].

---

[1] LI, Xiaofng. **"Tests of Stock Market Efficiency in China and Japan"**, Master's thesis in Economics of Innovation and Growth in KTH, Stockholm, April 2008, p. 11.

[2] محمد سام سعد، **"عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمان للأوراق المالية"**، مجلة دراسات للعلوم الإدارية، المجلد 41، العدد2، 2014، ص ص 417-423.

[3] Dimson, Elroy, Mussavian, Massoud, **"A brief history of market efficiency"**, Journal of European Financial Management, Vol.4, No. 1, 1998, pp 91-193.

[4] Lee, Chien C., Lee, Jun D.; Lee, Chic., **"Stock prices and the efficient market hypothesis: Evidence from a panel stationary test with structural breaks",** Japan and the World Economy, Vol.22, 2010, PP: 49-58.

[5] نبيل محمد، زهير غراية، **"إختيار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة أسواق رأس المال في البورصات العربية الناشطة: دراسة حالة بورصة المغرب والكويت"**، جامعة محمد خضر بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 11، 2012، ص ص 49-78.

ويرى Fama بان السير العشوائي تقع موضع شك وغموض بشكل كبير، ففي حال وجود السير العشوائي في أسواق رأس المال فإن أي نوع من تحليل الخصائص والمميزات التوقع حركة أسعار الأسهم سيكون دون أي جدوى، وبشكل أكثر دقة في أسواق رأس المال الكفوءة يكون سعر الورقة المالية في الزمن t تقدير جيدا عن القيمة الحقيقية لها، وفي الأسواق الكفوءة يكون للمعلومات الجديدة التأثير الأكبر في القيمة الحقيقية لتنعكس تدريجيا في السعر الحقيقي وفقا لحالتين أساسيتين[1]:

1. السعر الحقيقي يستجيب للتقلبات مبدئية بشكل مغالي به، أو حتى أقل من المفروض.
2. الاستجابة تتم بوجود فترة تأخير (أو فجوة الزمن) في تغير السعر الحقيقي ليصل إلى القيمة الحقيقية الجديدة، والتغير يكون مستقلا، ولا يخضع لأية عوامل.

ثانيا: نظرية الحركة العشوائية

إن نظرية السير العشوائي تتمحور حول طريقة تقلبات أسعار الأسهم على الفترات الزمنية المدروسة بشكل يجعل من غير الممكن التنبؤ بالأسعار المستقبلية لتحقيق أرباح استثنائية الأمر الذي يتوافق مع مفهوم كفاءة أسواق رأس المال.

وكان الباحثين قد قدموا تعاريف متعددة حول هذه الفرضية، ومنهم Mustafa الذي عرفها في بحثه المنشور عام 2004 كما يلي: "تشير السير العشوائي إلى أن سلسلة تقلبات أسعار السهم عبارة عن متغيرات عشوائية مستقلة، وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتقلبات أسعار الأسهم في الفترة المستقبلية من خلال الأحداث الماضية"[2].

هذا واعتبر البعض الأخر مثل Okpara عام 2010 أن عشوائية حركة أسعار الأوراق المالية تدل على أن تقلبات حركة الأسعار التاريخية لن تتكرر مرة أخرى، أي أن التقلبات في حركة الأسعار مستقلة تماما عن سلوكها السابق[3].

ويمكننا القول من المفاهيم الموضحة سابقا أن نظرية السير العشوائي تعتمد على فرض أساسي وهو أن تقلبات الأسعار في السوق هي تقلبات مستقلة عن بعضها البعض.

[1] Fama, Eugene F., **"The Behavior of Stock Market Prices"**, Journal of Business, 1965, Vol.38, No.1, pp. 34-105.
[2] Mustafa, MA., **"Testing the Weak-Form Efficiency of the United Arab Emirates Stock Market"**, International Journal of Business, 2004, Vol. 9, No.3, p. 310.
[3] Okpara, Godwin C,**"Stock Market Prices and the Random Walk Hypothesis: Future Evidence from Nigeria",** Journal of Economics and International Finance, Vol.2, No.3, March 2010, pp: 49-57.

وكان Fama عام 1965 قد قدم في معرض بحثه المقدم حول نظرية السير العشوائي شرحا للأساليب التي يعتمدها المحترفون في أسواق رأس المال لتوقع حركة أسعار الأسهم، حيث جسدت هذه النظرية نقلة نوعية في مجال أسواق رأس المال والفكر المالي، الأمر الذي جعلها موضع اهتمام الكثير من المحللين والإحصائيين حتى من قبل أساتذة الجامعات الذين قدموا العديد من الأبحاث في هذه النظرية وتقنياتها[1].

ثالثا: نماذج السير العشوائي

أجرى Campbell وLO وMacKinlay عام 1997 تعديلا على نظرية السير العشوائي يقوم على إجراء عدد من الاختيارات العملية التجريبية بما يتعلق بالسير العشوائي مستعينين بالخصائص الكبرى للتنبؤات القيم الأصول والسير العشوائي والاشتراك فيما بينهم وصولا إلى ثلاث نماذج للحركة العشوائية، وبشكل أكثر تحديدا فقد قدموا الصيغة التالية التي تتضمن الشروط الشاملة لجميع نماذج السير العشوائي والتنبؤات كالتالي:

$$\mathbf{Cov(f(r_t), g(r_{t+k})) = 0}$$

حيث إن (r_{t+k}) و(r_t) تمثل عوائد الأصول في الزمن t وt+k لكل زمن t ولكل قيمة k≠0 بالاعتماد على المعادلة السابقة لجميع المعاملات(rt) f وg(rt+k) التي تشير إلى العوائد المستقلة يكون النموذج الأول RW1 الذي يتميز بالاستقلالية، وهو أبسط النماذج وأوضحها، بينما يشمل النموذج الثاني RW2 النموذج الأول باعتباره حالة استثنائية غير أنه أضعف منه، فمع وجود الاستقلالية يعتمد هذا النموذج على التباين المتغاير غير الشرطي للزيادات، أما أخر النماذج وأضعفها النموذج الثالث RW3 الذي يشمل على النموذجين الأول والثاني باعتبارها حالات خاصة، مترافقة مع تقلبات تتميز بالاستقلالية فقط دون وجود ترابط في الزيادات، وتعتبر هذه النماذج الهيكل العام لنظرية الحركة العشوائية[2].

1. النموذج الأول أو البسيط من السير العشوائي RW1:

يعتمد هذا النموذج على اللوغاريتم الطبيعي للأسعار المترافقة مع حركة عشوائية للزيادات المستقلة أي على القيمة($P_t = Ln\ P_t$) خاضعة للتوزيع المعياري (IID):

$$P_{t+1} = P_t + \mu + \varepsilon_{t+1} \qquad ; \varepsilon_{t+1} \sim IID(0, \sigma^2)$$

[1] Fama, Eugene F., Op Cit, pp. 34-105.
[2] Chung, Hin Yu., **"Testing Weak-Form Efficiency of the Chinese Stock Market"**, Master Thesis, Lappeenranta University of Technology, September 2006, pp. 64-66.

وتقضي الاستقلالية أن تكون الزيادة (ε_t) عبارة عن سلاسل غير مرتبطة، وأن يكون أي معامل للزيادة (ε_t) هو معامل غير خطي، والافتراضات المطروحة حول القيمة (ε_t) هي التعادل بما يجعل سلسة اللوغاريتمات الطبيعية للأسعار في حركة عشوائية خاضعة للتوزيع الطبيعي المعياري (IID N)[1]:

$$P_{t+1} = P_t + \mu + \varepsilon_{t+1} \qquad ; \varepsilon_{t+1} \sim IID\ \mathrm{N}(0, \sigma^2)$$

2. النموذج الثاني للحركة العشوائية RW2:

يقتضي هذا النموذج بأن تكون العوائد المركبة في تزايد طردي، وتكون العوائد طبيعية وفقا للعلاقة ($r_{t+1}=P_{t+1}-P_t$) تتمتع بالاستقلالية، وخاضعة التوزيع الطبيعي مع متوسط حسابي (μ) و تباين (σ^2)، وبذلك يمكن أن نكتب:

$$r_{t+1} = \mu + \varepsilon_{t+1} \qquad ; \varepsilon_{t+1} \sim IID\ \mathrm{N}(0, \sigma^2)$$

وعلى اعتبار قانون الاحتمالية لعوائد الأصول يبقى ذاته على المدى الطويل، فإن قياسه لا يعد حقيقيا، والافتراض الأكثر واقعية ومنطقية هو أن التزايد (ε_t) من الممكن أن يكون مستقلا لكنه لا يخضع للتوزيع الطبيعي (INID) الأمر الذي يمكن أن ندعوه بالنموذج الثاني للحركة العشوائية RW2 والذي يتضمن النموذج الأول RW1 بوصفه حالة استثنائية يشير إلى طريقة معالجة الأسعار تبعا للتفاوت المتغاير غير الشرطي في الزيادة، كما هو موضح في المعادلة التالية:

$$r_{t+1} = \mu + \varepsilon_{t+1} \qquad ; \varepsilon_{t+1} \sim INID\ \mathrm{N}(0, \sigma^2)$$

3. النموذج الثالث للحركة العشوائية RW3:

الأدلة التجريبية نشير إلى أن السير العشوائي لعوائد الأصول تظهر ارتباطا متسلسلا ولإيضاح هذا الارتباط من الممكن أن نعدل العلاقات المعبرة عن النموذجين الأول والثاني لتتضمن متغيرات تابعه دون وجود زيادة مرتبطة تسلسلية، وهذا يمثل النموذج الثالث RW3 والذي يتضمن كلا النموذجين RW1 و RW2 على أنها حالات استثنائية.

وتبرز عدم توافقية RW3 مع النموذجين RW1 و RW2 من خلال ملاحظة ما يلي:

$cov(\varepsilon_t, \varepsilon_{t-k}) = 0$ وذلك لجميع قيم $(k \neq 0)$

$cov(\varepsilon_t^2, \varepsilon_{t-k}^2) = 0$ وذلك لبعض قيم $(k \neq 0)$

[1] Semenov, Andrei, **"Testing the random walk hypothesis through robust estimation of correlation",** Computational Statistics & Data Analysis, Vol.52, 2008, pp. 2504-2513.

وتبعا لهذا النموذج فإن الارتباط المتسلسل لتقلب السلسلة الزمنية للقيمة (ε_{t+1}) يفترض أن تكون ($\sigma^2_{t+1|t}$) المتغير الشرطي للقيمة (ε_{t+1}) عبر معطيات الزمن t. وعلى فرض أن القيمة (ε_{t+1}) خاضعة للتوزيع الطبيعي يمكن القول:

$$\varepsilon_{t+1|t} \sim \mathrm{N}(0, \sigma^2_{t+1|t})$$

الأمر الذي يتيح لنا القول إن*:

$$\varepsilon_{t+1} = \sigma_{t+1|t}\eta_{t+1} \; ; \; \eta_{t+1} \sim IID \; \mathrm{N}(0,1)$$

نلاحظ أن تعدد نماذج السير العشوائي يعطي مؤشرا على مدى تباين وجهات النظر فيما يتعلق بهذه الفرضية، هذه الوجهات تتداخل فيما بينها حينا وتتمايز عن بعضها حينا، ما يدفعنا للبحث في مميزات فرضية السير العشوائي واختباراتها، والاستقلالية والتابعية في هذه الاختبارات، والمقارنة بينها وبين فرضيات التحليل.

المطلب الثالث: اختبارات وخصائص فرضية السير العشوائي للأسعار

تبعت دراسة Kendall العديد من الدراسات والأبحاث التي حاولت الوصول إلى طرائق اختبار لإثبات السير العشوائي أو نفيها جزئيا أو كلية، وجاءت النتيجة بالاتفاق على مفهوم العشوائية ضمن مميزات الكفاءة في الأسواق المالية[1].

I. اختبارات الكفاءة الإحصائية

إن الاختبارات المستخدمة في اختبار فرضية السير العشوائي متعددة جدا، و أبرزها وأكثرها شيوعا وهي:

- اختبار الارتباط المتسلسل،
- الاختبار المتكرر،
- اختبار جذر وحدة،
- اختبار معامل نسبة التباين.

يقوم اختبار معامل الارتباط المتسلسل معتمدا على اختبار أضعف النماذج للحركة العشوائيةRW3 للبحث في آلية الترابط فيما بين سلسلة البيانات معتمدا على طبيعة توزيع البيانات قيد الدراسة في حين يعد الاختبار المتكرر من الاختبارات غير المعلمية التي يتم من خلاله تعرف فرضية كفاءة أسواق رأس المال وفقا

*ضمن الافتراض القائم على أن (σ_{t+1}) و(ε_{t+1}) مستقلان شرطيان متوقفان على المعلومات المتاحة من خلال عامل الزمن t، فإن التباين غير الشرطي(σ^2) للقيمة(ε_{t+1}) يعبر عن التوقع غير الشرعي للتباين الشرطي ($\sigma^2_{t+1|t}$) وتكون قابلية التغيير للقيمة ($\sigma^2_{t+1|t}$) لا تتأثر باختلاف للتوزيع غير الشرطي ($\sigma^2_{t+1|t}$) E ($\varepsilon^2_{t+1|t}$) E =[($\sigma^2_{t+1|t}$)].

[1] LI, Xiaofng. **"Tests of Stock Market Efficiency in China and Japan"**, Master's thesis in Economics of Innovation and Growth in KTH, Stockholm, April 2008, p. 12.

لاختبار التوزيع المعياري المستقل لاقتراض تزايد الحركة العشوائية، وطرح LO وMacKinlay أسلوب اختيار نسبة التباين مقدمين بذلك نموذج أكثر قوة مقارنة بالنموذجين سابقي الذكر، وأيضا يمكن الاعتماد عليه بشكل أكبر في فرضية الحركة العشوائية، أما بالنسبة الاختيار وحدة الجذر فيستخدم بغية معرفة فيما إن كانت السلاسل الزمنية مستقرة أو متقلبة في حدود المفروض وفقا لفرضية الحركة العشوائية[1].

II. الاستقلالية والتابعية في الحركة العشوائية

تمثل السوق التي تتمتع بالسير العشوائي سوق لتقلبات مستقلة لأسعار الأوراق المالية المختلفة، وبمعنى أوضح فإن مسار التقلبات في الماضي لا يحدد حركة الأسعار في المستقبل، ويمكن القبول بنموذج السير العشوائي حتى وإن لم يتوافق مع الواقع تماما حيث إن التقلبات في أسعار الأسهم وإن لم تكن مستقلة تماما فإن حجم التابعية سيكون صغيرا لدرجة يمكن إهماله.

III. النتائج التجريبية حول الاستقلالية

تعد الاستقلالية في تقلبات أسعار الأسهم الركيزة الأساسية في الأبحاث المتعلقة بنموذج السير العشوائي إذ يمكننا البحث فيها بطريقتين مختلفتين:

- **الطريقة الأولى**: تعتمد بشكل أساسي على أدوات التحليل الإحصائي، مثل معامل الارتباط وتحليل مسار التتبع التقلبات الأسعار النفس المؤشر.
- **الطريقة الثانية**: الاختبار المباشر لعدد من استراتيجيات التداول لمعرفة فيما إن كانت العوائد المحققة منها أعلى من عوائد إستراتيجية الاستثمار البسيطة (الشراء والانتظار) [2].

IV. مقارنة بين فرضية السير العشوائي وفرضيات التحليل

تقوم فرضيات التحليل الفني على تحليل التابعية في تقلبات الأسعار، بينما تقوم السير العشوائي على أن هذه التقلبات مستقلة عن بعضها البعض، فكلتا النظريتين متعاكستان.

سعى المحللين الفنيين دائما إلى نقض الأدلة المتعلقة بفرضية السير العشوائي والتشكيك في صحتها، إلا أنه توجب عليهم لاحقا القبول بأن البراهين المتعلقة بالسير العشوائي تعد منطقية ومن الملاحظ أنه في سوق مالية تتمتع بالكفاءة، لن تكون عوائد الورقة المالية المنتقاة من قبل المحللين الماليين أعلى من عوائد أية ورقة مالية تم انتقاؤها عشوائية عند نفس مستوى المخاطرة، إن كانت فرضية السير العشوائي صحيحة وأسواق رأس المال كفوءة، عندها ستكون الأسعار في أي لحظة من الزمن تمثل تقدير جيدا عن القيمة الحقيقية أو الأساسية[3].

---

[1] Chung. Hin Yu., **"Testing Weak-Form Efficiency of the Chinese Stock Market"**, Master Thesis, Lappeenranta University of Technology, September 2006, p.66.
[2] Fama, Eugene F,**"The Behavior of Stock Market Prices"**, Journal of Business, 1965, Vol.38, No.1, Ep 34-105.
[3] Mishkin, Frederic S. **"The Economics of Money, Banking and Financial Markets"**, Addison Wesley, seven Edition, 2004, pp. 141-166.

المبحث الثالث: المستويات المختلفة لكفاءة سوق رأس المال وعلاقتها بالتحليل الفني والأساسي

استندت معظم الأعمال التي جرت في الماضي بخصوص أبحاث كفاءة السوق على فرضية السير العشوائي والتي ادعت أن التغيرات في سعر الورقة المالية تحدث بشكل عشوائي ولا يمكن توقعها، ولخصت الأعمال السابقة تحليلات تجريبية واسعة النطاق بخصوص أبحاث كفاءة السوق دون التطرق إلى الأسس النظرية الوافية لها.

إلى أن قدم Fama في عام 1970م فرضية كفاءة السوق أو ما يدعوها البعض بنظرية كفاءة السوق، ووصفها بأنها نموذج للعبة عادلة فيها قواعد أساسية ترتكز عليها تقضي بأن أسعار الأوراق المالية دائما في حالة توازن ومن المستحيل لأي مستثمر أن يغلب السوق باستمرار، لذلك فأن المستثمرين في الأسواق ذات الكفاءة يكونوا واثقين من أن سعر السوق الحالي للورقة المالية يعكس تماما كل المعلومات المتاحة عن هذه الورقة من العائد والمخاطر المتوقعة والتي يتم على أساسها التسعير.

المطلب الأول: المستويات المختلفة لكفاءة سوق رأس المال والعلاقة بينها

تتخذ صيغ فرضية كفاءة أسواق رأس المال أشكالا ثلاثة في ضوء سعة المعلومات وشمولها مما ينعكس على الأسعار السوقية بشكل كامل وسريع، إذ صنفت معظم الأدبيات المالية فرضية كفاءة السوق إلى ثلاثة مستويات بالاعتماد يعتمد كل فرض منه على وفرة المعلومات وكلفتها، ويمكن تحديد هذه المستويات كالأتي:

أولا: المستوى الضعيف لفرضية كفاءة السوقWeak form of EMH

تقترح هذه الصيغة أن السعر السوقي للورقة المالية المتداولة يعكس كل المعلومات التاريخية وحجم صفقات التداول لهذه الورقة، ولذلك أن المستثمر لن يكون قادراً على تحقيق أرباح غير اعتيادية من جراء تحليل هذه المعلومات، فمثلاً عند قراءة القوائم المالية فإن دراسة كميات الأسهم والسندات السابق إصدارها والأسعار التاريخية لهذه الأسهم، لن يفيد في تحقيق أرباح غير عادية ولن تؤدي إلى تحديد السعر الحقيقي للسهم أو السند أي ليس لها أي دور حيوي ومفيد في التنبؤ بقيمة الأسعار المستقبلية للأسهم والسندات، وبالتالي تحديد أسعار التوازن وبذلك تكون هذه المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في السابق ليست ذات جدوى وأهمية في التنبؤ بالسعر مستقبلا، طالما إن أسعار الأصول الحالية تعكس جميع المعلومات للمتعاملين في السوق عن المدة السابقة –بيانات تاريخية–وهذه المعلومات متاحة وشائعة للجميع Publicly Available لتحققها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر لذلك لا يوجد احد من المستثمرين في ظل هذا الوضع قادر على تحقيق عائد استثنائي لأن هذه المعلومات متوفرة لدى أغلب المتعاملين في أسواق رأس المال ولذلك لا يمكن الاعتماد عليها لأغراض التنبؤ[1].

[1] Ardiansyah, M. and A. Qoyum (2012). **"Testing the Semistrong Form Efficiency of Islamic Capital Market With Response to Information Content of Dividend Announcement"**, Journal of Modern Accounting and Auditing. Vol. 8,(7):1025-1041.

وترتبط فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بنظرية السير العشوائي للأسعار، لأنه من المستحيل التنبؤ بسعر السهم اعتمادا على المعلومات المتاحة عن الأسعار وحجم الصفقات في الماضي، فان التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في المستقبل لابد إن تكون مستقلة تمام الاستقلال عن التغيرات التي طرأت على سعره في الماضي، وبعبارة أخرى إن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط وهو ما يمكن إن يعبر عنه بالسير العشوائي الأسعار[1].

ثانيا: المستوى شبه القوي لفرضية كفاءة السوق Semi strong form of EMH

تقترح هذه الصيغة أن الأسعار الحالية للورقة المالية تعكس- بالإضافة للمعلومات التاريخية– وبشكل وافي جميع المعلومات العامة والمتاحة للجمهور، مثل الأخبار والأحداث الاقتصادية والسياسية والبيانات المالية المنشورة من قبل الشركات أي أن المعلومات التاريخية فرع من فروع المعلومات العامة لذلك عندما يعمل أسواق رأس المال بهذه الصيغة، يأخذ بعين الاعتبار كافة المعلومات التي تعتمد عليها هذه الصيغة ويحللها بصورة جيدة من اجل أن تنعكس في الورقة المالية المتداولة فيه[2].

ومن الاختبارات التي أجراها الفريق البحثي Fama, Fisher, Jensen, & Roll في 1969 للتحقق من صحة الصيغة شبه القوية، أشارت إلى أن المستثمرين لا يستطيعوا تحقيق أرباح استثنائية بالاعتماد على المعلومات العامة المتاحة مثل هكذا معلومات تشمل الأسعار السابقة وحجم الصفقات المتداولة والبيانات المحاسبية والتقارير السنوية والإعلانات عن نسبة الأرباح أو إصدار أسهم جديدة، لأن السوق متوسط القوة أو شبه القوي سيعكس مسبقا كل المعلومات وبذلك يقلل فرص تحقيق هذه الأرباح[3].

ويتبين انه بموجب هذه الصيغة يكون السعر السوقي للورقة المالية مستوعب كافة المعلومات المتوفرة والمتاحة للجميع بشكل علني، سواء كانت هذه المعلومات تتضمن شؤون دولية أو الظروف الاقتصادية المحلية أو الظروف الصناعية للشركة ذات العلاقة وما يعلن من تقارير وتحليلات مالية، لذلك فانه من غير المجدي أن يعتمد المتعاملون في السوق على هكذا معلومات في تقيم الورقة المالية وما مدعى قابليتها على تحقيق عوائد غير اعتيادية ، إلا انه تجدر الإشارة هنا، قد تكون الاستجابة في بداية الأمر غير صحيحة، كونها مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تقييم وتحليل تلك المعلومات، وبعد وقت قصير يتم إعطاء وجهة نظر نهائية بشأن تلك المعلومات لينعكس أثرها على الأسعار على نحو تضمن ردود أفعال قد تكون مبالغ فيها[4].

---

[1] منير إبراهيم هندي، **"الأوراق المالية وأسواق المال"**، منشأة المعارف ، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 503.

[2] Madura , J. (2008)., **"Financial Institutions and Markets"**, 8th Edition, Thomson Corporation, China, p287.

[3] Ardiansyah, M. and A. Qoyum (2012). **"Testing the Semistrong Form Efficiency of Islamic Capital Market With Response to Information Content of Dividend Announcement"**, Journal of Modern Accounting and Auditing. Vol. 8,(7):p1027.

[4] Saunders A. and M. M. Cornett , (2007), **"Financial Markets and Institutions"**, International Edition Mc Graw Hill, New York ,US, p275.

ثالثا: المستوى القوي لفرضية كفاءة السوق Strong form of EMH

تقتضى الصيغة القوية لفرضية كفاءة السوق بان المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور public Information إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة من الأفراد مثل إدارة المؤسسة المصدرة للورقة المالية وكبار العاملين فيها Insiders أو تلك المعلومات التي يمكن إن يصل إليها المحللين الأساسيين من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، وباختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته Everything that is knowable، وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير اعتيادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق وحتى لو كان صاحب المعلومة هو رئيس مجلس أدارة المؤسسة المصدرة للسهم.

إن فرضية المستوى القوي لكفاءة أسواق رأس المال تعني أن الأسعار المتداولة في السوق تعكس تأثير جميع المعلومات المتاحة العامة عن الشركة، إلى جانب المعلومات التاريخية والمعلومات الخاصة المتوفرة عن الشركة والخاصة بفئة معينة مثل أعضاء مجلس إدارة الشركات، أو تلك التي يصل إليها المحللون نتيجة امتلاكهم الإمكانية والكفاءة والخبرة في التحليل والتنبؤ، إن هذا يعني أن أسواق رأس المال توفر للمتعاملين جميع البيانات والمعلومات سواء كانت تاريخية أو حالية عامة أو داخلية خاصة[1].

إن هذا المستوى من الكفاءة في أسواق رأس المال لن يتيح لأي مستثمر مهما امتلك من الخبرة والمهارة القائمة في عملية التحليل والاستنباط والاستقراء في الحصول على إيرادات غير عادية وحتى من كبار العاملين في الشركة، إن ذلك يعني أن القيمة السوقية للأرباح غير العادية تساوي صفر، لأن الأسعار السائدة في السوق معادلة تماما لقيمتها الحقيقية وهذا سيؤدي إلى تحييد دور المحللين الماليين، مع الإشارة إلى عدم وجود مثالية كاملة في الأسواق المالية.

وقد اعترف فاما (Fama1991) أن الانتقادات الموجهة لفرضية كفاءة أسواق رأس المال Efficient Market Theory تزايدت نتيجة ظهور ما يعرف بالشواذ Anomalies في أسواق رأس المال(مثل اثر الحجم)، وكذلك ظهور دراسات تتعلق بأثر نهاية الأسبوع أو أثر شهر يناير .... الخ، إلا أن عدم وجود بدائل بحثية نظرية، يؤكد على أن نظرية كفاءة أسواق رأس المال لا زالت النظرية الحاكمة للفكر المالي[2].

[1] منير إبراهيم هندي، "**الأوراق المالية وأسواق المال**"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، (2009)، ص510.

[2] Eugene F. Fama,"**Efficient Capital Markets: II**", The Journal of Finance, Vol. 46, No. 5 (Dec., 1991), pp. 1575-1617.

وبناء عليه ولدراسة المستويات المختلفة للكفاءة بحيث تشمل جميع الانتقادات، وبناء على النتائج العملية للدراسات التي تناولت موضوع الكفاءة في الأسواق المختلفة، اقترح فاما (Fama 1991) ثلاث تسميات مغايرة لتلك الواردة في دراسته عام 1970، حيث فضل تسمية الدراسات الخاصة بالمستوى الأول (المستوى الضعيف) بالدراسات الخاصة بالتنبؤ بالعوائد Test for Return Prediction لتشمل دراسة الظواهر الشاذة Anomalies، واختبار نموذج تسعير الاصول CAPM، والتأثير الموسمي كأثر يناير January effect... الخ.

كما فضّل تسمية المستوى شبه القوي بدراسة الحدث Event Studies لتشمل دراسة تأثير أحداث سياسية أو اقتصادية أو اجتماعية (سواء على المستوى الكلي او على مستوى المؤسسة) على الأسعار في السوق، من خلال محاولة قياس كيفية استيعاب السوق للمعلومات الناتجة عن ذلك الحدث.

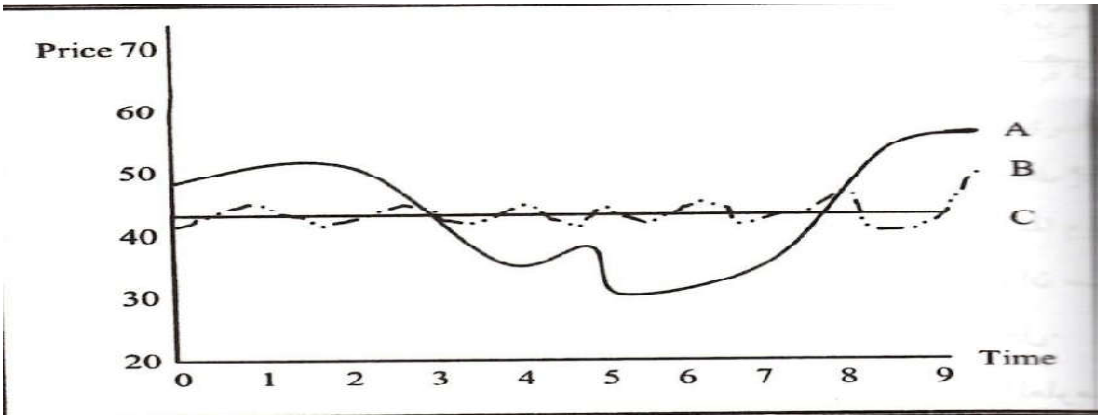
فيما فضّل تسمية المستوى الثالث (المستوى القوي) بدراسة المعلومات الخاصة Private Information Studies، ليشمل هذا النوع من الدراسات تلك المتعلقة بالإجابة على السؤال الخاص فيما إذا كانت القدرة على التنبؤ بالأسعار ناتجة عن تحركات غير رشيدة في الأسعار (فقاعات) Irrational bubbles in prices أو تحوّلات رشيدة وضخمة في توقعات العائدLarge Rational Swings in Expected Returns.

رابعا: العلاقة بين مستويات الكفاءة

تحظى الكفاءة الضعيفة للسوق المالي بقبول عام من قبل محللي الأوراق المالية وعموم المتعاملين في السوق المالي، ويشتد الخلاف حول حقيقة افتراضات الصيغة القوية وشبه قوية للكفاءة، ويعود السبب في ذلك إلى طبيعة التداخل الحاصل بالمعلومات المتعلقة بكل شكل من الأشكال سابقة الذكر، فقد وضع Sharp &Alexander هذه الأشكال ضمن جميع المعلومات وتم تصنيفها من حيث السعة والشمول، أي من مجموعة أضيق للمعلومات والخاصة بالكفاءة الضعيفة إلى مجموعة أوسع للمعلومات والخاصة بالكفاءة القوية موضحا تداخل هذه المعلومات بكل شكل من أشكال الكفاءة[1].

[1] أرشد فؤاد التميمي، " **أسواق رأس المال إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**"، دار اليازوري، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010، ص50.

شكل رقم: (1-2) العلاقة بين مستويات صيغ الكفاءة المختلفة



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، " **أسواق رأس المال إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**"، دار اليازوري، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010، ص50.

- الخط C يمثل السعر الحقيقي ويعكس الكفاءة التامة للسوق والتي يمثلها فرضية الكفاءة القوية بحيث يتساوى مع السعر التوازني مع القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة وبدون أي اختلاف.
- المنحنى B يمثل الشكل المتوسط للكفاءة حيث تكون الفروق بين السعر السوق والقيمة الحقيقية صغيرة.
- المنحنى A هو الشكل الضعيف لكفاءة السوق، حيث يكون الاختلاف بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية واسعا.

ويتضح من الشكل أن سعر السهم ما هو إلا إنعاس للمجوعات الثلاثة من المعلومات وهي معلومات الكفاءة الضعيفة، معلومات الكفاءة الشبه قوية، ومعلومات الكفاءة القوية، وعليه فإذا كان السوق بشكل شبه قوي فلا بد أن يكون كفء بشكل الضعيف أولا، وكذلك لكي يكون كفء بشكل قوي لا بد أن يمر السوق يكون هناك بمرحلة الكفاءة الضعيفة والشبه قوية، ففي ظل سوق الكفاءة الضعيفة والتي يمثلها المنحنى A اختلاف كبير بين سعر الورقة في السوق وقيمتها العادلة أي القيمة التي تعكس حقائق مالية واقتصادية.

أما المنحنى B يوضح الفجوة بين سعر السوق والقيمة العادلة وقد تكاد تكون الفروقات بينهما في بعض الفترات الزمنية قريبة من الصفر لتعكس كفاءة قوية المتمثلة في الخط المستقيمC[1].

[1] عاطف وليم أندراوس، " **أسواق الأوراق المالية: بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها**"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2002 ص 163.

المطلب الثاني: الصيغة الضعيفة والتحليل الفني

إن الشكل الضعيف لكفاءة السوق المعلومات السابقة المتعلقة بالأسعار والإيرادات وغيرها من المعلومات التاريخية، كما أنه لا يمكن استعمال هذه المعلومات من قبل بعض أو كل المستثمرين لتحقيق أرباح غير عادية وذلك بكل بساطة لأن تلك المعلومات أصبحت معروفة لدى الجميع وهي موجودة مسبقا في الأسعار الحالية، بعبارة أخرى أن تحليل المعلومات السابقة المتعلقة بالأسهم لا يفيد في التنبؤ باتجاه الأسعار.

أولا: مفهوم الصيغة الضعيفة

تقتضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق أن تعكس كل المعلومات التاريخية على الأوراق المالية، كالتغيرات في أسعار وأحجام التبادل المعاملات والعوائد الأوراق المالية، للفترات السابقة وأسعار الفائدة، ويعني هذا محاولة التنبؤ بحالة أسعار الأوراق المالية على المدى القصير بالاعتماد على المعلومات المتاحة، وهذا أمر عديم الجدوى[1]، حيث خضعت فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية إلى عدة اختبارات لمعرفة مدى ارتباطها مع المعلومات التاريخية، وذلك باستعمال كل من: سلاسل الارتباط، قواعد التصفية، اختبار الأنماط الطارئة.

I. **سلاسل الارتباط** : يركز اختبار سلسلة الارتباط على دراسة التغيرات السعرية لسعر الورقة المالية على المدى القصير، للتحقق من وجود قيمة إحصائية معنوية لمعامل الارتباط بين التغيرات السعرية المتتالية في العينة المدروسة، فإذا ما كشفت نتائج التحليل عن وجود نمط للتغير في الأسعار، فإن ذلك يعد رفضا قاطعا لنظرية السير العشوائي للأسعار، ويشمل الاختبار عادة على الأفق القصير، حيث أن الأفق الطويل يمكن أن يكشف عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار كما تنص على ذلك نظرية داو The Dew Theory، حيث أكد كل من "فاما" و"فرانش" على أن هناك ارتباط سالبا وتاما بين التغيرات في العوائد لسلسة زمنية طويلة، فقد أشارا إلى أن هناك نحو 25% إلى 40% من تغيرات العوائد على المدى الطويل يمكن التنبؤ بها بالاعتماد على العوائد الماضية، وإذا صح هذا، فإن نموذج السير العشوائي وفرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة السوقية قد يختفي أثرهما على المدى الطويل، ويصبح عندئذ تحليل وتتبع المستثمرين للحركة السعرية على أمل تحقيق الأرباح المميزة عملية مجدية[2].

---

[1] محمود محمد الداغر، "**الأسواق المالية**"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005، ص287.

[2] رفيق مزاهدية، "**كفاءة أسواق رأس المال ودورها في تخصيص الاستثمارات**"، مذكرة ماجستير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2007، ص 106.

II. **قواعد التصفية:** من المعروف أن المحلل الفني يعتمد على المعلومات التاريخية للأسعار بهدف إيجاد اتجاه للحركة المستقبلية لها، غير أن هذا يعترض مع الاعتقاد بالسير العشوائي للأسعار، ومع ذلك فالذين يعتمدون على قواعد التصفية يقترحون قواعد المتاجرة أو التعامل بناءا على الحركة التاريخية للأسعار، ويمكن من خلالها للمستثمر أن يحدد توقيت أوامر للشراء والبيع بالشكل الذي يحقق له بعد خصم تكلفة المعاملات عائدا متميزا عن أقرانه الذين لا يتبعون هذه القواعد[1]، وقد اقترح الفنيون أربع مجموعات المجموعة الأولى تضم مجموعة من المؤشرات التي يمكن اعتمادها كأساس لاتخاذ قرار شراء أو بيع الأوراق المالية فمثلا ظهور اتجاه لارتفاع سعر السهم بنسبة معينة، سيشجع المستثمر على اتخاذ قرار الشراء، في حين أن ظهور اتجاه لانخفاض سعر السهم بنسبة معينة سيدفع بالمستثمر إلى اتخاذ قرار البيع، أما المجموعة الثانية فهي قواعد الدورات الموسمية ومن بينها تلك التي تقضي بأن الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار، ومنها كذلك ما يقضي بأن أسعار الأسهم تنخفض بوضوح في شهري سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقي شهور السنة[2]، يبقى المتوسط المتحرك والقوة النسبية لسعر السهم، واللذان يمثلان المجموعة الثالثة والرابعة على التوالي لقواعد التصفية، وهي كلها مؤشرات التحليل الفني، الذي تعكس مبادئه فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بصورة واضحة وإذا ما أردنا التعمق أكثر في فرض الصيغة الضعيفة، فما علينا إلا التعرض بالدراسة للتحليل الفني، الذي يستخدم أدوات معينة تسمح لنا باتخاذ قرار الاستثمار المناسب.

III. **اختبار الأنماط الطارئة** : يعتمد على الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار وذلك بوضع إشارات لكل نوع من التغيرات (**+**) تعني حركة سعرية زائدة، (−)تعني حركة سعرية بالنقص، (**0**) صفر تعني عدم وجود حركة، كما يقترن الاختبار بمدة الفترة التي يستغرقها التغيير ما يميز هذا المدخل عن المدخلين السابقين أي سلسلة الارتباط، وقواعد التصفية هو أنه يم كننا من قياس التغيرات الطارئة التي يمكن أن تظهر في السلسلة الزمنية لسعر السهم سواء كانت هذه التغيرات موجبة أو سالبة، معبرين عنها بالإشارة (+) في الحالة الأولى وبالإشارة (−) في الحالة الثانية.

[1] بلجبلية سمية، "**أثر التضخم على عوائد الأسهم**"، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010، ص 39.

[2] منير إبراهيم هندي، "**الفكر الحديث في مجال الاستثمار**"، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص55.

بينما نضع صفر في حالة عدم وجود أي تغير في الأسعار مع ضرورة الأخذ بعين الاعتبار المدة الزمنية التي يستغرقها كل تغير، وتؤكد دراسات ميدانية عديدة استخدمت واحدا أو أكثر من المداخل الثلاثة سلسلة الارتباط، قواعد التصفية، اختبار الأنماط الطارئة على مصداقية الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق، هذا بالطبع لا يعكس تأييدا مطلقا، وإلا لما كان هناك وجود للفنيين الذين يكرسون جهودهم لاكتشاف أنماط في حركة الأسعار[1].

ثانيا: التحليل الفني وعلاقته بالصيغة الضعيفة للكفاءة

يعرف التحليل الفني على أنه دراسة للسوق وليس للسلع والبضائع المتداولة به، والتحليل الفني هو علم رصد وتسجيل عادة في شكل رسوم بيانية- جمع المعلومات الخاصة بالتداول(السعر، حجم وتاريخ التداول) لسهم معين أو مجموعة من الأسهم، ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل من الصورة التاريخية المرسومة[2].

ومن هذا المنطلق يقوم المحلل الفني بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط، لإظهار أنساق معينة لحركة أسعار الأسهم، أو إظهار علاقة بين حركة سعر الورقة مالية معينة ومؤشرات سوقية أخرى[3]، وعلى ذلك يهتم المحلل الفني بتحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق ثم على مستوى ورقة مالية معينة.

1. فلسفة التحليل الفني

يقوم التحليل الفني على فلسفة تجعله منفردا بمجموعة من العناصر، لابد من توفرها حتى نستطيع إسقاط التحليل الفني على أسواق رأس المال نذكرها[4]:

- تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية في ضوء تفاعل قوى العرض والطلب فقط.
- تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب منها عوامل رشيدة أخرى غير رشيدة، حيث تتضمن العوامل الرشيدة المعلومات المالية الخاصة بالسهم، وعوامل غير الرشيدة مثل الآراء والتخمين.
- تميل الأسعار الأوراق المالية لأن تُكون اتجاهات تستمر لفترات طويلة نسبيا بالرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت إلى آخر.

[1] حنفي عيد الغفار، رسمية قرياقص، **أساسيات الاستثمار والتمويل**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000، ص221.

[2] عبد المجيد المهيلي، "**التحليل الفني للأوراق المالية**"، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، ط3، مصر، 2005، ص 47.

[3] محمد صالح الحناوي وآخرون، "**تحليل الأوراق المالية**"، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 141.

[4] محمد صالح الحناوي وآخرون، "**الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني**"، الدار الجامعية، مصر، 2004 2005، ص ص 129 130.

- يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى تغير في اتجاه الأسعار، ويمكن ملاحظة التغيرات آجلا أو عاجلا في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك.

2. أسس التي يقوم عليها التحليل الفني

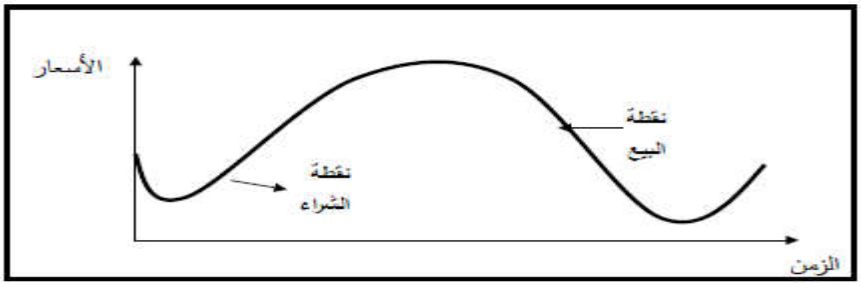
يعتمد التحليل الفني على أسس يبنى عليها، تتمثل هذه الأسس في النقاط التالية[1]:

- إن كل المعلومات المتاحة عن الورقة المالية في لحظة معينة تكون متضمنة في سعر البورصة.
- إن كل ظاهرة أو تمثيل حاضر يمكن أن يخضع تكرار يوم ما.
- إن تطور الأسعار يتتبع اتجاه معين، ومن هنا يمكن ملاحظة وتحليل التطور التاريخي للأسعار، ليمكن التنبؤ بالمستقبل،هذه الملاحظات تسمح بظهور اتجاهات فقط، كما أن التحليل يجب أن يسمح بالتعرف على أشكال معينة، وتتم الدراسة التاريخية للأسعار على المدى ستة شهور على الأقل، بما يسمح بفهم سلوك أسعار ورقة معينة واتجاهها العام.

3. أدوات التحليل الفني

قبل التطرق لأدوات التحليل الفني يجب البدء بتوضيح فكرة دورة أسعار الأسهم وذلك لان رواد هذا المدخل يهتمون بتحديد موقع السوق أو أسعار الأسهم محل الدراسة من الدورة كما يمكن توضيح ذلك من خلال هذا الشكل:

الشكل رقم (1-3): دورة أسعار الأسهم.



المصدر: طارق عبد العال حماد، **التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية**، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000، ص346.

الملاحظ هو أن المنحنى يبدأ باتجاه نزولي لأسعار الأسهم يليه ارتفاع في الاتجاه العام ثم يستقر نسبيا عند حد معين ليعود إلى النزول حتى مستوى أدنى ينعكس عنده الاتجاه ليبدأ بالصعود من جديد ومن الطبيعي أن المستثمر يفضل القيام بعمليات البيع عندما يتجه المنحنى إلى الانخفاض (على المنحنى نقطة البيع)، ثم يقوم بعمليات الشراء عندما يتجه المنحنى إلى الصعود (على المنحنى نقطة الشراء) غير أنه من الصعب عمليا تحديد هذه النقاط بدقة قبل تغير الاتجاه فعلا.

[1] محمد محمود عبد ربه، **طريقك إلى البورصة-مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند الاستثمارات في السوق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 25.

وتعتبر دورة أسعار الأسهم من الوسائل الأساسية التي يعتمد عليها المحللون الفنيون لتحديد موقع الأسعار السائدة حاليا في السوق من الدورة، وعلى الرغم من ذلك فهذا البيان لا يعتمد عليه كثيرا في اتخاذ القرارات الاستثمارية، إذ يوفر التحليل الفني للمستثمر عددا هائلا من الأدوات والعلاقات والبيانات تساعد على اتخاذ أنسب القرارات الاستثمارية وهي تنقسم إلى قسمين: أدوات التحليل الفني لأسعار السوق وأدوات التحليل الفني لأسعار السهم، ويعتمد التحليل الفني على مجموعة من الأدوات المخصصة المتمثلة في رسومات وخرائط ومؤشرات لغرض عرض وتحليل بيانات الأسعار، حيث سنتعرض إلى بعض الخرائط والمؤشرات الأكثر شيوعا والأكثر استعمالا:

أ. **مؤشر القوة النسبية**

تم وضع هذا المؤشر من قبل "**ويليس وايلدر**" سنة 1978، حيث يهتم مؤشر القوة النسبية بمقارنة سعر الورقة المالية في الأيام التي يكون فيها مرتفعا بسعره في الأيام التي يكون فيها منخفضا، ومؤشر القوة النسبية، يستخدم للمقارنة بين الشركات المختلفة داخل السوق أو داخل القطاع الواحد، ومن ثم تحديد أسهم الشركات الأكثر جاذبية للاستثمار، كما يستخدم عادة لتحديد توقيت بيع أو شراء سهم معين[1].

ب. خرائط الأعمدة البيانية

- **خريطة الرأس والكتف**

يتشكل نموذج الرأس والكتفين عندما يصنع الاتجاه السعري ثلاث قمم متتالية بحيث تكون القمة الوسطى(الرأس) أعلى من القمتين اليمنى وليسرى(الكتفين)، بحيث تكون القمتين اليمنى وليسرى متساويتين تقريبا، ويكون كل من الرأس والكتفين متصلين من قاعدة تسمى خط الرقبة، ويأتي تشكيل الرأس والكتفين عادة بعد اتجاه سعري صاعد[2].

[1] WILDER J.WELLES JR. , **"New Concepts in Technical Trading Systems "**, Hunter Publishing Company ,USA, 1978, p 65.

[2] عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، **"التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"**، هيئة الأوراق المالية للسلع، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006، ص 28.

الشكل رقم (1-4): نموج الرأس والكتفين

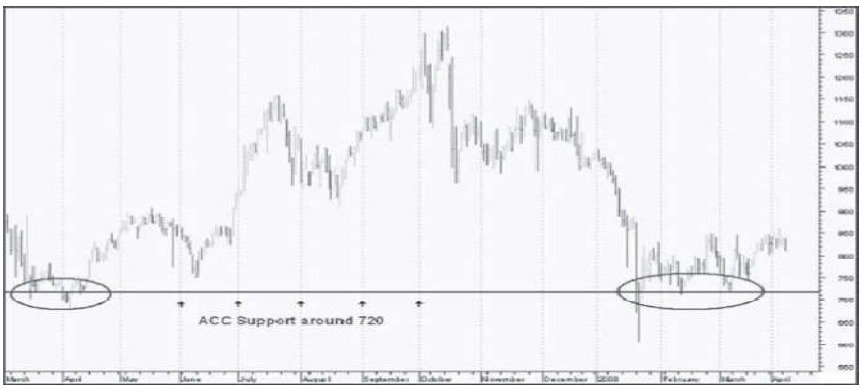


Source: National stock exchange of India limited, "**Technical Analysis Module**", p49.

- **خريطة المستويات المساعدة والمقاومة**

المستوى المساعد هو المستوى المتدني، كما أن احتمال نزوله إلى أقل من ذلك ليس كبيرا، أما مستوى المقاومة فهو المستوى العالي للسعر واحتمال ارتفاعه إلى أكثر من ذلك ليس كبيرا، أما توقيت سعر البيع يكون عندما يصل السعر إلى مستوى المقاومة، أما توقيت الشراء يكون عندما يصل السعر إلى مستوى المساعدة[1].

الشكل رقم (1-5): نموذج يوضح خط الدعم



Source: National Stock exchange of India limited,"**Technical Analysis Module**", p47.

[1] غراية زهير، "**إمكانية تطبيق نموذج التاجر الصاخب محل نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية**"، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2012، ص 42.

الشكل رقم (1-6): نموذج يوضح خط المقاومة



Source: National stock exchange of India limited, "**Technical Analysis Module**", p49.

المطلب الثالث: الصيغة المتوسطة والتحليل الأساسي

أولا: مفهوم الصيغة المتوسطة للكفاءة

تعني الصيغة المتوسطة للكفاءة 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 كفئة والعكس بالعكس انطلاقا من ذلك لن يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية مقارنة بغيره من المستثمرين، لأن سعر السهم في هذه الحالة سيعكس فعلا جميع المعلومات، سواء كانت هذه المعلومات تخص التغيرات التاريخية لسعر السهم وحجم التداول عليه، أو كانت هذه المعلومات تتعلق بالظروف الدولية، وظروف الاقتصاد الوطني، أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة، أو ظروف الشركة في حد ذاتها لأنه في كل لحظة، سعر البورصة يعكس كل معلومة متوفرة تخص حياة الشركة، بالإضافة إلى أثر الأحداث على الأداء المستقبلي للشركة نستنتج من ذلك أنه لا توجد أي ضرورة لقيام المستثمر بالتحليل من أجل التوقع بقيمة السهم مستقبلا، لأنه حتى ولو قام بهذا التحليل فانه لن يتمكن من تحقيق أي ربح إضافي، لأن المعلومات التاريخية والمعلومات المتاحة لعامة الناس تكون قد انعكست فعلا في سعر السهم[1].

[1] لطرش سميرة، **كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم**، أطروحة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،جامعة منتوري، قسنطينة، 2010، ص 116.

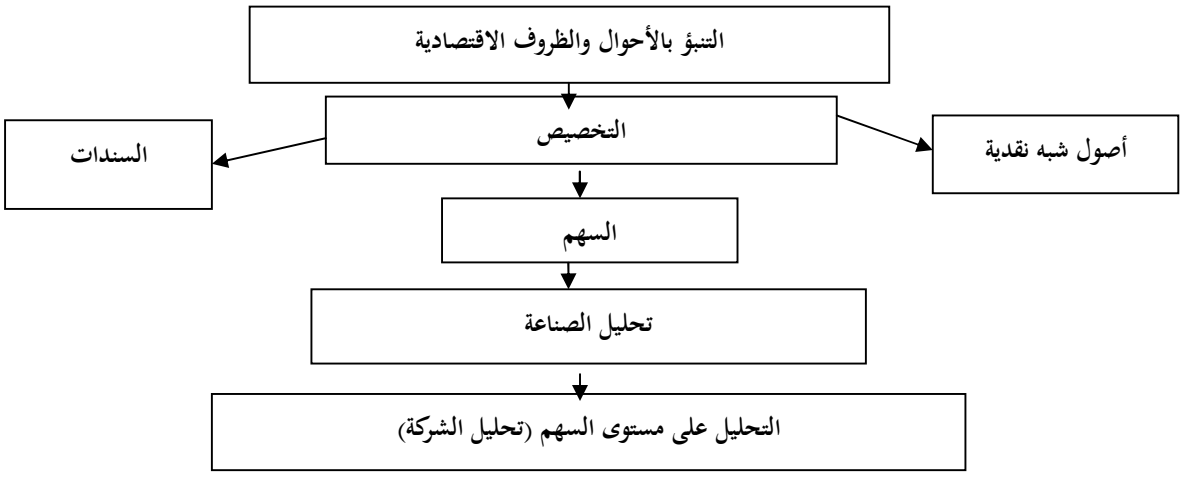
ثانيا: التحليل الأساسي

في حين يمكن اختبار الصيغة المتوسطة للكفاءة من خلال التحليل الأساسي الذي يهتم بتحليل الظروف الاقتصادية العامة والظروف الصناعية، ويمتد هذا التحليل إلى تحليل ظروف الشركة نفسها.

I. مفهوم التحليل الأساسي:

هو محاولة إيجاد القيمة الحقيقية للسهم بالاستناد إلى أداوت تحليل علمية وتطبيقية شاملة تهدف إلى تقدير كافة العوامل المحددة لقيمة السهم، ويتسع ليشمل العوامل الاقتصادية الكلية وعوامل الصناعة والعوامل الخاصة بالشركات وصولا إلى تقدير دقيق للتدفقات النقدية المستقبلية للشركة محل التقييم[1].

الشكل رقم (1-7): مدخل التنبؤ بالأرباح والعوائد من الأعلى إلى الأسفل



المصدر :عبد الغفار حنفي، "**بورصة الأوراق المالية-أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات**"، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص216 .

يستند التحليل الأساسي إلى استخدام القوائم المالية للشركة كمدخل للتوصل إلى قيمة الشركة والتضخم داخل الاقتصاد، مستوى البطالة، مستوى واتجاه سعر الفائدة بالأخذ في الحسبان المؤشرات التي يمكن من خلالها التعرف على الأحوال الاقتصادية، وبحيث يمكن للمحلل المالي التنبؤ بمستوى الناتج الدخل الوطني، وتستخدم هذه التنبؤات كأساس للتنبؤ المستقبلي للمبيعات، ومن ثم التنبؤ بمبيعات وأرباح كل شركة داخل كل قطاع[2]، ويتم اختيار الأسهم الملائمة داخل كل قطاع وتسمى هذه الطريقة التي بموجبها يتم التنبؤ بالمبيعات والأرباح بمدخل التنبؤ من الأعلى إلى الأسفل-Top-down-approach كما يوضحه الشكل أعلاه .

[1] عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، **التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية**،هيئة الأوراق المالية للسلع، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007، ص 40.

[2] عبد الغفار حنفي، **بورصة الأوراق المالية-أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات**، الدار الجامعية، مصر، 2003 ، ص215.

II. التدرج المنطقي التحليل الأساسي

يتدرج التحليل الأساسي منطقيا من العموم إلى الخصوص، حيث يتم التحليل من الظروف الاقتصادية العامة، مرورا بتحليل قطاع معين، وصولا إلى تحليل الشركة نفسها، وسنتطرق إلى هذا التدرج فيما يلي:

1. تحليل الظروف الاقتصادية العامة

تلعب تحليل الظروف الاقتصادية العامة أهمية كبيرة لما لهذه الظروف من تأثير على الاقتصاد الوطني، ومن ثم على الشركات التي تعمل داخل هذا الاقتصاد، فحالة الانكماش أو التوسع التي يمر بها الاقتصاد العالمي ستنعكس لا محال على اقتصاديات الدول، خاصة في إطار التجارة الخارجية، إلا أن ما يجب أخذه بعين الاعتبار عند القيام بتحليل الظروف الاقتصادية العامة هو القيام بدراسة وتحليل ما يلي:

أ. **السياسة المالية:** يقصد بالسياسة المالية وسائل تمويل الإنفاق الحكومي، وطالما أن الضرائب تعد أهم مصادر الإيرادات في موازنات غالبية الدول، فإن للسياسة الجبائية تأثير هام على المعاملات في أسواق الأوراق المالية، سواءا على المستوى الوطني أو على المستوى الدولي[1].

ب. **السياسة النقدية:** تتمثل السياسة النقدية في الإجراءات والأساليب التي تتخذها الدولة من خلال البنك المركزي لتحديد كمية النقود المتداولة في الاقتصاد، وذلك من خلال تحديد كمية الاحتياطي النقدي للبنوك التجارية بالإضافة إلى تحديد حجم ودائع البنوك التجارية لدى البنك المركزي، وأيضا حجم النقود المتداولة بين الأفراد، إذ تتم زيادة عرض النقود، أو سحب الكتلة النقدية المتداولة في الاقتصاد من خلال تحديد معدل الفائدة[2].

ت. **معدلات التضخم:** يمكن لمعدلات التضخم التي تنشرها السلطات النقدية بصفة دورية أثر بالغ على أسعار الأوراق المالية، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنها أن تترك أثرا سلبيا على أسعار الأسهم، نظرا لأن الإعلان عن ارتفاع معدل التضخم يعني توقع المزيد من الزيادة في ذلك المعدل من قبل المستثمرين المتحفظين إزاء المخاطر، مما يؤدي إلى ارتفاع العائد المطلوب على الاستثمار وانخفاض القيمة السوقية للأسهم تبعا لذلك[3].

---

[1] رفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص ص47-48.

[2] لطرش سميرة، مرجع سابق، ص ص 122-123.

[3] هالة حلمي السعيد، "**دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على سوق الأوراق المالية**"، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد 62، الكويت، 2000، ص15.

ث. **حجم الناتج الوطني الخام:** يمكن أن يكون للبيانات المالية حول حجم الناتج الوطني الخام تأثير إيجابي كما يمكن أن لها تأثير سلبي على أسعار الأسهم، وهو ما ينبغي أن يوليه المحلل الأساسي اهتمامه لمعرفة التأثير النهائي المحتمل لاتجاهات تغير الناتج، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في حجم النشاط الاقتصادي يزيد من التفاؤل بشأن مستقبل الاقتصاد الوطني، مما يزيد حركة التعامل بالأسهم، ويؤدي بالتبعية إلى ارتفاع أسعارها، وبشكل عام يؤدي النمو الاقتصادي إلى زيادة مستوى الدخل الفردي، وهم الأمر الذي يرفع من مستوى المدخرات التي يتوقع أن تتجه نحو المزيد من الاستثمار في سوق الأوراق المالية[1].

ج. الدورات التجارية والاقتصادية

يقصد بالدورات التجارية كل من الانكماش والكساد والركود الذي يمكن أن يمر بها الاقتصاد خلال فترة زمنية غير منتظمة:

- **الانكماش:** يقصد به حدوث هبوط في المستوى العام للأسعار، أي أنه الحالة العكسية لحالة التضخم، حيث يصاحب انخفاض المستوى العام للأسعار انخفاض معدلات الفائدة وارتفاع أسعار السندات لذلك يكون من الأفضل الاستثمار في الأصول المالية طويلة الأجل (السندات)، خاصة إذا كانت هذه السندات صادرة عن الحكومة والشركات ذات المراكز المالية القوية، ومع ذلك فنظرا لأن الكثير من الشركات سوف تتعرض لانخفاض الطلب على منتجاتها وصعوبة في تحصيل الحسابات المدينة، وهبوط في هوامش الربح فان أسهم شركات عديدة قد تكون استثمارات رديئة في فترة الانكماش، ومن هنا فانه قد يخلق فرص شراء ممتازة إذا انخفضت أسعار الأسهم بدرجة كافية[2].
- **الكساد والركود الاقتصادي:** تتصف فترات الكساد والركود الاقتصادي بارتفاع نسبة البطالة، وانخفاض حجم الطلب، لذلك تجد الشركات صعوبة في تصريف منتجاتها، لذلك وللخروج من مرحلة الكساد والركود والدخول في مرحلة التوسع تقوم الدولة باتخاذ جملة من الإجراءات المالية والنقدية، من أجل تحريك عجلة الاقتصاد حيث يقوم البنك المركزي، من خلال السياسة النقدية بتخفيض معدل الفائدة، من أجل تشجيع الاستثمار، وذلك بتسهيل شروط منح الائتمان، كما تقوم بزيادة كمية النقود المتداولة، كما تقوم الدولة في إطار السياسة المالية، بتخفيض معدل الضريبة هذا من جهة، ومن جهة ثانية، تقوم بزيادة الإنفاق الحكومي، كل هذه الإجراءات مجتمعة ستساهم في زيادة حجم

[1] رفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص 49.

[2] طارق عبد العال حماد، "**التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،2002، ص31.

الاستثمار مما يؤدي إلى امتصاص البطالة، وزيادة القدرة الشرائية للفرد، ومن ثم زيادة الطلب بالشكل الذي يساهم في زيادة مبيعات الشركات ومن ثم أرباحها، كما أن تخفيض معدل الضريبة سيزيد كذلك من صافي الربح بعد الضريبة وبالتالي زيادة التوزيعات التي تقوم بها الشركة، وهو ما سيؤدي إلى رفع القيمة السوقية للسهم[1].

2. تحليل الظروف الصناعية

يعتبر تحليل ظروف الصناعة الخطوة الثانية في التحليل الأساسي، وتكمن أهمية تحليل ظروف الصناعة في التباين بين أداء الصناعات المختلفة، وبالتالي يوضح التحليل الصناعات المتميزة التي يمكن الاستثمار في الشركات التي تنتمي إليها خاصة أن هناك بعض الدراسات التي أثبتت أن هناك تماثلا في ربحية الشركات داخل الصناعة الواحدة[2].

أ. **تصنيفات الصناعة:** من المعروف أن الظروف الاقتصادية العامة تؤثر على كافة القطاعات أو الصناعات ولكن هذا التأثير متباين من صناعة إلى صناعة، ومنه يمكن تصنيف الصناعات حسب تأثرها بالظروف الاقتصادية إلى[3]:

- **الصناعات النامية:** حيث أنها تمتاز بالنمو المتزايد بمعدلات تفوق معدل نمو الاقتصاد الوطني ككل، وعادة ما يتوافر هذا التصنيف في صناعات أنظمة المعلومات والتقنية العالية.
- **الصناعات الهجومية:** وهي الصناعات التي ترتبط بالظروف الاقتصادية ارتباطا وثيقا وتتأثر بشدة بالظروف الاقتصادية السائدة من رواج أو كساد، وتتمثل في صناعات السلع المعمرة، حيث أنها تتأثر بالحالة المالية للمستهلك ففي حالة الكساد يؤجل قرار الشراء مما يؤدي إلى تأثر الصناعة.
- **الصناعات الدفاعية:** وهي تلك الصناعات التي تزدهر مع الرواج الاقتصادي، وفي حالة الانكماش تنكمش بمعدلات أقل من معدل الانكماش الذي يصيب الاقتصاد.
- **الصناعات المتهورة:** هي تلك الصناعات التي لا تحقق أي معدل من معدلات النمو، أو تنمو بمعدلات أقل من معدل نمو الاقتصاد.

---

[1] لطرش سميرة، مرجع سابق، ص 127.

[2] إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص 56.

[3] محمد عبد الحميد عطية، **الاستثمار في البورصة**، دار التعليم الجامعي، كلية التجارة، مصر، 2011، ص 123.

ب. العوامل المؤثرة على الصناعة

- **تحليل الأداء التاريخي للصناعة:** يساعد تحليل البيانات التاريخية عن المبيعات والأرباح في التنبؤ بالمرحلة المستقبلية لدورة حياة الصناعة، وتشخيص مدى قدرة استفادة الصناعة من فترات الرواج، أو قدرتها على مواجهة توابع فترات الكساد، ومع أن أداء الصناعة من حيث المبيعات والأرباح قد تباين من فترة إلى أخرى، إلا أن سلسلة الخسائر المتتالية قد يوحي بعدم قدرة الصناعة على الذهاب بعيدة، فضلا عن ذلك فإن النمو السريع في المبيعات لا يعني بالضرورة تحقيق أرباح مرتفعة ما لم تتوافر رقابة صارمة على هيكل التكاليف[1].
- **تحليل ظروف المنافسة:** قد يتعرض أداء الشركات في القطاع الواحد بين فترة وأخرى لهزات عنيفة إلى حد الذي قد لا تستطيع معه هذه الشركات مواصلة نشاطها، ويمكن أن يؤدي ذلك إلى دخول منافسين جدد ذوي كفاءة وقدرة على انتزاع جزء من الحصص السوقية للشركات القائمة، ويتوقع أن تصطدم الشركات الراغبة في الدخول إلى قطاع ما أو صناعة معينة بعدة عوائق مثبطة في الغالب لروح المنافسة في السوق وهي: تمسك المستهلكين بتفضيلات وأذواق المستهلكين إزاء منتجات الشركات القائمة يصعب التنازل عنها، اتسام هذه الشركات بمزايا المطلقة في التكاليف ومزايا الإنتاج الكبير[2].
- **التكنولوجيا المستخدمة** : وهي دراسة ما إذا كانت الصناعة تعتمد على الأيدي العاملة أم تعتمد على التكنولوجيا والآلات الحديثة، ومدى قدرة الصناعة على التسلح بالتكنولوجيا الحديثة مما يتيح لها القدرة على المنافسة[3].
- **أثر المتغيرات الاجتماعية:** هناك تداخل وتكامل بين العامل الاقتصادي والعامل الاجتماعي، حيث أن كل منهما يؤثر ويتأثر بالآخر، لذلك لا يمكن تجاهل تأثير العامل الاجتماعي على الصناعة، حيث أن العادات والتقاليد والمعتقدات الدينية لها دور في تحديد الطلب على منتجات الصناعة، إذ نجد أنه نتيجة لعادات أو تقاليد معينة الطلب على منتج معين يزيد في فترة معينة، لينخفض في فترة أخرى، كما أنه نتيجة للمعتقدات الدينية لشعب معين، لا يمكن لشركة أن تقوم بطرح منتجات غير مقبولة دينيا في هذا البلد، وهو الأمر الذي من شأنه أن يهدد بقاء واستمرار هذه الشركة، كذلك فإن

[1] منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص170.

[2] حسان خضر، "**التحليل الأساسي، ورقة عمل مقدمة خلال برنامج تعليم الأسواق المالية**"، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2003، ص2.

[3] محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص 125.

المستوى الثقافي في بلد ما من شأنه أن يؤثر على نوعية المنتجات التي يطلبها الأفراد في هذا البلد، أي أنه يؤثر على أسلوب معيشة الأفراد فيه[1].

- **تقدير حجم العرض والطلب على منتجات القطاع:** تمر دورة حياة الصناعة بفترات تتراوح بين الكساد والرواج، ومن شأن ذلك أن يؤثر على الطلب على منتجات الصناعة، لذلك يعد من الضرورة أن يتعرف المحلل على ما إذا كان الطلب على المنتجات الصناعة في تزايد أو تناقص أو ثبات، ومعرفة أيضا ما إذا كانت الطاقة الإنتاجية للصناعة قادرة على تغطية أية زيادة محتملة في الطلب أو تمويل التوسع، ويفيد تقدير حجم الطلب على منتجات الصناعة في تحديد الفجوة التسويقية التي تعبر عن فرصة دخول منتجين جدد، وهو ما قد يترتب عليه زيادة كبيرة في العرض واشتداد المنافسة بين الشركات في الصناعة الواحدة مما قد يؤثر سلبا على ربحيتها وعلى أسعار أسهمها بالتبعية[2].

3. تحليل ظروف الشركة

في هذه المرحلة يتم تحليل الظروف الشركة، أي تقييم الأداء المالي للشركة ومقارنتها مع الشركات المماثلة داخل نفس الصناعة، يجب الأخذ بعين الاعتبار أن تحليل أداء الشركة، أو تقييم الأداء المالي للشركة لا يتحقق دفعة واحدة، وإنما يمر بمراحل تعتبر خطوات أساسية لا يمكن تجاوزها، وإلا لن يكون لعملية التقييم أي معنى إذا لم تحترم هذه المراحل، كما أنها لن تؤدي إلى تحقيق الأهداف المرجوة من عملية التقييم.

أ. مراحل تقييم الأداء المالي للشركة

تمر عملية تقييم الأداء المالي للشركة بالمراحل التالية:

- **مرحلة جمع المعلومات:** تعد المعلومات موردا من الموارد الأساسية في عملية التسيير بمختلف مستوياته، فلا يمكن أن يوجد تخطيط دون معلومات، ولا يمكن أن يكون اتخاذ القرار دون توفر معلومات ولا يمكن أن تكون رقابة دون معلومات، فالمعلومات شيء ضروري في التسيير، ولكن توفر المعلومات ليس بالشيء الكافي، بل يجب على المؤسسة أن تتحصل عليها بالجودة العالية وفي الأوقات المناسبة فالمعلومات فضلا عن أهميتها في تقييم الأداء، فهي تعد بمختلف أنواعها من الوسائل التي تلجأ إليها المؤسسة لتحسين أدائها الاقتصادي، والحصول على مزايا تنافسية، وتحقيق التنافسية[3].
- **مرحلة قياس الأداء الفعلي:** هي المرحلة الثانية من عملية التقييم، من خلالها تتمكن المؤسسة من قياس كفاءتها وفعاليتها، والعقبة التي يمكن مواجهتها في هذه المرحلة هي: ما هي المعايير والمؤشرات

[1] لطرش سميرة، مرجع سابق، ص135.

[2] رفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص51.

[3] عادل عشي، "**الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقييم**"، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة،2002، ص 5.

التي يتم اللجوء إليها، فالمؤسسة تواجه مشكلة اختيار المعايير والمؤشرات الموافقة لطبيعة الأداء المراد قياسه، ويتمثل قياس الأداء في العملية التي تزود مسؤولي المؤسسة بقيم رقمية فيما يخص أداؤها بناء على معايير الفعالية والكفاءة مما سبق يتضح أن عملية القياس لا يمكن أن تتم إلا بتوفر مجموعة من المعايير التي هي الأخرى تفسر من خلال مجموعة من المؤشرات، ففي هذا المقام نشير إلى وجود فرق بين المعيار والمؤشر، فالأول يعني الأساس أو الركيزة التي تستند إليها عملية تقييم الأداء أما المؤشر فهو أداة للقياس وتفسير المعيار، أي أن المعيار يتم قياسه وتفسيره من خلال مجموعة من المؤشرات فقياس الأداء وتقييمه مرهون باختيار المعايير والمؤشرات التي تعكس فعلا الأداء المراد تقييمه[1].

- **مقارنة الأداء الفعلي مع الأداء المتوقع:** بعد أن تكون المؤسسة قد انتهت من مرحلة قياس الأداء الفعلي تشرع في المرحلة الموالية والمتمثلة في مقارنة أدائها المحقق بالأداء المرغوب، فالعقبة التي تواجه المؤسسة في هذه المرحلة هي المرجع الذي تستند إليه في عملية المقارنة، وبصفة عامة تحدد المؤسسة العناصر التالية للقيام بعملية المقارنة:

- **الزمن:** حسب هذا المرجع يقوم المسؤولين بمقارنة قيم المؤشرات الحالية بقيم نفس المؤشرات في فترات سابقة، وتدعى هذه المقارنة بالمقارنة الأفقية، وتمكن من دراسة التغيرات الحاصلة ومتابعة تطورات المؤشر.
- **أداء الوحدات الأخرى:** يمكن اعتبار أداء الوحدات الأخرى مرجعا مهما في عملية المقارنة، وحسب هذا المرجع تقوم المؤسسة بمقارنة قيم مؤشراتها بنظيراتها في المؤسسات الأخرى بشرط تقارب أو تجانس النشاط، أو مقارنتها بقيم مؤشرات القطاع، هذا النوع من المقارنة يسمح للمؤسسة بمعرفة مكانتها بالنسبة للمنافسين.
- **الأهداف:** تقوم المؤسسة بمقارنة أدائها الفعلي بالأهداف المخططة لتحدد نسبة إنجاز.
- **المعايير:** المعايير هي وحدات تستخدم كمرجع للمقارنة كالتكلفة المعيارية للمادة الأولية واليد العاملة التي تقارن بالاستهلاكيات الفعلية ومن ثمة تحديد الانحرافات ودارستها ،هذا الأسلوب من المقارنة يسمح بمعرفة فعالية وكفاءة المؤسسة.

ب. **معالجة الانحرافات وإصدار الحكم**

إن عملية المقارنة تفصح عن ثلاث نقاط هي: انحراف موجب، انحراف سلبي، انحراف معدوم، فالأول في صالح المؤسسة كارتفاع الأرباح، ارتفاع حصة السوق انخفاض التكاليف، أما الانحراف الثاني فهو ضد

[1] أحمد بن حماد الحمودة،"**تقييم الأداء الوظيفي، دورية الإدارة العامة**"، المجلد34، العدد2، سبتمبر1994، معهد الإدارة العامة، الرياض، ص337.

المؤسسة كاستهلاك المواد الأولية بكميات تفوق المعيارية، انخفاض الإنتاجية، أما الانحراف الثالث فليس له تأثير على نتائج المؤسسة، والحكم على الأداء من خلال الانحراف الكلي يعد من الأحكام المضلة، بل يجب على المسؤولين القيام بتحليل الانحراف الكلي سواء كان موجبا، سالبا أو معدوما، إن أمكن إلى غاية الوقوف على الأسباب الفعلية للانحراف، لتشجيع ما هو إيجابي ومعالجة ما هو سلبي.

وفي حقيقة الأمر عملية التحليل تمكن المؤسسة من معرفة مصدر أدائها، أهو أداء داخلي أو أداء خارجي فالحكم الجيد على الأداء يجب أن يكون مبني على تحليل الأداء أو الظاهرة إلى غاية الوصول إلى أبعد مؤثراته، ومن الطرق الفعالة في عملية التحليل طريقة الإحلال المتسلسل التي تساعد على تحديد تأثير كل عنصر ينتمي إلى الظاهرة في الانحراف الكلي.

المطلب الرابع: الصيغة القوية لكفاءة أسواق رأس المال

أولا:مفهوم الصيغة القوية

بمعني أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة العامة إضافة إلى المعلومات التي يتحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وهذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين[1].

ولقد اختبرت صيغة الفرض القوي بطريقة غير مباشرة، من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين، يفترض أن لها وسائل الخاصة في الحصول على المعلومات لا تتاح للجمهور بذات السرعة وهم:

1. **المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار**

تمتلك المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار إضافة إلى المتخصصين في تحليل الأوراق المالية ومن بينهم صناع السوق، إضافة إلى المدريين وكبار العاملين الذين يستثمرون جزء من مواردهم في أسهم الشركات العاملين فيها، وبالنسبة للشركات المتخصصة في الاستثمار كشفت دراسة Blume Crockett عام 1970و glen وCumby عام 1990 عن عدم وجود دليل يؤكد قدرة تلك المؤسسات على تحقيق عائد، يفوق ذلك الذي يمكن أن يحققه مستثمر بسيط يتبع إستراتيجية اشترى واحتفظ، وفي دراسة لـ Shawky عام 1982 اتضح عدم قدرة تلك المؤسسات حتى على التنبؤ باتجاه الأسعار الأسهم في المستقبل، وهو ما يحمل في طياته عدم توفر ميزة خاصة لتلك المؤسسات يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية، ويضيف Jahnke عام 1987 أن السواد الأعظم من تلك المؤسسات-إضافة إلى الشركات

[1] بوكساني رشيد، "**معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**"، رسالة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006 ، ص111 .

المتخصصة في التحليل –لا تعطى اهتماما كافيا للتحليل الكمي للعائد والمخاطر، وهو ما يعني ضعف قدرتها على تحقيق عائد متميز، أما بالنسبة للشركات المتخصصة في التحليل والتي يعتقد أنه من خلال اتصالاتها وقدرتها الفنية يمكنها تحقيق السبق في امتلاك معلومات ذات قيمة قبل غيرها، فإن الدراسات قد كشفت عن عدم قدرتها على تحقيق أرباح متميزة، بل وإن قدرتهم على تقدير القيمة الحقيقة للسهم لا تتسم بالدقة في كثير من الأحيان، ليس هذا فقط بل من الصعب عليها معرفة اتجاه الخطأ المحتمل في تقدير القيمة الحقيقية للسهم.

وهو ما يعني قبول فرض كفاءة أسواق رأس المالفي شكلها القوي، ومع هذا فإن قدرة الشركات على تقديم استشارات لعملاء حققوا من وراءها أرباحا غير عادية،قد يعتبره البعض بمثابة عدم الاعتراف بصيغة الفرض القوي، وأخيرا فإنه بالنسبة للدراسات الخاصة بالعائد الذي يحققه كبار العاملين من وراء الاتجار في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات التي يعملون بها، فتكاد تجمع على أن هؤلاء العاملين يحققون بالفعل أرباحا غير عادية، ما يعني قدرة المؤسسات المحترفة على تبني إستراتيجية استثمار تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية، طالما أن السوق ليست بالدرجة المرتفعة من الكفاءة التي تحول دون تحقيق ذلك[1].

2. العاملين بالشركة

يتمكن كبار العاملين بالشركات من معرفة المعلومات بسرعة بالمقارنة بباقي المستثمرين، ولذلك يمكن اختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية لتثبت مدى قدرتهم عن تحقيق أرباحا غير عادية ومن ثم مدى صحة الفرض القوي لكفاءة السوق من عدمه، وقد أبدت العديد من الدراسات قدرة كبار العاملين بالشركات على تحقيق أرباح غير عادية من وراء الاتجار في الأوراق المالية، فيما يعتبر عدم تأييد واضح لفرض السوق الكفء في شكله القوي[2].

[1] غراية زهير، مرجع سابق، ص 42.

[2] منير إبراهيم هندي، "**الأوراق المالية وأسواق رأس المال** "، منشأة المعارف، مصر، 2002، ص 512.

المطلب الخامس: تقييم فرضية كفاءة أسواق رأس المال

تعد فرضية كفاءة أسواق رأس المال محط أنظار العديد من الباحثين الاقتصاديين والدول التي تعمل على تطوير قطاعاتها الاقتصادية، الأمر الذي حكم على هذه الفرضية أن تكون موضع بحث و انتقاد بشكل مستمر أملا في تطويرها بما يتلاءم واحتياجات السوق.

أولا: الأبحاث التجريبية المتعلقة بفرضية كفاءة أسواق رأس المال

أغلب الأبحاث التجريبية حول فرضية كفاءة أسواق رأس المال كانت قد أخذت بعين الاعتبار استجابة الأسعار للمعلومات الواردة إلى السوق، وعليه فقد قسمت الاختبارات لتشمل كل مستوى على حدا[1].

عملت الأبحاث الأولية على إثبات صحة فرضية الكفاءة على المستوي الضعيف، فكان أساس هذه الدراسات الاعتماد بشكل رئيسي على نموذج الحركة العشوائية، ولاختبار هذه الفرضية قامت الأبحاث بالتحقق من الارتباط فيما بين العائد الحالي من الورقة المالية والعوائد السابقة لنفس الورقة المالية، وبحسب الفرضية العشوائية من المفترض أن يكون الارتباط بين هذه العوائد معدومة.

قام Cowles و Jones في 1937 بتقديم الاختبارات المتعلقة بفرضية السير العشوائي إلا أن نتائج أبحاثهم لم تدعم هذه الفرضية بشكل كامل بسبب أخطاء التحليل، وقام Working وRoberts بعدهما بالبحث في أفكار Fama التي قدمها عام (1970)، وأعمال Kendal الأولى، فأقضي بهما الأمر إلى سلسلة من التوقعات حول تقلبات الأسعار مستقلة بشكل خطي تبعا لمؤشر الارتباط الذاتي[2].

ورأى Osborn أن التقلبات الحقيقية للأسعار تخضع في رأيه لقرارات المستثمرين المختلفة المتعلقة بالأوراق المالية والمستقلة عن بعضها، في حين اعتقد كل من Fama وcootner أن تقلبات الأسعار ناتجة عن المعلومات الجديدة على اعتبار أن المعلومات يرد بشكل عشوائي فإن حركة الأسعار من المفروض أيضا أن تتبع حركة عشوائية تدل على الاستقلال الإحصائي[3].

---

[1] Fama,**"Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work",** Journal of Finance, 1970, Vol.25, No.2, pp. 353-417.

[2] Dimson, Elroy, Mussavian, Massoud, **"A brief history of market efficiency"**, Published in European Financial Management, Vol.4, No.1, March 1998, pp. 91-193.

[3] Leroy, Stephen F., **"Efficient Capital Market and Martingales"**, Journal of Economic Literature, Vol. 27, No.4, 1989, pp. 1583-1621.

لاحقا قام Fama باستخدام اختبار الارتباط الذاتي والاختبار المتكرر، كما اعتمد نموذج Alexander لدراسة عينة من أسهم 30 شركة أمريكية من ضمن مؤشر داو جونز للأسهم الصناعية الفترة الواقعة بين (1956) وحتى (1962)، وخلص Fama في بحثه هذا إلى أن معامل الارتباط يكاد يكون معدومة و غير ذي دلالة إحصائية أي أن سلسلة تقلبات الأسعار مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد ارتباط بين البيانات، وهي تسلك سلوكا عشوائيا[1].

من الملاحظ أن المستوى متوسط الكفاءة خضع لأبحاث تجريبية عديدة كان أبرزها دراسة الحدث التي قام بها Fama، المعتمدة على دراسة تقلبات الأسعار من حيث سرعة استجابتها للأحداث أو المعلومات الجديدة الواردة مثل تجزئة الأسهم أو الإفصاح عن توزيعات الأرباح، بينما اختبر BrownوBall تأثير الإفصاح الدوري المتعلق بتوزيعات الأرباح وخلصا إلى نتيجة مفادها أن المستثمرين غير قادرين على تحقيق أرباح إضافية اعتمادا على الإفصاح لأن هذه المعلومات معكوسة مسبقا في سعر السهم منذ لحظة الإعلان عنها، كما قامت أبحاث أيضا بدراسة تأثير عملية إعادة الشراء أو حتى تأثير المشكلات المتعلقة بالأسهم وآلية انعكاسها على أسعار الأسهم[2].

فيما كان التركيز في الأبحاث التجريبية على المستوى الضعيف والمتوسط من الكفاءة، بقي المستوى القوي من الكفاءة محط تساؤل الكثيرين، فقد أوضح Osborne وNiederhoffer عام (1966) أن الاختصاصيين في السوق، أو ما يسمون بصناع السوق، قادرون بسهولة على استعمال صلاحياتهم الاحتكارية للوصول إلى المعلومات المتعلقة بالأوامر قيد التداول في سبيل تحقيق أي أرباح، كذلك طرح scholes فكرة قدرة مالكي الشركات على الاستفادة من معلومات جوهرية تتعلق بمؤسساتهم تسمح لهم بتحقيق أرباح استثنائية، فمن الملاحظ أن أغلب الأبحاث المتعلقة بهذا المستوي ركزت على نقطتين مهمتين وهما:

1. إمكانية المستثمرين الحصول على معلومات داخلية تسمح بتحقيق أرباح استثنائية.
2. المستثمرون يتمتعون بمهارات احترافية في إدارة استثماراتهم معتمدين على أساليب التحليل بمكان يسمح لهم بتحقيق أرباح استثنائية.

لوحظ عن نتائج الأبحاث التجريبية مؤخرا أنها لم تكن تشبه النتائج النظرية التي تم التوصل إليها، فقد أظهرت هذه الأبحاث وخلافا لفرضية كفاءة أسواق رأس المال أن عوائد الأسهم أقرب ما تكون متوقعة بشكل جزئي وبتوزيع عشوائي يخالف التوزيع الطبيعي[3].

[1] Fama, Eugene F., 1965, Op Cit, pp. 24-105.
[2] Dimson, Elroy, Mussavian, Massoud, 1998, Op Cit , pp 91-193.
[3] Fama, Eugene F, **"Efficient Capital Market: II"**, the Journal of Finance, 1991, Vol.46, No.5, pp. 1575-1617.

ثانيا: المشكلات في اختبارات كفاءة أسواق رأس المال

من أبرز المشكلات المتعلقة باختبارات كفاءة أسواق رأس المال، هي عجز النموذج المعتمد عن قياس العوائد الاستثنائية، فلا بد أن يعمل أسلوب اختبار الكفاءة على قياس عوائد الأوراق المالية بشكل دقيق، فقد يتم رفض فرضية كفاءة أسواق رأس المال في بعض الأحيان لأن النموذج المستخدم في قياس العوائد غير مجد، ولا فائدة من استخدامه[1]، حيث تعد عملية انتقاء نموذج قياس كفاءة أسواق رأس المال الخطوة الأكثر أهمية، ففي دراسة الحدث تختلف العوائد الاستثنائية تبعا للنموذج المعتمد في دراسة الكفاءة، أما الأخطاء في الاختبارات المتعلقة بالكفاءة يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار عند تقييم النتائج، أو حتى عند وضع المخطط البياني، ومثل هذه الأخطاء تلاحظ أن البيانات الفائضة• عن الحاجة غير المفيدة في بعض الأحيان.

تنجم أخطاء الانتقاء عند عجز أدوات التحليل في شمل جميع البيانات المتعلقة بالأسهم موضوع الدراسة والنموذج الذي تم انتقاؤه لن يغطي عينة الدراسة بالمجمل أما أخطاء الاستمرارية فيمكن عدها جزءا من أخطاء الانتقاء، وتنتج عندما يتم انتقاء الشركات موضوع الدراسة، تبعا لمعلومات سابقة عن أساليب تنبؤ قديمة، مثل صناديق التحوط، قد تصل إلى أن صناديق الاستثمار ذات الأداء الضعيف تتراجع عوائدها مقارنة مع الصناديق ذات الأداء القوي، ما يؤدي إلى أخطاء في تقدير العوائد السابقة[2].

ثالثا: الانحرافات (التشوهات أو الاستثناءات)

تبين من خلال النتائج التجريبية أن هذه الانحرافات تتوقف على العلاقة بين خصائص الشركات والأرباح الاستثنائية، فمن الصعوبة التوافق مع كفاءة السوق في ظل وجود هذه الانحرافات، على اعتبار أنها في السوق تفترض عدم القدرة على تحقيق أرباح استثنائية اعتمادا على الخصائص التي تتمتع بها الشركات، ويوجد العديد من الانحرافات التي تم تمييزها في أسواق رأس المال ونذكر أكثرها تكرارا وهي: انحرافات القيمة، انحرافات السلوك وأيضا انحرافات الحجم.

ويقصد بانحرافات القيمة أن الأسهم ذات القيمة السوقية المرتفعة غالبا تتضمن عوائد استثنائية أكثر من غيرها إلا أنها قد لا تكون كذلك، أما انحرافات السلوك فتظهر عند اتخاذ قرار استثماري اعتمادا على قرارات اتخذت من قبل مستثمرين حققوا عوائد في السابق وآخرين تحملوا خسائر في ذات الفترة[3].

---

[1] Poterba, James; Summers, Lawrence., **"The Persistence of Volatility and Stock Market Fluctuations"**, American Economic Review, December 1986, Vol.76, No 5, pp. 1142-1151.

• البيانات الفائضة عن الحاجة تعتبر من الانحرافات والأخطاء كي يكون من الصعب تفاديها تبعا لطبيعة البيئة الاقتصادية، الأمر الذي يفرض علينا على أن نعتبرها كوسائل إيضاح إضافية.

[2] Malkiel, Burton G., "**The Efficient Market Hypothesis and its Critics"**, Journal of Economic Perspectives, Vol 17, No., 2003, pp. 39-32.

[3] Fama, Eugene F., French, Kenneth R., **"The cross-section of expected stock returns"**, The Journal of Finance, 1992, Vol_47, No. 2, p. 427-465.

أما انحرافات الحجم قد حصلت على أكبر قدر من الاهتمام وكان (1981) Banz أول من صنف الشذوذات والتشوهات المتعلقة بالحجم، فقد اكتشف من خلال الدراسات التي قام بها خلال الفترة من (1931) حتى (1975) أن العوائد الشهرية من أسهم أصغر 50 شركة في سوق نيويورك تتعدى بكثير العوائد من أسهم الشركات الـ50 الكبيرة في حال تعديل قيمة المخاطرة بقيمة نقطة مئوية واحدة، وذلك بالاعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تقدير هذه العوائد[1].

ولتوضيح أثر الحجم يمكن الاستعانة بمقياس β المخاطرة في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وبما أن تداول أسهم الشركات الصغيرة غالبا يكون أقل من تداول أسهم الشركات الكبيرة ما يفرض أن تكون قيمتها مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقة، إضافة إلى ذلك فإن الشركات الصغيرة من الممكن أن تقوم بتغيير خصائصها الاقتصادية ما يؤدي إلى مضاعفة المخاطرة المتعلقة بها مع مرور الوقت على اعتبار أن احتمالية استمرارية نشاطها ضعيف مقارنة بغيرها، وباعتبار أنها تقاس باستعمال العوائد السابقة، فمن الممكن ألا تعكس المخاطر الاقتصادية الحالية، عندها تكون العوائد المتوقعة لهذه الشركات المحسوبة من خلال هذا النموذج مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وعندها سيبدو الوضع كما لو أننا حققنا أرباحا استثنائية مرتفعة هي في الأساس غير موجودة، وإنما هي مجرد أخطاء في التقييم[2].

رابعا: حالات تتعارض مع فرضيات كفاءة أسواق رأس المال

1. **الانعكاس التام في الأجل الطويل:** بدأت العديد من الأبحاث في منتصف الثمانينيات تلاحظ أن اتجاهات أسعار الأسهم تظهر قيمة سلبية لمعامل الارتباط السلبي خلال الأبحاث التي تتراوح بين 13 إلى 60 شهرا، وبالرغم من صعوبة القبول بهذه الفرضية في البداية إلا أن تأثيرها بات واضح في فرضية كفاءة أسواق رأس المال خلال السنوات السابقة، وبقيت هذه الأفكار سائدة حتى قدم كل من Jegadeesh وTitman عام (2001) بحثا حددا من خلاله أن الدلائل حول الانعكاس غير مقنعة خلال الفترة 1982-1998، وتشير النتيجة نظرية إلى أن تأثير الانعكاس ناشئ عن خلل البيانات أو عن رد فعل المستثمرين الأخذ بالتراجع أمام المعلومات المعلنة.

[1] Fama, Eugene F; French Kenneth R., **"Dissecting Anomalies",** The Journal of Finance, 2008, Vol.63, No. 2, pp. 1653-1678.

[2] Gillette, Lindsay,**"An Empirical Test of German Stock Market Efficiency ",** Master Thesis, Center for Applied Statistics and Economics, Humboldt-University of Berlin, 2005, p. 8.

في هذا المنحى قدم كل من French وFama سنة 1988دراسة طرحها من خلالها أدلة تتعلق تأثير الانعكاس المتوسط في عوائد السوق خلال فترات تتراوح بين 3 إلى 5 سنوات، وكانا على قناعة أن هذا التأثير ناجم عن السلوك غير العقلاني للمستثمرين، أو عن التسعير الطبيعي في الأسواق المتسمة بالكفاءة حيث تكون معادلة العوائد المتوقعة متغيرة عبر الزمن[1].

2. **تأثير التسارع في الأجل القصير**: يعد التسارع أحد الأفكار السائدة في سوق الأسهم والتي تقوم على المحافظة على حركة الأسعار في نفس الاتجاه على المدى القصير الأمر الذي يفرض على جمهور المستثمرين ألا يقف أحد منهم في وجه حركة السوق لتفادي الخسائر، ما يفرض على جمهور المستثمرين إستراتيجية تقوم على التصرف تبعا لحركة السوق تماما، في بداية التسعينيات ظهرت عدة أبحاث تتضمن استراتيجيات الاتجاه المعاكس على المدى القصير لتحقيق الربحية مع آليات تشكيل المحفظة لفترة من الزمن لا تتعدى بضعة أيام أو بضعة أسابيع، من الملاحظ أن هذه الإستراتيجية تحظى بالقبول العام ومن الممكن أن تحقق أرباحا تبعا لقلة السيولة أو حتى ضغط الأسعار على المدى القصير[2].

قام Jegadeesh وTitman بتحليل مثل هذه الاستراتيجيات لفترة تتراوح من 3 وحتى 12 شهرا، وفي ضوء نتائج المحافظ الاستثمارية التي استخدموها توصلا إلى أن كلا من المحافظ الرابحة والخاسرة تترافق مع معامل بيتا أعلى من المتوسط دون وجود أي محفظة بمعامل بيتا سلبي، وبأخذ موضوع الحجم بعين الاعتبار تم التوصل إلى أن تأثير التسارع ينتج عن سلسلة الارتباط ضمن العوائد، وأكد هذه النتيجة البحث الذي قدمه كل من Jegadeeshو Chan وLakonishok عام 1996 والذين عملوا من خلاله على التحقق من تأثير التسارع على عوائد الأسهم فيما إذا كانت توقعات المحللين تعتمد على التسلسل، ملاحظين الأثر الواضح للتسارع خلال ستة أشهر في حال شراء المحافظ الرابحة وبيع المحافظ الخاسرة بحيث تكون العوائد المحققة أعلى بنسبة 15.4 %من المعدل الوسطي[3].

[1] Jegadeesh, N.; Titman, S., **"Profitability of momentum strategies: an evaluation of alternative explanations"**, Journal of Finance, 2001, Vol.56, pp. 699-720.

[2] Fama, Eugene F; French, Kenneth R., **"Size, value, and momentum in international stock returns"**, the Journal of Financial Economics, 2012, Vol. 105, pp. 457-472.

[3] Chan, Ljegadeesh, N.; Lakonishok, 1., **"Momentum Strategies"**, Journal of Finance, 1996, vol.51, No.5, pp. 161-173.

3. **التقلبات العنيفة:** قدم Shiller عام 1981 بحثا حول تقلبات أسعار الأسهم، واعتمد فيه على معامل التباين في دراسة حركة الأسعار، وكان قد وجد أن تقلبات أسعار الأسهم تتميز بالعشوائية والتقلبات الكثيرة[1]، وهو ما توصل إليه كل من Leroy و Porter في نفس الفترة خلال بحثهما حول تقلبات أسعار الأسهم، وخلصا إلى أن تقلبات الأسعار الشديدة جدا لا تتوافق وفرضية الحركة العشوائية، كما لاحظوا غياب خصائص أسواق رأس المال الكفء في النموذج المعتمد، ووجدوا أنه في حال كانت الأسعار الحقيقية للأوراق المالية متقلبة جدا فإنه من الممكن أن تتاح فرصة لتحقيق الربح[2]، وقد اتفق معهم كذلك Cochrane عام (1991) مشيرة إلى أن التقلبات العنيفة تتنافى مع الكفاءة[3].

تم إيجاد أن التقلبات العنيفة في حركة الأسعار لا تتوافق مع خصائص السير العشوائي وتنفي صفة الكفاءة في السوق، وبالمقابل أيضا فإن وجود حالة من الاستقرار ناتجة عن ثبات المعلومات المتعلقة بالتوزيعات الجديدة سيعطي الباحثين مؤشرا على عدم كفاءة السوق، ولابد من الإشارة إلى أن الدراسات المتعلقة بتقلبات حركة الأسعار، وإن كانت من الناحية النظرية موجودة فمن الصعب تقييمها إحصائيا.

4. **رد الفعل المفرط والمتأخر:** أن أغلب المستثمرين يميلون للاهتمام بالأداء السابق للشركات دون الأخذ بعين الاعتبار أن هذا الأداء قد ينعكس تماما، وقد رأى الباحثون أن موضوع رد الفعل المبلغ فيه تبعا للأحداث السابقة يعد توقعا عاما في نظرية القرارات السلوكية لكل من Tversky وKahneman عام (1982)، لذلك فإن ردود الفعل المبالغ فيها من الممكن أن يتم الاعتماد عليها إلى حد ما لتوقع السلوك التمويلي عوضا عن كفاءة السوق[4].

يعد كل من DeBondt وThaler أول من طرح مفهوم رد الفعل المبالغ فيه عام 1985 حيث وجدا في بحثهما حول عوائد الأسهم لفترة تتراوح بين 53 سنوات أن الرابحين السابقين غالبا ما يتحولون إلى خاسرين في المستقبل، والعكس بالعكس، وقد أوعزوا هذه التقلبات في لعوائد طويلة الأجل إلى ردود الفعل المبالغ فيها من قبل المستثمرين[5].

والتفسير الأكثر شيوعا حول الانحراف عن فرضية كفاءة السوق هو عدم استجابة المستثمرين بشكل يتناسب مع المعلومات الجديدة الواردة، على سبيل المثال، قد يكون لدينا في بعض الحالات رد فعل مبالغ فيه

---

[1] Shiller, Robert, **"Do Stock Prices Move Too Much to be justified by Subsequent changes in Dividends?"**, American Economic Review, Jun 1981, Vol. 71, No 3, pp. 421-436.

[2] LeRoy, Stephen F.; Porter, Richard D., **"The Present-value Relation: Tests Based on implied Variance Bounds"**, Econometrica, 1981, Vol.49, No 3, p-555.

[3] Cochrane, John H., **"Volatility Tests and Efficient Markets",** Journal of Monetary Economics, North-Halland, 1991, Vol 27, pp.463-425.

[4] Fama, Eugen F, **"Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance",** Journal of Financial Economics, 1992, Vol 49, N03, pp. 223-305.

[5] Fama, Eugen F., Op Cit., 1992 , pp. 283-305.

بشكل مبالغ فيه عن المفترض فيعمل المستثمرين من خلاله على بيع الأسهم التي حققت خسائر في الفترة السابقة أو شراء أسهم حققت عوائد في الفترة السابقة، إن مثل هذه الاستجابات تدفع بالأسعار للابتعاد عن قيمتها السوقية العادلة الأمر الذي يتطلب وجود مستثمرين عقلانيين يتخذون الموقف المعاكس للتبادل بطريقة تعيد الأسعار إلى وضعها الطبيعي، وتكون أمام ظاهرة قلب الأسعار• أي شيء يرتفع لابد وأن يهبط والعكس بالعكس، وتكون النتيجة بتحقيق عوائد مرتفعة.

أوضح Chan (1988) أن الربحية الناتجة عن استراتيجيات الاستثمار المعاكسة من غير الممكن أن تؤخذ دليلا قاطعا وحاسمة ضد فرضية كفاءة السوق بسبب عدم وجود طريقة لاحتساب المخاطرة المرافقة لمثل هذه الربحية*، إلا أن ما و MacKinlay أظهرا في بحث لاحق لهما أنه في بحث Lehmann في فترة التسعينات على الأقل نصف العوائد المذكورة تعتمد على المؤشر الإيجابي لمعامل الارتباط الذاتي فيما بين الأسهم، مما يدل على أن الربحية الناتجة عن إستراتيجية التداول المعاكسة ليست دليلا كافيا للإثبات بأن المستثمرين بالغوا في ردة فعلهم[1].

وأظهر بعض الباحثين أن سلوك العائد غير العادي التراكمي قد يبدي تزايدا طيلة الفترة اللاحقة لنشر القوائم المالية، وهذا يؤكد أن الحدث له محتوى معلوماتي بالنسبة للمستثمرين، إلا أن استمرار تحقيق المستثمرين لعوائد غير عادية يؤكد وجود تأخير في وصول المعلومة للسوق وبالتالي كانت الاستجابة أقل مما يجب (Underreaction)[2].

• ظاهرة قلب الأسعار أو إستراتيجية الاستثمار المعاكس وتقوم على أن الخاسرون هم من يقومون بعملية الشراء، أما الرابحون فهم من يقومون بعملية البيع.

* Lakonishokو Chopra طرحوا عام 1992 مفهوم تعديل المخاطرة، إلا أن تركيزهم كان محصورا على استراتيجيات تداول محددة.

[1] Andrew, W.LO**, "Efficient Market Hypothesis"**, New York, working paper, 2007, p.7.

[2] م. موسى، شقيري نوري، عبد العزيز جهان ونس، **"اختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوي شبه القوي باستخدام المعلومة المتعلقة بنشر القوائم المالية الشركات"**، كلية بغداد، مجلة الجامعة للعلوم الاقتصادية، العدد 33، 2012 ص ص 157-186.

خلاصة:

تم التطرق في هذا الفصل من خلال المبحث الأول إلى الإطار النظري والمفاهيمي لكفاءة أسواق رأس المال، كما تم تخصيص المبحث الثاني من هذا الفصل للتطرق لفرضية السير العشوائي للأسعار، نماذجها والاختبارات المختلفة لها، أما المبحث الثالث فخصص للتطرق لمستويات فرضية كفاءة أسواق رأس المال وعلاقتها بالتحليل الفني والأساسي.

يعتبر موضوع كفاءة أسواق رأس المال من أهم مكونات النظرية المالية التقليدية، كونه يسعى للتحري والتحقق من القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة، ويعتبر **يوجين فاما** أول من عرفها على أنها السوق الذي تعكس فيه الأسعار جميع المعلومات المتاحة، فحسبه في ظل سوق كفء لن يتمكن أي متعامل من تحقيق فرص ربح غير عادية تتجاوز العوائد العادية، لأن المستثمرين لديهم نفس المعلومات وفي نفس الوقت.

عرفت فرضية كفاءة أسواق رأس المال قبولا لثلاث عقود على نطاق واسع شمل العديد من البورصات في العالم وذالك راجع لقوة الحجج والبراهين والاختبارات الرياضية والتجريبية المؤكدة لصحتها، غير أن فترة الثمانينات عرفت بداية تزعزع هذه الثقة نتيجة الأزمات المالية والاقتصادية وظهور حالات من الشذوذ والتشوهات السعرية في أسواق رأس المال لم تستطع الفرضية ولا نماذج تسعير الأصول الموجودة في ظلها تفسير هذه الشذوذ والنقائص، مما دفع بالباحثين والأكاديميين في مجال المالية وخاصة أسواق رأس المال بالتشكيك في فروض النظرية ومدى تطابقها مع الواقع العملي لأسواق رأس المال، حيث أن التشوهات الملاحظة ناتجة عن تصرفات وسلوكيات المستثمرين، مما مهد لضرورة إيجاد تفسير علمي ومنطقي لها من خلال ظهور تيار جديد في علم المالية يسمى بالمالية السلوكية.

زاد ظهور تيار المالية السلوكية أو الاقتصاد السلوكي بشكل عام من التشكيك في فروض ومبادئ فرضية الكفاءة وجعلها تفقد هيمنتها وسيطرتها على النظرية المالية التقليدية، لكن هذا التيار طرح كمنهج مكمل لها يدرس كيفية تأثير علم النفس على القرارات المالية وسلوك المستثمرين الشبه عقلانيين، وتأثيره على أسعار الأسهم في أسواق رأس المال لتفسير التشوهات التي عجزت عن تفسيره فرضية الكفاءة.

الفصل الثاني:

علاقة كفاءة أسواق رأس المال بالإفصاح المحاسبي وحوكمة الشركات

تمهيد:

تعتبر المعلومات من أهم الركائز لنجاح وتطور أسواق رأس المال بصفة عامة والمعلومات المالية بصفة خاصة كجزء من تلك المعلومات فهي تمثل المحرك والموجه الأساسي للمدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق عنصر التخصيص الكفء للموارد، فالمعلومات عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل استخدامها في صياغة القرارات المالية والاستثمارية من قبل المستثمرين والمتعاملين في سوق رأس المال.

كما تزايد الاهتمام في السنوات الأخيرة بموضوع الشفافية والإفصاح كأحد أهم متطلبات تطبيق الحوكمة، وهذا نتيجة التضليل والتلاعب الذي مس العديد من المؤسسات الاقتصادية كفضيحة شركة إنرون للطاقة سنة 2001 مما نتج عنه أزمات مالية وانهيارات مؤسساتية، فالعديد من الجهات ذات المصلحة تعتمد بشكل كبير في قراراتها على ما تنشره الشركات من معلومات، إذ لا تملك هذه الفئات سلطة الحصول على ما تحتاجه منها مباشرة من مجلس إدارة الشركات.

إن توفر المعلومات عن الأوراق المالية ووصولها لجميع المستثمرين المحتملين في وقت واحد وبتكلفة ضئيلة من أهم الشروط الضرورية لكفاءة السوق المالي، وهنا تكمن أهميتها في تحقيق كفاءة أسواق رأس المال.

الفصل الثاني: علاقة كفاءة أسواق رأس المال بالإفصاح المحاسبي وحوكمة الشركات

المعلومات تمثل المساهم الرئيسي في بناء حركة التداول في السوق، والمعلومات المالية كجزء من تلك المعلومات وما يرتبط بها من مؤشرات هي كذالك، حيث أنها تعتبر مادة القرار فإذا كانت العملية الإنتاجية تحتاج إلى مادة أولية فإن مادة اتخاذ القرار الاستثماري هي المعلومات والبيانات التي يتوفر عليها متخذ القرار.

ولكي تتوفر أسواق رأس المال على القدر الكاف والملائم من المعلومات من أجل اتخاذ القرارات المالية والاستثمارية وجب توفر كل من الإفصاح المحاسبي ونظام فعال وجيد لحوكمة الشركات.

المبحث الأول: المعلومات المحاسبية والمالية وعلاقتهما بأسواق رأس المال

المعلومات هي بمثابة عنصر من عناصر البنية الأساسية اللازم توافرها لاتخاذ القرارات الاستثمارية المثلى، وفي مجال الأوراق المالية تأخذ المعلومات دورا بارزا، إذ أنه في ظل غياب هذه المعلومات، أو عدم توافرها بالشكل المطلوب، تتحول أسواق رأس المال من مباراة عادلة إلى لعبة يحكمها الحظ والصدفة، وتتميز الأسواق المتطورة بتعدد مصادر المعلومات التي تساهم في توفير المعلومات بكثرة.

المطلب الأول: البيانات والمعلومات بين المفهومين المحاسبي والمالي

سوف نتطرق في هذا المطلب من خلال هذه العناصر إلى مفهوم كل من البيانات والمعلومات، بالإضافة إلى أهمية المعلومات المالية وكذا خصائصها ومصادر الحصول عليها.

أولا: مفهوم البيانات والمعلومات

1. مفهوم البيانات

البيانات Data مصطلح شاع استخدامه بصيغة الجمع، مفرده بيان Datum، وهي المادة الخام التي تشتق منها المعلومات، هي تمثل الأشياء والحقائق والأفكار والآراء والأحداث والعمليات التي تعبر عن مواقف وأفعال أو توصف هدفا أو ظاهرة أو واقعا معينا (ماضيا، أو حاضرا، أو مستقبلا) دون أي تعديل أو تفسير أو مقارنة يتم التعبير عنها (تمثيلها) بكلمات أو أرقام أو رموز أو أشكال[1].

هي مجموعة من الحقائق أو الأفكار أو الشاهدات أو الملاحظات أو القياسات، وتكون في صورة إعداد أو كلمات أو رموز مكونة من أرقام وحروف أبجدية أو رموز خاصة وهي تصف فكرة أو موضوعا أو حدثا أو

[1] سليم الحسنية ، نظم المعلومات الإدارية، "**إدارة المعلومات في عصر المنظمات الرقمية**"، الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة3، 2006،ص 24.

هدفا أو أي حقائق أخرى وتنظيمها للحصول على شكل أكثر فائدة واستخدامها، وتسمى في هذه الحالة المعلومات، وخلاصة القول أن البيانات هي المادة الخام التي تشتق منها المعلومات[1].

يشير مفهوم **البيانات** إلى مجموعة حقائق غير منظمة قد تكون في شكل أرقام أو كلمات أو رموز لا علاقة بين بعضها البعض، أي ليس لها معنى حقيقي ولا يؤثر في سلوك من يستقبلها[2].

أما **البيانات المحاسبية** فتعرف بأنها المادة الخام التي يتم تجميعها ومراجعتها لأجل إنتاج المعلومات وتمثل المدخلات الأساسية لنظام المعلومات المحاسبي، وتعبر عن أحداث وتدفقات مادية للعمليات الاقتصادية التي تمارسها الشركة وقد يتم التعبير عنها إما في شكل أرقام أو حقائق أو أوزان أو أشكال[3].

أما **البيانات المالية** هي عبارة عن حقائق وأرقام خام عن أحداث مالية معينة غير مرتبة وغير معدة للاستخدام (بشكلها الحالي)، ويتم جمع هذه البيانات لاحتمال استخدامها فيما بعد لإنتاج معلومات[4].

من التعاريف السابقة يمكن استخلاص خصائص البيانات المالية:

- هي المادة الخام للحصول على المعلومات المالية.
- تمثل مدخلات أساسية للنظام المحاسبي.
- لا تفيد بذاتها في عملية اتخاذ القرار.
- ليست إلا مجرد أرقام أو رموز تعبر عن أحداث أو وقائع أو أمور حدثت أو ستحدث في المستقبل.

2. تعريف المعلومات

إن مصطلح المعلومات رغم شيوعه يتصف بالغموض والتباين، وهذا يبدو إلى حد ما طبيعيا بسبب حداثة الإطار، إذ لا يزال الاختلاف في الرأي حول المفهوم العلمي لهذا المصطلح وعلاقته بمدخلات نظام المعلومات قائما، وتبعا لذلك تعددت التعريفات الخاصة بالمعلومات، وسنقوم بذكر أهمها فيما يلي:

ففي المعجم الموسوعي لمصطلحات المكتبات والمعلومات جاء أن المعلومات هي:"تلك البيانات التي تمت معالجتها لتحقيق هدف معين أو لاستعمال محدد لأغراض اتخاذ القرارات، أي البيانات التي أصبح لها

---

[1] عبد الله فرغلي علي موسى، **تكنولوجيا المعلومات ودورها في التسويق التقليدي والإلكتروني**، إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2007، ص 15.

[2] إبراهيم سلطان، "**نظم المعلومات الإدارية:مدخل النظم**"، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص41

[3] مطيع، ياسر صادق وآخرون، "**نظم المعلومات المحاسبية**" ، مكتبة المجتمع العربي للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007، ص 16.

[4] مطر، محمد عطية وآخرون، "**نظرية المحاسبة واقتصاد المعلومات: الإطار الفكري وتطبيقاته العملية**"، دار حنين للنشر، عمان، الأردن، 1996، ص 20.

قيمة بعد تحليلها أو تفسيرها أو تجميعها في شكل ذي معنى، والتي يمكن تداولها وتسجيلها ونشرها وتوزيعها في صورة رسمية أو غير رسمية أو في أي شكل[1]".

المعلومات هي عبارة عن بيانات تمت تحويلها وتشغيلها لتصبح لها قيمة وبالتالي فإن المعلومات تمثل معرفة لها معنى وتفيد في تحقيق الأهداف[2].

هي عبارة عن مجموعة من البيانات التي تم تجهيزها ولها معنى لمستخدميها وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات، ويجب أن تضيف إلى ما ندركه عند مكان أو حدث ما، وأن توضح لمستخدمها شيئا لا يعرفه أو لا يمكن التنبؤ به، فالمعلومات تعمل على تنمية وزيادة المعارف والتخفيض من مخاطر عدم التأكد لأية حالة[3].

كذلك تعرف على أنها بيانات تم تجهيزها ولها معنى لمستعملها أو مستخدمها ولها قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات[4].

المعلومات هي عبارة عن بيانات تم تصنيفها وتنظيمها بشكل يسمح باستخدامها والاستفادة منها وبالتالي فالمعلومات لها معنى، وتؤثر في ردود أفعال وسلوك من يستقبلها، أما مصدر المعلومات هو المصدر الذي يحصل منه الفرد على المعلومات، التي تحقق احتياجاته وترضي اهتماماته[5].

تعرف المعلومات المحاسبية بأنها نتاج نظام المعلومات المحاسبي الذي تم تغذيته بالبيانات وتسجيلها لمعالجتها وإخراجها في شكل تقارير مالية، تكون الغاية منها استخدامها في إدارة مشاريعها، كما تتوقف فعالية الإدارة على مدى توفر هذه المعلومات المحاسبية اللازمة للتخطيط والتوجيه والرقابة[6].

---

[1] محمد قاسم، **"نظم المعلومات الإدارية وعلاقتها بوظائف العملية الإدارية وتطبيقاتها التربوية"**،عالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى، الأردن، 2004، ص 9.

[2] ثناء علي القباني، **نظم المعلومات المحاسبية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص9.

[3] فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، **الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة**، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2006، ص13.

[4] زبيري رابح،**"دور أنظمة المعلومات في تنمية القدرة التنافسية للمؤسسة"**، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، 22-23 ابريل 2003، ص40.

[5] زكي حسين الوردي، مجيل لازم المالكي، **"مصادر المعلومات وخدمة المستفيدين في المؤسسات المعلوماتية"**، الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،الأردن،2002، ص 8.

[6] زيد عبد المالك عمر، **"المحاسبة المالية في المجتمع الإسلامي –الجزء الأول: الإطار التاريخي للمحاسبة"**، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 1987 ، ص ص2-4.

أما المعلومات المالية فتعرف بأنها المعلومات التي تتعلق بالوضع المالي للشركات والمؤسسات، فالمعلومات المالية تضم في طياتها المعلومات المحاسبية الناتجة عن النظام المحاسبي، ومعلومات تصف الوضع التشغيلي والمالي والائتماني والاقتصادي للمؤسسات الاقتصادية[1].

ويرى **هندريكسن** أن المعلومات المالية هي البيانات التي يكون لها صدى لدى مستقبلها، وتؤدي إلى تخفيض عدم التأكد، وتوصل رسالة إلى متخذ القرار تكون قيمتها أعلى من تكلفتها، ومن المحتمل أنها تستدعي استجابة متخذ القرار[2].

من خلال استعراض التعاريف المختلفة للمعلومات المالية يتبين أن معظمها يتفق على أن المعلومات هي في الأصل بيانات تمت معالجتها لتكون في صورتها الحالية، تتمتع بقيمة عالية، وتزيد من معرفة متخذ القرار وتؤثر فيه وتقلل من حالة عدم التأكد المصاحبة لعملية اتخاذ القرار والتنبؤ بالمستقبل، الأمر الذي ينعكس إيجابا على دقة وصحة القرارات المتخذة، لذا فإن الفرق الأساسي بين المعلومات والبيانات هو في أن كل المعلومات تشمل بالضرورة البيانات في حين لا تعبر كل البيانات بالضرورة عن معلومات مفهومة تؤدي إلى زيادة الإدراك وتحسين ظروف عملية اتخاذ القرارات.

وبصفة عامة يمكن القول أن مصطلحي البيانات والمعلومات هما ليسا مترادفين، ولكنهما يؤديان دورا تكامليا في إطار نظام المعلومات في المؤسسات.

ثانيا: تصنيف المعلومات المالية

يختلف تصنيف المعلومات المالية وتبويبها تبعا لاعتبارات عديدة، ويمكن تصنيف المعلومات المالية كما يلي[3]:

1. من حيث دلالتها:

أ. **معلومات مالية تاريخية:** وهي معلومات تتعلق بقياس الأحداث والعمليات التي تمت في الزمن الماضي كالقوائم المالية وتستخدم هذه التقارير في تقييم كفاءة المنظمة في تحقيق أهدافها، وبيان حقيقة المركز المالي للمؤسسة، وكذلك تستخدم للأغراض الضريبية، وعلى الرغم من أهميتها في معرفة وقياس الأداء فإنها لا تصلح كأداة للرقابة على الأداء الجاري واتخاذ القرارات المستقبلية.

---

[1] ملكاوي، نازم محمود وحمادنة عبد الرؤوف، **"دور المعلومات المالية في الحد من آثار الأزمة المالية العالمية على أسواق رأس المال للدول النامية: دراسة في سوق عمان المالي"**، بحث مقدم لمؤتمر الأزمة العالمية، جامعة الإسراء، 2009، ص7.

[2] هندريكسون، **"نظرية المحاسبة"**، ترجمة كمال خليفة أبو زيد، الطبعة الأولى، عام 1990، ص123.

[3] عمر حسنين، **"تصميم النظام المحاسبي: دراسة تطبيقية على البنوك التجارية وشركات التأمين"**، الإسكندرية، مصر،1999، ص25.

ب. **معلومات مالية حالية** : وهي معلومات يتم إعدادها لأغراض الرقابة الداخلية، وتتعلق بالأنظمة التشغيلية للمؤسسة، وتتوفر فيها الميزات التالية :

- تتعلق بالنشاط الجاري فقط .
- يتم تقديمها بصورة دورية منتظمة.
- يتم تقديمها بصورة فورية وفي الوقت المناسب.
- ذات طابع تحليلي بحيث يتم مقارنة الأداء الفعلي مع الخطط المرسومة.

ج. **معلومات مالية مستقبلية:** وهي معلومات تقديرية يتم إعدادها لأغراض التخطيط والتنبؤ بالمستقبل ومساعدة الإدارة في اتخاذ القرارات السليمة، واختيار البدائل المتاحة، وبحيث تصبح هذه المعلومات معيارا وأساسا للحكم على الأداء في المستقبل، وتتمثل هذه المعلومات في الموازنات التخطيطية والتكاليف المعيارية وغيرها.

2. من حيث درجة تكرارها :

أ. **معلومات دورية:** وهي معلومات يتم إعدادها وتقديمها لمحتاجيها على فترات دورية منتظمة (سنويا، شهريا، أسبوعيا.....).

ب. **معلومات غير دورية:** وتتمثل في المعلومات التي تستخدم لأغراض خاصة وتكون الحاجة إليها محددة كدراسات الجدوى الاقتصادية.

3. من حيث مصدرها[1] :

أ. **معلومات مالية داخلية** : وهي معلومات تعبر عن أحداث ووقائع تمت داخل المنظمة، ويتم الحصول عليها من الأفراد والأقسام الداخلية، وتتمثل هذه المعلومات في التقارير والكشوفات اليومية والموازنات التخطيطية وتقارير الأداء وكل ما يتعلق بالعمليات الاعتيادية للمؤسسة.

ب. **معلومات مالية خارجية** : وهي معلومات يتم الحصول عليها من مصادر خارجية كالعملاء والممولين والجهات الحكومية والمنظمات المهنية وغيرها، وتتضمن معلومات عن البيئة المحيطة وظروف السوق، وتحتوي على مؤشرات تنبؤية تمكن مستخدميها من اتخاذ الاحتياطيات اللازمة والتخطيط لمواجهة الأحداث قبل وقوعها، وغالبا ما تكون هذه المعلومات على شكل نشرات إحصائية تفسر الجوانب الاجتماعية والاقتصادية للبيئة المحيطة.

[1] سمير الصبان، وإسماعيل جمعة، "**تحليل وتصميم نظم المعلومات المحاسبية**"، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 1997، ص 7-8.

4. من حيث توقيت الحصول عليها:

أ. **معلومات مالية متوفرة (جاهزة):** وهي تلك المعلومات التي يتم الحصول عليها بشكل سريع ومباشر عند الحاجة إليها، وتكون معدة ومجهزة مسبقا، وهي بالتالي مفيدة وبدرجة كبيرة في اتخاذ القرارات التشغيلية

ب. **معلومات مالية غير متوفرة (غير جاهزة):** وهي معلومات غير متوفرة عند الحاجة إليها، مما يتطلب وقتا أطول في إعدادها وتجهيزها، وترتبط عادة بالقرارات الإستراتيجية للمؤسسة.

5. من حيث ارتباطها بالعملية الإدارية:

أ. **معلومات مالية خاصة بالتخطيط** : وهي المعلومات التي تساهم في دراسة وتحليل البدائل المختلفة لمجموع الأهداف المراد تحقيقها، والمفاضلة بينها في صورة مالية كمية ووصفية.

ب. **معلومات مالية خاصة بالرقابة** : وهي معلومات تتعلق بمتابعة التنفيذ الفعلي ومقارنته بالأداء المخطط، للتأكد من أن الأداء الفعلي يتم وفقا للخطط المرسومة والسياسات والمعايير الموضوعة واكتشاف الانحرافات وتحليلها، للتعرف على الأسباب التي أدت لحدوثها، وإرسال التقارير حولها للمستويات الإدارية المعنية لاتخاذ القرارات التصحيحية بشأنها.

ت. **معلومات خاصة باتخاذ القرارات** : وهي المعلومات المالية المتعلقة بترشيد ومساندة القرارات الإدارية، من حيث تحديد البدائل المقترحة للقرار وتقييمها.

6. من حيث ارتباطها بالزمن [1]:

أ. **معلومات مالية جامدة:** هي المعلومات المالية التي تعبر عن قيمة حدث معين في لحظة زمنية محددة

ب. **معلومات مالية ديناميكية:** وهي المعلومات التي تعبر عن حالة التغير التي حدثت في قيمة الحدث خلال فترة زمنية.

ثالثا: خصائص المعلومات المالية

تتميز المعلومات المالية بمجموعة من الخصائص الأساسية لابد من توافرها حتى تكون هذه المعلومات ذات أهمية وتحقق هدف معين، وكذا خصائص أخرى ثانوية، تتمثل هذه الخصائص فيما يلي:

[1] مطر، محمد عطية وآخرون، مرجع سابق، ص127.

I. الخصائص الأساسية للمعلومات المالية

إن خاصية الفائدة في اتخاذ القرارات تأتي على قائمة الخصائص النوعية للمعلومات المالية، باعتبارها القاعدة العامة، وأن تحقيق ذلك يتطلب توافر خاصيتين أساسيتين هما خاصية الملائمة وخاصية الموثوقية حتى يتسنى لمتخذ القرار الاعتماد على المعلومات، فإذا فقدت المعلومات المالية أي من الخاصيتين الرئيسيتين تكون غير مفيدة بالنسبة لمستخدميها الرئيسيين[1].

يشير مجلس معايير المحاسبة المالية FASB إلى أن الملائمة والموثوقية هما الخاصيتان الأساسيتان اللتان تجعلان المعلومات مفيدة لاتخاذ القرار، حيث ورد في قائمة المفاهيم لمجلس المعايير رقم (2) أن"الخواص التي تفرق المعلومات الأفضل (الأكثر فائدة) عن المعلومات الأدنى (الأقل فائدة) هما الملائمة والموثوقية، إضافة إلى بعض الخواص الأخرى المتفرعة منها"[2].

1. خاصية الملائمة Relevance:

تعرف الملائمة على أنها القدرة على إحداث اختلاف في القرار سواء بالمساعدة على تكوين التنبؤ أو تأكيد التوقعات الصحيحة[3].

عرفها مجلس معايير المحاسبة المالية FASB بأنها تلك المعلومات القادرة على إحداث فروق في القرارات من خلال مساعدة المستخدمين للمعلومات على تكوين تنبؤات عن النتائج المستقبلية أو تغيير التنبؤات السابقة وتصحيحها[4].

بمعنى أن تتلاءم المعلومات مع الغرض الذي أعدت من أجله، ويمكن الحكم على مدى ملائمة أو عدم ملائمة المعلومات بكيفية تأثير هذه الأخيرة على مستخدميها، فالمعلومة الملائمة هي التي تؤثر على سلوك متخذ القرار وتجعله يعطي قرار يختلف عن ذلك القرار الذي كان يمكن اتخاذه في حالة غياب هذه المعلومات، فالمعلومات التي لا تلاؤم احتياجات الإدارة تقترب قيمتها من الصفر، بل أن المبالغ والجهود التي بذلت في سبيل تجميعها وتحليلها تعتبر في هذه الحالة نوع من الخسائر[5].

فخاصية الملائمة بناء على ما تقدم ذكره تعتمد على كل من[6]:

---

[1] الشيرازي، عباس مهدي، **"نظرية المحاسبة"**، ذات السلاسل للطباعة والنشر، الكويت، 1990، ص196.

[2] كيسو دونالد، وجيري ويجانت، **"المحاسبة المتوسطة:الجزء الأول"**، ترجمة أحمد حامد حجاج، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005 ،ص 69.

[3] الناغي، محمود السيد، **"اتجاهات معاصرة في نظرية المحاسبة"**، المكتبة العصرية، المنصورة، مصر، 2007، ص 89.

[4] FASB, Statement Of Financial Accounting Concepts, No.2 (SFAC No.2), **"Quantitative Characteristic Of Accounting Information"**, 1980.

[5] علمي لزهر، **"أهمية نظام المعلومات التسويقي في اتخاذ القرارات التسويقية"**، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، ص37.

[6] عبد الحميد مانع، **"أهمية الملائمة والثقة في التقارير المالية المنشورة لأغراض اتخاذ القرارات وتقييم الأداء"**، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد جامعة المستنصرة، بغداد، العراق، 1995، ص 5.

- مستخدم المعلومات المالية وقدرته على التعامل مع تلك المعلومات.
- الأثر الذي يمكن أن تحدثه تلك المعلومات على اتخاذ القرار عند المقارنة بين البدائل.
- الإدراك المتكامل لمعدي المعلومات المالية لطبيعة احتياجات المستخدمين لهذه المعلومات.

وحتى تكون المعلومات المالية ملائمة يلزم توفر ثلاث خصائص فرعية هي:

- خاصية القيمة التنبؤية
- خاصية القيمة الإسترجاعية
- التوقيت المناسب

2. خاصية الموثوقية Reliability

تعتبر خاصية الموثوقية أحد الخصائص النوعية الرئيسية للمعلومات، وتتوافر هذه الخاصية في المعلومات عندما تكون خالية من الأخطاء وحيادية وتتصف بأمانة التعبير، أي أنها خاصية تتعلق بأمانة المعلومات المحاسبية وإمكانية الاعتماد عليها[1].

فالموثوقية حسب قائمة المفاهيم رقم (2) الصادر عن مجلس معايير المحاسبة المالية FASB هي "خاصية المعلومات في التأكيد بأن المعلومات خالية من الأخطاء والتحيز بدرجة معقولة، وأنها تمثل بصدق ما تزعم تمثيله"[2].

وحتى تكون المعلومات مفيدة لا يكفي أن تكون ملائمة فقط، وإنما يجب أن تتمتع بالموثوقية، وحتى تكون كذلك يجب أن تتوافر فيها خاصيتي القابلية للتحقق ومصداقية التعبير، وينبغي الاعتراف بوجود تفاوت بدرجات الموثوقية، بل هي مسألة ما هو أكثر أو أقل موثوقية، كما أن حياد المعلومات تتفاعل مع هذين المكونين (القابلية للتحقق والصدق في التعبير) للتأثير على فائدة المعلومات[3].

إذا من أجل تحقيق خاصية الوثوق بالمعلومات، لا بد من توافر الخصائص الفرعية التالية:

- الصدق في التعبير.
- القابلية للتحقق.
- الحياد.

II. الخصائص الثانوية للمعلومات المالية:

بالإضافة إلى الخصائص النوعية الرئيسية يوجد خصائص أخرى ذات أهمية كبيرة لا تقل عن سابقتها، أوصى مجلس معايير المحاسبة المالية FASB بضرورة توافرها في المعلومات المالية إلى جانب الخصائص النوعية

[1] الشيرازي،عباس مهدي، مرجع سابق، ص201.

[2] FASB, Statement Of Financial Accounting Concepts No.2, Op. Cit, 1980.

[3] مصطفى يوسف سبسبي،**"دور المعلومات المالية المستقبلية للشركات في اتخاذ القرارات: دراسة ميدانية على عدد من شركات القطاع الخاص"**، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة حلب كلية الاقتصاد قسم المحاسبة، 2011، ص15.

الرئيسية، والتي تتمثل في الخصائص النوعية الثانوية كالقابلية للمقارنة والثبات، والتي تساهم بالتوازي مع الخصائص النوعية الأساسية في جودة المعلومات التي تتضمنها التقارير المالية .

1. خاصية القابلية للمقارنة Comparability

تعتبر المعلومات التي يتم قياسها والتقرير عنها بصورة متماثلة في المنظمات الاقتصادية المختلفة قابلة للمقارنة، حيث تمكن خاصية القابلية للمقارنة المستخدمين من تحديد جوانب الاتفاق والاختلاف الأساسية في الظواهر الاقتصادية، طالما أنه لم يتم إخفاء هذه الجوانب باستخدام طرق محاسبية متماثلة[1].

ويقصد بخاصية القابلية للمقارنة استخدام نفس طرق القياس السائدة في المؤسسة الأخرى التي تمارس نفس النشاط الاقتصادي حتى يتيح لمستخدميها اتخاذ القرار بعد إجراء مقارنات مع المؤسسات المماثلة الأمر الذي يزيد من فاعلية اتخاذ القرار[2].

ولكي تكون المعلومات المالية قابلة للمقارنة يجب أن يتوفر فيها الشرطان التاليان[3]:

- سهولة العرض واستخدام أسلوب واحد للقياس المحاسبي يسهل إجراء تقييم تلك المعلومات . .
- الثبات في القياس والعرض للمعلومات من فترة زمنية لأخرى.

1. خاصية الثبات Consistency:

إن خاصية الثبات تقتضي أن تطبق الشركة أو المؤسسة نفس الأساليب والطرق لنفس الأحداث المحاسبية من فترة محاسبية لأخرى.

إن خاصية الثبات لا تعني بشكل مطلق أن الوحدة المحاسبية لا يمكنها التحول من طريقة محاسبية معينة إلى أخرى، بل يمكنها التغيير في الطرق المحاسبية التي تستخدمها وذلك في الحالات التي يثبت فيها أن الطريقة الجديدة تعد أفضل من القديمة، وفي هذه الحالة يلزم الإفصاح عن طبيعة وأثر هذا التغير المحاسبي ومبرر إجراءه وذلك في القوائم المالية الخاصة بالفترة التي حدث فيها التغير.

إن حدوث تغير في الظروف أو المبادئ المحاسبية المستخدمة، يلزم الإفصاح عن طبيعة وأثر هذا التغير المحاسبي ومبرر إجراءه، وذلك في القوائم المالية الخاصة بالفترة التي حدث فيها التغيير.

---

[1] كيسو دونالد، وجيري ويجانت، مرجع سابق، ص 72.

[2] عاشور عصفت ، **"دراسات في نظم المعلومات المحاسبية"**، دار النهضة للطباعة والنشر، بيروت، عام 1996 ، ص11.

[3] الصعيد إبراهيم أحمد، **"نظم المعلومات المحاسبية"**، دار الفكر المعاصر للنشر، دمشق، سوريا، 1996، ص35.

كما أن حدوث تغير في المبادئ المحاسبية المستخدمة، يجب أن يشير إليه المراجع في فقرة توضيحية لتقرير المراجع حيث تقوم هذه الفقرة بتحديد طبيعة التغيير وإرشاد القارئ إلى الملاحظة الواردة في التقارير المالية التي حدث فيها هذا التغيير.

وبصفة عامة، فإن التقارير المالية لأي سنة تكون مفيدة في حد ذاتها، ولكنها تكون أكثر فائدة إذا ما أتيح مقارنتها مع تقارير شركات أخرى أو مع التقارير السابقة لنفس الشركة[1].

ويوجد خصائص أخرى متعلقة بالمعلومات المالية للشركات تتمثل في[2]:

1. **التوقيت المناسب**: أي أن تكون متوفرة وقت الحاجة إليها حتى تكون مفيدة ومؤثرة، وبطبيعة الحال لن تكون للمعلومة المتأخرة المقدمة لمتخذ القرار أي قيمة أو تأثير على سلوكه مهما كانت درجة أهميتها وحيويتها لهذا القرار.
2. **السهولة والوضوح**: يشير هذا الشرط إلى درجة خلو المعلومات من غموض المعنى، وأن تكون المعلومات واضحة ومفهومة لمستخدميها، فلا يجب أن تتضمن المعلومات ألفاظ أو رموز أو مصطلحات أو تعبيرات رياضية غير مفهومة، ولا يستطيع مستخدم هذه المعلومات أن يفهمها، فالمعلومة الغامضة لن تكون لها قيمة، حتى ولو كانت ملائمة وتم تقديمها في الوقت المناسب.
3. **الصحة والدقة**: يقصد بالمعلومات الصحيحة أن تكون معلومات حقيقية عن الشيء المعبر عنه ودقيقة، بمعنى عدم وجود أخطاء أثناء إنتاج وتجميع وتقرير هذه المعلومات، وتختلف درجة الدقة المطلوبة في المعلومات حسب المدى الزمني الذي تغطيه هذه المعلومات، فإذا كانت هذه المعلومات عبارة عن تنبؤات فإن درجة دقتها تقل كلما تناولت مستقبلا بعيدا والعكس صحيح، فالمعلومات غير الصحيحة غير دقيقة سوف تعطي نتائج عكسية.
4. **الشمول**: بمعنى أن تكون المعلومات المقدمة كاملة تغطي كافة جوانب اهتمامات استخداماتها، أو كافة جوانب المشكلة المراد اتخاذ القرار بشأنها، كما يجب أن تكون هذه المعلومات في شكلها النهائي، بمعنى أن لا يضطر مستخدمها إلى إجراء بعض عمليات التشغيل الإضافية حتى يحصل على المعلومات المطلوبة.
5. **القبول**: بمعنى أن تقدم المعلومات في الصورة أو الوسيلة التي يقبل بها مستخدم هذه المعلومات من حيث الشكل والمضمون، فمن حيث الشكل يمكن أن تكون المعلومات في شكل تقارير بلغة سهلة وواضحة،

[1] أمين السيد لطفي ، "**نظرية المحاسبة: منظور التوافق الدولي**"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية،2007، ص197.

[2] علمي لزهر، "**أهمية نظام المعلومات التسويقي في اتخاذ القرارات التسويقية**"، مرجع سابق، ص37.

أما من حيث المضمون فيتعلق بدرجة التفاصيل، فلا تكون مختصرة أكثر من اللازم مما يفقدها معناها، ولا تكون مفصلة بأكثر من اللازم مما يؤدي إلى سرعة ملل مستخدمها.

6. **غير مكلفة:** إن عملية إدخال ومعالجة المعلومات لها تكلفة يجب علينا مقارنتها مع المنفعة التي سنحصل عليها جراء استخدام هذه المعلومة، وللمعلومة قيمة قصوى إن ساهمت في التقليل من درجة عدم التأكد، أي يجب أن تكون معلومة اقتصادية، بمعنى أن لا تكلف الشركة أكثر مما تتوقع أن تنفقها.

المطلب الثاني: مصادر الحصول على المعلومات المحاسبية والمالية

تتنوع وتتعدد مصادر الحصول على المعلومات في عصرنا الحالي عصر اقتصاديات المعرفة وما بعدها، ومن أجل الحصول على المعلومات المالية يمكن تفريق بين مصدرين أساسيين هما[1]:

I. **المصادر الداخلية:** وهي مختلف البيانات والتقارير والمعلومات والاجتماعات الداخلية التي تنشرها المؤسسة، والتي يمكن ذكرها فيما يلي:

1. **تقارير مجلس الإدارة:** من أبرز التقارير المنشورة والتي تهم المتعاملين في أسواق رأس المال تلك التي توجه إلى حملة الأسهم العادية، والتقارير التي ترسل إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة:

- **تقارير إلى حملة الأسهم:** يصدر وينشر مجلس الإدارة نوعين من التقارير لحملة الأسهم، تقارير سنوية وتقارير ربع سنوية، وتتمثل هذه التقارير في قائمة الدخل والميزانية العمومية عن الفترة المنصرمة، ويصاحب التقارير السنوية بيان المدير التنفيذي، وتوضيحات للنتائج المحققة والاحتمالات السنوية والخطط السنوية للشركة.
- **تقارير إلى حملة الأوراق المالية والبورصة:** وهي تقارير تتضمن الكثير من المعلومات، والتي لا تقتصر على النواحي المالية فقط، إذ تتضمن كذلك معلومات غير مالية تهم المستثمرين، ويأتي في مقدمة هذه التقارير بيان التسجيل الذي تقدمه الشركة إلى اللجنة عندما تقرر إصدار أوراق مالية جديدة تباع للجمهور.

2. **القوائم المالية الأساسية:** وتتمثل في أربع قوائم أساسية هي قائمة الميزانية (المركز المالي) وجدول حسابات النتائج (قائمة الدخل) وقائمة تغيرات حقوق الملكية وقائمة التدفقات النقدية.

3. **إصدارات النتائج الأساسية:** وتضم هذه الوثيقة بعض الصفحات التي تحمل الأحداث الجارية لستة أشهر الأولى من بداية السنة.

[1] منير إبراهيم هندي، "**أدوات الاستثمار في سوق رأس المال**"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2006، ص236.

4. **منشورات المساهمين:** تضم هذه الوثيقة بعض الصفحات التي تحمل الأحداث الجارية، وتكون موجهة أساسا للمساهمين، لكن يمكن للمحللين الحصول عليها قصد إكمال ملفاتهم.
5. **دليل المساهم:** هو كتيب بيداغوجي، يحتوي تعار يف لكلمات مالية وتقنيات البورصة وطريقة عملها، و الخدمات التي تقدمها المؤسسة لمساهميها.
6. **تقارير مراقبي الحسابات والاجتماعات المالية:** يحتوي التقرير على ملاحظات أو تحفظات خاصة بالقوائم المالية التي تم مراجعتها، بالإضافة إلى منشورات عن المؤسسة المسعرة، يمكن للاجتماعات التي تنعقد من أجل الخبراء والمساهمين أن تكون مصدر هام وصريح للمعلومات التي تهم المساهمين والمتعاملين الآخرين مع المؤسسة المسعرة[1].

II. المصادر الخارجية: من أهم هذه المصادر الخارجية التي يعتمد عليها المستثمر هي:

1. **الصحف:** تعتبر أهم مصدر خارجي للحصول على المعلومات وبتكلفة منخفضة، وتأخذ المعلومات في الصحف شكل أخبار منشورة، مقالات وتحليلات أو تقارير صحفية.
2. **المجلات المالية المتخصصة:** هناك العشرات من المجلات في مجال المال والأعمال التي تهم المستثمرين، تحتوي على مقالات ووجهات نظر بشأن عدد من الأسهم، وتحليل عميق لعدد من الشركات أو الصناعات، كما تحتوي على تقارير عن التقدم الذي طرأ على قطاع معين من القطاعات الاقتصادية.
3. **مطبوعات بيوت السمسرة:** عادة تتوفر لدى الوسطاء الماليين أقسام متخصصة للبحوث والدراسات، قصد تحقيق تنافس للوسطاء بين بعضهم البعض من جهة، وإتاحة المعلومات للعملاء المستثمرين في البورصة من جهة أخرى، عادة ما تكون المعلومات المنشورة من طرفهم مجانية لجلب المستثمرين[2].
4. **بنوك المعلومات أو قواعد البيانات:** تعمل هذه البنوك على توفير للمستثمرين بيانات تفصيلية عن الأوراق المالية المتداولة، وعن الشركات التي أصدرتها، وتعبأ هذه المعلومات في ملفات الحاسوب لشراؤها.
5. **المطبوعات الحكومية:** تعتبر المطبوعات الحكومية من أهم مصادر المعلومات عن الأحوال الاقتصادية بصفة عامة، والجوانب المالية بصفة خاصة، إضافة إلى كونها مصدر للمعلومات عن العديد من الصناعات.

---

[1] منير إبراهيم هندي، "**الأوراق المالية وأسواق المال**"، دار دلتا للطباعة، الإسكندرية، مصر، 2012، ص 236.

[2] معارفي فريدة، مفتاح صالح، "**متطلبات كفاءة أسواق رأس المال: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها**"، مجلة الباحث، المجلد7، العدد7، 2009-2010، ص 184.

6. تقارير هيئات تنظيم وتسيير ومراقبة الأسواق المالية: يعتبر ضمان الإفصاح والشفافية أكبر مهمة لهيئات الأوراق المالية في مختلف أسواق رأس المال العالمية، كون الإفصاح عن المعلومات وتنظيمه يساعد على زيادة وتحسين كفاءة أسواق رأس المال والحد من الإشاعات وتسريب المعلومات، وتقوم هيئات تنظيم وتسيير ومراقبة أسواق رأس المال بإصدار تقارير ونشريات دورية عن أداء البورصات، الشركات المدرجة وكذا عن أداء الأسهم[1].

المطلب الثالث: المعلومات المالية وعلاقتها بكفاءة أسواق رأس المال

من أجل تحديد العلاقة الهامة بين المعلومات المالية وأسواق رأس المال وجب التطرق إلى العناصر التالية:

أولا: أهمية ودور المعلومات المالية في تسعير الأوراق المالية

تعد المعلومات من أهم أركان نجاح بورصات الأوراق المالية وتطورها، فهي تمثل المحرك الأساسي، لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية والتخصيص الكفؤ للموارد المالية.

تنعكس أهمية المعلومات على ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة البورصة، ودرجة هذه الثقة تتحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بكلفة أرخص ومنفعة أعلى بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها بالإضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في البلد المعني. لذا فان ترويج للمعلومات ذات العلاقة بمناخ السوق وظروفه يجنب المتعاملين فيه التسعير الخاطئ مع إيضاح مستقبل أداء الاستثمارات[2].

يتركز الاهتمام على المعلومات المالية في الأسواق المالية،كنوع من أنواع المعلومات وتنعكس أهمية المعلومات المالية في ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة سوق رأس المال، درجة هذه الثقة تتحدد بنوعية وكمية لمعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بتكلفة أرخص ومنفعة أعلى بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها، بالإضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في البلد المعني، إن الترويج للمعلومات ذات العلاقة بمناخ البورصة وظروفها يجنب المتعاملين في السوق التسعير الخاطئ للورقة المالية، مع إيضاح مستقبل أداء الاستثمارات[3].

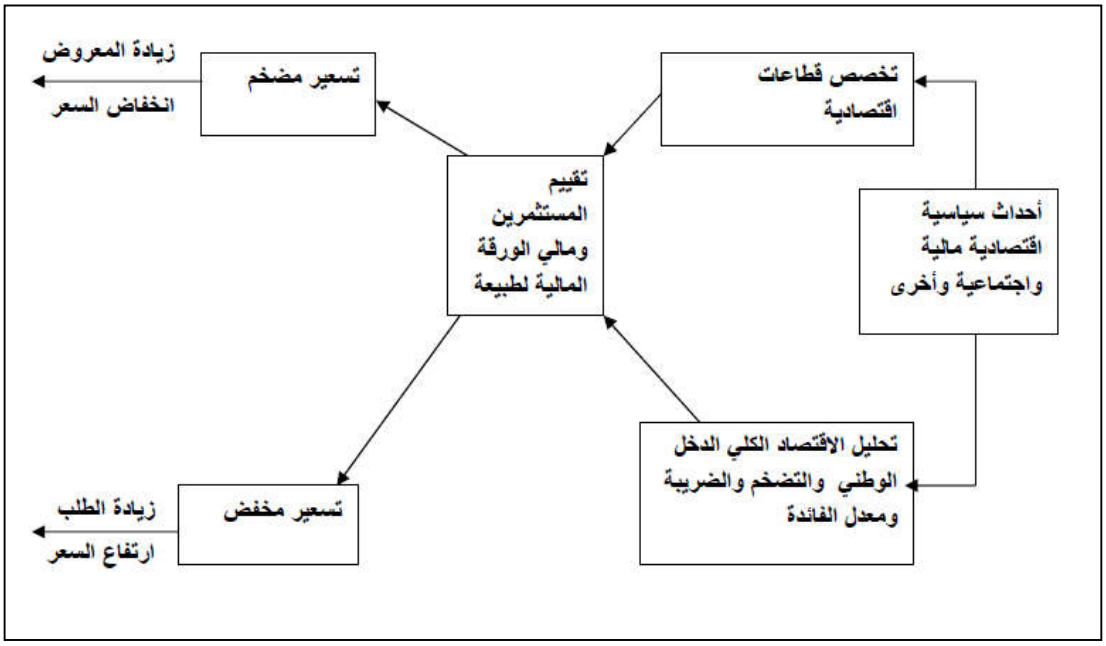
---

[1] جمال الدين سحنون، **"شروط بروز أسواق الأوراق المالية –دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر"**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر،2008 ،ص ص70-71.

[2] أسامة عزمي سلام، فؤاد أرشد التميمي، **تحليل وإدارة الاستثمار بالأوراق المالية**، دار الميسر للنشر، عمان، 2006، ص 132.

[3] طارق عبد العال حماد، " **إدارة المخاطر: أفراد، إدارات، شركات،بنوك"**، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص 520-521.

الشكل (2-1): المعلومات والتحليل الأساسي



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، **الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة**، دار الميسرة، عمان، 2006، ص 132.

يتضح من الشكل أعلاه أن دراية المستثمرين في أسواق رأس المال بظروف السوق والبيئة الاقتصادية العامة يسهم في تحديد دقيق لتوقعاتهم بمستقبل الاستثمار بالأصول المالية، العوائد المتوقع استلامها فإذا كان التشاؤم يسيطر على التوقعات طبقا لطبيعة المعلومات المستلمة فان الأسعار المطروحة في السوق ضمن لحظة زمنية معينة لا تعكس جدوى الاستثمار بالأوراق المالية، مما يدفع المتعاملين فيه بعرض كميات كبيرة منها في محاولة منهم للحد من الخسائر المحتملة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار[1].

إذن نستنتج أن قدرة المتعاملين في السوق على تسعير الورقة المالية يعتمد على قدرتهم في سرعة تفسير المعلومات المستلمة، التي من شأنها أن تترك آثارها في أسعار الأسهم، الأمر الذي يجعل هناك فروقات ما بين سعر السهم في السوق وقيمته العادلة إذ أن مدة هذه الفروقات ترتبط تماما بمدة تحليل المعلومات وتفسيرها.

حيث أن الشكل أعلاه يوضح أهمية المعلومات والمعلومات المالية بشكل خاص ومدى انعكاسها على سلوك المستثمرين وحملة الأسهم عند تسعيرها فقد يكون التسعير مضخم أو العكس ومن ثم يعود ليتوازن.

[1] ارشد فواد التميمي، أسامة سلامة عزمي، "**الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة**"، ط1، دار الميسر للنشر، عمان، 2004، ص 133.

ثانيا: نظام المعلومات المالية وكفاءة سوق رأس المال

إن أسعار الأسهم في أسواق رأس المال تعكس المعلومات المتاحة عن هذه الأسهم، أما الخلاف فينحصر في نوعية المعلومات ومدى سرعة استجابة الأسعار، يمكن تصنف هيكل المعلومات المرتبطة بالأوراق المالية إلى ثلاثة أنواع:

- **المعلومات التاريخية:** وتعبر عن بيانات سابقة مثل أسعار الأسهم وعوائدها في الماضي.
- **المعلومات العامة:** هي عبارة عن المعلومات المتاحة للنشر عن الظروف الحالية الخاصة بالاقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالشركة المصدرة للأسهم.
- **المعومات الخاصة:** هي المعلومات التاريخية التي لا تتاح إلا لفئات متميزة مثل كبار العاملين في الشركة.

تتفاوت أسواق رأس المال فيما بينها من حيث الكفاءة والفعالية[1]، تبعا لتفاوت التشريعات والتسهيلات والإمكانات حيث يوجد مؤشران يصلحان لاستخدامهما كمقياس لكفاءة السوق المالي، الأول يتمثل في انخفاض تكلفة التبادل، والثاني يتمثل في سرعة استجابة الأسعار السائدة في السوق للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيه.

و كخلاصة لما سبق[2]:

- إن كفاءة أسواق رأس المال تقاس بالنسبة لهيكل معلومات معين، ولا تعبر عن مفهوم مطلق وإنما الكفاءة في الواقع مفهوم نسبي مرتبط بنوعية المعلومات التي يمكن أو لا يمكن استخدامها للتنبؤ بالأسعار.
- إن مفهوم الكفاءة يتعلق أساسا بالعلاقة بين المعلومات وبين أسعار الأوراق المالية.
- إن العلاقة بين المعلومات المالية وبين أسعار الأوراق المالية –وهو ما يعرف مفهوم كفاءة السوق–توثر على طلب المستثمر على المعلومات كما تؤثر على المستمر نفسه فإذا شعر المستثمر أن السوق كف، سوف يلجأ إلى إتباع استراتيجيات بسيطة لتشكيل محفظة الأوراق المالية وبالتالي يقل طلبه على المعلومات، أما في حالة شعور المستثمرين بعدم الكفاءة فقد يدفعهم ذلك إلى البحث عن معلومات وتحليلها أو الاستعانة بالآخرين، وذلك في محاولة التحقيق عوائد غير عادية.
- إن الهدف من دراسة كافة البيانات والمعلومات الخاصة بأسواق رأس المال هو التوصل إلى الأسهم ذات

[1] طارق الحاج، غسان دعام، " **تأثير المتغيرات الكمية للتداول في سوق فلسطين للأوراق المالية على التنبؤ بمؤشر القدس**"، مجلة جامعة النجاح للأبحاث، المجلد19، العدد 01، فلسطين، 2005، ص 28.

[2] محمد صالح الحناوي، "**تحليل وتقييم الأوراق المالية**"، الدار الجامعية، مصر، 2001-2002، ص ص 135-136.

الخلل السعري، وذلك على أمل تحقيق إيرادات غير عادية كنتيجة لاختلاف القيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها المحورية أو الحقيقية وسوف يؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية فيرتفع سعرها، وانخفاض الطلب على الأسهم المسعرة بأكبر من قيمتها الحقيقية وبالتالي تتجه الأسعار نحو التوازن.

ثالثا: أثر عدم تماثل المعلومات على أسواق رأس المال

إن عدم التكافؤ في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر تأثيرا سلبيا على قرارات المستثمرين من ناحية وعلى كفاءة سوق المال نفسه[1].

إن عدم تماثل المعلومات بمعنى امتلاك بعض المتعاملين معلومات لا يمتلكها الآخرين، مثل كبار العاملين في الشركات الذين يكتسبون معلومات معينة يتم حجبها عن المستثمرين، بهدف تحقيق عائد غير عادي وذلك قبل نشرها في التقارير والقوائم المالية يمكن أن يؤدي إلى أثار سلبية عديدة[2]:

- إذا شعر المستثمرون بعدم المساواة في المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة، فإنهم سوف يحجمون عن التعامل فيها، وبالتالي ينخفض حجم العمليات في السوق ويتناقص حجم السوق كنتيجة لتناقص عدد الأوراق المالية المباعة والمشتراة في فترة زمنية معينة.
- إن عدم تماثل المعلومات في أسواق رأس المال يمكن أن ينعكس في شكل اتساع مدى السعر، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة، وبالتالي تناقص عدد المتعاملين في السوق.
- إن عدم توافر المعلومات أو توافرها بشكل غير عادل أمام جميع المستثمرين أو عدم توافر القادرين على تحليلها سوف يحول الأسواق رأس المال إلى سوق للمضاربة الغوغائية وقد ترجع عدم الكفاءة في نظم المعلومات المالية إلى التأخير في نشر البيانات والمعلومات المالية، مما يقلل ما تحتويه من معلومات بالنسبة للمستثمرين وهنا يتوقع أن تسود ظاهرة عدم تماثل المعلومات، والتي سوف تؤدي بحصول البعض على عوائد غير عادية وما يترتب عن ذلك من ظواهر سلبية.

[1] محمد صالح الحناوي، **"تحليل وتقييم الأوراق المالية"**، مرجع سابق ذكره، ص 133

[2] ميكرا كراسنيك، **"حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح"**، مركز المشروعات الدولي الخاصة، أوت 2008، مصر، ص9.

المبحث الثاني: الإفصاح المحاسبي وعلاقته بكفاءة أسواق رأس المال

شهد عام 1974 حدثا بارزا ترك آثارا جوهرية على شكل الإفصاح عن البيانات والمعلومات المالية المنشورة، ذلك ما أكد مرة أخرى أهمية الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة بعد أن أصبحت هذه البيانات مصدرا رئيسيا للمعلومات بالنسبة للمتعاملين في هذه الأسواق، إذ صدر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال ذلك العام تشريع عن الكونكرس ألزم فيه البنوك والمؤسسات المالية بالخضوع من حيث شروط وقواعد الإفصاح للوائح والتشريعات التي تصدرها بهذا الخصوص لجنة هيئة البورصة (SEC) وذلك بشأن الإفصاح عن المعلومات للشركات المساهمة الأخرى المدرجة في البورصة وقد ترتب على ما سبق انعطاف هام في مسيرة الإفصاح عن المعلومات في ميزانيات البنوك الأمريكية ومؤسساتها المالية تجلت مظاهره في سمتين رئيسيتين[1]:

- اتساع نطاق هذا الإفصاح ليشمل معلومات كانت إدارات البنوك حتى ذلك التاريخ تعتبرها من ممنوعات الإفصاح.
- تمثلت بتحول التركيز من أهداف الإفصاح من حماية مصالح المودعين إلى حماية مصالح الفئات الأخرى مثل المساهمين والمستثمرين والمقرضين.

المطلب الأول: مفهوم الإفصاح المحاسبي والشفافية

تعد الشفافية والإفصاح من المصطلحات التي أصبحت تتردد كثيرا في أسواق المال نظرا لأهميتها الشديدة حيث تتوقف عليها كفاءة سوق رأس المال، وسوف نعرض المقصود بهذين المصطلحين وأنواع الإفصاح وكيفية الإفصاح وزمن الإفصاح.

1. التعريف بمبدأ الشفافية والإفصاح

تحتاج الشركات في سياق عملها الاعتيادي إلى معلومات دقيقة وسليمة من أجل ضمان استمراريتها، وتعود الجذور التاريخية لمفهوم الإفصاح عن المعلومات المالية للعام1837، حيث نشرت مجلة Railway " "Magazineمقالة عن الإفصاح أشارت فيها إلى أثر الإبلاغ عن أرباح الشركات على سلوك المستثمرين، حيث ساد في الربع الأخير من القرن التاسع عشر اتجاه يحث على زيادة في الإفصاحات المحاسبية، من حيث تقديمها معلومات عن الأرباح ورأس المال والاهتلاكات وتغيير الموجودات، ودعم التشريعات التي تزيد من الإفصاح في القوائم المالية والحد من البدائل في المعالجات المحاسبية[2].

[1] R. Brief R. "**Accountants Responsibility in Historical Perspective**",The Accounting Reviews, Vol. 50, No. 2, 1975, p2.
[2] Brief. Richard P," **The accountants responsibility historical perspective"**, the Accounting Review, 1975, p.268.

أ. المقصود بالشفافية

إن المتابع للإعلام المرئي والمكتوب يجد خلطا في فهم المقصود بالشفافية، فالشفافية لا تعني أن تفصح الشركات عن كل أسرارها وأن تكون كتابا مفتوحا للجميع وبالتالي تفقد عنصر المناورة مع منافسيها وتقل قدرتها التفاوضية مع شركائها.

أي يقصد بالشفافية في المعنى الاصطلاحي قيام شركات المساهمة ذات الاكتتاب العام بتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاطها ووضعها تحت تصرف المساهمين وأصحاب الحصص، وإتاحة الفرصة لمن يريد منهم الإطلاع عليها وعدم حجب، فيما عدا تلك التي يكون من شانها الإضرار بمصالح الشركة فيجوز لها الاحتفاظ بسريتها، مثل أسرار الصناعة والعلاقات مع الموردين وغير ذلك، وتعتبر الشفافية حقا دائما يتمتع به المساهمون ومن في حكمهم ومن الممولين والدائنين[1].

ب. المقصود بالإفصاح

أما الإفصاح فيقصد به إتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمشروع، فالإفصاح لا يعني فقط مجرد توفير المعلومات والسماح بالإطلاع عليها كما سبق بالنسبة للشفافية بل أن تتعهد الشركات بتقديم تلك المعلومات وتوصيلها بصفة دورية وتلتزم أيضا لتوصيلها إلى المساهمين وإلى كافة الجمهور لإعداد القوائم المالية، وهذا يعني أن تشمل القوائم المالية والملاحظات والمعلومات الإضافية المرفقة بها على كل المعلومات المتاحة المتعلقة بالمشروع لتجنب تضليل الأطراف المهتمة بالمشروع.

هناك كثير من التعاريف للإفصاح، حيث يعني الإفصاح بشكل عام بيان الشيء من اجل أن يكون معروفا وواضحا، ومن هنا يشكل إفصاح المؤسسات عن المعلومات حماية للمستثمر العادي والأطراف الأخرى من التضليل، إضافة إلى تقليل مخاطر الاستثمار[2]، ومنها ما يتناول الإفصاح في التقارير المالية، من حيث أنه عرض للمعلومات المهمة للمستثمرين وغيرهم من المستفيدين بطريقة تسمح بالتنبؤ بمقدرة المشروع على تحقيق أرباح في المستقبل وقدرته على سداد التزاماته.

---

[1] جمال الدين سحنون، **شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر، 2008/2007، ص 97.

[2] شمس خلفاوي، **دور الاتصال في مواجهة الأزمات**، الملتقى الدولي الرابع حول إدارة الأزمات في ظل اقتصاد المعرفة، جامعة سكيكدة، 2008، ص8.

ويعرف **هندركسن** الإفصاح بأنه "إعلام مستخدمي التقارير المالية بكل ما يساعدهم على اتخاذ قراراتهم الاقتصادية الرشيدة سواء أكانت قرارات استثمارية أو منح قروض أو تتعلق بتحديد العبء الضريبي لكل شركة من المؤسسات المساهمة"[1].

ويجب على الشركات الإفصاح عن المعلومات الهامة والتي يترتب على عدم الإفصاح عنها تغير واختلاف جوهري في اتخاذ قرارات مستخدمي القوائم المالية، ولذلك اهتمت الجهات التي تضع المعايير المحاسبية الدولية بموضوع الإفصاح ووضعت المعايير الكفيلة بتحقيق الحد الأدنى والضروري من المعلومات التي يجب الإفصاح عنها باستمرار ليناسب التغيرات البيئية المتلاحقة.

وقد عرف مفهوم الإفصاح المحاسبي بأنه "يرتكز على ضرورة إظهار القوائم المالية للمعلومات الرئيسية ذات الأهمية النسبية بصورة صحيحة ودقيقة بحيث تخدم جميع المستفيدين منها[2]".

كما يربط بعض الباحثين بين درجة الإفصاح وتخفيض حالة عدم التأكد لدى المستفيدين من خلال نشر معلومات اقتصادية لها علاقة بالمشروع، سواء كانت معلومات كمية أو نوعية تساعد المستثمر على اتخاذ قراراته والتخفيض من حالة عدم التأكد لديه عن الأحداث الاقتصادية المستقبلية"[3] .

من خلال التعاريف السابقة فإنها تلتقي جميعا في أن الإفصاح هو الالتزام بسياسة الوضوح والشفافية في إظهار جميع المعلومات المحاسبية والحقائق المالية الهامة عن الشركات المدرجة في السوق المالية، التي من شأنها أن تؤثر على سعر السهم، والتي تهم الفئات الخارجية، بحيث تعينها على اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.

يتبين من تعريف مفهوم الإفصاح الواقعي بأنه سهل المنال في الواقع العملي أكثر من مفهوم الإفصاح المثالي، وأنه يتضمن مفاهيم الإفصاح الثلاثة وهي الإفصاح المناسب والعادل والكافي وهذه المفاهيم يمكن تعريفها كما يلي[4]:

أ. **الإفصاح المناسب:** وهو الحد الأدنى من الإفصاح الذي يجب أن تتضمنه القوائم المالية حتى لا تكون مضللة عند اتخاذ القرارات الاستثمارية المختلفة.

ب. **الإفصاح العادل:** يتضمن تزويد جميع مستخدمي القوائم المالية بنفس كمية المعلومات في وقت واحد.

---

[1] Eldon Hendriksen, **Acounting theory**, New York : R.D. Irwin, 1992, P50.

[2] خالد أمين عبد الله، "**الإفصاح ودوره في تنشيط التداول في أسواق رأس المال العربية**"، مجلة القانون العربي، العدد 92، 1995،ص38.

[3] Frederick Choi, "**Financial Disclosure and Entry to the European Capital**", Journal of Accounting Research, autumn,1972, P-160

[4] محمد مطر، مرجع سابق، ص 127.

ت. **الإفصاح الكافي**: وهو تزويد الفئات المختلفة بالمعلومات التي تعتبر مقيدة لاتخاذ القرارات الرشيدة، حيث أن المعلومات الكثيرة التي ليس لها معنى ودلالة تؤدي إلى ضياع المعلومات المهمة والمفيدة مما يضلل مستخدمي البيانات المالية عند اتخاذ القرارات، ويعتمد احتفاظ التقارير المالية بدورها كأداة لنشر البيانات ونجاحها في أداء هذه المهمة على مدى مواكبتها التطور في البيئة الاقتصادية، وقدرتها على استيعاب احتياجات مستخدميها من المعلومات، لذلك يفترض أن يمتد مفهوم الإفصاح ليغطي مجالات جديدة لم تكن تقع ضمن إطاره في السابق ولكنها أصبحت ضرورية لاتخاذ القرارات الاقتصادية.

2. أهمية الإفصاح: تظهر أهمية الإفصاح لكل من الأطراف التالية على النحو التالي[1]:

أ. **بالنسبة للمستثمر**: تتجلى أهمية الاستثمار في تحفيز اهتمامه بالأوراق المالية انطلاقا من المعلومات المنشورة من خلال القوائم والتقارير المالية التي تعدها إدارة الشركة، مما يضمن له بقاء توقعات واقعية عن العائد الذي يمكن أن دره عليه هذه الأوراق، هذا ما يساعده على اتخاذ قرار الاستثمار في الشركة المعنية، وفق أسس سليمة بعيدا عن الشائعات والمضاربات، وبذلك يوفر الإفصاح حماية المستثمرين، وبالتالي تتحسن صورة الشركة فتكتسب سعة جيدة من حيث النزاهة والشفافية في السوق المالية المسجلة فيها.

ب. **بالنسبة للسوق المالية**: يمكن الإفصاح من خلق جو استثماري خال من أساليب الاحتيال وتضارب المصالح بين المديرين والمساهمين ومن المضاربة، مما يعزز الثقة في السوق، إضافة إلى ذلك فهو يقلل من التقلبات الحادة الأسعار الأوراق المالية في السوق، إذ يتوفر المعلومات المقيدة بشكل كاف، فإنه يمكن تقييم سعر الورقة المالية بطريقة سليمة، بما يضمن التسعير العادل لها.

إذن فالإفصاح عنصر جوهري من عناصر خلق الشفافية وتوطيد دعائم الثقة بالاستثمار في الأوراق المالية، وذلك من خلال نشر كافة المعلومات المحاسبية والمالية بصورة دورية للمستثمرين، لأن المعلومات المحاسبية تعد المصدر الأساسي في وضع أو إنشاء أو تركيب هيكل الأسعار النسبي للأوراق المالية، وكنتيجة لشمولية واتساع نطاق الإفصاح في المحاسبة، فإنه من الأهمية التركيز على النقاط التالية[2]:

- **كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها**: كثيرا ما تتردد الشركات في زيادة مستوى الإفصاح المالي وتلتزم بالحد الأدنى، ذلك أن زيادة الإفصاح قد يلحق أحيانا بها أضرار خاصة من قبل المنافسين، أما من حيث نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عليها فعادة ما تتحكم المبادئ المحاسبية بطبيعة وتوعية

[1] محي الدين حمزة، "**دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية: دراسة تطبيقية**"، مجلة جامعة دمشق العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 23، العدد 1 ، سوريا، 2007، ص 147.

[2] معارفي فريدة، مفتاح صالح، مرجع سابق، ص 184.

المعلومات في القوائم المالية كمبدأ التكلفة التاريخية، والتوقيت، والموضوعية...الخ.

- **زمن الإفصاح عن المعلومات:** حتى يكون الإفصاح عن المعلومات المحاسبية فاعلا من الأهمية مراعاة التوقيت المناسب لعرض المعلومات، إذ يجب إيصالها للمستثمرين في وقت مبكر خاصة أن ذلك سيؤثر على قرارهم، لذا من المفضل أن يكون تجميع وتلخيص المعلومات المحاسبية ونشرها سريعا بقدر الإمكان الضمان إتاحة المعلومات الحديثة لمستخدميها، ويفترض عرض تلك التقارير في فترات متتابعة حتى تكشف عن التغييرات في وضع الشركة والتي تؤثر بدورها على تنبؤات وقرارات المستثمرين.
- **كيفية الإفصاح عن المعلومات:** توصف المحاسبة بأنها نظام معلومات متكامل، تتمثل مخرجاته في القوائم المالية الأساسية، كقائمة الدخل، وقائمة المركز المالي، وقائمة التدفقات النقدية ...الخ، التي يجب أن تعرض بشكل بسيط وواضح وطبيعي أن تكون الوحدات النقدية هي الوسيلة المستخدمة للتعبير عن جميع العناصر المكونة لتلك القوائم.

3. كيفية الإفصاح عن المعلومات

الإفصاح المالي أصبح مسألة قانونية ملزمة لكل شركات الأموال بنشر البيانات والإفصاح عنها في الأوقات محددة، مما يؤدي إلى تعميق ثقة المتعاملين بعمليات السوق ،وإلى استقطاب مشاركة أوسع منهم، ويحقق الإفصاح الشفافية عن طريق [1]:

- متابعة الإلزام الشركات بتوفير البيانات بالدقة والشفافية المطلوبة.
- تطوير قاعدة بيانات الخبرة الحسابية بهيئة أسواق رأس المال.
- تطبيق قواعد ومعايير المحاسبة والمراجعة.
- تطوير أدلة إرشادية عن متطلبات الإفصاح والشفافية.
- تقيم أداء الشركات والشركات السمسرة في الأوراق المالية.

4. زمن الإفصاح

إن الإفصاح عن المعلومات المحاسبية لا يمكن أن يكون فاعلا ما لم يتم مراعاة التوقيت المناسب لعرض المعلومات، إذ يجب إيصال المعلومات المحاسبية لمتخذ القرار في الوقت مبكر، وذلك لأن أي تأخير في إيصالها سيؤثر على قراره، وطالما أن الكثير من القرارات تتخذ نتيجة الإطلاع التقارير المالية للشركات فمن المفضل أن يكون تجميع وتلخيص المعلومات المحاسبية ونشرها سريعا بقدر الإمكان، لضمان إتاحة المعلومات الحديثة لمستخدميها، ويفترض عرض تلك التقارير في فترات متتابعة، لكي تكشف عن التغييرات في وضع الشركة والتي تؤثر بدورها على تنبؤات وقرارات المستخدمين.

[1] بوكساني رشيد، معوقات **أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع النقود والمالية، غير منشورة، جامعة الجزائر ،2006/2005، ص ص 89-90.

5. تصنيفات الإفصاح: يتم التمييز بين مفهومين للإفصاح هما[1]:

أ. **الإفصاح المثالي:** وهو الذي لا يتحقق إلا بتحقق الشروط التالية:

- أن تكون القوائم المالية المنشورة على درجة عالية من التفصيل.
- أن تكون أرقام القوائم المالية على درجة عالية من الثقة والمصداقية.
- أن يتم عرض القوائم المالية بالصورة وفي الوقت الذي يتناسب مع احتياجات ورغبات كل طرف من الأطراف ذات المصلحة على حده.

ب. **الإفصاح الواقعي:** وهو الذي يركز على الموازاة ما بين القائدة أو العائد الذي سيتحقق من المعلومات وبين تكلفة نشر تلك المعلومات، أو هو الإفصاح الممكن أو المتاح، ومعيار هذا الإفصاح هو المرونة في إطار عناصره الرئيسة التي تشمل طبيعة المعلومات، بمعنى أنه يجب على التقارير المحاسبية أن تفصح عن جميع المعلومات الضرورية الكفيلة يجعلها غير مضللة، ونلاحظ أن هناك اتجاها نحو زيادة حجم المعلومات المفصح عنها، والتركيز على المعلومات التي تحتاج لدراية وخبرة في استخدامها وخاصة تلك التي يحتاجها المحللون الماليون ووسطاء الاستثمارات بحيث يقوم هذا المفهوم على الركائز التالية:

- المبادئ والأصول المحاسبية.
- السياسات الإدارية.
- توجيهات ولوائح الإشراف والرقابة من جهة وأدلة التدقيق ومصالح الأطراف التي ستستخدم تلك البيانات من جهة أخرى.

6. أساليب الإفصاح المحاسبي:

حتى لا تكون عملية الإفصاح غير منظمة وعشوائية هناك مجموعة من الأساليب العامة للإفصاح، والتي تتمتع بدرجة عالية من القبول والاتفاق بين أوساط المحاسبين والمستخدمين للقوائم المالية منها[2]:

أ. **إعداد القوائم المالية وترتيب بنودها:** إن جزءا مهما من الإفصاح المحاسبي يتمثل في عرض القوائم المالية، وترتيب مكوناتها وفق القواعد والمبادئ المحاسبية المتعارف عليها، تسهل عملية قراءتها وفهمها ولمكانية مقارنتها من طرف المستخدمين واستخلاص المعلومات.

---

[1] محمد مطر، **"تقييم مستوى الإفصاح المنصوص عليها في أصول المحاسبة الدولية"**، مجلة دراسات الجامعة الأردنية، المجلد 120، العدد 3،1993، ص 116-117.

[2] محمد المبروك أبو زيد، **"المحاسبة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية"**، ايترك للطباعة والنشر، مصر، 2005، ص 584.

ب. **الملاحظات الهامشية:** يتم استخدام الملاحظات الهامشية لتوضيح أو إضافة معلومات أقل أهمية والمتعلقة بعناصر القوائم المالية، والتي يمكن أن تحتوي على معلومات كمية أو وصفية كالإفصاح عن الأحداث اللاحقة التاريخ الميزانية، أو الطرق والمبادئ المحاسبية المتبعة، إضافة إلى الإفصاح عن الالتزامات المحتملة.

ث. **الملاحق:** وتشمل على قوائم إضافية ترفق مع القوائم الأصلية، يتم من خلالها إعطاء تفاصيل عن بعض البنود الواردة بالقوائم المالية، والتي لا تستوعبها الملاحظات الهامشية، ومثال ذلك الأصول الثابتة وطرق الاهتلاك، قائمة المركز المالي على أساس التغير في المستوى العام للأسعار، قائمة المدينين ومخصص الديون المشكوك فيها، قائمة المخزون السلعي... الخ.

ج. **المعلومات الموجودة من خلال الأقواس:** تستخدم الأقواس في القوائم المالية لتوضيح بعض الأرقام الظاهرة فيها، والتي يصعب فهم طرق احتسابها أو سبب ظهورها من قبل مستخدمي المحاسبة، مثل بيان المبدأ المستخدم في تقييم مخزون نهاية الفترة.

ح. **تقرير المراجع الخارجي:** يعتبر من ضمن وسائل الإفصاح المستخدمة والمتفق عليها، حيث يتم من خلاله إعطاء رأي محايد عن موضوعية وسلامة القوائم المالية، وذلك بغرض تعزيز ثقة المستخدمين في المعلومات المنشورة، في حين يقوم مجلس الإدارة بالإفصاح عن الأداء الحالي للمؤسسة وعن الخطط المستهدفة من خلال تقرير مجلس الإدارة.

المطلب الثاني: أنواع الإفصاح والجهات التي تقوم به

1. أنواع الإفصاح : يمكن الإشارة إلى أنواع الإفصاح إلى عدة أنواع من خلال ما يلي[1]:

أ. **الإفصاح الكامل:** يشير إلى مدى شمولية التقارير المالية وأهمية تغطيتها لأي معلومات ذات أثر محسوس على القارئ، ويأتي التركيز على ضرورة الإفصاح الكامل من أهمية القوائم المالية كمصدر أساسي يعتمد عليه في اتخاذ القرارات، ولا يقتصر الإفصاح على الحقائق حتى نهاية الفترة المحاسبية بل يمتد إلى بعض الوقائع اللاحقة لتواريخ القوائم المالية التي تؤثر بشكل جوهري على مستخدمي تلك القوائم.

ب. الإفصاح العادل: يهتم الإفصاح العادل بالرعاية المتوازنة لاحتياجات جميع الأطراف المالية، إذ يتوجب إخراج القوائم المالية والتقارير بالشكل الذي يضمن عدم ترجيح مصلحة فئة معينة على مصلحة الفئات الأخرى من خلال مراعاة مصالح جميع هذه الفئات بشكل متوازن.

[1] بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص ص89-90.

ت. **الإفصاح الكافي:** يشمل تحديد الحد الأدنى الواجب توفيره من المعلومات المحاسبية في القوائم المالية، ويمكن ملاحظة أن هذا الحد الأدنى غير محدد بشكل دقيق إذ يختلف حسب الاحتياجات والمصالح كونه يؤثر مباشرة في اتخاذ القرار ناهيك عن أنه يتبع للخبرة التي يتمتع بها الشخص المستفيد.

ث. **الإفصاح الملائم:** هو الإفصاح الذي يراعي حاجة مستخدمي البيانات وظروف الشركة وطبيعة نشاطها، إذ أنه ليس من المهم فقط الإفصاح عن المعلومات المالية بل الأهم أن تكون ذات قيمة ومنفعة بالنسبة لقرارات المستثمرين والدائنين وتتناسب مع نشاط الشركة وظروفها الداخلية.

ج. **الإفصاح التثقيفي (الإعلامي):** أي الإفصاح عن المعلومات المناسبة لأغراض اتخاذ القرارات مثل الإفصاح عن التنبؤات المالية من خلال الفصل بين العناصر العادية وغير العادية في القوائم المالية، الإفصاح عن الإنفاق الرأسمالي الحالي والمخطط ومصادر تمويله، ويلاحظ أن هذا النوع من الإفصاح من شأنه الحد من اللجوء إلى المصادر الداخلية للحصول على المعلومات الإضافية بطرق غير رسمية يترتب عليها مكاسب متفاوتة المصلحة.

ح. **الإفصاح الوقائي:** يقوم هذا النوع من الإفصاح على ضرورة الإفصاح عن التقارير المالية بحيث تكون غير مضللة لأصحاب الشأن والهدف الأساسي لذلك حماية المجتمع المالي (المستثمر العادي) ذو القدرة المحدودة على استخدام المعلومات لهذا يجب أن تكون المعلومات على درجة عالية من الموضوعية فالإفصاح الوقائي يتفق مع الإفصاح الكامل لأنهما يفصحان عن المعلومات المطلوبة لجعلها غير مضللة للمستثمرين الخارجيين.

والإفصاح المتعلق بالشركات المساهمة العامة ينقسم إلى ما يلي :

أ. الإفصاح السابق للإدراج.

ب. الإفصاح اللاحق للإدراج.

وهذا الإفصاح يكون متعلقا بالإفصاح للشركات المساهمة العامة المحلية الإفصاح للشركات المساهمة العامة غير المحلية (شركات دول مجلس التعاون الخليجي والشركات العربية والشركات الأجنبية والتي يتم إدراجها بالأسواق المحلية).

أ. **الإفصاح السابق للإدراج:** على الشركة المدرجة نشر كل من البيانات المالية السنوية للشركة والبيانات المالية المرحلية وملخص عن تقرير مجلس الإدارة المقدم لغايات الإدراج في صحيفتين يوميتين تصدران في الدولة باللغة العربية قبل إدراجها في السوق بعشرة أيام، الإفصاح السابق للإدراج يوجد حالتين:

- إذا كانت الشركة حديثة التأسيس تنشر ميزانية افتتاحية.
- إذا كانت شركة ناتجة من تحول شركة مساهمة خاصة أو ذات مسؤولية محدودة تنشر الميزانيات السابقة لسنتين ماضيتين قبل التحول بالإضافة إلى ميزانيتها الافتتاحية كشركة مساهمة عامة.

ب. **الإفصاح اللاحق للإدراج:** يتضمن الإفصاح اللاحق للإدراج ما يلي:

- إفصاح عن البيانات المالية الدورية (الربع الأول، النصف سنوي، الربع الثالث، والنتائج المالية الأولية والنتائج المالية السنوية).
- إفصاح عن الأمور الجوهرية والأحداث الهامة.
- في الواقع العملي وبعيدا عن التحيز لا بد من الإفصاح عن كافة المعلومات بشكل موضوعي من خلال القوائم الأساسية ودون تبني وجهة نظر معينة.

2. الجهات التي تقوم بالإفصاح:هناك عدة وسائل يمكن استخدامها لإيصال مختلف المعلومات والإفصاح عنها إلى مختلف المستفيدين منها:

أ. **الإعلام الاقتصادي:** نقصد بالإعلام الاقتصادي جميع القنوات والوسائل التي تسمح بوصول المعلومات ونشرها على المتعاملين الذين يعتمدون عليها في بناء قراراتهم الاستثمارية المستقبلية، وتتعدد هذه القنوات حسب تخصصاتها (السمعية، البصرية، المكتوبة).

و لا تقل وسائل الإعلام المتخصصة في القطاع الاقتصادي أهمية وفاعلية عن أهمية الشركات العاملة في مجال المعلومات في أسواق رأس المال، مما يؤدي بالقائمين على الصحافة الاقتصادية إلى إلزامية التمتع بالخبرة والعلم والمصداقية. كما يتوجب عليهم التدرب بنفس الحجم والمستوى مثل العاملين في مجال الأوراق المالية، مما يسمح لهم بتقييم النواحي الفنية المتعلقة بعمليات التداول في البورصة، هذا ما تفرضه الدول التي تتمتع بأسواق مالية متطورة مثل فرنسا وإنجلترا وأمريكا بهدف ضمان توفر وتنوع وسائل الإعلام التي تسمح بالحفاظ على أمن واستقرار السوق[1].

إن وسائل الإعلام تقوم بدور هام يسمح بمراقبة وكشف الانحرافات والتقصير في مختلف النشاطات الاقتصادية، ومن ثمّ تحذير الجمهور عن أي انحرافات صادرة من المتلاعبين بالأسعار في أسواق رأس المال.

وفي هذا الإطار يصبح التأكيد على التوخي الدقة في المعالجة الإعلامية للموضوعات المتعلقة بالبورصة أكثر من ضرورة، لأن الكثير من المتلاعبين والمضاربين يلجئون إلى استخدام الإعلام بشكل غير مباشر في نشر بياناتهم الخاطئة من خلال تقديم معلومات في شكل مقالات أو تحقيقات صحفية أو تحاليل مالية...الخ[2].

---

[1] محمد حلمي عبد التواب، **البورصة المصرية والبورصات العالمية آلية عملها والرقابة عليها والربط بين البورصات**، مؤسسة الطوبجي للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، 2004، ص149.

[2] جمال الدين سحنون، **شروط بروز أسواق الأوراق المالية**، مرجع سابق، ص 65.

ب. **الإعلام عبر الانترنيت:** مع التطور الهائل الذي شهدته وسائل الاتصالات الحديثة وخصوصا الإنترنت واتخاذ أغلب الشركات والأفراد مواقع لهم في النشر والدعاية والمراسلات، ومع انتشار ما يسمى بالتجارة الإلكترونية، لم يعد يقتصر الإعلام على الوسائل التقليدية الواردة في قانون سوق رأس المال مثل الصحف، بل أصبح من الضروري وضع قواعد لتنظيم نشر المعلومات والبيانات باستخدام هذه الوسائل الحديثة، إن ممارسة أي نشاط اقتصادي يتوقف على المعاملات، ونظرا لأهمية المعلومات في النشاط الاقتصادي فقد أصبحت صناعة متقدمة ورائجة جدا.

إن الإعلام يجب أن يكون نوعيا والحصول عليه يكون سهلا ومصدره معروفا، لهذا فالانترنيت بالرغم من أنه يوفر العديد من المزايا لمجموع المتعاملين في البورصة، إلا أنه يتطلب تطويرا هاما ومتجددا في القوانين نظرا للتطور المتسارع للتكنولوجيا وأسواق الأوراق المالية وهناك بعض القواعد الجديدة المتعلقة بالإنترنت على وجه الخصوص وهي كالتالي[1]:

- **مسؤولية الشركة:** يجب على الشركة التي تختار فتح موقع لها على الإنترنت أن تحترم المبادئ العامة المتعلقة بالالتزام بإعلام الجمهور، وإذا رغبت الشركة في نشر تحذير يتعلق بصحة معلومات منشورة على الموقع أو بالمسؤولية المتعلقة بها، يجب عليها أن تتأكد من النطاق القانوني لهذا التحذير، وإذا كان هذا التحذير يهدف إلى مراعاة نصوص تشريعية خاصة ببلد معين يجب أن تشير إلى ذلك بوضوح.
- **طريقة تحرير المعلومات:** يجب على المواقع أن تستخدم إلى جانب اللغة الفرنسية لغات أخرى في تقديمها لمعلومات، وذلك احتراما فبالحصول على المعلومات، وإذا كان الأمر يستدعي غير ذلك وجب توضيح ذلك بوضوح.
- **تحديث المعلومات:** حتى نجنب وقوع الجمهور في الخطأ عند الاستعلام ، يجب أن يحمل كل مستند أو مستخرج تاريخ وساعة نشره على الجمهور وكذلك تاريخ وساعة آخر تعديل عليه إن حدث دلك، وفي حالة إجراء تعديل على الصفحات معينة يجب إظهار التواريخ المعدلة على الصفحات المعينة، وفي حالة عدم إمكانية إجراء التعديل على المستند الرئيسي نظرا لطبيعته، تقوم الشركة بإظهار ذلك التعديل بحيث يمكن الوصول إليه بسهولة على الموقع.

[1] Alain Choinel, Gerard Rouyer, **Le marché financier Structures et acteurs**, Banque éditeur- 7ème édition,sep 1999, p113.

- **نشر المعلومات:** كل معلومة من شأنها أن تؤثر على سعر البورصة، يجب أن تكون محلا للنشر الكامل الفعلي، ويتم الإعلان عن هذه المعلومة في نفس الوقت على الانترنت إلى جانب وسائل النشر الأخرى المستخدمة في المعتاد، إذن الانترنيت يعد أداة اتصال لا غنى عنها ومكملة لوسائل الاتصال الأخرى، ولكنه لا يجب أن يتعدى هذه الحدود ما عدا تلك التي يفرضها القانون والتي أصبحت معروفة لدى الجمهور، فالمعلومات المعروضة يجب أن تكون صادرة عن جهات محددة تتمثل في المصدرين والهيئات الرسمية للبورصة، ولا يجب أن تستهدف الترويج لأي جهة، كما يجب أن تكون هذه المعلومات متكاملة ومتجددة من سنة لأخرى[1].

ث. هيئة الأوراق والأسواق المالية: هي هيئة ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وتكون لها جميع الصلاحيات اللازمة لأداء مهامها ووظائفها وتتمتع بالإعفاءات والتسهيلات التي تتمتع بها المؤسسات العامة، وهي الجهة المسئولة عن إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات وتطبيق نظام السوق المالية، وفي سبيل ذلك تقوم الهيئة بما يأتي:

- تنظيم السوق المالية وتطويرها، والعمل على تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية وتطوير الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.
- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها.
- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.
- حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أو التي تنطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب.
- العمل على تحقيق العدالة والكفاية والشفافية في معاملات الأوراق المالية.
- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور.
- تنظيم طلبات التوكيل والشراء والعروض العامة للأسهم.

كما يحق للهيئة طلب إفصاحات نصف سنوية، أو ربع سنوية، وأيضا إفصاحات طارئة مثل التغيير في مجلس الإدارة أو حوادث طارئة أخرى تحدث في الشركة أو أي تغيير جوهري يؤثر على سعر الورقة المالية، ومن الضروري الإفصاح عنها، أضف إلى ذلك الإفصاحات الأخرى وبالمحصلة نهدف من وراء ذلك إلى حماية

[1] جمال الدين سحنون، **شروط بروز أسواق الأوراق المالية**، مرجع سابق، ص 69.

المستثمر لأن أي معلومة مقدمة تؤثر على قراره الاستثماري، وهذا بالطبع لا يعني حمايته من الخسارة إذا لم يكن واعياً لما يحصل، فدورنا الأهم تقديم المعلومة وتأمين الثقة بالسوق.

الإفصاح والشفافية أكبر تحد يواجه هيئات الأوراق المالية في العالم ولا سيما البلدان النامية وأسواق الأوراق المالية الناشئة، لأن الإفصاح عن المعلومات وتنظيمه بما يكفل الحد من الإشاعات وتسريب المعلومات، كون هناك مستفيدين من الإشاعات والتسريبات، وهؤلاء يعملون بقوة ضد تيار القانون والقائمين على تنفيذه للحفاظ على مصالحهم والإبقاء على مزاياهم الاستثمارية على حساب أسواق رأس المال والمستثمرين فيه[1].

3. مقومات الإفصاح المحاسبي

يرتكز الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في القوائم المالية المنشورة على المقومات الرئيسية التالية[2]:

- تحديد المستخدم المستهدف للمعلومات المحاسبية .
- تحديد الأغراض التي تستخدم فيها المعلومات المحاسبية.
- تحديد طبيعة ونوع المعلومات المحاسبية التي يجب الإفصاح عنها.
- تحديد أساليب وطرق الإفصاح عن المعلومات المحاسبية .
- توقيت الإفصاح عن المعلومات المحاسبية.

4. العوامل المؤثرة على الإفصاح

يوجد عدد من العوامل التي تؤثر على درجة الإفصاح بالتقارير المالية وقد أمكن تقسيمها إلى:عوامل بيئية تتعلق بالمجتمع الذي تعد فيه التقارير المالية، وأخرى تتعلق بالمعلومات المالية التي يتعين الإفصاح عنها، وأخيرا هناك عوامل تتعلق بالشركة ذاتها ويتضح ذلك فيما يلي[3]:

أ. **عوامل بيئية:** تختلف التقارير المالية من دولة لأخرى لأسباب اقتصادية واجتماعية وسياسية، وعوامل أخرى ناتجة من حاجة المستفيدين إلى مزيد من المعلومات الإضافية عن التغيرات البيئية وأثرها على المشروع، بغرض المقارنة بين الوحدات الاقتصادية مع بعضها وتحديد المسؤولية الاجتماعية لكل منها.

يبدو ذلك من المقارنة بين التقارير المالية التي تعد في كل من انجلترا والولايات المتحدة الأمريكية حيث يحدد قانون المؤسسات في انجلترا التقارير التي يجب إعدادها وطرق عرض المعلومات المالية في القوائم المالية والعلاقة بين هذه المعلومات والمعلومات الأخرى الواردة بتقرير الإدارة، وأشار قانون المؤسسات الانجليزي أيضا إلى ضرورة توزيع هذه التقارير على المساهمين لمناقشتها قبل إقرارها[4].

---

[1] جمال الدين سحنون، **شروط بروز أسواق الأوراق المالية**، مرجع سابق، ص ص 70-71.

[2] Eldon Hendriksen, **" Disclosure Insight into Requirement in U.S.A and U.K "**, The International Journal of Accounting, Vol.65 Spring 1992, p.21-32.

[3] AAA, **Report of Committee on Environmental Effects of Organizational Behavior**, Accounting Review, Supplement to Vol. 72, No 4, 1997, pp 72-120.

[4] Eldon Hendriksen, Op. Cit, pp21-32.

ب. **عوامل تتعلق بالمعلومات:** تتأثر درجة الإفصاح في التقارير المالية بالمعلومات التي يتم الإفصاح عنها ومدى توافر عدد من الصفات للحكم على كفاءتها وأهمها أن تكون المعلومات ملائمة للقرارات التي سيقوم باتخاذها أغلب المستفيدين منها وأن تكون هناك ثقة في هذه المعلومات عند الاستفادة منها، بالإضافة لقابليتها للتحقق والمقارنة وفي هذا الصدد أشارت لجنة معايير المحاسبة المالية كما هو مبين إلى أن المعلومات الواردة في التقارير المالية ليست إلا أداة تتوقف منفعتها على مدى الاستفادة منها، وذلك من خلال تعريف اللجنة.

ت. **عوامل تتعلق بالوحدة الاقتصادية:** هذه المجموعة من العوامل ترتبط بالشركة مثل حجم المشروع، عدد المساهمين، صافي الربح ... إلى غير ذلك من العوامل، وقد تؤثر على درجة الإفصاح في ظل فروض معينة ويبدو ذلك فيما يلي[1]:

- **حجم المشروع (مجموع الأصول):** يحتاج إعداد المعلومات المحاسبية واستخراجها بشكل دقيق وبتوقيت مناسب وملائم للمستفيدين منها إلى تكاليف مباشرة ناتجة عن إعداد القوائم والتقارير المالية، وتكاليف غير مباشرة ناتجة عن كشف جميع المعلومات عن المشروع للشركات المنافسة الأخرى وناتجة عن عدم وضوح المعلومات للمستثمرين، وقد تبين وجود علاقة موجبة بين حجم أصول المشروع ودرجة الإفصاح في التقارير المالية في عدد من الدراسات الميدانية وقد يرجع ذلك إلى أن تكلفة المعلومات تكون غير ملموسة في المشروعات الكبيرة الحجم إذا ما قورنت بالمشروعات الصغيرة الحجم[2].
- **عدد المساهمين:** هناك علاقة موجبة بين عدد المساهمين ودرجة الإفصاح على أساس أن زيادة عدد المساهمين تؤدي إلى المزيد من المعلومات التي يتعين الإفصاح عنها من جانب المساهمين أو من ينوب عنهم من المحللين الماليين أو سماسرة الأوراق المالية[3].
- **إدراج الشركة بأسواق رأس المال:** لهذا العامل أثر مباشر على زيادة درجة الإفصاح حيث تقوم المؤسسات المسجلة بأسواق رأس المال التي يتم التعامل فيها بالأسهم أو السندات التي تصدرها بملء عدد من النماذج والإيضاحات عن أهداف الشركة ونشاطها، ونتائج أعمالها وبهذا تكون تحت ضغط لزيادة وتحسين درجة الإفصاح في التقارير المالية.
- **المدقق الخارجي:** يؤثر المدقق الخارجي الذي يقوم بفحص حسابات الشركة على درجة الإفصاح من خلال ما يلتزم به من مبادئ ومفاهيم محاسبية مقبولة أو قواعد مهنية تفرضها مهنة المحاسبة والتدقيق.

---

[1] خالد أمين عبد الله، **المحاسب القانوني العربي**، مرجع سابق، ص 38-44.

[2] Surendra S. Singhvi, **"Characteristics and Implication of Inadequate Disclosure :A case study of India"**, The International of Accounting, Vol.3, No.2, Spring 1968, p 129-139.

[3] Surendra S. Singhvi, op. cit, p. 129-139.

5. متطلبات الإفصاح العامة: من خلال التطرق للعوامل المؤثرة على الإفصاح المحاسبي يجب ذكر متطلبات الإفصاح المحاسبي، ويمكن توضيحها في الجدول التالي:

جدول رقم (2-1): يوضح طرق الإفصاح العامة

طرق الإفصاح	متطلبات الإفصاح	الأهمية النسبية
القوائم المالية	- قائمة الدخل أو حسابات ختامية. - قائمة المركز المالي. وكذلك قوائم إضافية وهي: - قائمة التغيير في المركز المالي - قائمة الأرباح الموزعة. - قائمة التدفق النقدي.	تعتبر القوائم المالية الأساسية العمود الفقري للإفصاح ويراعي في إعدادها المبادئ المحاسبية المقبولة و أيضا ما يتعلق بالتبويب، التوحيد والأرقام المقارنة عن سنتين ماليتين.
مذكرات	وتكون أسفل القوائم المالية وتشتمل على: - طرق تقويم المخزون. - طريقة الاهتلاك المطبقة. - أحداث وقعت بعد أعداد الميزانية. - أثر التحويلات للعملات الأجنبية. - التغير في السياسات المحاسبية.	و هذه المذكرات تعتبر جزءا مكملا للقوائم المالية، وتشتمل على بيانات مالية غير واردة فيها.
تقرير مراجع الحسابات الخارجي	- مدى تطبيق المبادئ المحاسبية. - مدى كفاية نظام الرقابة الداخلية. - أحداث مهمة وقعت بعد إعداد القوائم المالية. - نتيجة الفحص المستندي والفني للعمليات المالية	• يزيد من ثقة المستفيدين في المعلومات الواردة بالقوائم المالية. - على ضوء التقرير تتحدد مسؤولية المراجع تجاه الغير.
الإيضاحات	توضح ما يلي: - أي ضمانات على أحد الأصول. - سعر السوق وسعر الشراء للأوراق المالية والتكلفة للأوراق المالية. - سعر السوق وسعر التكلفة للبضاعة الباقية.	تحتوي على معلومات غير واردة بالقوائم المالية أو المذكرات المكملة لها و الأوراق المالية بقصد المتاجرة أو بغرض الاحتفاظ بها أو الجاهزة للبيع.
جداول إحصائية	أهم هذه الجداول: - تحليل الأصول، الاهتلاك. - تحليل المصروفات إلى ثابت و متغير. - بيان المبيعات، تكلفة المبيعات.	توضح للقارئ نتيجة نشاط المشروع بصورة مختصرة
تقرير الإدارة	- معلومات عن أهداف المشروع. - النشاط الحالي والمستقبلي له. - أحداث غير مالية مؤثرة في المستقبل. - مشاكل خاصة بالإنتاج أو التوزيع.	يتضمن كل معلومات غير مالية قد تؤثر على المشروع مستقبلا و تفيد في التنبؤ.
هيئة الأوراق المالية	- الإفصاح عن الأمور الجوهرية والأحداث الهامة. - الإفصاح عن إدراج اسم المؤسسات المساهمة. - الإفصاح المتعلق بشركات الوساطة المالية. - تعامل الأشخاص المطلعين بالأوراق المالية. - المعايير المحاسبية. معايير التدقيق والشروط الواجب توافرها في مدققي حسابات الجهات الخاضعة لرقابة اللجنة.	يتضمن كل معلومات مالية قد تؤثر على الشركة وعلى مستخدمي التقارير المالية حاليا وفي المستقبل وتفيد في التنبؤ لاتخاذ قرارات اقتصادية رشيدة.

Source : Eldon Hendriksen, « **Disclosure Insight into Requirement in U.S.A and U.K** », The International Journal of Accounting, Vol.65 Spring 1992, p.21-32.

يتضح من الجدول السابق أن طرق الإفصاح ومتطلباته العامة من معلومات مالية أو غير مالية تعتبر كنموذج للإفصاح يمكن الاسترشاد به للحكم على مدى كفاءة المعلومات الواردة بالتقارير المالية، كما أن استخدام أي طريقة مناسبة من الطرق السابقة يتوقف على درجة الإفصاح المرغوب فيها وأهميتها.

أما الجدول أدناه يوضح متطلبات الإفصاح لكل من لجنة المبادئ المحاسبية ولجنة معايير المحاسبة المالية:

جدول رقم (2-2): يوضح أهم متطلبات الإفصاح لكل من لجنة المبادئ المحاسبية ولجنة معايير المحاسبة المالية

طرق الإفصاح	متطلبات الإفصاح
لجنة المبادئ المحاسبية **APB Opinions**	يتعين الإفصاح عن: – مكافأة نهاية الخدمة للعاملين. – ضريبة الدخل و المدفوع منها. اهتلاك الأصول، طرق الاهتلاك والاهتلاكات المتجمعة. – عائد السهم. – معلومات عن الاندماج و الطريقة التي تم بها. – معلومات عن الاستثمارات وطريقة معالجتها محاسبيا. – وصف لأهم السياسات المحاسبية.
لجنة معايير المحاسبة المالية* **FASB Statement**	وأهم ما جاء منها: – الإفصاح عن مصروفات البحوث والتطوير. – أثر التغييرات المحاسبية على صافي الدخل. – متوسط دخل السهم. – أثر الديون المعدومة كبيرة القيمة.

Source : Kenneth S.Most, « **Accounting Theory** », Second Edition, Grid Publishing, 1992,p31.

كما وضعت لجنة البورصات بالولايات المتحدة SEC متطلبات خاصة للإفصاح حماية للمستثمرين ومساعدة لهم عند اتخاذ قرارات معينة تتعلق بشراء أو بيع الأسهم في أسواق رأس المال، حيث يوضح الجدول رقم (2-3) متطلبات الإفصاح للجنة البورصات.

* FASB, **Accounting Standards**, Vol.I Nework : Me Graw- Hill, Co.

جدول رقم (2-3): أهم متطلبات الإفصاح للجنة البورصات الأمريكيةSEC*

طرق الإفصاح	متطلبات الإفصاح
10- K Report	يتعين الإفصاح عن المعلومات التالية: الشركة بوجه عام من حيث الإنتاج والتسويق، طرق التوزيع، عدد العمال، إجمالي المبيعات، صافي الربح. ملخص للعمليات المالية التي تمت مقارنة بملخص للسنوات الخمس السابقة. - ممتلكات الشركة من الأصول ووصف لكل منها. - الاستثمارات في شركات تابعة. - القوائم المالية بعد مراجعتها. - كما يتعين تقديم عدد من الجداول أهمها: - جدول بالأصول الملموسة وغير الملموسة. - جدول بالاهتلاكات. - جدول بالسندات والمستهلك منها. - جدول بالاحتياطات والمخصصات.
Regulation S-X**	يتعين الإفصاح عن: - تغييرات في السياسة المحاسبية. - عقود الإيجار طويلة الأجل وكيفية معالجتها محاسبيا. - الالتزامات المحتملة. - سياسات الشراء. - سياسات التقاعد ونهاية الخدمة للعاملين

المصدر: لجنة البورصات الأمريكيةSEC، **التقرير والنشرات، الولايات المتحدة الأمريكية**، آخر تعديل 2017، متوفر على الموقع:

https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cffinancialreportingmanual.pdf،

تاريخ الاطلاع: 2021/01/22.

* **لجنة البورصات الأمريكية SEC**: هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (بالإنجليزية: U.S. Securities and Exchange **Commission**) (**SEC**) هي وكالة تابعة للحكومة الاتحادية في الولايات المتحدة الأمريكية، وهي المسؤول الرسمي عن تنفيذ القوانين الفيدرالية للأوراق المالية، واقتراح القوانين الخاصة بالأوراق المالية، وتنظيم قطاع الأوراق المالية، وخيارات تبادل الأوراق المالية بين البلاد، وأنشطة أُخرى بما فيها تنظيم الأوراق المالية الإلكترونية في الولايات المتحدة.

** Financial statements may be condensed and must be reviewed by an independent accountant before filing as described in S-X Article 10 [S-X 8-03 for Smaller Reporting Companies].

المطلب الثالث: الإفصاح المحاسبي في ظل المعايير المحاسبية الدولية

أصبحت التقارير المالية من حيث اكتمال محتوى المعلومات ومستوى جودتها لا تفي بحاجات المستفيدين من المعلومات المحاسبية، مما ترتب عليه ضرورة تطوير إجراءات الاتصال وإعادة النظر في طرقها ومدي كفاءتها في توصيل المعلومات المحاسبية، وفي ظل تعدد المستفيدين من التقارير المالية وتباين المعلومات التي يحتاجون إليها تعرض الفكر المحاسبي لثلاثة مناهج أساسية لإعداد التقارير المالية هي[1]:

أ. **منهج التقرير في القوائم ذات الغرض العام**: وهو منهج يهتم بإعداد تقارير مالية يمكن أن تفي باحتياجات قطاعات واسعة من المستفيدين، وبرغم شيوع استخدام هذا المنهج إلا أنه يثير انتقادات عديدة حول مدى إمكانية توفير الاحتياجات المتنوعة للمستفيدين المختلفين باستخدام مجموعة واحدة من التقارير المالية.

ب. **منهج التوسع في البيانات التي يتم التقرير عنها** : ويهتم هذا المدخل بزيادة المعلومات المعروضة في التقارير المالية، بحيث تغطي احتياجات قطاعات أكبر، ومثال ذلك تضمين القوائم المالية القيم الحالية والقيم الجارية للأصول إلى جانب القيم التاريخية، ويشير هذا المنهج عدة تساؤلات بشان نوعية وكمية المعلومات التي يجب إضافتها للتقارير المالية والأسلوب الملائم لاختبارها، حيث أن هناك حدود معينة المقدرة المستخدمين بشان إمكانية استيعاب المعلومات الإضافية واستخدامها، حيث يتطلب الأمر تقويم كل معلومة يقترح إضافتها للتقارير المالية بهدف الوقوف على مدى مناسبتها لمختلف المستفيدين.

ت. **منهج تطوير التقارير المالية**: ظهر هذا المنهج نتيجة ضغوط الجهات العلمية المهتمة بالمحاسبة بالولايات المتحدة الأمريكية، وبناء على رغبة المستثمرين وغيرهم من المستفيدين طلبا للمزيد من المعلومات الإضافية التي تساعدهم في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية ويبدوا هذا التطوير من خلال ظهور العديد من القوائم، أبرزها القوائم المالية القطاعية، القوائم المالية المرحلية، القوائم المالية التنبؤية، القوائم المالية الموجزة، والقوائم المالية ذات أسس القياس المتعددة، وقد حث مجلس المحاسبة الأمريكي في قائمة المفاهيم الصادرة عام 1984 مجموعة متكاملة من التقارير ينبغي على كافة المؤسسات إعدادها بصفة دورية في القوائم المالية المرحلية والتقارير والقوائم الملخصة، وهي التي تعد تدعيما للإفصاح المحاسبي، فضلا عن مجموعة أخرى من القوائم وأهمها قائمة القيمة المضافة، القوائم المحلة بالتغير في مستويات الأسعار، بالإضافة إلى المعلومات الأخرى

[1] أمين السيد أحمد لطفي، "**التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص ص 170-172.

التي يتعين الإفصاح عنها بقائمة التوقعات المستقبلية وقائمة أهداف الوحدة، وقائمة بيان العمالة، وبذلك تتكامل تلك القوائم لتكون في مجموعها التقرير المالي للوحدات الاقتصادية والذي يتم من خلاله تحقيق الإفصاح الملائم لمتخذ القرارات.

أولت معايير المحاسبة الدولية عناية كبيرة نحو اعتبارات الإفصاح، وذلك بغرض تحسين جودة المعلومة حيث لا يوجد معيار واحد فقط يتناول الإفصاح المحاسبي، وكيفية عرض القوائم المالية من حيث شكل ومحتوى وهيكل القوائم المالية والسياسات المحاسبية، فقد قامت لجنة معايير المحاسبة الدولية IASC التي سميت فيما بعد مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB بإصدار ثلاث معايير خاصة بالإفصاح ، وقد تم وضع قواعد خاصة بالإفصاح في جميع المعايير المحاسبية الدولية الأخرى تتعلق بكيفية ومتطلبات العرض والإفصاح عن المعلومات، التي تتعلق بالموضوع الذي يعالجه كل معيار من هذه المعايير .

أولا: الإفصاح حسب محتوى المعيار IAS1

يتضمن معيار المحاسبة الدولي IAS1 "عرض القوائم المالية" كل ما يتعلق بإعداد القوائم المالية من قواعد ومبادئ محاسبية وطرق عرض، ولقد حل المعيار المحاسبي الدولي IAS1 محل كل من المعايير المحاسبية التالية IAS1 المتعلق بالإفصاح عن السياسات المحاسبية، المعيار المحاسبي الدولي IAS5 المتعلق بالمعلومات الواجب الإفصاح عنها في القوائم المالية، المعيار المحاسبي الدولي IAS13 المنطق بالأصول المتداولة والالتزامات المتداولة[1]، وقد صمم هذا المعيار لتحسين نوعية البيانات المالية المعروضة، وهو ينطبق على جميع المؤسسات التي تقدم تقاريرها بموجب معايير المحاسبة الدولية، وقد أوضح مكونات البيانات المالية ذات الغرض العام التي تلتزم المؤسسة بنشرها، بحيث تكون مشتملة على مجموعة متكاملة من المعلومات المحاسبية التي يستفيد منها مستخدمو البيانات المالية، والمتمثلة في الميزانية العمومية، قائمة الدخل، قائمة التغير في حقوق الملكية، قائمة التدفقات النقدية، السياسات المحاسبية والإيضاحات، حيث يتطلب مبدأ الإفصاح والشفافية عرض البيانات المالية بطريقة ثمين بشكل موثوق وملائم نتائج الأعمال والمركز المالي، والتغيرات في حقوق الملكية والتدفقات النقدية للمؤسسة.

[1] خالد جمال الجمارات، "**معايير التقارير المالية الدولية 2007**"، إثراء للنشر والتوزيع،الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008، ص 94.

ثانيا: الإفصاح حسب محتوى المعيار IAS 24

إن توسع نطاق العمليات التي تقوم بها المؤسسات، أدى إلى نشوء علاقات تربط المؤسسات بعضها ببعض التحقيق مصالح معينة، هذه العلاقات لها قواعد محاسبية تحكمها وتحدد كيفية التعامل المحاسبي مع العمليات المتبادلة بين هذه المؤسسات، إضافة إلى وجوب الإفصاح عن حقيقة العلاقات بين هذه المؤسسات، لكي يتم اتخاذ القرارات من قبل أصحاب العلاقة على ضوء معلومات واضحة وشفافة وموثوقة، ولهذا جاء المعيار IAS24 الإفصاح عن الأطراف ذات العامة للتأكيد على أن القوائم المالية المؤسسات ذات العلاقة تحتوي على الإفصاحات اللازمة .

ثالثا: الإفصاح حسب محتوى المعيار IFRS7

إن تطور وسائل الاتصال وعولمة النشاط الاقتصادي، وتعزيز حرية انتقال رؤوس الأموال عبر العالم، ساهم في نشوء أدوات مالية جديدة، وزيادة حجم العمليات المنفذة من خلالها، سواء كان ذلك للاستثمار أو التحوط المالي أو لأغراض إدارة السيولة، مما جعل المؤسسات والهيئات المحاسبية الدولية تضع قواعد وأسس للإفصاح عنها، وذلك بهدف تعزيز خاصية الملائمة المعروضة في التقارير المالية، ولهذا تم إصدار المعيار 7 IFRS لتخصيصه فقط للإفصاح المتعلق بالمخاطر الناتجة عن التعامل بالأدوات المالية، وهو بذلك الغي كافة البنود المتعلقة بالإفصاح من المعيار IAS32 أما الأجزاء المتبقية منه تتعلق بقضايا عرض الأدوات المالية فقط، كما قام بإلغاء المعيار AS30 المتعلق بالإفصاح في القوائم المالية للبنوك والمؤسسات المالية الممالة، فوضع بذلك كل الإفصاح على الأدوات المالية مع بعضها في معيار جديد.

تعتبر متطلبات معيار الإبلاغ المالي الدولي IFRS7 الأدوات المالية – الإفصاح مكملة للمبادئ الخاصة بالاعتراف والقياس وعرض الأصول المالية والالتزامات المالية الواردة في معيار المحاسبة الدولي IAS39 و IAS[1]32.

[1] خالد جمال الجمارات، مرجع سابق، ص 94.

المطلب الرابع: أثر الإفصاح المحاسبي في ظل معايير المحاسبة الدولية على كفاءة أسواق رأس المال

تشتد المنافسة بين المستثمرين في ظل السوق الكفء، فالكثير منهم يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، وفي حقيقة الأمر فإن تقلب الأسعار ليس له علاقة بكفاءة السوق بشكل مباشر، فالمستثمرون يواجهون المزيد من المعلومات من يوم الأخر، مما يعني أن جزء من هذا التقلب في الأسعار يرجع إلى المعلومات المتدفقة ومن ثم يترتب عن تجميع وتحليل تلك المعلومات الاستفادة منها في اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة، وعليه تزداد أهمية المعلومة ونظام المعلومات الذي يكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى المستثمر لاتخاذ القرار الكفء أو التصرف الأحسن في الوقت المناسب بشكل كبير في السوق الكفء، ويعتبر نظام المعلومات المحاسبي من أهم مصادر المعلومات الاقتصادية في أسواق رأس المال، فالمعلومات المحاسبية يتم الاعتماد عليها في تقييم الأوراق المالية وتقييم المخاطر المرتبطة هذه الأوراق وكذلك تقييم البدائل المختلفة لعمليات الشراء والبيع في السوق[1].

أولا: علاقة المعلومات المحاسبية بكفاءة أسواق رأس المال

يلعب الإفصاح المحاسبي شورا هاما في تحقيق هذه الآلية الخاصة بأسواق المال، من حيث تحديد الأسعار المناسبة للأسهم وتحقيق التوازن بين درجة المخاطرة والعائد الذي تحققه، ومساعدة المستثمرين في معرفة الأنشطة الاقتصادية كافة والعمليات التي قامت بها الشركة، أما نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها فلا بد أن تكون واضحة وسهلة الفهم وموضوعية، وتعرض في الوقت المناسب، وغالبا ما يعمل على ربط الإفصاح بالمجال المحاسبي، أي أن الإفصاح يؤدي إلى تخفيض عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار وقال المدخرين على تقديم أموالهم للمستثمرين، مما يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم المعروضة للشراء أو البيع، وكذلك زيادة حجم التعامل، ما يؤدي بدوره إلى تنشيط التداول في السوق المالية فالمستثمرون في حاجة إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية، وتقدير درجة المخاطر الخاصة بالأسهم، بالإضافة إلى تكوين محفظة ملائمة للأوراق المالية، بهدف تجنب المخاطر غير المنتظمة عن طريق تنويع استثماراته، حيث تعتبر المعلومات المحاسبية عاملا أساسيا في ترشيد قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، وكذا عقد المقارنات بين فرص الاستثمار المتعددة المتعلقة بالشركات الأخرى المدرجة[2].

---

[1] عبد الغفار حنفي، "**الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص181.

[2] عبد الغفار حنفي،"**البورصات، أسهم وسندات–صناديق الاستثمار**"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1998، ص 177.

اكتسب موضوع الإفصاح المزيد من الاهتمام بعد تزايد الدور الاقتصادي لأسواق المال لجعل التعامل في هذه الأسواق أكثر عدالة لتوفيره فرصا متكافئة للمستثمرين في الحصول على المعلومات، وهذا بدوره يوفر مناخا استثماريا ملائما ويزيد من فرصة نمو وازدهار واستمرارية السوق المالي، وهذا ما فرض على المحاسبين أن يولوا اهتماما خاصا للنظريات والمفاهيم التي تحكم مقومات وآليات هذه الأسواق كنظرية المحفظة مثلا وفرضية كفاءة أسواق رأس المال ذلك ما أكد مرة أخرى أهمية الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة بعد أن أصبحت هذه البيانات مصدرا رئيسا للمعلومات بالنسبة للمتعاملين في هذه الأسواق[1]، لكن عام 1974 شهد حدثين بارزين تركا أثارا كبيرة على مشكلة الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة في الولايات في ميزانيات المؤسسات الأمريكية تجلت في سمتن رئيستين هما: اتساع نطاق الإفصاح ليشمل معلومات كانت إدارات المؤسسات حتى ذلك التاريخ تعتبرها من المحرمات في حين تمثلت السمة الثانية بتحول التركيز على أهداف الإفصاح إلى حماية مصالح الفئات المختلفة مثل المساهمين، والمستثمرين والمقرضين[2].

وهذا ما جعل من التقارير المالية المنشورة مصدرا هاما للمعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات، كما تزايدت الحاجة إلى الإفصاح نتيجة الأزمات التي مر بها العالم والانهيارات التي تعرضت لها بعض الشركات العالمية العملاقة، فعلى سبيل المثال أشار تقرير اللجنة المنبثقة عن الكونجرس الأمريكي للتحقيق في أسباب انهيار شركة Enron سنة 2001 أن أحد أهم أسباب هذا الانهيار يعود إلى قصور الإفصاح عن العمليات المتبادلة بين هذه الشركة وشركات الاستثمار من جهة وتواطؤ شركة التدقيق Anderson من جهة أخرى يؤثر كل من الشفافية والإفصاح بشكل ايجابي على ثقة المستثمرين في أسواق رأس المال فحسب وكذا تشجع الشركات أيضا على إصدار أوراق مالية جيدة[3].

[1] أمين السيد، أحمد لطفي، **"علاقة المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية وتقارير المراجعة بكفاءة أسواق رأس المال"**، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2008، ص 76.

[2] عباس مهدي الشيرازي، **"نظرية المحاسبة"**، ذات السلاسل للنشر والتوزيع، الكويت، 1990، ص 322.

[3] إنعام محسن حسن زويلف، **"الشفافية في الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ودورها في الحد من آثار الأزمة المالية العالمية على سوق عمان المالي"**، معهد الإدارة العامة، سلطنة عمان، 2013، ص 54.

ثانيا: أثر عدم تماثل المعلومات على كفاءة أسواق رأس المال

يقصد بعدم تماثل المعلومات Asymmetric Information في الأسواق المالية، عدم إلمام أحد أطراف الصفقة بالمعلومات الكافية عن الطرف الأخر لهذه الصفة الأمر الذي قد يمنعه من اتخاذ القرار السليم، أو بعبارة أخرى تعبر عن موقف يكون فيه أحد الأطراف المتعاملين في النواحي المالية لديه معلومات أكثر من الآخرين مما يترتب على ذلك أن الأطراف الأخرى لن تستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم وينتج عن ذلك اتخاذ قرارات خاطئة، ويترتب على وجود عشم تماثل المعلومات ظهور نوعين من المشاكل يعتبران من أهم أسباب انخفاض كفاءة الأسواق المالية، المشكلة الأولى تحدث قبل إتمام الصفقة وتسمى مشكلة الاختيار السيئ أو الاختيار العكسي، والمشكلة الثانية تحدث بعد إتمام الصفقة وتسمى مشكلة المخاطرة المعنوية أو مخاطر سوء النية[1].

1. مشكلة الاختيار السيئ Adverse Selection

هي عدم قدرة أصحاب الأموال على التفرقة بين الجيد والسيء من الأفراد والشركات الذين يسعون للحصول على هذه الأموال لتمويل أنشطتهم الاستثمارية، الأمر الذي قد يعرضهم للاختيار السيء بتوجيه مدخراتهم للسيء من الأفراد أو الشركات وما يترتب عليه من نتائج غير مرضية، ونظرا لعدم تماثل المعلومات نجد أن أكثر الأفراد الشركات رغبة والحاجات للحصول على الأموال هم الأكثر احتمالا لإحداث نتائج غير مرضية لأصحاب هذه الأموال كانعدام القدرة على الوفاء بالالتزامات المالية، لذلك فهم الأكثر احتمالا للحصول على هذه الأموال.

ونظرا للاحتمال المرتفع للاختيار السيئ، يمتنع أصحاب الأموال عن التعامل في أسواق رأس المال رغم احتمال وجود أفراد ذوي فرص استثمارية منتجة، ولديهم القدرة على الوفاء بالتزاماتهم المالية، مما يؤدي إلى انخفاض أداء الأسواق المالية، وتقليص دورها في تحويل المدخرات من الأفراد والشركات الذين لديهم فائض من الأموال ولا يتوافر لديهم فرص استثمارية منتجة، إلى الأفراد والشركات الذين لديهم فرص استثمارية منتجة ويفتقرون إلى التمويل اللازم لذلك.

إن عدم توافر المعلومات لدي مشتري الأوراق المالية، تجعله غير قادر على تحديد أي من الشركات المصدرة لهذه الأوراق المالية ذات معدلات عائد متوقعة مرتفعة ومخاطر منخفضة، وأيها ذات معدلات عائد

[1] Frederic S. Mishkin, **"The Economic of Money"**, Banking, and Financial Market, Addison-Wesley, USA, 7th ed, 2004, pp 32-34.

متوقعة منخفضة ومخاطر مرتفعة، لذلك فعند دخول هذا المشتري هذه أسواق رأس المال سيكون على استعداد العرض سعر لا يعكس الجودة الحقيقية (القيمة الاقتصادية الحقيقية) للورقة المالية، بل يعكس متوسط الجودة للأوراق المطروحة في السوق، وهو سعر يقع ما بين القيمة الاقتصادية الحقيقية للورقة المالية الجيدة والقيمة الاقتصادية الحقيقية للورقة المالية الرديئة، وهذا السلوك من قبل المشتري لا يشجع مديري الشركات الجيدة على طرح أوراقهم المالية داخل هذا السوق، لعلمهم أن هذه الأوراق ستباع بأقل من قيمتها الاقتصادية الحقيقية، أما مديري الشركات الرديئة فهم الأكثر رغبة في طرح أوراقهم المالية، لعلمهم بأن المشترين المرتقبين على استعداد لعرض أسعار تفوق القيمة الاقتصادية الحقيقية لأوراقهم المالية، لذلك فهم يملئون السوق مما يجعل المشتري المرتقب عرضة لمشكلة الاختيار السيئ، الأمر الذي يحجب الكثير من المستثمرين عن التعامل مع هذه الأسواق، مما يحدث آثار سلبية ليس فقط على أداء هذه الأسواق، ولكن أيضا على أداء الاقتصاد الوطني، وذلك لعدم فاعلية هذه الأسواق في تعبئة المدخرات وتوجيهها للمنظمات الجيدة، التي تتوافر لديها فرص استثمارية منتجة تساهم في زيادة النمو الاقتصادي للمجتمع.

2. مشكلة مخاطر سوء النية Moral Hazard:

حتى مع افتراض قدرة الأفراد – أصحاب الأموال – على التفرقة بين الجيد والسيئ من الأفراد والشركات قبل إتمام الصفقة المالية، وبالتالي تم تعرضهم لمشكلة الاختيار السيئ، إلا أنهم يبقون عرضة المشكلة أخرى تحدث بعد إتمام الصفقة المالية، وهي احتمال تعرضهم لمخاطر سوء النية من قبل مستخدمي الأموال الذين يقومون باستخدام الأموال في أنشطة لا يرضى عنها أصحاب الأموال، كالأنشطة الغير منتجة أو مرتفعة المخاطر، الأمر الذي يزيد من فرص عدم قدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم المالية اتجاه أصحاب الأموال، فعلى سبيل المثال نجد أن عدم تمال المعلومات بين مثيري الشركات وحملة الأسهم العادية يعرض حملة الأسهم لهذا النوع من المشكلات. بعبارة أخرى، إن عدم توافر المعلومات لدى حملة الأسهم (أصحاب الأموال) عن كيفية استخدام أموالهم بواسطة مديري الشركات يجعلهم عرضة لهذه المشكلة، فانفصال الملكية عن الإدارة داخل الشركة المساهمة يزيد من احتمال قيام مشيري هذه الشركات باستخدام أموال حملة الأسهم في القيام بأنشطة استثمارية غير منتجة كبناء وتجهيز مكاتب فاخرة أو شراء سيارات فاخرة للاستخدام الشخصي أو استخدام الأموال في تنفيذ استراتيجيات ليس من شانها زيادة ربحية الشركة ولكن لتدعيم مكانة وزيادة نفوذ هؤلاء المديرين، كالاستراتيجيات الخاصة بشراء شركات أخرى فقط لمجرد زيادة حجم الشركة وما يترتب عليه من زيادة نفوذ هؤلاء المديرين وانخفاض احتمال تعرض الشركة للبيع.

ويطلق على هذا النوع من المشاكل التي يتعرض لها حملة الأسهم بعد إتمام الصفقة بمشكلة الوكالة أي عدم قدرة مديري الشركات باعتبارهم وكلاء لحملة الأسهم على تعظيم ثروة هؤلاء الأفراد وحملة السندات أيضا قد يتعرضون لهذا النوع من المشكلات، ويبقى السبب وراء تعرض الفرد المقرض أو المستثمر لمخاطر سوء النية هو عدم قدرته على المتابعة الدائمة لأنشطة المقترض أو الجهة المصدرة للورقة المالية، وذلك نظرا لما تتطلبه هذه العملية من تكاليف الوقت والجهد التي ليس بمقدوره أن يتحملها وحتى مع إصرار هذا الفرد على أن يتضمن عقد الاقتراض على بنود تحد من قدرة المقترض على القيام بأنشطة مرتفعة المخاطر، إلا أنه لا يزال عرضة لهذه المخاطر إذا لم يقم بالمتابعة الدائمة الأنشطة المفترض للتعرف على مدى التزامه ببنود العقد.

ثالثا: دور الإفصاح في تخفيض عدم تماثل المعلومات

يعمل الإفصاح على تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية، وبالتالي زيادة كفاءة أسواق رأس المالوصولا إلى الأسعار الحقيقية الأسهم، إلى جانب زيادة حجم العليات وتوفير السيولة التي تشجع التعامل في السوق، هذا من شأنه أن يخفض تكلفة العمليات وزيادة العائد منها وتحقق المنفعة للاقتصاد القومي ككل، ففي ظل الكفاءة التي يتمتع بها السوق يسعى كل طرف جاهدا لتحقيق أغراضه الذاتية دون الإخلال بالتوازن القائم في السوق، وقد ناقشت عدة بحوث الحوافز الخاصة بإدارة الشركات لتحقيق كفاءة السوق عن طريق الإفصاح الذاتي عن المعلومات المحاسبية للجمهور كافة، محاولة من خلاله طمأنته بصدق البيانات المفصح عنها، مدعمة ذلك بتقرير مراجع الحسابات الخارجي، وهناك ثلاث نظريات تفسر سلوك الإدارة بالنسبة للإفصاح تتمثل فيما يلي[1]:

1. **نظريات التعاقدات الكفؤة Efficient Contacts** : وفقا لهذه النظرية، فإن كافة الأطراف تتصف بالرشد الاقتصادي، فيحاول كل منها تخفيض تكاليف الوكالة عن طريق التعاقد فيما بينها لمنع استغلال طرف الطرف أخر، وقد أبرزت بحوث عديدة من Benston في 1986وكل من Lew وPenman في سنة 1990 أن درجة الإفصاح تزداد بزيادة حجم الشركة وارتفاع نسبة الديون الخارجية وزيادة سيطرة المدراء على أمور الشركة.
2. **نظرية السلوك الانتهازي Opportunitie Behavior** :تفترض هذه النظرية أن اختيار الطرق المحاسبية وشكل الإفصاح يتأثر بالسلوك الانتهازي للمدراء، أي أنهم يحاولون تعظيم ثروتهم المتمثلة في

[1] كمال الدين الدمراوي ، محمد سرايا، **"دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة"**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 33.

ملكيتهم للأسهم والمكافآت التي يحصلون عليها، وبالتالي يختارون من الطرق المحاسبية التي من شانها أن تزيد من الأرباح المالية على حساب الفترات المستقبلية، ومن أهم البحوث التي تطرقت إلى هذا الغرض نذكر كل من Watts في 1977، وHauthansen في 1981، وHealy في 1985، إذ توصلت هذه الأخيرة إلى أن الشركات كبيرة الحجم تحاول تخفيض أرباحها لتفادي التكاليف السياسية الناتجة عن التدخل الحكومي وزيادة الضرائب المفروضة عليها.

3. **نظرية توفير المعلومات Information Perspective**: تقوم هذه النظرية على اختيار المدراء للطرق المحاسبية وشكل الإفصاح بطريقة تعكس القيمة الاقتصادية للشركة، بحيث تساعد المستثمرين على تقدير التدفقات النقدية من استثماراتهم ومن أهم الدراسات التي اختبرت فروضها:

- دراسة Malmrqnist عام 1990، حيث أثبت من خلالها أن شركات البترول تختار بين طريقتي الجهود الناجحة والتكاليف الشاملة، وهما تعكسان نشاط الشركة في البحث والتنقيب، وبالتالي تظهر القيمة الاقتصادية للشركة.
- دراسة أخرى قام بها Main and Smith عام 1990، أثبتت أن الشركات القابضة تختار بين تجميع القوائم المحاسبية وبين فصلها، بناءا على مدى اعتماد الشركتين القابضة والتابعة على بعضهما.

يتضح مما سبق أهمية الإفصاح عن المعلومات في مساعدة المستثمرين في معرفة الأنشطة الاقتصادية كافة والعمليات التي قامت بها الشركة، من هنا كان الإفصاح المالي المحاسبي مسألة قانونية تلزم كل شركات الأموال بنشر القوائم المالية، والإفصاح عنها في أوقات محددة لتحقيق الكفاءة في السوق المالي، وذلك عن طريق[1]:

- متابعة التزام الشركات بتوفير بيانات تصف بالدقة والثقافية المطلوبة.
- تطبيق قواعد ومعايير المحاسبة والمراجعة.
- الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية عن متطلبات الإفصاح والشفافية.
- تقيم أداء الشركات وشركات السمسرة في الأوراق المالية.

[1] مفتاح صالح و معارفي فريدة، مرجع سابق، ص 184.

المبحث الثالث: علاقة حوكمة الشركات بكفاءة أسواق رأس المال

أدت العولمة وتحرير أسواق رأس المال إلى فتح أبعاد جديدة للشركات تتيح لها إمكانية تحقيق أرباح مذهلة، لكنها فينفس الوقت عرضتها إلى منافسة شرسة وأصبح مديروها يعلمون أنه لمواجهتها يحتاجون إلى رأس مال يتعدى إمكانياتهم، لأنه أصبح رأس المال يتسم بقدر كبير من الصعوبة والتحديات خاصة وأن المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال أعلنوا بوضوح أنهم غير مستعدين لتمويل شركات لا تتسم إدارتها بممارسة سليمة تؤدي إلى تقليل احتمالات الفساد وسوء الإدارة، ومن هنا اتجه همهم إلى التبصر على القواعد والممارسات التي تسير بها المؤسسات أو ما يطلق عليه بالحوكمة.

المطلب الأول: مفهوم الحوكمة

ظهر مصطلح الحوكمة على غرار مصطلحات أخرى مثل الخوصصة والعولمة، وكلها مصطلحات حديثة العهد على اقتصاديات الدول النامية وأسواقها المالية، وقد تعاظم الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات خلال العقود القليلة الماضية نظرا للانهيارات المالية والأزمات الاقتصادية التي شهدها العديد من الدول في أسواق المال والشركات والتي كان أحد أهم أسبابها غياب الإفصاح الكامل والشفافية فيما يتعلق بالمعلومات المالية والمحاسبية للعديد من الشركات والوحدات الاقتصادية في أسواق المال[1].

أولا: تعريف الحوكمة

إن مصطلح الحوكمة هو الترجمة للأصل الإنجليزي لكلمة "GOVERNANCE"وهي ليست كلمة جديدة إلا أن ظهورها في النقاش يعتبر نسبيا تطورا جديدا، حيث كفكرة شاع استخدامها بشكل واسع مع بداية عقد التسعينات ولعل مصطلح GOVERNANCE يفتقد إلى الترجمة الدقيقة إلى اللغات الأخرى[2].

حيث تمت ترجمته إلى اللغة العربية إلى العديد من الكلمات مثل (الحوكمة)، (الحكمانية)، (إدارة الحكم)، (الحكم السليم)، (الحكم الراشد)، وذلك بالرجوع إلى الترجمات المختلفة والمشار إليها في المعجم العربي الأساسي للناطقين باللغة العربية وتعلميها الصادر عن المنظمة العربية للتربية والثقافة والعلوم والذي ورد

[1] نظير رياض محمد الشحات،"**إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات**"، دار الوليد، المنصورة، مصر، 2007، ص290.

[2] بنك الإسكندرية، **النشرة الاقتصادية**، العدد35، 2003، ص47.

فيه لفظ (حكمة) وتعني معرفة أفضل الأشياء بأفضل العلوم أو معرفة الخير لأجل العمل به، كما تعني العلم والتفقه[1].

كما قدمت منظمة التمويل الدولية (IFC) تعريفا للحوكمة "بأنها نظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها"، أي أنّ الحوكمة تعني وجود نظم تحكم العلاقات بين الأهداف الأساسية التي تؤثر على الأداء، كما تشمل مقوّمات تقوية المؤسسة على المدى البعيد[2].

أما منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) فقد أوردت مفهوما للحوكمة على أنها "مجموعة من القواعد والعلاقات بين إدارة الشركة ومجلس الإدارة والملاك وجميع الأطراف التي لها علاقة مع الشركة"، أو هو "الأسلوب الذي يقدم الهيكل أو الإطار المنظم الذي يتم من خلاله تحديد الأهداف وتحقيقها ومراقبة الأداء والإشراف على الأسلوب الناجح لممارسة السلطة التي يجب أن يُقدم الحوافز اللازمة لمجلس الإدارة والإدارة العليا في السعي لتحقيق الأهداف الموضوعة لخدمة مصالح الشركة ومساهميها وتسهيل المراقبة الجيّدة لاستخدام الموارد وأصول الشركات والمؤسسات بكفاءة وفاعلية".

وفي نظر البنك الدولي فإن الحوكمة الجيدة تتطابق مع فكرة تطوير الإدارة، حيث أن الفشل في إشراك المستفيدين والمتأثرين بتصميم وتنفيذ المشاريع يؤدي إلى حد كبير إلى تقليص مدى إدامتها واستمرارها في المستقبل، لذا فإن الحكومة الجيدة من وجهة نظر البنك الدولي تكون أساسية لخلق وإدامة البنية الدائمة للتنمية التي تتسم بالقوة والعدالة[3].

ومن خلال التعريفات السابقة تتضح عدة معان أساسية لحوكمة الشركات أهمها[4]:

- مجموعة من الأنظمة الخاصة بالرقابة على أداء الشركات.
- تنظيم العلاقات بين مجلس الإدارة والمديرين والمساهمين وأصحاب المصالح.
- وجوب أن تدار الشركات لصالح المساهمين والمستثمرين.
- مجموعة من القواعد التي بموجبها تسير الشركة وتراقب وفق هيكل معيّن ومنظم يتضمن توزيع الحقوق والواجبات بين مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين و المساهمين.
- مجموعة من المفاهيم والأهداف والرقابة التي تتضمن حوافز مناسبة لمجلس الإدارة والإدارة العليا لإنماء المؤسسة وتطويرها وتحقيق المتابعة المستمرة والاستخدام الأمثل لمواردها بكفاءة ونزاهة عالية.

---

[1] زهير عبد الكريم الكايد، **الحكمانية قضايا وتطبيق**، منشورات المنظمة العربية لتنمية الإدارة، 2003، ص8.

[2] **International Finance Corporate** (IFC), **corporate governance**: why corporate governance, 2005, p104.

[3] مجدوب محمود سامي، **دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على جودة القوائم المالية**، بحث مقدم في مؤتمر الإسكندرية أيام 8-10 سبتمبر 2005، ص84.

[4] هوام جمعة، **الملتقى الوطني لحوكمة المحاسبية**، مداخلة بعنوان دور حوكمة الشركات، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، ص6.

ثانيا: محددات الحوكمة

هناك اتفاق على أن التطبيق الجيد لحوكمة الشركات من عدمه يتوقف على مدى توافر ومستوى جودة مجموعتين من المحددات: المحددات الخارجية وأخرى داخلية (انظر شكل أدناه)، ونعرض فيما يلي هذه المحددات بشيء من التفصيل كما يلي[1]:

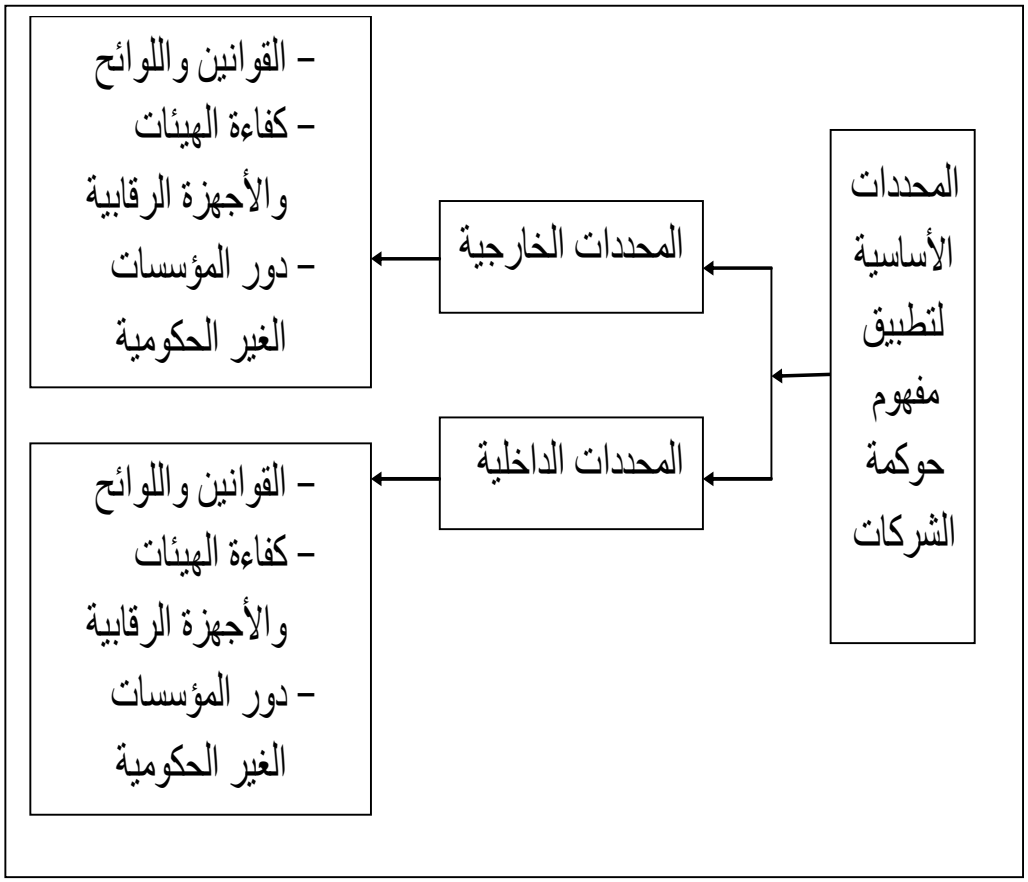
1. **المحددات الخارجية:** وتشير إلى المناخ العام للاستثمار في الدولة، والذي يشمل القوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي (قوانين سوق المال والشركات وتنظيم المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية والإفلاس)، وكفاءة القطاع المالي في توفير التمويل اللازم للمشروعات[2]، ودرجة تنافسية أسواق السلع وعناصر الإنتاج، وكفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية (هيئة سوق المال والبورصة) في إحكام الرقابة على الشركات، وذلك فضلا عن بعض المؤسسات ذاتية التنظيم التي تضمن عمل الأسواق بكفاءة (الجمعيات المهنية التي تضع ميثاق شرف للعاملين في السوق كالمراجعين والمحاسبين والمحامين والشركات العاملة في أسواق رأس المال وغيرها)، والمؤسسات الخاصة للمهن الحرة مثل مكاتب المحاماة والمراجعة والتصنيف الائتماني والاستشارات المالية والاستثمارية، وترجع أهميتها إلى أن وجودها يضمن تنفيذ القوانين والقواعد التي تضمن حسن إدارة الشركة، والتي تقلل من التعارض بين العائد الاجتماعي والخاص[3].
2. **المحددات الداخلية** : وتشير إلى القواعد والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل الشركة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، والتي يؤدى توافرها من ناحية وتطبيقها من ناحية أخرى إلى تقليل التعارض بين مصالح هذه الأطراف الثلاثة.

[1] محمد مصطفى سليمان، **"دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري"** ، دار الجامعية، الطبعة الثانية، 2009، ص23.

[2] فكري عبد الغني محمد جوده، **مدى تطبيق مبادئ الحوكمة المؤسسية في المصارف الفلسطينية وفقا لمبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ومبادئ لجنة بازل للرقابة المصرفية**، رسالة الماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2008،ص21-22.

[3] محمد حسن يوسف، **محددات الحوكمة ومعاييرها مع إشارة خاصة لنمط تطبيقها في مصر**، 2007م ، ورقة عمل مقدمة إلى بنك الاستثمار القومي، ص6.

الشكل (2-2): المحددات الخارجية والداخلية للحوكمة



المصدر: سليمان محمد مصطفى، **حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري (دراسة مقارنة)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص19.

المطلب الثاني: حوكمة الشركات

ارتبط مصطلح حوكمة الشركات بالعولمة والأزمات المالية، هذه الأخيرة أوجدتها ظروف غير مستقرة واضطرابات وفوضى وتذبذبات اجتاحت العديد من أسواق المال العالمية، وألقت عليها بظلال من الشكوك وألوان من القلق وعدم الثقة، لتطرح معها المزيد من التساؤلات الحائرة حول مدى مصداقية المعلومات المفصح عنها من قبل الشركات المدرجة فيها، ومدى إمكانية الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات.

من هنا برزت جهود كل من صندوق النقد والبنك الدوليين، لتبني اتجاه جديد لتحقيق الإصلاحات الهيكلية، اعتمادا على مجموعة من الإجراءات لتقييم برامج الإصلاح الاقتصادي، ليلوح في الأفق مصطلح الحوكمة كمدخل للرقابة، يضمن تحقيق الإفصاح والشفافية والمساءلة، بما يضمن حماية رؤوس الأموال في الشركات والأسواق.

أولا: نشأة حوكمة الشركات

إن التطور الكبير الذي رافق الثورة الصناعية وبروز الشركات العملاقة ومتعددة الجنسيات وانفصال الإدارة عن الملاك، وظهور الشركات الصناعية المساهمة الضخمة والتوسع في أعمالها مما أدى إلى ظهور تعارض بين الإدارة والمساهمين في بعض الأحيان، ويبدو أن الكثير من المفاهيم مثل الإفصاح والشفافية والحوكمة كانت موجودة ولكن لم تلقى الاهتمام الكافي، وفي أعقاب الأزمات المالية العالمية التي أصابت أسواق المال في كثير من الدول مما أدى إلى بروز مفهوم الحوكمة[1].

إن أول من اهتم بحوكمة الشركات هما الباحثان الأمريكيان Means و Berl وذلك سنة 1932 من خلال ندوتهم " الشركة الحديثة والملكية الخاصة"، حيث قاما بدراسة تركيبة رأسمال كبريات الشركات الأمريكية، ومن خلال دراستهما توصلا إلى ضرورة فصل الملكية عن الإدارة وإلزامية فرض رقابة على تصرفات المسيرين لحماية حقوق المساهمين.

وتستند حوكمة الشركات في الفكر التنظيمي إلى مجموعة من النظريات أهمها نظرية الوكالة التي يعود الفضل في تطويرها إلى الأمريكيين Meckling وJensenسنة 1976، حين أثارا مسألة هامة تتعلق بالفصل بين ملكية رأس المال التي تعود للمساهمين ومهمة اتخاذ القرار والتسيير الموكلة للمسيرين، فحسب هذه

[1] مصطفى يوسف كافي، "**الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات (جذورها– أسبابها– تداعياتها– أفاقها)**"، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2012 ،ص 202.

النظرية، فإن المسيرين تربطهم بالشركة عقود تفرض عليهم العمل لصالح المساهمين من أجل زيادة ثروتهم وخلق القيمة مقابل أجور يتقاضو نها، لأن المسير وفق النظرية الوكالة يلجأ إلى وضع استراتيجيات تحميه وتحفظ له حقوقه عن طريق استغلال نفوذه، شبكة العلاقات بالموردين والعملاء ...وكذلك حجم المعلومات التي يستقبلها المسير قبل غيره، وبذلك فهو يفضل تحقيق مصالحه وأهدافه الشخصية أولا قبل مصالح المؤسسة (خاصة الحفاظ على قيمته في سوق العمل)، لمواجهة هذا الانحراف الذي تعتبره النظرية إخلالا بشروط العقد الذي يربط المسير بالشركة يلجأ المساهمون لتعديل سلوك المسير السلبي وللحفاظ على مصالحهم باتخاذ تدابير تقويمية ورقابية عن طريق إنشاء نظام حوكمة الشركات الذي يملك آليات وأدوات رقابية وإشرافية داخلية تعتمد على (مجالس الإدارة، الرقابة التبادلية بين المسيرين (رئيس، مرؤوس) وكذا الرقابة المباشرة للمساهمين والممارسة الخارجية من طرف الأسواق (سوق رقابة المسيرين، أسواق رأس المالوالبنوك...)

وقد أشار Fama في عام 1980 إلى حتمية حدوث صراع بالشركة عندما يكون هناك فصل بين الملكية والإدارة، وفي هذا السياق يؤكد Monks وMinow وMitchellسنة 2001 عن إمكانية حل مشكلة الوكالة من خلال التطبيق الجيد لآليات حوكمة الشركات، إذ جاءت حوكمة الشركات كرد فعل واستجابة لنداء المساهمين من أجل الحد من التصرفات السلبية للمسيرين ولفرض رقابة تحمي المصالح المشتركة للجميع وتحافظ على استمرارية الشركة أيضا[1].

ثانيا: مفهوم وأهمية حوكمة الشركات

حظي مصطلح حوكمة الشركات باهتمام العديد من الأكاديميين والباحثين والمحللين والممارسين، وذلك في إطار حل مشكلة الوكالة التي تنشأ بين الإدارة والملاك.

1. تعريف حوكمة الشركات

فقد عرفت مؤسسة التمويل الدولية "IFC" حوكمة الشركات بأنها: "النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها"[2].

[1] أحسين عثماني، سعاد شعبانية، **"النظام المالي المحاسبي كأحد متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر"**، مداخلة ضمن الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، يومي 6-7 ماي 2012 ، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص 4.

[2] يوسف محمد طارق، **حوكمة الشركات والتشريعات اللازمة لسلامة التطبيق، مبادئ وممارسات حوكمة الشركات**، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2009، ص4.

كما عرفها حماد عبد العال بأنها "النظام الذي بتم من خلاله توجيه أعمال المنظمة ومراقبتها على أعلى مستوى من أجل تحقيق أهدافها والوفاء بالمعايير اللازمة للمسؤولية والنزاهة والصراحة"[1].

وفي السياق ذاته جاء تعريف عبد الوهاب علي وشحاته السيد، ليظهر أهم مبادئ هذا النظام والأهداف التي يصبو إلى تحقيقها، إذ يعرفان حوكمة الشركات بأنها: "مجموعة الآليات والإجراءات والقوانين والنظم والقرارات التي تضمن كلا من الانضباط"Discipline"والشفافية" Transparency" والعدالة "Fairness"، وبالتالي تهدف إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق تفعيل تصرفات الإدارة فيما يتعلق باستغلال الموارد الاقتصادية المتاحة لديها، بما يحقق أفضل منافع ممكنة لكافة الأطراف ذوي المصلحة والمجتمع ككل"[2].

وعليه يمكن القول بأن" حوكمة الشركات هي أداة تمكن إدارة الشركة من تحقيق أهدافها على المدى البعيد بطريقة تحمي حقوق ذوي المصالح"[3].

2. أهمية حوكمة الشركات

تكمن أهمية حوكمة الشركات في كونها عملية ضرورية لضمان تحقيق أهداف الشركات، لاسيما ما يتعلق بتفعيل دور الجمعيات العامة للمساهمين للاضطلاع بمسؤولياتهم، وحماية دورهم الرقابي على أداء مجلس الإدارة والمديريين التنفيذيين في هذه الشركات، بما يكفل حماية حقوق أصحاب المصالح[4]، وتستمد الحوكمة أهميتها من اختصاصاتها بالجوانب التالية:

- تحقيق الحياد والاستقلال لكافة العاملين في الشركات في مختلف المستويات التنظيمية.
- تقليل الأخطاء إلى أدنى قدر ممكن، والاعتماد على الضوابط الوقائية التي تمنع حدوث الأخطاء، ومن ثم تفادي تكاليف حدوثها.
- ضمان الاستفادة من نظم الرقابة الداخلية.
- التأكد من استقلالية وموضوعية وحيادية المراجعين الخارجيين، وضمان عدم تأثرهم بأي ضغوط من جانب مجلس إدارة الشركة، أو أي أطراف داخلية أخرى.

---

[1] حماد طارق عبد العال، **حوكمة الشركات، شركات قطاع عام وخاص ومصارف، المفاهيم– المبادئ– التجارب– المتطلبات**، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص 22.

[2] عبد الوهاب نصر علي وشحاتة السيد شحاته، **مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة**، الدار الجامعية، مصر، 2007/2006، ص 17.

[3] يوسف محمد طارق، **حوكمة الشركات وأسواق المال العربية**، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، ماي 2007، ص7.

[4] مجدي محمد سامي، **دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على جودة القوائم المالية المنشورة في بيئة الأعمال المصرية**، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد (2)، المجلد 46، جوان 2009، ص18.

ثالثا: مبادئ حوكمة الشركات وقواعدها

1. مبادئ حوكمة الشركات

تعد حوكمة الشركات بمثابة مجموعة من القواعد والمبادئ التي تحكم وتوجه وتسيطر على الإدارة، بما يعود بالفائدة على جميع الأطراف، وتستند تلك المبادئ إلى تجارب الدول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي "OCED"، حيث قامت المنظمة بإنشاء فريق عمل متخصص لوضع تلك المبادئ، كما تمت الاستفادة من إسهامات عدد من الدول غير الأعضاء وكذا إسهامات البنك الدولي.

وعموما تتمثل المبادئ الدولية لحوكمة الشركات حسب "OCED" لعام 2004 النواحي التالية [1]:

- **ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات:** حيث تعمل الحوكمة على ضمان شفافية وكفاءة أسواق رأس المال بما يتوافق مع حكم القانون، مع تحديد وتوزيع واضح للمسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية.
- **حقوق المساهمين:** يكفل إطار أساليب ممارسة حوكمة الشركات حماية المساهمين، حيث أن لهم حقوق ملكية معينة، وهي: الحق في تأمين طرق تسجيل الملكية، وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة، وفي الحصول على نصيب من الأرباح، وفي التصويت في الجمعيات العامة للمساهمين، وفي نقل أو تحويل ملكية الأسهم والحصول على مختلف المعلومات الضرورية المتعلقة بنشاط الشركة في الوقت المناسب وبصفة منتظمة.
- **المعاملة المتكافئة للمساهمين:** تضمن تحقيق المساواة في معاملة كافة المساهمين، بما فيهم الأقلية والمساهمين الأجانب، ويجب أن يحصل الجميع على الحقوق نفسها، كما ينبغي أن تتوفر للجميع القدرة على الحصول على المعلومات.
- **دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات:** يجب أن ينطوي إطار حوكمة الشركات على اعتراف بحقوق أصحاب المصالح التي تم إقرارها وفقا للقانون، وتشجيع التعاون بينهم وبين الشركة، وتمكينهم من الاطلاع على المعلومات المطلوبة.
- **الإفصاح والشفافية:** تضمن حوكمة الشركات تحقيق الإفصاح الدقيق وفي الوقت الملائم بشأن كافة المسائل الخاصة بتأسيس الشركة، وهذا بتوفير معلومات عن: النتائج المالية والتشغيلية للشركة، أهدافها، أعضاء مجلس الإدارة، الرواتب والمزايا الممنوحة لكبار المسؤولين، وهياكل وسياسات حوكمة الشركات، ويجب إعداد ومراجعة المعلومات وكذا الإفصاح عنها بأسلوب يتفق ومعايير

[1] أحمد رجب عبد الملك، **دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في أسواق رأس المال– دراسة تحليلية**، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، العدد (1)، المجلد 45، الإسكندرية، مصر، جانفي 2008، ص 10.

الجودة المحاسبية والمالية، وبمتطلبات عمليات المراجعة، بهدف إتاحة التدقيق الموضوعي للأسلوب المستخدم في إعداد القوائم المالية وصياغة التقارير المالية.

- **مسؤوليات مجلس الإدارة:** يجب أن يتيح أسلوب ممارسة حوكمة الشركات الإرشادية الإستراتيجية لتوجيه الشركات، كما يجب أن يكفل المتابعة للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة، وأن يضمن مساءلة مجلس الإدارة من قبل المساهمين.

2. قواعد حوكمة الشركات

يرتبط مفهوم حوكمة الشركات بشكل أساسي بسلوك الفئات المختلفة ذات الصلة بالشركات، لذا فهناك مجموعة من الخصائص، التي يجب أن تتوافر في هذه السلوكيات حتى يتحقق الغرض من وراء تطبيق هذا المفهوم، فهذه الخصائص تشكل الدعائم الأساسية لحوكمة الشركات، نذكر أهمها فيما يلي[1]:

- **الشفافية Transparency**:تقديم صورة واضحة وحقيقية عن كل ما يحدث، بما يضمن تحقيق الثقة والنزاهة والموضوعية في إجراءات إدارة الشركة، وتضمن الإفصاح السليم وفي الوقت المناسب عن الموضوعات المهمة، وتؤمن هذه الخاصية توصيل معلومات محاسبية وإفصاحا ماليا وغير مالي، وأن تكون المعلومات صحيحة وواضحة وكاملة إلى كل الأطراف ذات المصلحة.
- **المسؤولية Responsibility**: ويقصد بها توفير هيكل تنظيمي واضح يحدد نقاط السلطة والمسؤولية، ومحاسبة المسؤولين ومتخذي القرارات عن مسؤوليتهم تجاه الشركة والمساهمين.
- **المساءلة Accountability**: وهي قاعدة تقضي بمحاسبة متخذي القرارات في الشركة، عن نتائج قراراتهم وأعمالهم تجاه الشركة والمساهمين، وإيجاد آلية لتحقيقها[2].
- **الوضوح Clarity** : ويقصد به أن تتسم القوائم والتقارير المالية بالوضوح والشفافية والعدالة عن إعدادها، ولتحقيق ذلك على الإدارة وعن طريق لجنة التدقيق أن تتحرى الفهم العام للقوائم المالية.
- **الاستقلالية Independence**: هي الآلية التي تقلل أو تلغي تضارب المصالح، حيث تبدأ هذه الآلية من تشكيل المجالس وتعيين اللجان إلى تعيين مراجع خارجي مستقل وكفء ومؤهل، يقوم بممارسة عمله بما تقتضيه العناية والأصول المهنية، ليقدم تأكيده أو مصادقته بأن القوائم المالية تمثل بصدق حقيقة المركز المالي وأداء الشركة.

---

[1] مها محمود رمزي ريحاوي، **الشركات المساهمة مابين الحوكمة والقوانين والتعليمات، حالة دراسية للشركات المساهمة العامة العمانية**، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد (1)، المجلد 24، دمشق، سوريا، 2008، ص97.

[2] حمدي عبد العظيم، **عولمة الفساد وفساد العولمة، إداري– تجاري– سياسي– دولي**، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2008، ص265.

المطلب الثالث: علاقة حوكمة الشركات بأسواق رأس المال وكفاءتها

إن أحد أهم دوافع الاهتمام بتطبيق حوكمة الشركات هو إعادة ثقة المتعاملين في أسواق الأوراق المالية وذلك نتيجة الانهيارات وحالات الفشل التي أصابت الكثير من الشركات العملاقة والتي ترجع في معظمها إلى عدم دقة البيانات والمعلومات المحاسبية بها وما تتضمنه من أخطاء.

لذا فإن أحد المبادئ الأساسية التي تقوم حوكمة الشركات هو مبدأ الإفصاح والشفافية وما يحمله من إعداد ومراجعة المعلومات والإفصاح عنها بما يتفق والمعايير عالية الجودة وأن يتم توفيرها للمستخدمين في الوقت الملائم وبالتكلفة الملائمة، كما أن دقة وموضوعية التقارير المالية تتطلب الالتزام بالقوانين والتشريعات، كل ذلك أدى إلى وجود علاقة متينة بين حوكمة الشركات والمعلومات المحاسبية وأسواق رأس المال.

إن أثر تطبيق حوكمة الشركات على كفاءة أسواق رأس المال من خلال الدقة في إعداد وعرض القوائم المالية للوحدات الاقتصادية يعتبر حجر الزاوية رفع كفاءة أسواق رأس المال، لأن تدفق معلومات مالية دقيقة وموثوقة يسمح بتقييم الأوراق المالية وفق قيمتها الحقيقية، حيث تنعكس تلك المعلومات بشكل مباشر على أسعار الأوراق المالية في السوق، كما أن مدخل التحليل الأساسي لاتخاذ القرار الاستثماري في أسواق رأس المال، يعتمد على فرض رئيسي مفاده أن لكل ورقة مالية قيمة حقيقية يمكن الوصول إليها من خلال دراسة المعلومات المالية المتاحة عن الشركات، خاصة إذا كانت هذه المعلومات تعكس بصدق واقع الشركة[1].

وعلى هذا الأساس يمكن القول أن حوكمة الشركات تعمل على[2]:

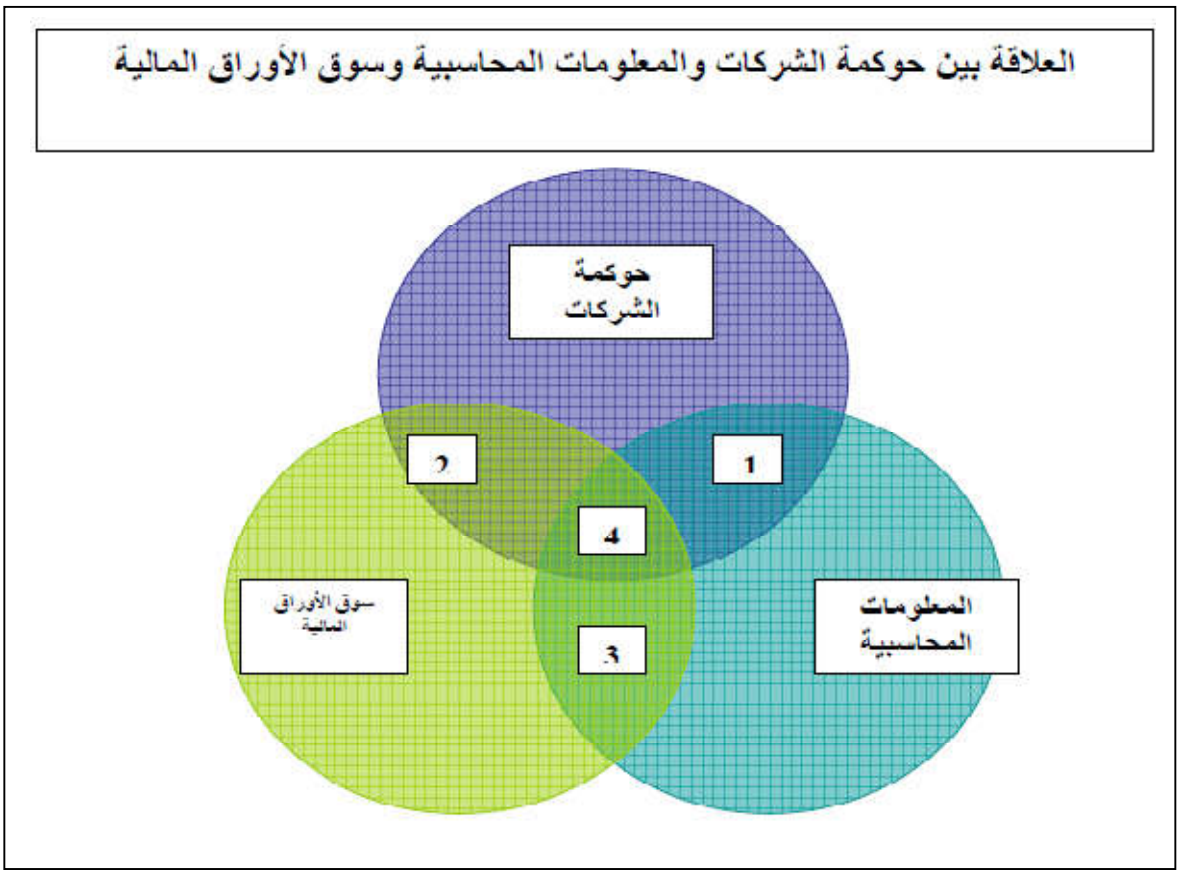
- التخصيص الكفء للموارد في أسواق رأس المال؛
- حماية حقوق المساهمين وخاصة الأقلية منهم، بما في ذلك حقهم في إبداء رأيهم بكل ما يرتبط بإدارة استثماراتهم الأمر الذي يدعم تطوير عملية الإفصاح عن أداء الشركة بصورة سليمة وفي التوقيت المناسب، إضافة إلى إجبار الشركات بالالتزام بمبدأ الشفافية في الإدارة، وكذا التزامها بمعايير المحاسبة، كل ذلك يؤدي إلى تفعيل أسواق رأس المال، وزيادة التداول، وبالتالي ضرورة تسعير الأوراق المالية وفق قيمتها الحقيقية كاستجابة للمعلومات المتاحة عن الشركات المعنية بالحوكمة.

[1] عبد القادر عيادي، **"جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات وانعكاساتها على كفاءة السوق المالية"** – دراسة حالة الجزائر– أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2014 ،ص193.

[2] عبد القادر عيادي ، مرجع سابق، ص ص 195-196.

لذا فإن أحد المبادئ الأساسية التي تقوم عليها حوكمة الشركات هو مبدأ الإفصاح والشفافية وما يحمله في طياته من إعداد ومراجعة المعلومات والإفصاح عنها بما يتفق والمعايير عالية الجودة وأن يتم توفيرها للمستخدمين في الوقت الملائم والتكلفة الملائمة، ويضاف إلى ذالك أن أحد المعايير الأساسية لحوكمة الشركات هو دقة وموضوعية التقارير المالية، بجانب الالتزام بالقوانين ولذالك يمكن القول بأن هناك علاقة وارتباط بين حوكمة الشركات والمعلومات المحاسبية والمالية وأسواق رأس المال يمكن توضيحها بالشكل التالي[1]:

الشكل (2–3): العلاقة بين حوكمة الشركات والمعلومات المحاسبية وأسواق رأس المال



المصدر: محمد أحمد إبراهيم، **دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على أسواق رأس المال**، قسم المحاسبة، بنها، ص34.

[1] محمد أحمد إبراهيم، "**دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على أسواق رأس المال**"، قسم المحاسبة، بنها، ص34.

يلاحظ من الشكل السابق أن المنطقة رقم (1) تمثل الدور المتبادل بين كل من حوكمة الشركات والمعلومات المحاسبية بصفة عامة بعيدا عن علاقتها بأسواق رأس المال، في حين تمثل المنطقة رقم (2) الأثر المتبادل بين تطبيق حوكمة الشركات وانعكاساتها على أسواق رأس المال بصفة عامة بعيدا عن دور المعلومات المحاسبية، أما المنطقة (3) فإنها تمثل الأثر المتبادل بين المعلومات المحاسبية وأسواق رأس المال متمثلا في تأثير المعلومات على حركة التداول وأسعار الأسهم وغيرها من الأوراق المالية والعائد المحقق على هذه الأوراق، في حين تمثل المنطقة (4) وهي منطقة الأداء المتميز وتوازن المصالح لأنها التقاء وترابط العناصر الثلاثة والتي تتمثل في التطبيق الفعال لحوكمة الشركات وما ينتج عنها من توفير المعلومات المحاسبية والمالية ذات جودة عالية وبالتالي تنشيط أسواق رأس المال، وتمثل هذه المنطقة الهدف المراد تحقيقه، ووجود المنطقة (4) أصبح أمرا ضروريا لأنه لا يتصور وجود وحدة اقتصادية تقوم بتطبيق حوكمة الشركات ولا تنتج معلومات محاسبية ذات معايير وجودة عالية ولا يكون لها تأثير مباشر أو غير مباشر على أسعار وحركة أوراقها المالية المتداولة في البورصة.

خلاصة:

لقد تم التطرق من خلال هذا الفصل في مبحثه الأول المعنون بـ"المعلومات المحاسبية والمالية وعلاقتهما بأسواق رأس المال" إلى مفهوم كل منهما وأهم خصائصهما وكذا مصادر الحصول عليها، بالإضافة إلى علاقتها مع كفاءة أسواق رأس المال، أما المبحث الثاني والمعنون بـ"الإفصاح المحاسبي وعلاقته بكفاءة أسواق رأس المال" فقد تم التطرق فيه إلى المفهوم، التصنيفات، الجهات المصدرة له، وكذا العلاقة مع الكفاءة، وكان المبحث الثالث المعنون بـ "حوكمة الشركات وعلاقتها بكفاءة أسواق رأس المال" قد خصص للتطرق لكل من المفهوم، المحددات والعلاقة مع الكفاءة.

إن توضيح مفهوم المعلومات التي تعد المساهم الرئيسي في بناء حركة التداول في السوق يعد من المتطلبات الأساسية عند التطرق لمفهوم كفاءة أسواق رأس المال، خاصة المعلومات المالية حيث تساهم المعلومات بشكل كبير في مساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية التي تسمح لهم بتحقيق معدل عائد يتناسب ودرجة المخاطرة، ويلعب الإفصاح دور أساسي في توفير المعلومات من مصادرها المختلفة للمتعاملين في سوق رأس المال ويمثل الإفصاح المحاسبي المورد الرئيسي لها وهو إحدى دعائم حوكمة الشركات ومكوناتها، وطبيعة العلاقة بين المعلومات المالية والإفصاح المحاسبي وكذا حوكمة الشركات هي علاقة تكاملية وترابطية تساعد على تطوير أسواق رأس المال وكذا الرفع من كفاءتها.

الفصل الثالث:

نماذج تسعير الأصول الرأسمالية: MEDAF أنموذجا

تمهيد:

عرفت فرضية كفاءة أسواق رأس المال انتقادا وتشكيكا واسعا من عدة باحثين بعد الرواج الكبير لها الذي دام لعقود طويلة، سعوا بالدرجة الأولى لتطويرها كونها لم تعد تتماشى مع الواقع المعاش في الأسواق بفعل التشوهات السعرية بسبب الآثار الموسمية والنقائص الموجودة في نموذج MEDAF خاصة في عدم قدرة النموذج في تفسير التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم خلال الأزمات المالية الأمر الذي بين ضرورة تبني أفكار جديدة تساعد المفكرين والأكاديميين في بناءا نماذج سلوكية جديدة لتسعير الأصول الرأسمالية تعمل وفق الواقع الحالي لأسواق رأس المال وفي ظل الرشادة والعقلانية النسبية وكذا إدماج السلوكيات المختلفة في عملية اتخاذ قراراتهم الاستثمارية والتمويلية للمستثمرين.

شكلت الدراسات التجريبية والاختبارية لكل من فرضية كفاءة أسواق رأس المال EMH، ونموذج MEDAF بداية لتأسيس تيار مالي جديد قائم على دراسة الجوانب المهملة في النظرية المالية التقليدية ألا وهي سلوكيات المستثمرين والسوق في حد ذاته، من أجل بناء نماذج جديدة متعددة العوامل تتماشى مع فرضية الرشادة والعقلانية النسبية باستخدام متغيرات مالية وسلوكية أخرى إلى جانب عامل علاوة مخاطر السوق المقاسة **ببيتا** لتقليص الفجوة بين النظريات المالية التقليدية وظروف السوق الفعلية الناتجة بسبب التشوهات والإختلالات، ويعتبر تيار المالية السلوكية مزيجا ما بين علم المالية، علم الإحصاء وعلم النفس والتي يعتبر كل من **شيلر وكاهنمان** من روادها.

المبحث الأول: نقائص ومشاكل فرضية كفاءة أسواق رأس المال

في إطار فرضيات كفاءة أسواق رأس المال يمكن لكل المتدخلين في هذه السوق الوصول إلى نفس المعلومة، التي يعالجونها بنفس العقلانية، وأن لهم نفس حظوظ الإقراض والاقتراض في العالم الحقيقي أغلب هذه الشروط غير محققة، فأحيانا يشكل المستثمرون تقييماتهم باحتمالات مختلفة حول النتائج المستقبلية أو يستعملون نماذج مالية مختلفة لتحديد المردوديات والعوائد المتوقعة حيث يواجهون اختلافات في تكاليف المعاملات (مثل شركات التأمين مقابل الأفراد عند شراء سهم أو مواجهة معدلات ضريبية مختلفة، وبالطبع أنها سوف تكرس كل كمية مختلفة من الموارد–أي الوقت والمال–) في جمع ومعالجة المعلومات.

بطبيعة الحال إذا كانت هذه العناصر غير المتجانسة تلعب دورا ثانويا نسبيا في تحديد أسعار الأوراق المالية ومعدلات العوائد بناءا على الأسس الاقتصادية والسلوك العقلاني فإن الأسعار لن تنحرف بشكل كبير وخيالي، لكن إذا لم يكن كذلك فقد تنحرف الأسعار بشكل كبير ومتواصل من قيمها الأساسية وعادة ما تسمح لنا فرضية عدم تجانس السلوك بتحليل سبب عدم كفاءة الأسواق.

من خلال مراقبة السلوك الفعلي في سوق الأسهم يمكن لأحد أن يسعى لعزل الفرص الاستثمارية المربحة التي تستمر لبعض الوقت إذا لا تعكس هذه "الصفقات المربحة" ثمن المخاطرة وتبقى ثابتة ومستمرة، فهذا يدحض فرضية كفاءة السوق، ويشار إلى هذه الأدلة بالتشوهات في سوق الأسهم، حيث أن هذه التشوهات هي النتائج التجريبية التي يبدو أنها تتعارض مع نظريات الحفاظ على سلوك تسعير الأوراق المالية، أو كفاءة الأسواق، أي أنها تشير إلى إما عدم كفاءة السوق أو أوجه القصور الكامنة في نموذج تسعير الأوراق المالية[1].

[1] Keith Cuthbertson, (1996), **"Quantitative Financial Economics",** John Wiley & Sons Lid, England, pp. 169.

المطلب الأول: مشاكل فرضية كفاءة أسواق رأس المال

بغض النظر عن كل ما قيل عن القوة النظرية لفرضية كفاءة الأسواق المالية، فإنها تبقى في جانبها التطبيقي محل جدل وعرضة لكثير من النقائص، التي أظهرت عدة تناقضات، من أهمها وأشهرها تناقض غروسمان وستيغليتز1980 Grossman and Stiglitzوكذلك التطاير المفرط لأسعار البورصة والمردوديات والفقاعات ومشكل العقلانية ...الخ.

أولا : تناقض غروسمان وستيغليتز

إن نشر المعلومة على كل المستثمرين اعتبرت كمعطاة ومحددة بطريقة خارجية وتختلف عن ميكانيزم تشكيل الأسعار، بالتالي إذا كان بإمكان المستثمرين الذين لديهم معلومة ذات نوعية يستغلونها لصالحهم، فإن هناك حافز قوي للحصول على المعلومات إذا كانت المعلومات متوفرة بحرية، فمن المعقول أن نفترض أن يتم تقاسمها بالتساوي وهذا ما يعبر عن المعلومات المتماثلة وإن لم تكن كاملة أو مثالية عموما، بناء على ذلك، وبتجاهل الخلافات في الآلية المتعلقة بوضع الأسعار، فإن نماذج كثيرة من أسواق رأس المال تتنبأ بأن الأسعار تعكس وبشكل كامل المعلومات المتوفرة والمشتركة لجميع المستثمرين.

"المعلومات المثالية" يمكن أن يفهم على أنها تعني أن الأسعار في المستقبل معروفة و منذ البداية أي تنبؤ كامل ودقيق، بصفة عامة يمكن أن تعني المعلومة المثالية على أنَ المستثمرين يتصرفون كما لو أنهم يعرفون السير العشوائي الذي يولد أسعار الأوراق المالية المستقبلية.

نفترض الآن العكس، أي أن الحصول على المعلومات له تكلفة، فمن المعقول أن نفترض أن هؤلاء المستثمرين يجمعون المعلومات إلى حد تكون التكلفة الحدية مساوية إلى المنفعة الحدية للحصول عليها، إذا كانت أسهم المستثمرين الذين حصلوا على معلومات معكوسة كلية في الأسعار، فإنه من مصلحة أي مستثمر أن يقتصر فقط على أسعار السوق المشاهدة بدلا من تكبد تكلفة من أجل الحصول عليها ولكن كل مستثمر موجود في نفس الموقف مثل غيره في السعي لاستنتاج المعلومات الواردة من الأسعار المشاهدة، بالتالي لا يوجد أي مستثمر فردي لديه الحافز لتحمل تكلفة الحصول على المعلومات إذا لم يكن هناك مستثمر على استعداد لتحمل التكلفة، فإن أسعار الأوراق المالية لا يمكن أن تعكس المعلومات التي لم يتم جمعها[1].

[1] Roy E. Bailey, (2005)," **The Economics of Financial Markets",** Cambridge University Press, UK, pp 71-72.

ترتكز حقيقة مجانية المعلومات على حقيقة أن الأسعار تعكس كافة المعلومات، يبدو من الواضح أن ذلك غير واقعي للغاية لوجود تكاليف الحصول واقتناء ومعالجة المعلومات التي لها عواقب الأساسية على فرضية كفاءة، قام غروسمان وستيغليتز سنة 1980ببناء نموذج يتواجد به نوعين من الأعوان:

- الأعوان المطلعون الذين يحصلون على معلومات مكلفة.
- الأعوان غير المطلعين الذين يراقبون فقط الأسعار.

إذا لم يكن هناك ضجيج في السوق، فكل المعلومة تنقل (بأقل أو بأكثر سرعة) إلى الأعوان غير المطلعين عبر الأسعار في سوق كفء، تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة، كل عون مطلع يعتقد أنَ بإمكانه التوقف عن الدفع من أجل الحصول على المعلومات وأن يفعل مثل العون غير المطلع، الذي لا يدفع أي شيء ومراقبة المعلومات من خلال السعر فقط. يترتب على عدم الاهتمام بالاستثمار في الحصول على المعلومات أنَه إذا قام الأعوان بفعل الشيء نفسه، فإنهم سيحاولون استنتاج المعلومات من نظام التسعير الذي لم يعد يحتوي على أي معلومات، بالتالي لم يعد يوجد هناك توازن تنافسي.

بين **غروسمان وستيغليتز** أن المعلومات الحرة ليست فقط شرطا كافيا لصحة كفاءة معلوماتية، ولكن أيضا شرطا ضروريا في أسواق رأس المال التنافسية، كما ينص تناقض غروسمان وستيغليتز على أنه إذا عكست أسعار السوق المعلومات فإنه بالتالي لا يوجد أي حافز لجمعها فقط يعتمد على مراقبة الأسعار، إلا إذا كانت الأسعار لا تعكس بشكل كامل المعلومات فإنَه يوجد حافز لإنفاق الموارد في جمع مثل هذه المعلومات، النتيجة التي توصلا إليها أنه بمجرد وجود تكلفة للحصول على المعلومات، فإن الأسعار لا يمكن أن تعكس كل المعلومات المتوفرة، لأنه لو كان ذلك فإنَ الذين قاموا بدفع أموال من أجل الحصول عليها لا يحصلون على شيء بالمقابل[1].

الآثار المترتبة على تناقض **غروسمان وستيغليتز** هو أن كفاءة الشكل القوي عبارة عن أمر نادر الحدوث، من المحتمل أن تتم ملاحظتها فقط عندما تكون جميع المعلومات متاحة بحرية وبالتالي متناظرة، الأهم من ذلك تشير المتناقضة أن المعلومات غير المتماثلة هي على الأرجح مألوفة في أسواق الأوراق المالية، هذا ما يجيب صراحة على تحقيقات كفاءة أسواق رأس المال أن تسمح للمستثمرين العمل على أساس مجموعات مختلفة من المعلومات[2].

[1] Sandrine Lardic et Valérie Mignon, (2006),**"L'efficience informationnelle des marchés financiers"**, éditions la découverte, Paris, pp. 47

[2] Grossman, S. J., and J. E. Stiglitz, (1980), **"On the impossibility of informationally efficient markets"**, American Economic Review, 70(3) , pp. 405

ثانيا: مشكل التوقعات

يهتم المستثمرون بسلوك وتوقعات المتدخلون الآخرون في السوق، فهم لا يأخذون قراراتهم بمعزل عن الآخرين، بل على العكس من ذلك يأخذون بالتقاطعات المختلفة ما بين الأعوان لشرح الديناميكية العامة للسوق، وعلى أساس المعرفة وحدها وبدون لغة السوق والتفاعلات مع الأعوان الآخرين في المجتمع يكون القرار العقلاني وهم مخيب للآمال، في الحالة التي يكون فيها الأعوان ليس لديهم نفس المجموعة من المعلومات فإن ظواهر المحاكاة أو ما يعرف بالتقليد الأعمىmimesis والذي يعرف على أنه عبارة عن مجموعة من السلوكيات الفردية والتي تشكل ارتباطات فيما بينها، قد تكون متسقة مع فرضية السلوك العقلاني للأعوان[1].

تلزم فرضية التوقعات العقلانية أن جميع الأفراد يستخدمون نفس النموذج لبناء توقعاتهم لذا، كيف يمكن تبرير حقيقة أن كل من يقوم ببناء نموذج يستخدم نفس النموذج والذي يعتبر صحيحا؟ هذا السؤال يقود إلى عدد من الصعوبات النظرية، كما تنص هذه فرضية على أن الأعوان يشكلون توقعاتهم على أساس القانون الصحيح الذي يحكم النظام الذي يتواجد به، ولكن السؤال هو كيف يمكن تسليط الضوء على هذا القانون ؟ لأنه يصعب كثيرا على الاقتصاديين إيجاد هذا القانون حتى في النظم المبسطة.

من جهة أخرى عندما يشكلون توقعاتهم، يلجأ الأعوان إلى الاستعانة بالنظرية الاقتصادية ذات الصلة، هذه الحجة حسب Guesnerie 1989مقبولة في الواقع، النظرية الاقتصادية إذا كانت حقا ذات صلة، يجب أن تفسر أيضا توقعات الأعوان، هذا الشرح يحيل بالضرورة إلى المسماة النظرية الاقتصادية ذات الصلة.

فمجرد استخدام الأعوان نفس النموذج، فهذا يشكل بحد ذاته فرضية قوية، فتابعي المدرسة الفنية الذين يتنبئون بتطور الأسعار عبر استخدام السلاسل التاريخية للأسعار وأحجام المبادلات(وتابعي المدرسة الأساسية) الذين يعتبرون أن الأسعار المستقبلية محددة من خلال الأسس الاقتصادية (يستخدمون لأجل ذلك نماذج مختلفة) وعلاوة على ذلك حتى لو افترضنا أن جميع الأعوان يستخدمون نفس النموذج فلماذا يتعين علينا أن نفكر أنها تتوافق مع التدابير التي اتخذتها الحكومة، والتي يعرف فيها كل فرد أن الآخرين يقدرون احتمال وقوع هذه الأحداث الخارجية بنفس طريقة الحكومة؟[2].

أخيرا، كيف يمكن للعون الذي يراقب يوميا بيانات جديدة تقدير العلاقات الموضوعية بين المتغيرات الشارحة والمتغيرات التابعة التي يسعى للتنبؤ بها ؟ في الحالات التي يقدر فعلا فيها كل الأعوان وفي الوقت نفسه مثل هذه العلاقات، وأين تتداخل آنيا مع نفس هذه النماذج وذلك بالتصرف على أساس تقديراتهم الحالية، بين **فريدمان** سنة 1982 أن الفكرة التي على أساسها هذه الاستدلالات يجب أن تتقارب نحو علاقات النظرية المحصل عليها تحت فرضية التوقعات العقلانية لا أساس لها، حيث أن الكيفية التي تتشكل بها التوقعات

[1] Vernon L. Smith, (1991)**,"Rational Choice: The Contrast between Economics and Psychology",** Journal of Political Economy , Vol. 99, No. 4, pp. 877-897.
[2] Éric Jondeau, (2001), **"Le comportement mimétique sur les marchés de capitaux"**, Bulletin de LA Banque de France , N° 95, Novembre, pp. 86

لها تداعيات هامة على نظرية كفاءة أسواق رأس المال، فقد حاول العديد من الباحثيين اختبار عقلانية التوقعات بواسطة اختبارات التطاير والاختبارات المستندة على بيانات السبر.

بصفة عامة خلصت دراسات كل من ماك دونالد ومارش Mc Donald andMpacko 1996 Priso ومباكو بريسو 1994 Prat وبرات1992 Marsh بالإضافة إلى دراسات أخرى عديدة إلى نتيجة أن توقعات الأفراد ليست عقلانية باستعمال بيانات السبر، فطالما أن عقلانية التوقعات شرط ضروري لكفاءة الأسواق المالية، فإن فرضية الكفاءة تبقى محل إعادة نظر، فعدى المشاكل المرتبطة بتعريف الكفاءة ومشكل العقلانية توجد ظواهر أخرى كثيرا ما تقع في الأسواق المالية من تشوهات وموسمية في المردوديات، التي تميل إلى إضعاف فرضية كفاءة الأسواق المالية[1].

المطلب الثاني: أهم التشوهات والآثار المسببة لاختلافات التنبؤ في المردوديات

أسباب اختلافات التنبؤ عديدة وكثيرة رغم أن الكثير منها زال أثره غير واضح لكنها أسالت جميعها حبر الباحثين على تنوعهم واختلافهم عبر الزمن، والتي سنقتصر فقط على بعض منها وليس كلها نظرا لكثرتها، حيث سنذكر أثر تحيز البيانات وأثر الحجم وأثر الرزنامة وأثر الطقس وقيمة الشركة وأثر الزخم.

أولا: أثر تحيز البيانات

من خلال بحثهما لاحظ كل من **سوليفان وتيمرمان** 2001 بالإضافة إلى العديد من الدراسات أثر الرزنامة في مردودية الأسهم، وعالجوا مشكلة معرفة ما إذا كان هذا راجع للصدفة (استخراج البيانات) أم لا، لأجل ذلك استعملوا مائة سنة من البيانات اليومية حول مردودية عن S&P500ومؤشره للعقود الآجلة وذلك لدراسة مجموعة كبيرة من القواعد تصل إلى 9500رزنامة ممكنة، الفكرة الأساسية أنهم أخذوا بعين الاعتبار مشكل حجم الاختبار، المرتكز أساسا في البحث عن أكبر قيمة ممكنة للاحصاءة للتنبؤ، يمكن أن تكون مختلفة جدا عن قيمته الاسمية، حيث استخدموا تلصص التمهيد bootstrap snooper لوايت لسنة 2000الذي يعطي قيمة لنجاح أثر الرزنامة بمجرد حوسبة آثار استخراج البيانات. حيث وجدوا أنَ أفضل قاعدة رزنامة (سواء من أكبر أو أصغر مجموعة(لا تعطي اختلاف إحصائي ذو معنوية) مراجعة الحقائق والوقائع(لقيمة لإمكانية التنبؤ، أين أخذ هذا الأخير إما ليكون المردودية المتوسطة أو نسبة Sharpe[2].

ثانيا: أثر الحجم

بين كل من Banz وReinganum في 1981 أن شركات الرؤوس الأموال الصغيرة المتداولة في بورصة نيويورك حصلت على مردوديات متوسطة مرتفعة مقارنة بتلك المتوقعة من Sharpe 1964ومن Lintner1965في نموذج تسعير الأوراق المالية الرأسماليةCAPM من سنة 1936وإلى غاية 1975.

[1] Sandrine Lardic et Valérie Mignon, (2006), Item , pp. 49-51.
[2] Keith Cuthbertson and Dirk Nitzsche, (2004),**"Quantitative financial economics : stocks, bonds and foreign exchange",** end edition, John Wiley & Sons Ltd, England, pp. 434

يتم قياس المردودية غير الطبيعية α تسمى بألفا جونسون، والتي يتم حسابها عبر النموذج التالي[1]:

$$(Ri - Rf) = \alpha_i + \beta_i (Rm - Rf) + \varepsilon$$

وعليه علاوة المخاطر التفضيلية لأسهم رؤوس الأموال الصغيرة أصبحت ذات نسبة أقل منذ 1982 عما كانت عليه خلال الفترة الممتدة من 1926و إلى غاية 1982.

ثالثا: أثار الرزنامة

يمكن تلخيص أهم أثار الرزنامة في:

1. **أثر جانفي أو أثر نهاية السنة** : أغلبية أسهم الشركات الصغيرة (تلك التي لديها رسملة البورصة متوسطة أصغر) حسب Reinganum 1983 لها ميول أن تعرف مردوديات أعلى من المتوسط في جانفي وخصوصا في النصف الأول من هذا الشهر وبالتحديد خلال الخمسة أيام الأولى هذا ما أكده أيضا keane 1983، حيث يبدو أن أثر جانفي يحدث بنسبة أكبر وبمستوى عال من الانتظام في الولايات المتحدة الأمريكية ولكن منذ أن صار معروفا في الثمانينيات أصبح حجم تأثيره ينقص شيئا فشيئا[2].
2. **أثر سبتمبر: The September effect** : تم حساب أن استثمار واحد دولار أمريكي في الأسهم الأمريكية في سنة 1980 كان سيرتفع في سنة 1994إلى 410دولار إذا ما استثنينا شهر سبتمبر أي البيع قبل نهاية أوت و الشراء عند بداية أكتوبر، بمعنى أربع مرات ضعف لو كان استثمر هذا الواحد دولار أمريكي خلال السنة كلها[3].
3. **أثر الاثنين الأزرق Monday blues effect** : تسمى أيضا أثر عطلة الأسبوع، تميل معدلات المردودية على العديد من الأسهم إلى أن تكون سلبية كل يوم اثنين على عكس باقي الأيام الأخرى وهذا راجع لسبب أن أغلبية المستثمرين يبلورون إستراتجيتهم بداية كل أسبوع، حيث لوحظ أن المردودية المتوسطة يوم الاثنين هي أقل من المردودية المتوسطة لباقي أيام الأسبوع، أول من عرف بهذا

[1] George M. Constantinides , Milton Harris and Réné M. Stulz, (2003), **"Handbook of The Economics of Finance "**, Vol 1B, Elsevier B.V., Amsterdam, The Netherlands, pp. 944.
[2] - Newman, Milgate and Eatwell, (1992), **"New Palgrave Dictionary of Money and Finance",** Vol. III, pp. 705.
[3] Keith Cuthbertson, (1996), "**Quantitative Financial Economics Stocks, Bonds and Foreign Exchange"**, John Wiley & Sons Ltd, England, pp. 169 - 170.

الأثر هو العالم Cross 1973 حول مؤشر S and P 500 للفترة الممتدة من سنة 1953 إلى غاية 1970 ثم تلاه بعده عدة دراسات من أهمها دراسة **فرانش** ودراسة Gibbons سنة 1980.

4. **أثر ساعة اليومHour-of-the-day effect** : تميل الأسهم صباح يوم الاثنين لإظهار مردوديات أقل من المتوسط خلال الخمسة و أربعين دقيقة الأولى من التداول ولكن على العكس من ذلك تظهر مردوديات أعلى من المتوسط في الساعات الأولى للتداول في باقي الأيام الأسبوع.
5. **أثر يوم العطلة The holiday effect**: يعتبر Fields أول من استنتج سنة 1934أن المردوديات تكون مرتفعة في اليوم الذي يسبق يوم العطلة من خلال دراسته مؤشر داو جونز الصناعي من الفترة الممتدة من سنة 1901إلى غاية سنة 1932كما أكد1990 Ariel على نفس النتيجة وذلك باستخدام معطيات يومية من خلال مركز البحث في أسعار السنداتCRSP خلال الفترة الممتدة من 1963و إلى غاية 1982 [1].

رابعا: أثار الطقس وأسهم الأسواق

هناك أدلة تجريبية على أن أسعار الأوراق المالية ترتبط بشكل إيجابي مع الأيام المشمسة، ففي دراسة أسواق الأسهم في 26 مدينة حول العالم لسنة 1982وإلى غاية سنة 1997، عثر كل من Hirshleifer وShumway سنة 2003 على أدلة تثبت أن في الأيام التي طقسها يكون غائما، يزداد احتمال حدوث هبوط في أسعار الأسهم في تلك الأيام حجم تقلبات الأسعار صغير بما فيه الكفاية حتى أن تكاليف المبادلات المتواضعة لها ميول أن تكون أكبر من المكاسب الناتجة عن استراتيجيات التداول الهادفة إلى استغلال أثر الطقس، وكان السؤال المطروح : هل ينتج تشوه من خلال العلاقة بين الطقس والأوراق المالية ؟ قد يبدو من غير المعقول التصديق بأن الطقس سيؤثر على سلوك المستثمرين، لكن نتائج هذه الدراسة أثبتت ذالك[2].

1. أثر القيمة : حسب Basu, 1977,1983 من خلال أبحاثه، لاحظ أن الشركات التي لها قيمة مرتفعة في نسبة الأرباح (المكاسب) إلى السعرE/P تحصل على مردوديات غير طبيعية مقارنة بنماذج CAPM، وقد لاحظت العديد من الدراسات اللاحقة بأن المردوديات غير الطبيعية الإيجابية يبدو أنها تجنيها المحافظ من الأسهم ذات توزيعات الأرباح المرتفعة D/P أو الأسهم ذات قيمbook-to-market مرتفعة، ففي دراستين لهما، أوضح كل من فاما و فرانش في 1992 و1993 أن الحجم

[1] Roy E. Bailey, (2005),**" The Economics of Financial Markets",** Cambridge University Press, UK, pp. 73.
[2] David Hirshleifer, Tyler Shumway., **"Good Day Sunshine : Stock Returns and The Weather"**, The Journal of Finance, Vol 58, No 3, June 2003, pp 22-24.

والقيمة (اللذين تم حسابهما بواسطة بوك-تو-ماركت للأسهم العادية يمثلان عاملان للمخاطرة والغائبان في نماذج CAPMبصفة خاصة) واقترحا استخدام النموذج التالي:

$$(R_{it}-Rf_t) = \alpha_i + \beta_i(Rm-Rf) + si\,(SMBt) + hi(HMLt) + \varepsilon_{it}$$

لقياس الأداء غير الطبيعي αi في المعادلة SMBt يمثل الفرق ما بين مردوديات محافظ الشركات ذات الرسملة الكبيرة وذات الرسملة الصغيرة مع الاحتفاظ بثبات النسبة B/M لهذه الأسهم، وتمثل HMLt الفرق بين مردوديات محافظ الشركات ذات نسبة B/M الضعيفة والكبيرة، مع الإبقاء على ثبات رسملة الأسهم، بالتالي معلمات التقديرsi وhi وتمثل الحجم والقيمة بنفس الطريقة التي تقيس بها βi التعرض لخطر السوق[1].

2. **أثر الزخم والانعكاس:** تعرف قوة الزخمMomentun (قوة ارتفاع السعر وانخفاضه) عندما ترتبط عائدات الأسهم طرديا مع العائدات الماضية، أما الانعكاس (تغير اتجاه السعر) فيوجد عندما ترتبط العائدات عكسيا مع العائدات الماضية، إن اكتشاف هاتين الحالتين الشاذتين كان من خلال أعمال كل من Thaler وWerner Debondt في 1985، حيث قاما بتكوين محافظ رابحة مكونة من سهم50، وأخرى خاسرة بنفس العدد بناءا على أداء السوق مقاسا بالمؤشر العام للأسعار، ثم قاما بتتبع هذه المحافظ لسنوات مستقبلية كما قاما بملاحظة نتائجها لثلاث سنوات الماضية، ووجدا أن الأسهم التي حققت عوائد مرتفعة في الأشهر 12 الماضية تتفوق على الأسهم الخاسرة في نفس الفترة، وتستمر في هذا الأداء على المدى القصير)ما بين 03 إلى 12شهر ويستمر ذلك رغم ظهور أخبار سيئة عن الشركة، وفسرا ذلك بردود الفعل المنتظمة التي تكون أقل مما يجب حيث يتساهل المستثمرون بالتصرف تجاه الوضع الحقيقي فعندها يتأخر سعر الأسهم التي حققت أرباح وكان أداؤها جيد لسنوات سابقة، فإن هذا الأداء الجيد انقلب لأداء منخفض في سنوات لاحقة، وهذا ما يعرف بظاهرة الانعكاس، ويفسرها أغلب الاقتصاديين أنها تحدث نتيجة توقع المستثمرين لنجاح الشركة في المستقبل مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهمها، وبعدها يعدلون عن توقعاتهم عندما تخفق الشركة بتحقيق توقعاتهم، مما يخفض الأسعار[2]، ونفس النتيجة توصل إليها Jegadeesh وTitman في 1993 وتعتبر هاتين الظاهرتين من أكثر التشوهات الملاحظة عبر كل الأسواق، والتي لم تستطع نماذج التقييم تفسيرها بطريقة علمية.

[1] Damodaran A.,**"Investment Valuation, Tooles and Techniques for determining the Value of Any Asset",** john wiley & sons Inc, new York, 2002.,pp 136-137.

[2] لوكي أكارت، ريشارد ديفز، **"المالية السلوكية"**، ترجمة: محمد داوود عثمان، دار الفكر، عمان، 2014،ص 128.

وبالتالي فإن أثر الزخم يكشف العلاقة ما بين ماضي ومستقبل عوائد الأصول، وحسب هذا الأثر فإن الأصول المالية والأسعار في مسار تصاعدي على مدى فترة ماضية من 03إلى 12شهرا لديها احتمال كبير أن تستمر على هذا المسار التصاعدي الفترة اللاحقة من 03إلى 12شهرا، في نفس الوقت الأصول المالية ذات الأسعار التي تتبع مسار هبوط خلال الأشهر السابقة لديهم احتمال أكبر للاستمرار في الهبوط خلال الفترة المقبلة. وفي هذا الصدد نجد أبحاث ، حيث قاما بدراسة على مؤسسات مؤشر S&P 500 في الفترة الممتدة ما بين 1976-2000 وخلصوا إلى كون المستثمرين يتبعون إستراتيجية شراء الأسهم التي حققت ربح في الماضي والتخلص من الأسهم التي حققت خسارة في الماضي وهذا هو السبب المحتمل في خلق أثر الزخم[1].

المطلب الثالث: ملخص لأهم التشوهات المؤثرة على أسعار وعوائد الأسهم

قدم Eugene Fama 1970 فرضية السوق الكفؤة القائمة على أدلة تجريبية قوية محدثا بذلك ثورة في الدراسات المالية، كما ظهرت العديد من الدراسات التي هي على النقيض تماما مع فرضية الكفاءة، وقدمت أدلة قوية على وجود مجموعة من التشوهات Anomaliesالظاهرة في أسعار الأوراق المالية لم تستطع تفسيرها والتي تتناقض مع فرضية EMH.

إن خصائص هذا السلوك غير المفسر الذي تتبعه الأوراق المالية إما أن يكون تبعا لفترات زمنية معينة أو للمؤسسات المسعرة، وقد تظهر مرة واحدة وتختفي، كما قد تستمر في الظهور، كما أنها انحراف عن النماذج المقبولة في الوقت الحاضر، وهي واسعة الانتشار بحيث لا يمكن تجاهلها، ومنتظمة جدا بحيث لا يمكن وصفها بأنها خطأ عشوائي، وجوهرية جدا ليتم استيعابها عن طريق التخفيف من النظام المعياري.

حيث حاولت العديد من الدراسات تقديم الشروحات لهذه التشوهات، فأرجعهاFama 1998 إلى الصدفة، بينما يشير باحثون آخرون كـ Kahneman إلى أن التشوهات ظهرت نتيجة لتحيز في فحص البيانات والنماذج، كما تقدم هذه التفسيرات شروحات مقنعة حول التشوهات، مما دفع بالعديد من الاقتصاديين إلى البحث عن بديل جديد لفرضية السوق الكفء، يكون قادر على تفسير هذه المشاكل من جهة وإيجاد حلول لها من جهة ثانية، والجدول التالي يعرض بعض التشوهات السعرية الملاحظة في أسواق رأس المال، والجدول التالي يلخص أهم (وليس كلها) التشوهات الموجودة في أسواق رأس المال.

[1] مريم سحنون، عباسية رشاش، "**فعالية استخدام نموذج العوامل المتعددة في تفسير سلوك الأسواق المالية**"، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، جامعة ورقلة، العدد1، 2015، ص 256.

الجدول رقم (3-1): التشوهات السعرية الملاحظة في أسواق رأس المال

	نوع الظاهرة	الباحث/السنة	تأثيرات الظاهرة
التشوهات الموسمية	أثر نهاية الأسبوع The weekend Effect	Smirlack and Starks 1986	ميل عوائد الأسهم إلى الإنخفاض يوم الإثنين وقد تكون سالبة أو أقل من عوائد باقي أيام الأسبوع في حين تميل عوائد يوم الجمعة إلى الإرتفاع.
	أثر جانفي January Effect	Rozeff and Kinney 1976	العوائد ترتفع في بداية السنة إلى مستويات تفوق مستويات باقي الأشهر.
	أثر رمضان Ramadan Effect	Jedrzef Bialkowski 2010	ميل العوائد إلى الإنخفاض في شهر رمضان مقارنة ببقية الأشهر في الدول الاسلامية.
تشوهات متعلقة بخصائص المؤسسات	أثر القيمة Book to Market Value	Goodman and Peavy 1983	المؤسسات ذات مضاعف الربحية المنخفض هي الأكثر ارتفاعا في العوائد مقارنة بالمؤسسات ذات مضاعف الربحية المرتفع.
	أثر الحجم Size Effect	Banz 1981	المؤسسات ذات رأس المال الصغير تحقق عوائد أكبر من تلك المؤسسات ذات رأس المال الكبير.
	أثر الزخم Momentum Effect	Jagedeesh and Titmen 1993	استمرار الأسهم الرابحة بالتفوق على بقية الأسهم، واستمرار الأسهم الخاسرة بنفس الأداء.
تشوهات أخرى	أثر الارتداد طويل الأجل Reversal and Momentum	Debontd and Thaler 1985	الأسهم الأقل عوائد في ثلاث إلى خمس سنوات الماضية تميل إلى تحقيق عوائد أكبر في ثلاث إلى خمس سنوات.
	أثر الطقس Weather E ffect	Hirshleifer and shumway 2003	الأيام التي يكون فيها الطقس جيد تكون فيها العوائد مرتفعة.
	لعنة الفائز Winner's Curse	Richard Thaler 1988	الفائز في المزاد هو غالبا هو الخاسر الحقيقي.

المصدر: عبد الرحمان بن سانية، **"الخلفية النظرية المالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال"**، مجلة بحوث الاقتصاد والادارة، العدد2، الأغواط، الجزائر، 2017، ص2.

المبحث الثاني: المالية السلوكية كتكميل للنظرية المالية التقليدية

لا تعد نظرية المالية السلوكية بمثابة البديل لنظرية كفاءة أسواق رأس المال بل كتكميل لها، والتي تعتبر أن المستثمرين عقلانيين ويتمتعون بالرشادة ولكن من بين الأسس التي بنيت عليها نظرية المالية السلوكية هم انه في غالب الأحيان الأفراد لا تتحكم فيهم العقلانية ولكن تتحكم فيهم عواطفهم سيتم من خلال هذا المبحث التعرف على ماهية هذه النظرية وفرضياتها.

المطلب الأول: ماهية المالية السلوكية

إن موضوع المالية السلوكية ليس بالموضوع الجديد في المالية فقد أشارت إليه مجموعة من الأبحاث والدراسات فيما مضى أوضحت أن الحالات النفسية للأفراد من الخوف والهلع له تأثير على سلوكياتهم.

أولا: نبذة تاريخية عن المالية السلوكية

في عام 1981 أشار الباحث "**zola**" في مؤلفه "**النقود**" إلى سلوك أعوان المصرف في مواجهة المخاطر التي تعرضت لها البورصة آنذاك، وقام بتقديم وصف ما انتاب هؤلاء الأعوان من نوبات الهلع الجماعية عند قدوم معلومات جديدة كانت مجرد إشاعات ولا أساس لها من الصحة، وشبهها بالمعارك الساخنة التي تخلط فيها الأمور وتنتشر الفوضى والجميع يريد النجاة ويركضون في مختلف الاتجاهات دون أي إدراك واضح لما يحدث وبعد خمسين سنة من الوصف الذي قدمه، قدم كل من "**فان نيومان**" و"**مورغنستن**" في نظريتهما المنفعة المتوقعة وصفا علميا لسلوك الأفراد وبعد مضي خمسين سنة على عملهما أنشغل الباحثين باكتشاف النموذج العلمي لهذا الوصف، ومن خلال الانتقادات الموجهة النظرية الكفاءة قامت نظرية المالية السلوكية.

لقد سجلت النظرية المالية الحديثة تقدما ملحوظا في العقود الأخيرة وأضيف للسوق فرع جديد عرف بالمالية السلوكية وكان له دور هام في عملية صنع القرار الاستثماري[1].

ويمكن تعريف عملية اتخاذ القرارات ذات الصلة مع المالية السلوكية بأنها عملية اختيار بديل استثماري خاص من بين عدد من البدائل وذلك بعد تقييمها، ففي عام 1960 بدأ علم النفس المعرفي تسليط المزيد من الضوء على الدماغ كجهاز معالجة المعلومات، وبدأ علماء النفس في هذا المجال مثل kahneman وArostversky المقارنة بين النماذج المعرفية لصنع القرار في ظل المخاطر وعدم اليقين والنماذج الاقتصادية للسلوك العقلاني، فالمالية السلوكية هي دراسة لتأثير العوامل النفسية على تطور أسواق رأس المال أي يتم تحليل عدم كفاءة أسواق رأس المال في ضوء النظريات المالية من وجهات النظر النفسية[2] .

---

[1] سحنون مريم ، "**السلوك المالي للمستثمرين وأثره على كفاءة أسواق رأس المال** "، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة تلمسان،2015-2016، ص72.

[2] صديقي صفية،" **طرق تقيم وتحليل الأوراق المالية في ظل نظرية المالية السلوكية**" ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2011-2012، ص 28.

ثانيا: تعريف المالية السلوكية

يمكن تعريف المالية السلوكية أو الاقتصاد السلوكي على أنه" :ذلك الحال الذي يهتم بدراسة الآثار الاجتماعية والمعرفية والعوامل العاطفية على القرارات الاقتصادية والمالية للأفراد والمؤسسات وآثار ذلك على أسعار العوائد وأسعار السوق وتخصيص الموارد [1].

ويمكن كذلك تعريفها على أنها:" اتجاه حديث نسبيا يسعى من خلال ملاحظة أن الأسعار في أسواق رأس المال تتحدد بشكل مناقض لنظرية كفاءة أسواق رأس المال إلى تقليص تفسير لحالات الشذوذ الملاحظة في هذه الأسواق الناتجة عن السلوك الغير عقلاني للمستثمرين"[2].

وتعرف أيضا على أنها العلم الذي يعمل على الدمج بين النظرية النفسية السلوكية وبين النظريات الاقتصادية والمالية التقليدية لإعطاء توضيح عن تصرفات الأفراد غير العقلانية، عن طريق استخدام نظريات علم النفس لتحليل وتفسير الظواهر الشاذة في أسواق رأس المال وقرارات المستثمرين، يوضح Thaler بأن الهدف من ظهور المالية السلوكية هو تحقيق تكامل مع النظريات المالية التقليدية من خلال دمجها مع علم النفس المعرفي في محاولة لخلق نموذج أكثر شمولا للسلوك البشري في عملية اتخاذ القرار المالي[3].

ولقد عرف الباحث selon shefrim2001 المالية السلوكية على أنه" دراسة لكيفية تأثير علم النفس على عملية اتخاذ القرارات المالية في أسواق رأس المال"، ولقي هذا العلم أو الاتجاه الجديد في علم المالية شعبية كبيرة في الولايات المتحدة الأمريكية خاصة بعد عام 2002 حين قررت الأكاديمية الملكية للعلوم في السويد منح جائزة نوبل للاقتصاد لعالم النفسDaniel Kaherman" .

وبناءا على التعاريف السابقة يمكن استنتاج تعريف شامل للمالية السلوكية كما يلي:

"المالية السلوكية" هو علم أو منهج جديد نسبيا يمزج بين علم المالية وعلم النفس وعلم الاقتصاد ويسعى إلى إعطاء تفسير الحالات الشذوذ والانحرافات التي ظهرت في أسواق رأس المال وعجزت نظرية كفاءة أسواق رأس المال عن تفسيرها وتوجيه السلوك المالي للمستثمرين وذلك من خلال نماذجها المطورة على ضوء نموذج تسعير الأصول المالية.

---

[1] عبد الرحمان بن سانية، صلاح الدين نعاس، علي بن الضب، "**الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال**"، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، العدد 02،2017، ص 16.

[2] Felicia Ramona Buru. **"The Impact or Behavioral Finance On Stock Markets"**, Annals Of The Constantin Brancusi University of Targu Jiu, Economy Series, Issue 3/2012 p 47.

[3] Thaler R. H., **"Advanced in behavioral finance"**, Russell Sage Fundation, Newyork, 2005, p 03.

المطلب الثاني: فرضيات وأسس نظرية المالية السلوكية

تعد الانحرافات والانتقادات الموجهة للنظرية التقليدية (نظرية كفاءة الأسواق المالية) بمثابة الأرضية الصلبة التي بنيت عليها نظرية المالية السلوكية وهذه النظرية تقوم على فرضيتين أساسيتين هما: المستثمرون في أسواق رأس المال لا يتمتعون بالعقلانية ومحدودية آلية التحكيم.

أولا: المستثمرون غير عقلانيون

تسعى المالية السلوكية إلى شرح الحالات الشاذة والتشوهات الملاحظة في أسواق رأس المال ودراسة السلوك البشري للمستثمرين، حيث يظهر الأدب النفسي والحيواني أن التقليد الأعمى كسلوك القطيع وهذه الخاصية الحيوانية تشبه الخصائص السلوكية للإنسان داخل المجموعات وليس من النادر أبدا أن تجد هذا النوع من السلوك في أسواق رأس المال وبشكل عام قد تكون إستراتيجية الاستثمار عند شراء الأوراق المالية التي أسعارها مرتفعة في المدى القصير هي التي تحقق أفضل العوائد في المستقبل، تظهر مدى ثقة المستثمرين في هذا السوق وهذا الموقف يسمى بـ"أثر الزحم"حيث أظهرت العديد من الدراسات التجريبية أن اثر الزخم يظهر في الأسعار في المدى القصير وينعكس عليها في المدى الطويل، ما يعني أن للمستثمرين ردة فعلهم تخضع لتأثير المعلومات السابقة وهذا ما لا يتوافق مع نظرية الكفاءة التي تنص على أنه لا يمكن التنبؤ بالعوائد المستقبلية اعتمادا على العوائد الماضية ومن هنا يظهر السلوك الغير عقلاني للأفراد داخل أسواق رأس المال، التصرفات اللاعقلانية تكون لصالح الحركات الجماعية إذا تم الاعتماد على المعلومات العامة على حساب المعلومات الخاصة التي تناثر ما أسعار الأوراق المالية و لكن التضخيم في هذه المعلومات من قبل الوكلاء أدى إلى ظاهرة التقليد الأعمى وهو سلوك غير عقلاني وغير فعال إطلاقا[1].

يعتبر Delong أول من درس سلوك المستثمرين غير العقلانيين سنة 1990 ثم تبعه بعد ذلك Shleiferو Vishny سنة 1997 ويعرف المستثمرين غير العقلانيين على أنهم تلك الفئة من المستثمرين الذين يفشلون بمعالجة المعلومات المتاحة بطريقة صحيحة عند قيامهم ببناء توقعات حول أداء الشركة المستقبلي، وذلك نتيجة اعتمادهم على إشارات خاطئة أو استعمال استراتيجيات غير عقلانية[2].

يعد التقليد أو المحاكاة واحدة من الغرائز الأساسية في الإنسان، ظهر سلوك القطيع في علم المالية ضمن نشاطات أسواق رأس المال وذلك يوصفه عن أداء الحشود من المستثمرين الذين يواجهون تقلبات أسعار التداول باستمرار في السوق، ويعد هذا التصرف من إحدى أهم التفسيرات لعدم ثبات في حالات التداول في

[1] Clotilde Wetzer**,"La finance comportemental"**, master II DICE juriste d'affaires, université paris II pantheon, 2008-2009, pp 28-30.
[2] Thaler R., Op.Cit. p 05.

الأسواق المالية، وتبقى حالات التداول في السوق والنقاشات المالية محل جدل لأغلب المستثمرين خصوصا عندما يتسم السوق بالضوضاء ويظهر خلاله ما يعرف بسلوك القطيع والدي يمثل بداية سلوك غير عقلاني"، وينتج هذا السلوك الإنساني بنسبة كبيرة بالعوامل النفسية والعاطفية تتضمن هذه الانفعالات والعواطف البشرية مجموعة من الشاعر الأولية نذكر منها ما يلي:

- الثقة المفرطة
- إبراز الماضي القريب في المستقبل البعيد
- الالتزام و الاتساق والتحيز
- النفور الشديد للخسارة.
- الخوف من عدم اليقين.
- الخوف من اتخاذ القرار الغير الصحيح (الأسف و النفور).
- الفشل في تقييم دقيق واحد للأفق الزمني للاستثمار.
- التردد في الاعتراف بالأخطاء. : تجاهل نقاط البيانات الهامة و التركيز بشكل مفرط على أقل أهمية .
- الفشل في التصرف بسبب وفرة الخيارات الجذابة.

كل هذه العوامل والعواطف تودي بالمستثمر إلى التصرف بشكل غير رشيد مما ينتج في أسواق رأس المال حالات شذوذ وانحراف صعب تفسيرها في النظرية التقليدية (فرضية الكفاءة) مما أدى إلى ظهور المالية السلوكية[1]، والملاحظ أن أنصار نظرية كفاءة أسواق رأس المال يقولون أن السلوكيات غير العقلانية موجودة دائما في أسواق رأس المال ولكنها لا تسير في اتجاه واحد حيث يلغي بعضها البعض باختلاف تصرفات المستثمرين غير العقلانيين عكس ما جاء به أنصار المالية السلوكية.

ثانيا: محدودية آلية التحكيم

يميل التمويل التقليدي (نظرية كفاءة أسواق رأس المال إلى أن مفهوم التحكيم قادر على تصحيح الاختلالات الناتجة عن السلوك الغير العقلاني للأفراد ولكن النظرية السلوكية ترى أن السلوكيات الناتجة عن الأفراد والانحرافات لها ارتباط مع بعضها البعض هذا ما يتسبب في إلغاء فعالية آلية التحكيم المسؤولة عن إعادة السعر إلى مستواه الحقيقي وإرجاع السوق إلى نقطة التوازن، فبعض المستثمرين الغير عقلانيين **"تجار الضوضاء"** توقعاتهم اللاعقلانية تبني على أساس إشارات خاطئة أو قواعد السياسة غير عقلانية، وإذا ما تم

[1] معن وعد الله العايدي، حسن بن حسن العلي، **"تفسيرات سلوك القطيع وأثرها في حركية الاستثمار في الأسواق الأوراق المالية"**، مجلة تنمية الرافدين، العدد 94، المجلد 3، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل 2009، ص 112-113.

إتباع هذه السلوكيات من قبل عدد كبير من الأفراد والمستثمرين فان الأسعار تتأثر بشكل حقيقي، فتصرفات المستثمرين اللاعقلانية ترتبط بالضرورة ووجود كبار المستثمرين في السوق جنبا إلى جنب مع" تجار الضوضاء" لا تضمن إعادة السعر إلى قيمته الأساسية ومنه لا وجود لآلية التحكيم التي ترجع إلى نقطة التوازن[1].

ولقد كان "**روس**" هو أول من طرح مفهوم التحكيم عام 1976 وعرفه "Robert Merton" على انه الشراء ثم البيع الفوري لأصول متماثلة بهدف الاستفادة من فارق السعر بين عمليتين، ويرتكز التحكيم على قانون السعر الواحد الذي ينص على أنه "في سوق تنافسي يكون لأصلين متماثلين نفس السعر"، ومن هنا يظهر أن الدور رئيسي للتحكيم هو إعادة السعر إلى مستواه الحقيقي عند انحرافه بشكل مؤقت عن قيمة الحقيقية وكلما كانت هذه العملية أسرع كان السوق أكثر كفاءة، والسوق المثلى هي التي تكون فيها الأوراق المالية لها نفس المخاطر النظامية وتحقق نفس العوائد والمكاسب.

غير أن المالية السلوكية تقوم على فرضية "**محدودية آلية التحكيم**" فهي ترى أن من المستحيل عودة السعر إلى مستواه الحقيقي لأن هناك تذبذب مفرط في الأسعار يصعب التحكم فيه وهو ناتج عن السلوك الغير عقلاني للأفراد، يضاف إلى ذلك أن عملية التحكيم تنطوي على مجموعة من المخاطر نذكر منها[2]:

- خطر السيولة، فقد لا يستطع المحكمون شراء البديل الأمثل لعدم توفر السيولة اللازمة؛
- وجود تكاليف عالية مرتبطة بعملية تنفيذ المراجحة تجعلها عملية غير مرغوب فيها من قبل المتعاملين؛
- وجود الفقاعات السعرية أين تكون غالبية الأوراق مقيمة بأكثر من قيمتها، مما يصعب العثور على البديل الأمثل والذي يعتبر الشرط الأساسي للقيام بعملية المراجحة؛
- عدم معرفة الوقت المناسب لانفجار الفقاعة السعرية، مما يجعل المستثمر يتحمل تكاليف إضافية متعلقة بعملية تمديد عقد البيع على المكشوف.
- يتحمل المستثمر مخاطر إضافية سببها هو أن التحكيم لا يوفر إمكانية بيع الأوراق المالية بالأجل وشرائها في وقت محدد لاحق وذلك نظرا لإمكانية عدم انفجار الفقاعة السعرية للورقة المالية والتالي عدم حدوث الانخفاض المتوقع للسعر من خلال الفترة الفاصلة بين عملية البيع والشراء وخطر المنافسة هو من إحدى المخاطر الناتجة عن عملية التحكيم والذي يظهر نتيجة اعتماد إستراتيجية.

[1] Robert J. Shiller, "**From Efficient Market Theory To Behavioral Finance"** , Journal Of Economic Perspectives, Vol. 17, Number 1, Winter, 2003 , P 101.
[2] Clotilde wetzer, OP Cit",p 24-25

- البيع عند ارتفاع أسعار الأوراق المالية عن قيمتها الحقيقية على أمل انخفاض الأسعار من جراء انفجار الفقاعة السعرية ليعاود المستثمر الشراء، لكن الأسعار في بعض المرات لا تنخفض وهذا ما يجعله يتحمل خسارة إضافية لأنه عليه الانتظار لفترة أطول.
- إن المحكمين إذا ما اتبعوا سلوك الأغلبية على أن يتم بيع الأوراق المالية في الوقت الذي يستمر فيه الأفراد الآخرين في عملية الشراء، والتحكيم في هذه الحالة يؤدي إلى ظهور اتجاه سعري، ثم الاستفادة من انعكاس السعر من خلال عمليات البيع، وبالتالي يكون هنا اثر التحكيم محدود وينجر عنه مخاطر كثيرة وكبيرة.

المطلب الثالث: أنماط المالية السلوكية والتحيزات السلوكية

سوف نتطرف من خلال هذا المطلب إلى كل من أنماط المالية السلوكية على النحو الآني:

أولا : التحيزات الإدراكية

هناك مجموعة مختلفة ومتنوعة من الأنماط في المالية السلوكية بشأن كيفية تصرف الأفراد ومن بين هذه الأنماط يجد ما يلي:

1. **تحيز الثقة المفرطة:** يتميز بها رجال الأعمال الذين لديهم قدرات كبيرة وتؤدي إلى تقليل التنويع وزيادة الاستثمارات السيئة وهو الذي يؤدي إلى ظهور حالات الشذوذ في أسواق رأس المال، تتعلق الثقة المفرطة بمجموعة من الظواهر النفسية كردود فعل اتجاه المعلومات والتي لها أثر على الأسعار، فالكثير من الأفراد يثقون بالبيانات الجديدة ويعطون الوزن الأكبر إلى الأحداث السابقة في حالات معينة[1].
2. **المحاسبة الذهنية:** يعتبر Thaler سنة 1985 أول من عرف هذا التحيز الذي يظهر جليا في الأسواق المالية، ويشير المصطلح إلى مجموع العمليات الإدراكية التي يستخدمها الأفراد لتقسيم وتقييم ومتابعة الأنشطة الاستثمارية الخاصة بهم، حيث بوضع كل قرار استثماري في حساب ذهني مستقل (كقيام بعض المستثمرون بإنشاء محافظ منفصلة وفقا لعدة معايير مثل مصدر الأموال، والهدف من كل محفظة،كأن تكون محفظة مضاربة أو محفظة آمنة) ويتم معاملة كل حساب على حدة والتغاضي عن التفاعل والترابط بين القرارات[2].

[1] مهدي عطية موسي الجبوري، "**التمويل السلوكي ودوره في القرارات المالية**"، كلية الإدارة والاقتصاد، مجلة جامعة بابلا للعلوم الإنسانية، المجلد22، العدد 2014، ص.793

[2] Broihanne M. H., Merli M., Roger P., **"Theorie comportementale du portefeuille –Interet et Limites-"**, Revue Economique, Presses de Sciences, vol 57, N° 02, 2006, p 300-30

3. **تحيز الترسيخ (التثبيت)**: في الكثير من المواقف يضع الأفراد التقديرات عن طريق البدء من قيمة أولية ما وتعديلها لتوليد تقدير نهائي، نقطة البدء هذه عادة ما تكون نتيجة لمقارنة غير صحيحة، فيكون تكييف الواقعة الحالية مع الواقعة السابقة غير صحيح، وبالتالي فإن مفهوم الترسيخ يعني أن المستثمرين يضعون في أذهانهم بعض النقاط المرجعية، والتي قد تكون سعر قديم أو قيمة قديمة، ويتجاهلون كل الأوضاع الجديدة، حيث يميل الأفراد لا شعوريا إلى إبعاد جميع الأحداث والوقائع المخالفة لأفكارهم ويتمسكون بالأفكار التي تؤكد مواقفهم وهذا ما يسبب حدوث الانحرافات في الأسواق المالية[1].
4. **تحيز التمثيل**: يميل الأفراد إلى إعطاء وزن متوسط على المدى الطويل بناءا على تجربتهم الأخيرة وفي بعض المرات عندما تتغير الأمور يعرف باسم"قانون الأعداد الصغيرة"، أي يتصرف الأفراد وكأن الخصائص الإحصائية للعينات الصغيرة تتشابه وتتفق مع خصائص العينات الكبيرة، وتوصل كل من الباحثان Kahnemanو Trersky إلى أن هذه الأحكام تؤدي إلى أخطاء جدية لأن التشابه أو القابلية للتمثيل لا يتأثر بعوامل عديدة يتوجب أن تؤثر على اتخاذ القرار، بل يؤخذ بعين الاعتبار متغير واحد فقط مما قد ينتج عنه قرارات خاطئة[2].
5. **سلوك القطيع**: بعد سلوك الجماعة من الأساليب المناسبة لتفسير التشابه في السلوكيات وتصرفات المستثمرين في أسواق رأس المال، وتنشأ هذه التصرفات يسبب تجمع الصدمات في وعاء واحد وكذا العدوى المالية، هاتان الحالتان تظهران سوية في نشاط أسواق رأس المال وفق نظرية كفاءة أسواق رأس المال القائلة بان صدمة مالية واحدة في سوق ما يمكن أن تخلق أزمة أخرى في سوق مماثل نتيجة العدوى المالية المكتسبة من سلوك المستثمر، تتلخص هذه الظاهرة باندفاع المستثمرين للشراء أو البيع في شكل مجموعة دون القيام بالتحقق من الأمر ويظهر سلوك الجماعة في حالات زيادة الطلب على الأسهم كون جميع المستثمرين يتجهون إليه ويرتفع سعره، وهذا التصرف هو غير عقلاني يتسبب في تقلب وانحراف السوق، حيث أن مفهوم القطيع نشأ نتيجة عدم عقلانية المستثمرين في أسواق رأس المال، مما يجعل قراراتهم معتمدة ومتأثرة بقرارات المحيطين من المستثمرين سواء العقلانيين أو غير العقلانيين، وأيضا على توقعات المستثمر نفسه والحالة النفسية له، وبالتالي فإن عامل القطيع يشير إلى قيام المستثمر بمحاكاة الآخرين وتقليدهم عند اتخاذ القرار الاستثماري داخل السوق، وقد أشارت العديد من الأبحاث المنشورة إلى أثر عامل القطيع في تغيرات الأسعار وبالتالي التأثير في مصداقية نماذج تقييم الأصول المالية[3].

---

[1] لوكي أكارت وآخرون، مرجع سابق، ص169.

[2] مريم سحنون، "**السلوك المالي للمستثمرين وأثره على كفاءة الأسواق المالية**"، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، 2015-2016، ص95.

[3] جميل النجار، "**العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد وأثرها في أداء المحفظة الاستثمارية**"، مجلة الجامعة العربية الأمريكية للبحوث، العدد02، فلسطين، 2017، ص 121.

6. **الاستدلال:** يلجا المستثمرين في كثير من الأحيان إلى اتخاذ قرارات تقريبية فقط دون الاعتماد على التفكير المنطقي وهذه الطريقة تجعل صنع القرار عملية سهلة ولكن في بعض الأحيان تؤدي إلى التحيز أو إلى اتخاذ قرار الاستثماري الأمثل، ويكون الاستدلال بغرض تحقيق مصالح شخصية، ولكن تؤدي هذه الطريقة في غالب الأحيان إلى خسائر وأخطاء أخرى يمكن أن يقع فيها المستثمر، تستخدم طريقة الاستدلال من قبل غالبية المتعاملين في أسواق رأس المال وزياد استخدامها يودي في كثير من الأحيان إلى شذوذ السوق وهذا ما لا يتوافق مع النظرية التقليدية (فرضية كفاءة أسواق رأس المال)[1].
7. **سوء فهم عشوائي** :يقيد سوء الفهم العشوائي بالقدرات الإدراكية المحدودة والمعلومات الغير متكاملة فهي تشير إلى رؤية الأنماط التي لا وجود لها وبالتالي قد تكون أفعالهم غير عقلانية تماما بالرغم من جهودهم وحسن نواياهم وحدد1994 Mars أربعة مغالطات للأفراد وهي: محدودية الاهتمام والذاكرة الخاطئة، قدرات استيعاب محدودة، محدودية قدرات الاتصال و يستخدم الأفراد في أسواق رأس المال مختلف الاستراتيجيات للمعلومات والقرارات للتعامل مع القيود في المعلومات[2].
8. **التأطير:** يتجلى دور التأطير في تحقيق الأرباح الخاصة بالمستثمرين لتوزيعات بشكل منفصل عن رأس المال، ووفقا البعض المتخصصين أمثال "Shefrin" يرون أن المستثمرين يفكرون بوجود جزء خاص في محفظتهم هو آمن من مخاطر هبوط الأسعار والجزء الثاني يكون معرض للمخاطر ولكن عندما يتم فرض الضرائب على أرباح الأسهم بشكل أكبر من مكاسب رأس المال، يبقى المستثمر مترددا في بيع الأسهم وذلك تخوفا من انغلاق حسابه العقلي الذي يحوي على توزيعات الأرباح، أما إذا كان في عالم خال من الضرائب والتكاليف يكون المستثمر هنا غير مهتم للفرق بين التوزيعات وأرباح رأس المال[3].

ثانيا: التحيزات العاطفية أو الانفعالية

تنتج التحيزات العاطفية Emotional Biases عن الدوافع والحدس بالإضافة للمشاعر والعواطف، ومن أشكالها ما يلي:

[1] Felicia Ramona Baru. Op Cit. P 48.
[2] Aftalion F., **"LE MEDAF et la finance comportementale"**, Revue française de gestion, nº 157, France, 2005, p205.
[3] معن وعد الله العايدي وحسين ميمي محسن العبادى، مرجع سبق ذكره، ص111.

1. **تحيز التفاؤل:** هناك العديد من الدراسات التجريبية التي أيدت وجود تحيز التفاؤل المفرط عند المستثمرين في الأسواق المالية، مما يجعلهم يبالغون في تقدير قيمة الأصل الذي بحوزتهم إلى أكثر من قيمته الحقيقية.

فمثلا المستثمر الذي بحوزته معلومات جديدة تنبأ بأداء جيد لشركة معينة، سوف يندفع لشراء أسهم هذه الشركة بسبب تفاؤله المفرط، حتى وإن كان تأثير هذه المعلومات ضئيل على أداء الشركة المعنية، هذا السلوك يجعل سعر سهم هذه الشركة يرتفع إلى أكثر من قيمته الحقيقية. جعلهم يبالغون في تقدير قيمة الأصل الذي بحوزتهم إلى أكثر من قيمته الحقيقية[1].

2. **تحيز الشعور بالندم:** الندم هو شعور ينتاب الإنسان عند اتخاذ قرار خاطئ، والسبب الرئيسي لهذا التحيز هو كره المستثمر للاعتراف بخطئه، فيلجأ إلى رفض بيع الأوراق المالية الخاسرة التي بحوزته والتي لا زالت أسعارها تتراجع بسبب عدم الرغبة بالاعتراف وتصحيح الخطأ في الوقت المناسب[2].
3. **تحيز النفور من الخسارة:** تم اقتراح تحيز كره الخسائر من قبل كل من Tversky and Kahnemanفي 1979 ويشير إلى أن شعور الأفراد بالأسف الشديد نتيجة التعرض لخسارة مبلغ معين، يعادل ضعفي فرحتهم بما حققوه من أرباح المبلغ ذاته، كما أن الأفراد يتجنبون المخاطر من أجل حماية الثروة الموجودة، لكن قد يتحملون المخاطر من أجل تجنب الخسائر، هذا السلوك غير العقلاني يمكن أن يؤدي إلى اتخاذ قرارات مالية خاطئة، فقد يمتنع الأفراد عن بيع الأسهم الخاسرة عند انخفاض أسعارها، محتفظين بها زمنا طويلا على أمل تجنب الخسائر الفعلية عند التخلص منها (سلوك البحث عن المخاطرة) وبيع الأسهم الرابحة سريعا (سلوك تجنب المخاطرة) هذا السلوك يسبب مخاطر كبيرة على المحفظة الاستثمارية[3].

[1] لوكي أكارت وآخرون، مرجع سابق، ص189-188.
[2] جميل النجار، مرجع سابق، ص 119.
[3] عبد الرحمان بن سانية، مرجع سابق، ص 20.

المبحث الثالث: نماذج تسعير وتقييم الأصول الرأسمالية بين المدخلين التقليدي والسلوكي

ما تزال نماذج تسعير الأصول الرأسمالية بعد ظهورها منذ حوالي نصف قرن على يد ويليام شارب 1964وجون **لنتنر** 1965، من أكثر النماذج المالية التي يتم استخدامها في مجال التحليل المالي وذلك لغرض تقدير تكلفة رأس المال أو تسعير الأصول الرأسمالية وكذا إدارة المحافظ الاستثمارية وتقييم أداءها، وفي الدراسات الأكاديمية، حيث تركز معظم مناهج الدراسات العليا التي تتم في الدول المتقدمة حول الاستثمارات على دراسة هذه النماذج أكثر من أي شيء آخر.

المطلب الأول:نموذج هاري ماركويتز

أدى التطور البارز على مستوى المحافظ المالية إلى ظهور نظريات حديثة تسعى إلى دعم القرارات الاستثمارية في محاولة جادة للوصول إلى أهداف مدراء المحافظ، وتهدف معظم النظريات الرائدة في مجال المحافظ إلى محاولة إيجاد التوليفة الأنسب التي تحقق أعلى عائد وأقل مخاطرة.

أولا: نظرية المحفظة الحديثة "نظرية ماركويتز [*] "*Modern Portfolio Theory*.

تعتبر النظرية الحديثة للمحفظة أو ما يطلق عليها بنظرية "**ماركويتز**" بمثابة ثورة فكرية في عالم التمويل والاستثمار وهي من بين أهم النظريات الناتجة عن التطور في التحليل المالي والمعنية بتوليفات الأصول المالية، وتفسر هذه النظرية أثر المخاطرة، الارتباط والتنويع في العائد المتوقع على مجموع الأصول.

إن أساس نظرية المحفظة الحديثة يقوم على مبدأ التنويع (*Diversification*) إذ وجد أنه كلما تنوعت مكونات المحفظة أدى ذلك إلى تقليل مخاطرها فالدراسات المالية تشير إلى أن التنويع الذي تنطوي عليه محفظة مكونة من (40) سهما فأكثر يقلل (50 %) من المخاطر، ووفق نظرية المحفظة فإن عملية التنويع يجب أن تقوم على أسس علمية فالتنويع المجرد الذي يقوم على اقتناء مجموعة من الأوراق المالية لا على التعيين والذي يدعى (التنويع الساذج)، إذ أنه قد يؤدي إلى تخفيض المخاطر لكنه لا يقللها إلى الحد الأدنى بل إن هناك احتمال أن يزيدها.

[*] يعد "هاري ماركويتز Harry Markowitz" من أصحاب الفكر المستنير والمتميز في مجال التمويل والاستثمار، وينسب إليه الفضل في ابتكار نظرية محفظة الاستثمار عام 1952 والتي حصل بموجبها على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1990 بالمشاركة مع Merton Miller وWilliam Sharpe.

إن محاولات وضع أسس علمية للتنويع قد قادت إلى ظهور نظرية المحفظة على يد "هاري ماركويتز" التي تعدّ تحولا أساسيا في الفكر المالي استحق عليها جائزة نوبل في الاقتصاد، وتقوم نظريته على أساس المفاضلة بين العوائد والمخاطر للاستثمارات المكونة للمحفظة، وكذلك على العلاقة بين هذه العوائد والمخاطر، وإنه نظر إلى المحفظة ككل أي إلى الاستثمارات المكوّنة لها كمجموعة وليست كاستثمارات فردية، حيث أن قرار إضافة أي أصل إلى المحفظة يكون مبنيا على أساس تأثيره على العائد أو على المخاطر أو عليهما معا، فالهدف النهائي هو بناء المحفظة الكفوءة[1].

ثانيا: فروض نظرية ماركويتز.

تركز نظرية المحفظة لماركويتز على مجموعة من الافتراضات المرتبطة بسلوك المستثمر ويمكن توضيحها في ما يلي[2]:

- إن المستثمر ينظر لكل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد.
- إن المستثمر يهدف إلى تعظيم المنفعة المتوقعة.
- ينظر المستثمر للمخاطر على أساس كونها تمثل التقلب في العائد المتوقع.
- إن المستثمر يتخذ قراراه الاستثماري على أساس متغيرين هما العائد والمخاطرة، ولذلك فإن منحنى المنفعة هو دالة للعائد المتوقع والتباين المتوقع للعوائد.
- عند مستوى مخاطر محددة، فإن المستثمرين يفضلون العوائد الأعلى وبنفس الوقت فإنه عند مستوى عائد متوقع فإن المستثمرين يفضلون المخاطر الأقل من المخاطر الأعلى.

وضمن هذه الافتراضات، فإن الأصل الواحد أو محفظة أصول معينة يمكن أن تعتبر على أنها محفظة كفؤة إذا لم يكن هناك أصول أو محفظة أصول تعطي عائد متوقع أعلى بنفس درجة المخاطر أو أقل، أو بمخاطرة أقل مع نفس مستوى العائد أو أعلى منه، لذا يمكن تحديد المفهوم البسيط للمحفظة الكفؤة بأنها المحفظة التي تعظم العائد لمستوى معين من المخاطرة، أو تخفض المخاطرة عند مستوى معين من العائد.

---

[1] عبد العزيز شويش عبد الحميد وآخرون، **دور بيتا الشركات في بناء المحفظة الاستثمارية "دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"**، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 2، العدد 4، العراق، 2010، ص3.

[2] مؤيد عبد الرحمان الدوري وسعيد جمعة عقل، "**إدارة المشتقات المالية**"، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص29.

ثالثا: جوهر ومحتوى نموذج ماركويتز 1954

يقوم نموذج ماركويتز على بعض المفاهيم الأساسية التي سيتم توضيحها فيما يلي:

- توزيع وارتباط الاستثمارات ومفهوم المخاطر السوقية.
- مفهوم الحدود الفعالة للمحافظ الاستثمارية لدى ماركويتز.
- افتراضات نموذج ماركويتز.
- الانتقادات الموجهة إلى نموذج ماركويتز.

1. توزيع وارتباط الاستثمارات ومفهوم المخاطر السوقية:

منذ القرن الثامن عشر اشتهر **سانشو بانشا** بمقولته"إنه من غير الحكمة أن يجمع إنسان عاقل كل البيض في سلة واحدة"، والذي يمكن التعبير عنه بصورة أخرى بأن التوزيع والتنويع يقلل المخاطر، وهي الفكرة التي بنى عليها ماركويتز نظرية المحفظة[1].

يرى ماركويتز بأنه وبسبب الأثار المتداخلة للاقتصاد العالمي، ترتبط المخاطر المتعلقة بالاستثمارات إلى درجة معينة، بالتالي فإن قيام المستثمرين بتوزيع استثماراتهم على أصول رأسمالية مختلفة متنوعة سوف لن يعدم المخاطر المتعلقة بها وذلك بسبب ارتباطها ببعضها إلى درجة معينة، حيث يستطرد ماركويتز ويقول "إن الفرضية التي تقول بأن قانون الأعداد الكبيرة يمكن تطبيقها على محفظة من الأصول الرأسمالية غير مقبولة،وذلك بسبب ارتباط عوائد هذه الأصول بعضها ببعض، أي أنه قد يخفف المخاطر ولا يمكن أن يقلل المخاطر إلى العدم.

قام ماركويتز بإجراء دراسات تحليلية أظهرت بأن الفائدة من توزيع المخاطر تعتمد على الارتباط بين عوائد الأصول الرأسمالية، والذي يقيس تأرجح عوائد الأسهم فيما بينها نتيجة ارتباط عوائدها فيما بينها إلى درجة معينة ضمن مجال الارتباط (1 -،1 +) فعندما يكون معامل الارتباط مساو إلى 1 + بين عوائد أصلين ماليين، فإن الأصول المالية تكون مرتبطة بصورة إيجابية مطلقة والذي يعني بأن عوائد الأصلين تتغير بنفس الاتجاه وبنسبة ثابتة، وعندها تشكل الأصول بدائل استثمارية كل للآخر.بينما عندما يكون معامل الارتباط مساو إلى 1 – بين عوائد أصلين ماليين.

[1] Andre F. Perold, **"The capital Asset Pricing Model",** Journal of Economic Perceptive, Volume 18, Number 3, Summer 2004, P 3.

فاستنتج ماركويتز الآتي[1]:

- أن تقليل المخاطر من خلال توزيع الاستثمارات لا يعتمد على عدم ارتباط المخاطر المتعلقة بالأسهم المستثمر بها بصورة إيجابية، بل على أن تكون غير مرتبطة.
- إن تقليل مخاطر الأسهم من خلال توزيع الاستثمارات محدود بالمدى الذي ترتبط به عوائد هذه الأسهم مع بعضها البعض.

2. مفهوم الحدود الفعالة للمحافظ الاستثمارية لدى ماركويتز

انطلق ماركويتز من المفاهيم السابقة ليصل إلى المفهوم الرئيسي الذي بنى نموذجه عليه وهو ما يدعى "الحدود الفعالة للمحافظ الاستثمارية"، فانطلاقا من مفهوم الارتباط بين عوائد الأصول المالية وأثر توزيع الاستثمارات بين أصول مختلفة، رأى ماركويتز بأن الارتباط غير التام بين عوائد الأصول سوف يؤثر على قرار المستثمرين بالمفاضلة بين رغبتهم بتحقيق عوائد أكثر على حساب مستويات مختلفة من المخاطر.

هكذا صاغ ماركويتز مفهوم الحدود الفعالة لكل مستوى من مستويات العوائد المتوقعة للمحافظ الاستثمارية والتي تمثل المحافظ الاستثمارية التي تعمل على تعظيم العوائد المتوقعة وبأقل مستوى مخاطرة ممكن، أو يمكن القول بأنه ولكل مستوى من مستويات المخاطرة، يمكن تشكيل محافظ استثمارية بنسب متفاوتة من الأصول والتي تحقق أعلى مستوى عائد متوقع للمحافظ، أي أن الحدود الفعالة للمحافظ الاستثمارية تتكون من مجموعة المحافظ الاستثمارية المثالية والتي يكون للمستثمر إمكانية الاستثمار فيها بحسب درجة المخاطرة التي يمكن أن يقبلها[2].

3. افتراضات نموذج ماركويتز

اعتمد هاري ماركوييتز عند بناء نموذجه على الافتراضات الآتية[3] :

- إن مخاطر المحفظة الاستثمارية تقوم على أساس التغيرات في عوائد مكونات هذه المحفظة الاستثمارية.
- يسعى المستثمر بطبيعته إلى تجنب المخاطرة.
- يفضل المستثمر زيادة الإنفاق وخاصة على الاستثمار.

[1] Ibid – Andre F. Perold, The Capital Asset Pricing Model, P 6.
[2] Ibid – Andre F. Perold, The Capital Asset Pricing Model , P 7.
[3] Markowitz, H. (1952). "**Portfolio Selection**". Journal of Finance , 7 (1), pp77-91.

- إن منحنى المنفعة للمستثمر مقعرة ومتزايدة دائما، وذلك نتيجة سعي المستثمر لتجب المخاطر مقابل زيادة الإنفاق على الاستثمار.
- إن هذا النموذج يعتمد على تحليل فترة واحدة من الاستثمار أي تحليل ساكن.
- إن المستثمر عادة ما يسعى إلى تعظيم عوائد محفظته الاستثمارية عند مستوى معين من المخاطرة، أو يسعى إلى تعظيم عوائده عند أقل مستوى ممكن من المخاطرة.
- إن المستثمر هو عقلاني بطبيعته.

4. الانتقادات الموجهة إلى نموذج ماركويتز

تجمع معظم الدراسات على الانتقادات الآتية حول نموذج ماركويتز[1] :

- يتطلب تطبيق هذا النموذج إلى الكثير من البيانات مثل تباين عوائد الأسهم وتقديرات لهذه العوائد.
- يتطلب تطبيق هذا النموذج كمية هائلة من العمليات الحسابية والإحصائية حيث سيكون هنالك عدد هائل من المحافظ التي يمكن تشكيلها من مختلف الأسهم المتاحة في السوق.
- العائد المتوقع وتباينه يجب أن يتم احتسابه لكل سهم من أسهم المحافظ الاستثمارية والذي يعتبر غاية في التعقيد.

المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية MEDAF

من ضمن النماذج الاستثمارية المهمة التي يلجأ إليها المستثمرين في اتخاذ قراراهم الاستثماري هو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية والمعروف اختصارا في الأدبيات المالية بـ **CAPM** أو **MEDAF** الذي يعود الفضل في صياغته إلى وليام شارب **Sharp** عام 1964 الذي نال بسبب جهوده هذه على جائزة نوبل.

إن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هو من بين أهم المفاهيم النظرية في التمويل وهو يعكس العلاقة بين المخاطر والعائد في بيئة سوق كفء، وهو يعتبر ثمرة لنموذج ماركوتز وأسهل منه في التطبيق، وقد أضاف هذا النموذج إمكانية الحصول على معدل عائد خالي من المخاطرة كما أنه وسع من مفهوم المحافظ الاستثمارية الكفوءة في السوق بشكل عام وتقييم الأوراق المالية بشكل خاص، ويمكن تطبيق هذا النموذج على مستوى الاقتصاد الكلي إذ يفصّل العلاقة بين عائد ومخاطرة المحفظة وكذلك إمكانية تطبيقه على مستوى الاقتصاد الجزئي حيث يحلل العلاقة بين عائد ومخاطرة أصل معين.

[1] بهاء غازي عرنوق، "**أثر عوامل فاما وفرنش في التنبؤ بعوائد الأسهم في أسواق رأس المال الناشئة:دراسة تطبيقية**"، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2015، ص66.

أولا: التعريف بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM وأهم فروضه.

1. فروض نموذج CAPM.

يعتمد في بناء هذا النموذج على عدد من الفروض مثل فرض السوق التام والتي تصف سلوك المستثمر بالرشد والعقلانية وأن المعلومات في السوق متاحة لجميع المتعاملين دون استثناء، وبشكل عام فإن مجموعة الفروض التي يقوم عليها النموذج هي كالآتي[1]:

- إن المستثمر يجري تقييمه للمحافظ الاستثمارية البديلة على أساس متغيرين هما العائد والمخاطرة، ولكي يتحقق هذا الشرط يجب أن يكون التوزيع الاحتمالي للعائد توزيع طبيعي.
- إن تقييم المستثمر للورقة المالية يمتد فقط لفترة واحدة، ومثل هذا الشرط من شأنه أن يتيح فرصة أفضل لتقدير العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.
- إن المستثمر يسعى دائما للمزيد من العائد، فلو أنه أعطي الاختيار بين محفظتين متماثلتين من جميع النواحي عدا العائد فسوف يختار المحفظة التي يتولد عنها أقصى عائد.
- إن المستثمر بطبيعته يكره المخاطر (Risk Averse).
- إن الأصول المالية قابلة للتجزئة أي أن المستثمر يمكنه شراء أي كمية يرغبها في ورقة معينة، مهما تضائل حجم تلك الكمية.
- إن المستثمر يمكنه أن يقرض ويقترض على أساس يساوي معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، هذه إضافة إلى أن ذلك المعدل متماثل لكافة المستثمرين.
- لا توجد ضرائب على الأرباح ولا تكلفة للمعاملات.
- إن المعلومات تصل إلى المستثمرين بسرعة ودون تكلفة.
- إن للمستثمرين توقعات متماثلة أو متجانسة، بمعنى أن لديهم نفس التصور بشأن العوائد المتوقعة للأوراق المالية المتداولة والانحرافات المعيارية لها والتغاير.

وعلى وفق هذه الفروض يقوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد معدل العائد المتوقع من قبل المستثمرين في الأوراق المالية، ورغم أن مجموعة هذه الفروض يفتقد في الجزء الأكبر منها إلى حقيقة وواقعية وجودها أو الشك في ذلك في الاقتصاد، إلا أن ذلك لا يقلل من أهمية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، حيث يعطي نتائج هامة في تحديد العائد المرغوب أي إمكانية التنبؤ بالعائد بناء لتحديد لحجم المخاطر النظامية.

[1] حمزة محمود الزبيدي، **الاستثمار في الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2004، ص158-159.

2. تعريف نموذج CAPM.

هو النموذج الذي يستخدم لتحليل العلاقة بين المخاطر ومعدل العائد وهو وسيلة تحليلية تستخدم من قبل إدارة المحافظ الاستثمارية، ويعتبر خط الأوراق المالية هو تمثيل بياني لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يقوم على مبدأ العلاقة بين العائد والمخاطر وأن العائد المطلوب على الاستثمار وفقا لهذا النموذج يتكون من جزئين أساسيين هما[1]:

- العائد الخالي من المخاطر باعتباره حد أدنى من العائد الذي يمكن تحقيقه دون مخاطر تذكر.
- علاوة المخاطر باعتبار الاستثمار يحقق عائد أكثر من العائد الخالي من المخاطر وهذه العلاوة تتحقق بسبب قبول المستثمر بأن يتحمل المخاطر.

يعكس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية العلاقة بين العائد والمخاطر باستخدام معامل البيتا كمقياس للمخاطر، وهو نموذج تسعير الأصول لمجموعة صغيرة من المستثمرين أو لمجموعات مختلفة في أوقات مختلفة وأن الأسعار تحددها هذه المجموعات أو الفئات والتي استلمت المعلومات أولا وفي حقيقة الأمر فإن هذا النموذج لا يستخدم المخاطر الكلية بل يقتصر على البيتا (β) أي المخاطر المنتظمة مونها تتأثر بالظروف العامة للسوق ولا يمكن لأي شركة أن تتخلص منها مقارنة بالمخاطر غير المنتظمة التي تستطيع المحفظة التخلص منها عند تنويع الأوراق المالية ورفع كفاءة أداء إدارة الشركات[2].

ثانيا: معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

تهتم نظرية رأس المال أو الأصول الرأسمالية في تحديد الأصول التي تتشكل منها المحفظة الاستثمارية بالاستناد على العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر المنتظمة بيتا (β) ويمكن التعبير عن عناصر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ($CAPM$) بالصيغة الرياضية التالية[3]:

[1] دريد كامل آل شبيب، "**إدارة المحافظ الاستثمارية**"، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمّان، الأردن، 2010، ص200.

[2] دريد كامل آل شبيب، "**إدارة المحافظ الاستثمارية**"، مرجع سابق، ص201.

[3] حمزة محمود الزبيدي، "**الاستثمار في الأوراق المالية**"، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2004، ص 160.

معدل العائد = معدل العائد الخالي من المخاطرة + علاوة المخاطرة

ويمكن التعبير عنها بالرموز وفق الآتي[1]:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i\,(E(\mathrm{Rm}) - \mathrm{Rf})$$

حيث أن:

- $E(R_i)$: معدل العائد المطلوب على الاستثمار بالسهم.
- R_f : معدل العائد الخالي من الخطر.
- β_i: معامل بيتا للسهم (i).
- $E(R_m)$: العائد المتوقع على محفظة السوق.

يمكن تفسير المعادلة السابقة على أساس أن العائد المطلوب لسهم أو محفظة معينة يتكون من جزأين:

- العائد الخالي من المخاطر (مخاطر عدم القدرة على السداد).
- علاوة مخاطر السهم والمحسوبة بمعامل بيتا السهم مضروبا بعلاوة مخاطر السوق $(E(Rm)-Rf)$ وهذه العلاوة هي مقدار العائد الإضافي الذي سيحصل عليه المستثمر زيادة على العائد الذي يخلو من المخاطر نتيجة لقبوله الاستثمار في هذا السهم.

وقاعدة القرار حسب المعادلة السابقة هي[2]:

- إذا كان عائد السهم الفعلي أقل من العائد المطلوب يكون السهم غير جذاب للاستثمار لأنه يعطي عائد أقل مما هو متوقع منه بالنسبة للمخاطر التي يتصف بها.
- إذا كان عائد السهم الفعلي أكبر من العائد المطلوب يكون السهم جذاب للاستثمار لأنه يعطي عائد أكبر مما هو متوقع منه بالنسبة للمخاطر التي يتصف بها.
- أما إذا كان عائد السهم الفعلي مساويا للعائد المطلوب فإنه يتماشى مع الوضع العادي السائد في السوق ولذلك فإنه لا بأس من الاستثمار فيه.

[1] عماد عبد الحسين دلول، "**تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية**"، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 81، بغداد، العراق، 2010، ص45.

[2] فايز سليم حداد، "**الإدارة المالية**"، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2010، ص 154.

يتكون نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من عناصر أساسية تتمثل في (معدل العائد الخالي من المخاطرة، عائد محفظة السوق، معامل بيتا)، والتي سيتم تناولها بشيء من التفصيل كما يأتي:

1. معدل العائد الخالي من الخطر (R_f) *Risk Free Rate*.

إن مفهوم الاستثمار الخالي من المخاطرة وفقاً لتحليل ماركويتز هو أن المستثمر الذي يشتري استثماراً في بداية الفترة يعلم بشكل مؤكد مقدار التدفق الذي سيحصل عليه في نهاية الفترة الزمنية المحددة للاستثمار، ويمثل العائد الخالي من المخاطرة (R_f) بالنسبة للمستثمر مقدار العائد الذي يعوضه عن حرمانه من استغلال أمواله لتحقيق منافع حاضرة نظرا لتوجيه تلك الأموال إلى الاستثمار، وهو يعبر عن العائد الذي تحققه الأوراق المالية التي تصدرها الدولة ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة واحدة، حيث يعتبر عائد هذه الأوراق المالية عائدا مؤكداً حيث أن إصدارها يتم من قبل جهات يصعب أن تعجز في سداد ما عليها من التزامات لحامل الأوراق المالية، وينطبق هذا الوصف على الأوراق المالية التي تصدرها الدولة إذا كان تاريخ استحقاقها ينتهي بانتهاء الفترة المحددة للاستثمار، ففي هذه الحالة سوف يضمن المستثمر أن يحصل في نهاية المدة على العائد الذي يتوقعه في أول المدة، ويكون هذا العائد خالياً من المخاطر التالية[1]:

- **مخاطر عدم القدرة على السداد Credit or Default Risk**:لا تخضع السندات التي تصدرها الدولة لمثل هذا النوع من المخاطر، حيث تعد الدولة هم المدين الوحيد الذي يمكنه تجنب الفشل في سداد الالتزامات حيث أن آخر مرحلة لمواجهة ذلك وهو بـم تقوم بطبع المزيد من الأوراق المالية لسداد ما عليها من التزامات.
- **مخاطر التضخم (Inflation Risk)**: هي عبارة عن نسبة يضيفها المستثمرون إلى معدل العائد الحقيقي لتأخذ بنظر الاعتبار التغيرات المستقبلية للقوة الشرائية للنقود.
- **علاوة السيولة:** وهي قدرة الأصل المالي على التحول إلى نقد بسرعة وبدون خسارة قياسا بتكلفة الشراء، إذاً فهي مقياس لدرجة بيع الأصل في السوق، فإذا كان الأصل الاستثماري منخفض السيولة فإن المستثمرين يضيفون علاوة (علاوة السيولة) جديدة على السعر لتعويض ذلك.

2. معدل عائد محفظة السوق ($\overline{R}_M$) *Rate of Return on Market Portfolio*.

تعرف محفظة السوق بأنها المحفظة التي تتميز بالتنويع إلى أقصى حد خلال فترة زمنية معينة، ويقصد بالحد الأقصى للتنويع أن يتم استغلال جميع الفرص المتاحة للتخلص من المخاطر (غير المنتظمة)، وان المخاطر

[1] قاسم نايف علوان، إبراهيم محمد الزعلوك، "**أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج (CAPM) دراسة تطبيقية**"، مجلة العلوم الاقتصادية جامعة التحدي، العدد 05، سيرت، ليبيا، 2005، ص 8-9.

المتاحة لاستثماراتها هي مخاطر السوق، وتتضمن محفظة السوق الاستثمار في جميع الأوراق المالية المتداولة في السوق، ويقصد بعائد محفظة السوق (عائد السوق R_M) في هذا الصدد عائد الأصول المتداولة في أسواق رأس المال، ويثار التساؤل هنا بشأن تقدير عائد السوق إذا لم توجد سوق للأوراق المالية وللتغلب على هذا المشكلة يمكن للمحلل المالي أن يقوم باستخدام البيانات التاريخية المتوفرة لعدد من السنوات (الميزانيات) للشركات المراد تقييمها، ويمكن التعبير عن عائد السوق رياضياً كالآتي[1]:

$$\bar{R}_m = \sum_{j=1}^{n} \frac{R_m}{n}$$

حيث أن:

- $\bar{R}_m$: متوسط معدل العائد لمحفظة سوق رأس المال.
- R_m: معدل العائد المتحقق لمحفظة سوق رأس المال.
- n: عدد الأسهم المكونة لمحفظة سوق رأس المال.

3. معامل بيتا (β) Coefficient Of Beta.

يعتبر معامل بيتا أحد المكونات الرئيسية لتطوير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لاستخدامه في تقييم المشاريع الاستثمارية حيث أنه يعبر عن المخاطر المنتظمة، ويعتبر معامل بيتا من أشهر المقاييس التي تستخدم لقياس المخاطر المنتظمة (مخاطر السوق) فهو يقيس مدى تأثر عائد السهم بالتغيرات التي تطرأ على عائد السوق، وتختلف الأسهم في مخاطرتها وفي قيمة معامل بيتا، فالأسهم التي تمتلك معامل (β) أكبر من واحد ($\beta > 1$) تسمى بالأسهم الهجومية أو المجازفة (*Aggressive Stock*) أي ينطوي عائدها على مخاطر أكبر من مخاطر محفظة السوق، أما إذا كان معامل بيتا للسهم أقل من الواحد الصحيح ($\beta < 1$) يطلق على السهم أنه دفاعي أو محافظ (*Defensive Stock*) أي ينطوي عائده على مخاطر أقل من مخاطر عائد محفظة السوق، والأسهم التي لها معامل بيتا مساويا للواحد ($\beta = 1$) فهي التي تكون درجة تقلب هذه العوائد بنفس درجة تقلب عائد محفظة السوق (RM)[2].

[1] محمد علي إبراهيم العامري، "**إدارة محافظ الاستثمار Investment Portfolios Management**"، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2013، ص79.

[2] Pascal Quiry, Yann Le fur., **Pierre Vernimmen : "Finance d'entreprise"**, Campus Dalloz, Edition 2009, p 447.

ويمكن احتساب قيمة معامل بيتا للمخاطر المنتظمة وفق المعادلة الرياضية التالية[1]:

$$\beta_j = \frac{\rho_{j,m}\sigma_j\sigma_m}{\sigma^2{}_m}$$

$$\beta_j = \frac{\rho_{j,m}\sigma_j}{\sigma_m}$$

حيث أن:

- $\boldsymbol{\beta_j}$: معامل بيتا للسهم j.
- $\boldsymbol{\rho_{j,m}}$: معامل الارتباط بين عائد السهم j وعائد السوق m.
- $\boldsymbol{\sigma_j}$: الانحراف المعياري لعائد السهم j.
- $\boldsymbol{\sigma_m}$: الانحراف المعياري لعائد السوق m.

من الجدير بالذكر أن معامل بيتا للسوق يساوي دائما واحد صحيح، حيث يمكن إثبات ذلك رياضيا وذلك عن طريق استخدام المعادلة السابقة وعلى النحو التالي[2]:

$$\beta_m = \frac{\rho_{m,m}\sigma_m}{\sigma_m}$$

$$\beta_m = \rho_{m,m}$$

$1 = \rho_{m,m} = \beta_m$ (لأن معامل ارتباط الأصل مع نفسه يساوي واحد صحيح).

ثالثا: خط سوق رأس المال (Security Market Line).

يعتبر خط سوق رأس المال (**SML**) واحدا من أهم المفاهيم المالية الحديثة حيث يستخدم لوصف العلاقة الخطية بين المخاطرة النظامية والعائد المتوقع في أسواق رأس المال ويعبر خط أسواق رأس المال عن المنحنى الذي يمثل معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وهو عبارة عن خط مستقيم يبين العائد المطلوب لكل مستوى من مستويات المخاطر السوقية (البيتا)، ويتم رسم هذا المنحنى على شكل رسم بياني توضع فيه البيتا على المحور الأفقي والعائد المطلوب على المحور الرأسي، بعد ذلك نحتاج لنقطتين لرسم منحنى السوق[3]:

- **النقطة الأولى**: هي النقطة التي تمثل العائد الذي يخلو من المخاطرة ومخاطرته دائما تساوي صفرا لأنه لا توجد له مخاطر (هذه النقطة ممثلة في الشكل رقم (3-1) بـ $\boldsymbol{Rf}$.
- **النقطة الثانية**: هي النقطة التي تمثل العائد السوقي ومخاطرته دائما تساوي واحد صحيح، كما تم إثباته رياضيا سابقا (وهي ممثلة في الشكل أدناه بـ M).

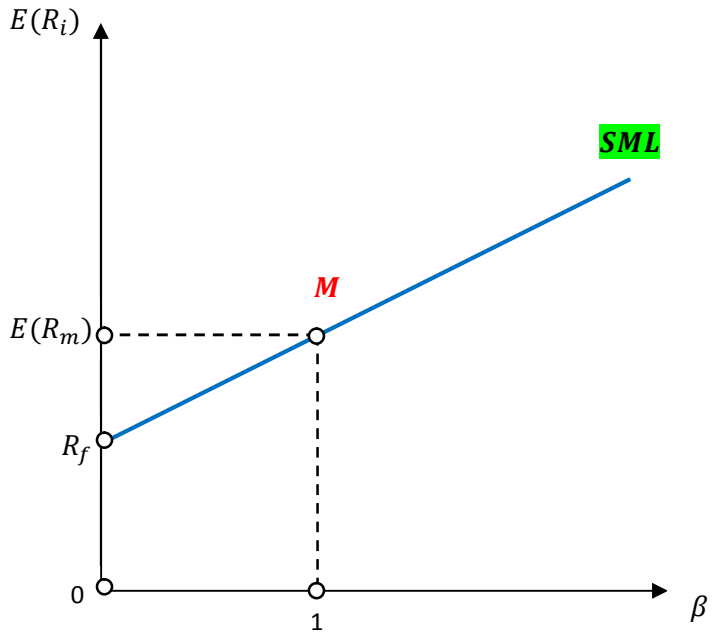
[1] فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص150.

[2] فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص151.

[3] فايز سليم حداد، مرجع سابق، نفس المرجع، ص155-156.

بعد تحديد إحداثيات هاتين النقطتين يتم وصلهما ببعضهما البعض على شكل خط مستقيم فتحصل على خط أسواق رأس المال (SML)، ويبين هذا الخط كيفية ارتفاع العائد المطلوب بارتفاع المخاطرة (البيتا)، فإذا كان ميل خط السوق يمثل نسبة تجنب المخاطرة، فإنه بارتفاع درجة تجنب المخاطرة لمعدل المستثمرين سوف يزداد انحدار ميل خط أسواق رأس المال، ترتفع علاوة المخاطر بجميع الأسهم، يرتفع معدل العائد المطلوب على جميع الأسهم، ويوضح خط أسواق رأس المال (SML) كما يلي:

الشكل رقم (3-1): خط أسواق رأس المال.



Source : James Bradfield, **Introduction to the Economics of Financial Markets**, Oxford University Press, USA, 2007, p213.

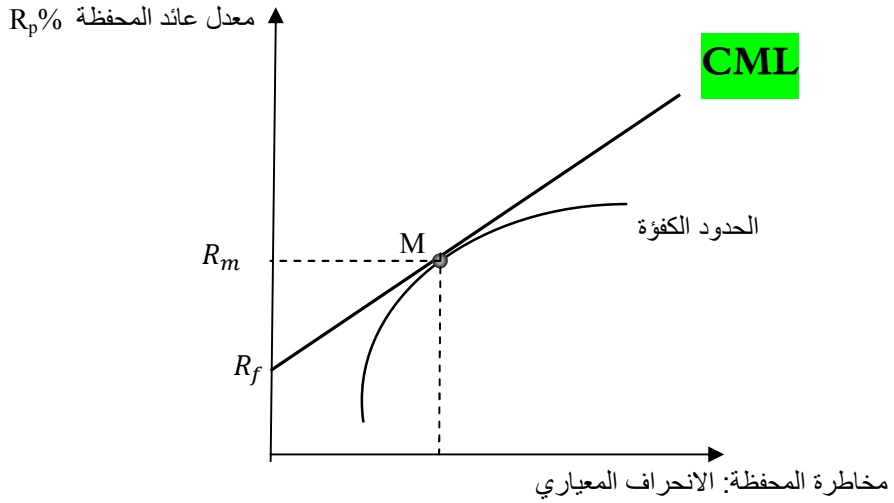
رابعا: خط سوق رأس المال (Capital Market Line).

يعكس خط سوق رأس المال (**CML**) الاتجاهات الكلية للمستثمرين فيما يتعلق بالمخاطرة ويوضح العلاقة بين مخاطر محفظة فعالة ومعدل العائد المتوقع عليها، غير أن اهتمام المستثمرين والمدراء ينصب بالدرجة الأولى على عائد أصل بعينه والمخاطر الملازمة له.

يعرف خط سوق رأس المال بأنه: "مجموعة الفرص الاستثمارية المتاحة (*Linear Efficient Sets*) عندما تكون تصورات المستثمرين متجانسة، ولأي مستثمر يرغب بالاستثمار متأتية من العلاقة بين الاستثمار الخالي من المخاطر (R_f) مع محفظة السوق"[1]، ويوضح الشكل التالي العلاقة بين مخاطر المحفظة (المحور الأفقي) والعائد المتوقع (المحور العمودي).

[1] محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص84.

الشكل رقم (3-2): خط سوق رأس المال.



Source : James Bradfield, **Introduction to the Economics of Financial Markets**, Oxford University Press, USA, 2007, p213.

إن النقطة M هي نقطة تماس تبين محفظة تتضمن أوراق مالية خطرة فقط، وإلى يمين النقطة M سيكون أي مستثمر يستخدم الهامش Margin لزيادة عوائده، مع الإشارة إلى أن استمرار استخدام الهامش سيؤدي إلى زيادة المخاطر وبالتالي يصبح الخط المار على النقطة M هو الحد الكفؤ.

إن المجموعات المؤتلفة من العائد والمخاطرة على هذا الخط تمثل أفضل محافظ ممكن الحصول عليها، وهذه المجموعات تتراوح بين المحافظ عديمة المخاطرة (بمعنى لها عائد خالي من المخاطر) والمحافظ التي فيها الأوراق المالي التي يتم شراؤها بالهامش.

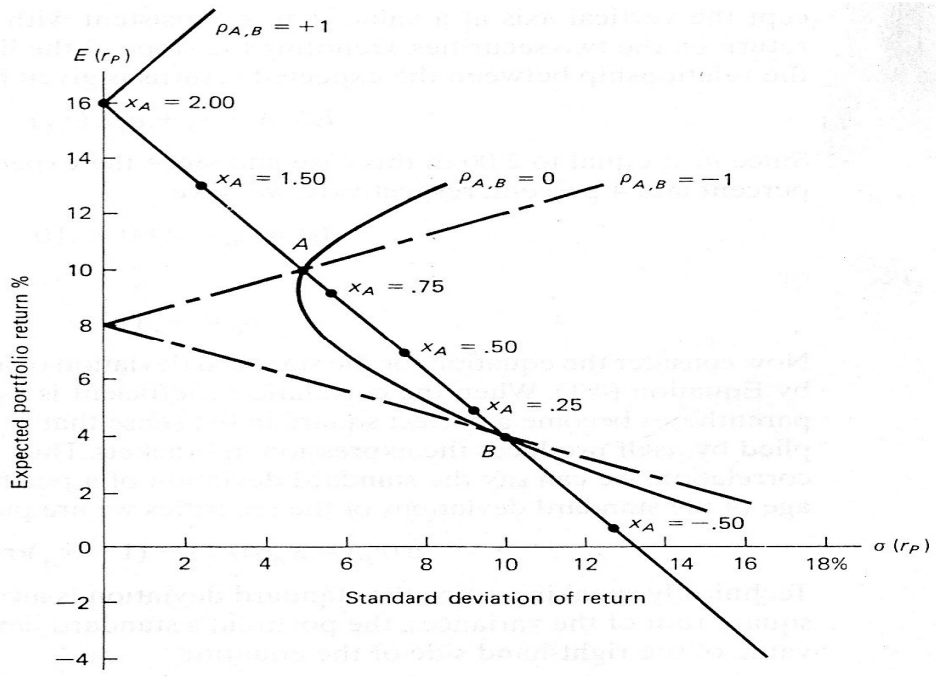
خامسا: مجموعة الفرص الاستثمارية Combination Lines.

مجموعة الفرص الاستثمارية هي عبارة عن رسم بياني يمثل العلاقة بين عائد (R_p) ومخاطر (σ_j) محفظة متكونة من أصلين باعتبار تنوع أوزان المحفظة[1]، ولرسمه يجب أولا حساب العائد على المحفظة لتشكيلة مختلفة من الأوراق أو الأصول ثم يتم حساب الانحراف المعياري للمحفظة، بالتالي فإن (Combination Line) يوضح لنا كيفية تغير كل من العائد المتوقع والخطر لمحفظة مكونة من أصلين عندما نغير في أوزانهم.

[1] David Huang, "**Combining Individual Securities Into Portfolios (Chapter 4)"**, College of Business Administration, California State University Sacramento, USA, p12.

والشكل التالي يوضح لنا مجموعة الفرص الاستثمارية عند جملة من معاملات الارتباط:

الشكل رقم (3-3): مجموعة الفرص الاستثمارية عند جملة من معاملات الارتباط.



Source : Robert A. Haugen, **Modern Investment Theory**, 5th Edition, Prentice Hall, 2001, p66.

يوضح الشكل السابق مجموعة الفرص الاستثمارية عند ارتباط إيجابي تام (ρ=1) حيث أن التنويع في هذه الحالة لا يقدم للمستثمر أي فائدة تذكر وهي الحالة الوحيدة التي لا تظهر فيها مزايا التنويع، أما في الحالات التي يقل فيها معامل الارتباط عن الواحد الصحيح فإن الانحراف المعياري يكون أقل من الوسطي المثقل للانحرافات المعيارية لمجموعة الأصول، وهكذا تنشأ مزايا التنويع عندما لا تكون العلاقة بين عوائد الأصول الداخلة في تركيب المحفظة علاقة ارتباط كامل، إن الشكل السابق يبين جميع الحالات التي يشملها مجال قيم الارتباط [0، 1]، بدءا من الوضعية التي تتحقق فيها أكبر مزايا التنويع (معامل الارتباط أقل من الصفر) إلى الوضعية التي تنعدم فيها هذه المزايا (معامل الارتباط يساوي الواحد).

سادسا: أوجه القصور وعيوب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

ظهرت دراسات شككت بصحة وصلاحية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية حيث تم توجيه انتقادات لها يمكن تلخيصها في النقاط التالية[1]:

- يحاول نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التنبؤ بمتغير ليس من السهل توقعه وهو العائد المتوقع على الأصل.
- يقتصر النموذج على فترة زمنية واحدة أي أنه يصف الطريقة التي يبني بها المستثمرون توقعاتهم عن فترة مستقبلية واحدة، ولا يعالج الكيفية التي يمكن أن تتغير بها توقعاتهم بين فترة وأخرى.
- إن نموذج CAPM يعامل بيتا كحد ثابت لكن الدراسات الميدانية تشير إلى أن بيتا يتغير مع الزمن وذلك مع دخول الشركات في استثمارات وقطاعات جديدة وتغير هيكل رأس المال فيها.
- لا يحدد النموذج طول الفترة الزمنية الواحدة، فهو لا يبين للمستثمر ما إن كان عليه إجراء اختباراته الخاصة باستخدام العوائد التاريخية اليومية أو الأسبوعية أو الشهرية أو السنوية.
- أيضا هنالك قصور فيما يتعلق بمعدل العائد الخالي من المخاطرة، إذ لا يوجد استثمار يخلو تماما من المخاطرة، كما أن عوائد الأصول الخالية من المخاطرة التي يعتمدها النموذج تتقلب مع الزمن ولا تبقى ثابتة كما يفترض النموذج، كما أن النموذج لا يتصدى لمسألة اختيار أذونات الخزينة قصيرة الأجل أو سندات الخزينة قصيرة الأجل كممثل للأصل الخالي من المخاطرة.
- كذلك فيما يخص مفهوم محفظة السوق، فهي عبارة عن مجموعة مثقلة بقيمة جميع الأصول في الاقتصاد، ويفترض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أن جميع الأصول في الاقتصاد قابلة للتداول لكن توجد آلية تسمح للمستثمرين بحيازة جميع أشكال الأصول المتاحة في الاقتصاد بالنسب الصحيحة، في الواقع يجب استخدام ممثل لمحفظة السوق وذلك بحساب معاملات بيتا للأوراق المالية فرادى من خلال حساب تباينها المشترك مع الأصل الممثل لمحفظة السوق.

[1] محمد مجد الدين باكير، **"محافظ الاستثمار:إدارتها واستراتيجياتها"**، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2008، ص 202.

المطلب الثالث: نموذج تسعير المراجحة Arbitrage Pricing Theory.

طور خلال السبعينات نموذج آخر يفسر العلاقة بين المخاطرة النظامية والعائد المتوقع يطلق عليه اسم نموذج أو نظرية تسعير المراجحة (APT)، وقد طرح هذا النموذج من قبل الاقتصادي ستيفان روس (Stephen Ross) عام (1976)، حيث أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) يفترض على العموم أن هناك عاملا واحدا (عائد محفظة السوق) هو الذي يستخدم في تفسير عوائد الورقة المالية، أما (APT) فقد سمح باستخدام العديد من العوامل لتفسير عوائد الورقة المالية، ويسمى هذا النموذج بنموذج العامل الواحد عكس نموذج روس المسمى بنموذج العوامل المتعددة (Multifactor Model).

أولا: مفهوم المراجحة The Concept of Arbitrage.

المراجحة بمفهومها البسيط هي عملية لزيادة العوائد بدون تكاليف بواسطة الاستفادة من فرصة عدم كفاءة التسعير Inefficient Price Relationship، بعبارة أخرى تعني الاستفادة من التباين النسبي بين أسعار اثنين أو أكثر من الأوراق المالية وذلك للحصول على ربح اقتصادي عديم الخطورة، وإن فرصة المراجحة عديمة الخطورة هذه تتحقق عندما يستطيع أحد المستثمرين بناء محفظة استثمارية صفرية يحصل فيها على ربح مؤكد.

وعلى هذا الأساس فإن المراجحة (Arbitrage) هي عملية شراء بضاعة أو ورقة مالية ثم بيعها بنفس الوقت (آنيا) بسوق آخر بسعر أعلى يحقق منها ربحا، وهذا الربح يطلق عليه ربح المراجحة (Arbitrage Profit)[1].

تعرف المراجحة أيضا بأنها: "استغلال حالة اختلال التسعير النسبي بين ورقتين ماليتين أو أكثر للحصول على ربح اقتصادي دون مخاطرة".

بالتالي فإن نظرية تسعير المراجحة ترى بأن العائد المتوقع من الأصل يتأثر بجملة من عوامل المخاطرة وليس بمخاطرة السوق فقط، حيث يرتبط عائد الورقة المالية خطيا بعدد من عوامل المخاطرة، لكن هذه النظرية لا تشير صراحة إلى ماهية هذه العوامل كما أنها تركز على إمكانية التخلص من المخاطرة غير النظامية بما يسمح للمستثمر بالحصول على بدل أو عائد لقاء قبول عوامل المخاطرة النظامية فقط[2].

[1] مؤيد عبد الرحمان الدوري، **إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص274.

[2] محمد مجد الدين باكير، مرجع سابق، ص156.

ثانيا: فروض نظرية تسعير المراجحة Assumption of APT.

إن نظرية تسعير المراجحة (APT) هي نظرية للتوازن تحجم العلاقة بين عائد الورقة المالية والعوامل المؤثرة في ذلك العائد وهي تعتمد بالتالي على مسائل ملائمة للافتراضات المتعلقة بسلوك عوائد الأوراق المالية، ويمكن الإشارة إلى أهم تلك الافتراضات فيما يلي[1]:

- وجود منافسة كاملة في السوق وعدم احتكار السوق وهذا يعني أن السوق حرة، وطبقا لهذا الافتراض فإن الأوراق المالية تُسعّر عن بشكل لا يؤدي إلى خلق فرص للمراجحة وبالتالي لا توجد تكلفة للمعاملات أو للضرائب كما لا توجد قيود على البيع المكشوف.
- إن لعائد الورقة المالية علاقة خطية بمجموعة من العوامل الإجمالية وبالتالي فإن مجموعة العوامل هذه هي التي ستحدد عائد الورقة وليس مجرد عامل واحد.
- عدم وجود مخاطر تحيط بفرص المراجحة وفي حالة وجود مثل هذه الفرص فإن المراجحون سيلجأون إلى الاستفادة منها مما يؤدي بالتالي إلى اختفائها طبقا لقانون السعر الواحد.
- يمكن لمستثمر أن يقرض ويقترض بمعدل مساوي لمعدل العائد الخالي من المخاطرة (Risk Free Rate)، بمعنى أن الحد الأدنى للعائد الذي سيقبله المستثمر من عملية الاستثمار هو ذلك الذي يساوي معدل العائد الخالي من المخاطر.
- إن المستثمرون يفضلون دائما المزيد من الثروة.

ثالثا: معادلة نموذج (APT).

يتم تطبيق نظرية المراجحة لتقييم أداء المحافظ طبقا لمجموعة الخطوات التالية[2]:

- تحديد العوامل المتوقع تأثيرها على عائد المحفظة سواء كانت عوامل اقتصادية، سوقية، اجتماعية، أخرى وذلك بالاعتماد على الخبرة والتقدير الشخصي للقائم بعملية التحليل.
- تقدير قيم بيتا التي تعبر عن درجة تأثير كل من العوامل السابق تحديدها على عائد المحفظة.
- تقدير القيم المتوقعة لكل من العوامل السابق تحديدها.
- حساب الفرق بين متوسط العائد الفعلي للمحفظة لفترة زمنية وبين العائد المقدر لها طبقا لنظرية المراجحة عند نفس المخاطر.
-

[1] مؤيد عبد الرحمان الدوري، **إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص275.

[2] محمد عنتر أحمد أحمد، "**نموذج مقترح لمحددات أداء محفظة الأوراق المالية بصناديق الاستثمار العاملة بسوق المال المصري**"، أطروحة دكتوراه تخصص إدارة الأعمال، قسم إدارة الأعمال بكلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، 2003، ص 179-180.

- تحليل النتائج التي يتم التوصل إليها للحكم على مستوى أداء المحفظة وترتيب المحافظ موضع التقييم.

تبدأ النظرية بافتراض أن معدل أي ورقة مالية هو الدالة الخطية لتحرك مجموعة من العوامل الأساسية التي تعم بتأثيرها على جميع الأوراق المالية، والصيغة الرياضية لنموذج (**APT**) هي[1]:

$$\mathbf{E(r_j) = r_f + b_{j1}RP_1 + b_{j2}RP_2 + b_{j3}RP_3 + b_{j4}RP_4 + \dots + b_{jn}RP_n}$$

حيث أن:

- $\mathbf{E(rj)}$: العائد المطلوب للاستثمار
- $\mathbf{R_f}$: معدل العائد الخالي من المخاطرة.
- $\mathbf{b_j}$: حساسية (Sensitivity) عائد الأصل لتحركات عامل المخاطرة المشترك.
- **RP**: علاوة المخاطرة المرتبطة بالعامل المشترك.

رابعا: الانتقادات الموجهة لنظرية تسعير المراجحة APT.

يلاحظ أنه على الرغم من أن التقييم طبقًا لنظرية المراجحة قد يكون أكثر مرونة وشمولا من نظيره طبقًا لنموذج $CAPM$ لتعدد العوامل المؤثرة على عائد المحفظة وعدم تحديدها بشكل قاطع بالنظرية، إلا أنه يؤخذ عليها ما يلي[2]:

- عدم تحديد العوامل المؤثرة على عائد المحفظة بالنظرية وتركها لخبرة القائم بالتحليل يعني التحيز الشخصي حيث أن كل فرد يقوم بالتحليل قد يختار العوامل التي تحقق له النتائج التي يرغبها ويستبعد تلك التي قد تتعارض مع الاتجاه الذي يرغب أن يتخذه البحث، وأنه إذا اختلف الشخص القائم بالتحليل فيعني ذلك أن العوامل المحددة قد تختلف أيضا، وبالتالي التوصل إلى نتائج متباينة لتقييم أداء نفس المحافظ لمجرد اختلاف القائم بالتحليل الأمر الذي يشير إلى انخفاض الدقة والموضوعية.
- تعاني نظرية المراجحة من بعض الانتقادات الموجهة لنموذج **CAPM** كعدم واقعية الاقتراض الخاص بتساوي معدل الاقتراض والإقراض ووجود خطين في الواقع العملي أحدهما للإقراض والثاني للاقتراض وبالتالي وجود قيمتين لبيتا لنفس المحفظة مع عدم دقة تقدير العائد المطلوب للمحفظة المستخدمة للمقارنة بالعائد الفعلي، إلى غير ذلك من الانتقادات التي قد تقلل من دقة تقييم أداء المحفظة.

[1] محمد عنتر أحمد أحمد، مرجع نفسه، ص 180.

[2] محمد عنتر أحمد أحمد، مرجع سابق، ص180.

خلاصة:

أسست النظريات المالية التقليدية لتفسير الظواهر الحاصلة في أسواق رأس المال، خاصة فيما يتعلق بتسعير الأصول المالية كنموذج CAMP، إلا أنها فشلت في تفسير ظواهر سلبية أخرى يرجع الدور الكبير في نشأتها للأزمات المالية المتفاوتة الحدة، من هنا ظهر ما يعرف بنظرية المالية السلوكية التي كان لها دور كبير تفسير الاضطرابات والتشوهات المالية التي عجزت عن تفسيرها فرضية كفاءة أسواق رأس المالEMH يتعلق الأمر بدراسة مدى تأثير الجانب السلوكي على السلوك المالي للمستثمر وعلاقتها باتخاذ قرارات الاستثمار في أسواق رأس المال.

ومن خلال هذا الفصل تم التطرق إلى أهم التشوهات والمشاكل المتعلقة بفرضية كفاءة أسواق رأس المال في المبحث الأول، أما المبحث الثاني فقد تم تخصيصه لعرض محتوى المالية السلوكية وأهم الإضافات لمعالجة نقائص فرضية الكفاءة.

أما المبحث الثالث والأخير فقد خصص للتطرق إلى نموذج MEDAF الذي يعتبر أهم نموذج في المالية التقليدية، وكذا نموذج APT متعدد العوامل الذي يعتبر بداية صياغة النماذج السلوكية متعددة العوامل.

الفصل الرابع:

دراسة تطبيقية لدور متغيرات المالية السلوكية في معالجة نقائص نموذج MEDAF

تمهيد:

إن نشوء وتنامي أسواق رأس المال يعد أحد أهم التطورات الاقتصادية التي شهدتها الدول العربية لاسيما الخليجية منها خلال السنوات القليلة الماضية، نظرا للدور المهم الذي تلعبه هذه الأسواق في تعبئة المدخرات المحلية وتحفيز الاستثمارات الأجنبية وبالتالي مساهمتها في تعزيز حركة النمو الاقتصادي، غير أن خصائص البيئة الاقتصادية التي تعمل فيها هذه الأسواق فضلا عن أدائها وإدارتها جعلتها غير قادرة على مجاراة التطورات الهائلة التي شهدتها الأسواق العالمية على الرغم من الفوائض المالية التي تحققت لدى دول المنطقة خصوصا، ولعل من بين دلالات هذا الوضع قلة كفاءتها، وضعف هياكلها التنظيمية، إلى جانب هشاشة الإطار التشريعي والقانوني لبعض الأسواق منها وعدم ملاءمة السياسات الحكومية.

حيث شهدت معظم البورصات العربية تراجعا في أدائها خلال العامين 2019 و2020، وخصوصا في الأسواق الخليجية نتيجة الانخفاض المستمر في أسعار النفط العالمية والذي بدأ في النصف الثاني من 2019 بسبب تداعيات جائحة كورونا على الاقتصاد العالمي عامة والاقتصادات العربية خاصة، بالإضافة إلى تراجع توقعات أداء الاقتصاديات الناشئة وتحديدا الاقتصاد الأمريكي والصيني إلى جانب تداعيات رفع أسعار الفائدة الأمريكية ومعدلات النمو الضئيلة بها وماله من آثار على أداء أسواق المال في الاقتصاديات الناشئة والنامية، حيث انخفض مؤشر صندوق النقد العربي المركب للأسواق المالية العربية خلال العام 2019 و2020 كما انخفض مؤشر البورصات العربية S&P AFE 40 خلال نفس الفترة .

ومن أجل قياس مستوى الكفاءة في البورصات العربية محل الدراسة وتقييم أداءها واختبار وتقدير نماذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدية كنموذج MEDAF وكذا النماذج المتعددة العوامل بواسطة النماذج القياسية "نماذج بانل"، واختبار الفرضيات استلزم الأمر تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث من أجل الإجابة عن كل جزء على حدى.

المبحث الأول: تقديم البورصات محل الدراسة.

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى تقديم لمحة عن كل من بورصة الجزائر، بورصة قطر وبورصة عمان للأوراق المالية، وذلك بالتطرق إلى الإطار التعريفي والمفاهيمي لهم المتكون من النشأة، المفهوم، المهام والهيكل التنظيمي وكذا الوسطاء الماليين وشروط الإدراج.

المطلب الأول: تقديم بورصة الجزائر.

أولا: نشأة بورصة الجزائر

في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي تبنتها السلطات الجزائرية سنة 1987، والتي شرعت في تنفيذها في سنة 1988، ظهرت فكرة إنشاء بورصة للأوراق المالية، وهي الفكرة التي دعمتها القوانين الاقتصادية التي صدرت في نفس السنة والمتمثلة في ما يلي:

- **قانون رقم 88-01**: المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية EPE.
- **قانون رقم 88-03**: إنشاء ثمانية صناديق للمساهمة تقاسمت فيما بينها رأسمال المؤسسات العمومية بعدما تم طرحه في شكل عدد من الأسهم، وعلى هذا الأساس تحولت الشركات العمومية إلى شركات مساهمة.
- **قانون رقم 88-04**: وهو القانون المعدل والمتمم للأمر 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 والمتضمن للقانون التجاري.

ومن ثم أصبح من غير المنطقي تصور وجود شركات مساهمة دون وجود بورصة للأوراق المالية لتداول هذه الأسهم، ليستقر الأمر فيما بعد بإنشاء بورصة الجزائر، ولقد مرت فترة إنشاء بورصة الجزائر بمرحلتين هما:

1. **المرحلة الأولى (1990-1992)**: تزامنت هذه المرحلة مع اتخاذ الحكومة عدة إجراءات وحصول العديد من المؤسسات العمومية على استقلاليتها وكذا إنشاء صناديق المساهمة[*]، ففي سنة 1990 اتخذت الحكومة قرار إنشاء هيئة مؤهلة وهي الجمعية العامة لصناديق المساهمة الثمانية التي أنشأت برأسمال قيمته 320.000,00 دج، وأعطي لهذه الهيئة تسمية شركة القيم المتداولة يديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء ممثلين عن كل صندوق، غير أن هذه الشركة لم تشتغل بالمرة نظرا لاعتراض انطلاقها جملة من الصعوبات الناجمة عن ضعف رأس المال الاجتماعي، والدور غير الواضح الذي يجب أن تقوم به[1].

[*] تتمثل هذه الصناديق في: صندوق المواد الغذائية الفلاحية، صندوق التجهيز، صندوق المناجم والفحم والري، صندوق الكيمياء، البيتروكيمياء والصيدلة، صندوق الاتصال،الإلكترونيك والإعلام الآلي، صندوق الصناعات المختلفة، صندوق الخدمات.

[1] زيان ريمة، "**محددات بناء محفظة استثمارية**"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، 2014، ص154.

وفي هذا الشأن تم صدور ثلاث مراسيم تنفيذية لرفع هذه العقبات والمتمثلة في:

- **المرسوم التنفيذي رقم 91-169**: المتعلق بتنظيم المعاملات الخاصة بتداول الأوراق المالية، عرف هذا المرسوم القيم المتداولة على أنها منتج قابل للتداول في البورصة وقابل للتجزئة.
- **المرسوم التنفيذي رقم 91-170**: يهتم بتحديد أنواع وأشكال القيم المنقولة، وكذا شروط إصدارها.
- **المرسوم التنفيذي رقم 91-171**: المتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث أوكلت لها مهام تنظيم وتطوير سوق الأوراق المالية، وتعبئة الادخار وممارسة الرقابة على السوق.

2. **المرحلة الثانية (1992-1998)**: في فيفري 1992 تم اتخاذ قرار رفع رأسمال الشركة إلى 9.320.000,00 دج، وكذا تعديل قوانينها الأساسية وعلى الخصوص البنود المتعلقة بتسميتها، ومنذ ذلك اليوم أخذت الشركة رسميا تسمية بورصة القيم المنقولة (BVM).

ثانيا: تعريف بورصة الجزائر حسب المشرع الجزائري.

سنقوم بتعريف بورصة الجزائر حسب المشرع القانوني[1]:

حسب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993 :" بورصة القيم المنقولة هي إطار تنظيم وسير العمليات في ما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة، ومن باقي الأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات أسهم ".

كما تم تعديل تعريف بورصة القيم المنقولة بالقانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 بإضافة "المؤتمن المركزي" في الهيئات المكونة لبورصة الجزائر.

[1] بن أعمر بن حاسبن، "**فعالية أسواق رأس المال في الدول النامية**"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013، ص 160.

ثالثا: أسواق بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر سوقا لسندات رأس المال وسوقا لسندات الدين، كما يلي[1]:

I. سوق سندات رأس المال

تتكون سوق سندات رأس المال من:

1. **السوق الرئيسية:** الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حاليا أربعة (04) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

- **مجمع صيدال:** الناشط في القطاع الصيدلاني.
- **مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي** : الناشطة في قطاع السياحة،
- **أليانس للتأمينات:** الناشطة في قطاع التأمينات،
- **مؤسسة بيوفارم:** الناشطة في القطاع الصيدلاني.

2. **سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة:**

وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدّل والمتمّم للنّظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلّق بالنّظام العام لبورصة القيم المنقولة، (الصادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012).

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق مُحكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم، حيث أن شركة AOM Invest هي الشركة الوحيدة المدرجة في هاته السوق.

II. سوق سندات الدين

تتكون سوق سندات الدين من:

- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم.

[1] بورصة الجزائر، **أسواق بورصة الجزائر**، متوفر على الموقع:
https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145 تاريخ الإطلاع: 2022/01/27

- سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حاليا أكثر من 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري.

ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و10 و15 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

رابعا: الهيكل والهيئات التنظيمية لبورصة الجزائر.

قام المشرع الجزائري بتوكيل مهمة تسيير وتنظيم البورصة إلى الجهات الموالية :

I. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB.

1. تعريف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

هي سلطة ضبط مستقلة، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993 المعدل والمتمم والمتعلق ببورصة القيم المنقولة[1]، وتتكون اللجنة من رئيس وستة أعضاء، يعين الرئيس بمرسوم رئاسي لعهدة مدتها أربع سنوات.

2. مهام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

تعتبر (COSOB) أعلى هيئة في البورصة وتتمتع بالاستقلالية والمصداقية، وتسعى لإرساء الإطار القانوني والمؤسساتي للبورصة فهي تقوم بالمهام التالية[2]:

- حماية المستثمرين من الغش والتزوير، وتحقيق السير الحسن للبورصة وضمان الشفافية اللازمة.
- قبول الأوراق المالية للتفاوض بشأنها وشطبها وتحديد أسعارها.
- تحديد نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات المطلوبة منهم لدى زبائنهم.
- القيام بنشر المعلومات دوريا والتي تخص الشركات المدرجة في البورصة وتنظيم عمليات المقاصة.

[1] لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، متوفر على الموقع: http://www.cosob.org/ar/missions ، تاريخ الاطلاع: 2022/01/27

[2] ياسمين عمامرة، "**دور عملية الرقابة والمراجعة الحسابات في تطوير كفاءة الأسواق المالية**"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة المدية، 2015، ص 175.

3. سلطات لجنة (COSOB).

لقد زوّد المشرّع اللجنة بمجموعة من السلطات لتمكينها من القيام بمهامها على أحسن وجه وتتمثل في[1]:

أ. **السلطة التنظيمية:**

تقوم اللجنة في إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية، بإعداد أنظمة تخضع إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، وتتعلق الأنظمة التي يتم سنّها على الخصوص بما يأتي:

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وعلى ماسكي الحسابات، حافظي السندات.
- واجبات الإعلام المفروضة على الشركات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على الادخار أو القبول في البورصة أو العروض العمومية.
- تسيير حافظة القيم المنقولة.
- قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.
- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة.
- القواعد المتعلقة بمسك الحسابات حفظ السندات.
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية والتسليم في مجال السندات.
- شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة.

ب. **سلطة الاعتماد والتأهيل:** تعتمد اللجنة على:

- الوسطاء في عمليات البورصة.
- شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير وصناديق التوظيف المشترك.
- تؤهل ماسكي الحسابات، حافظي السندات.

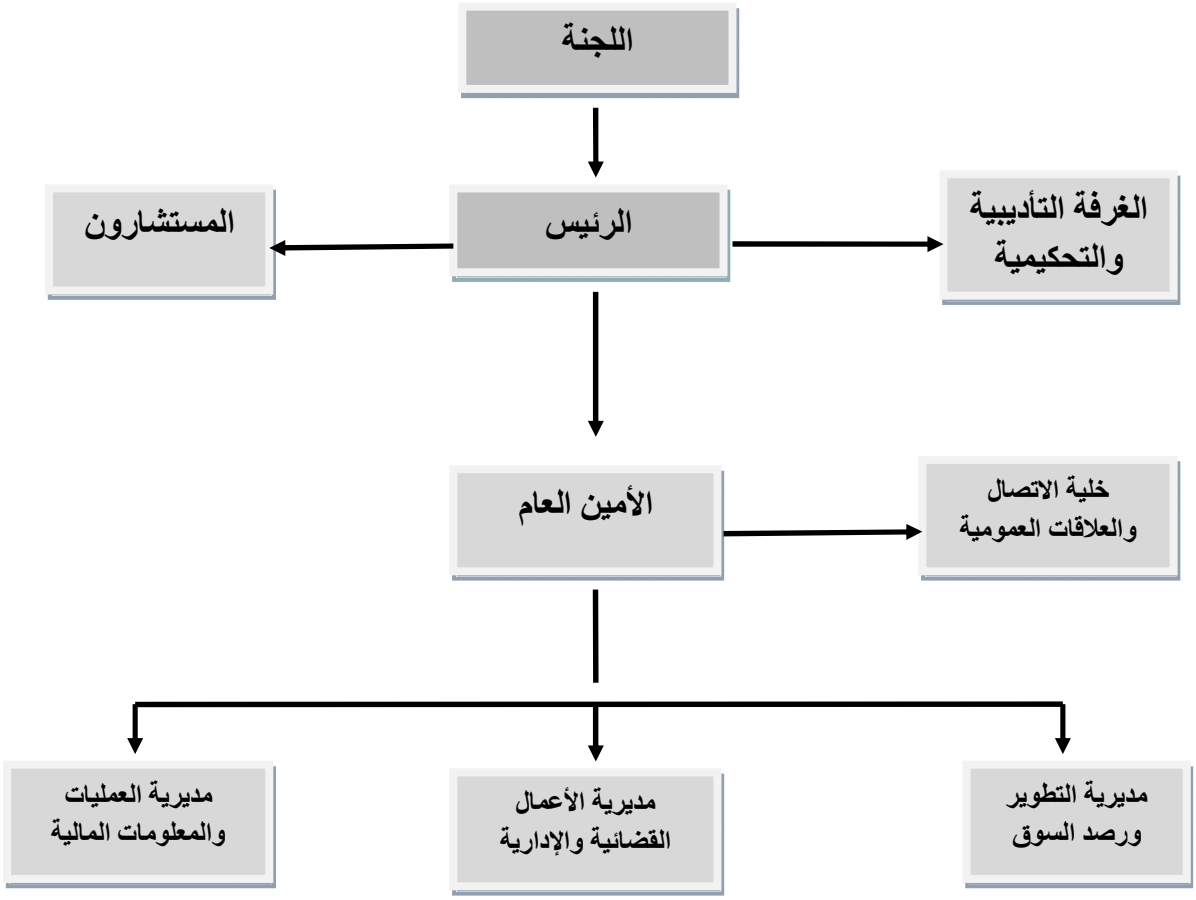
ت. **سلطة المراقبة والحراسة والتحقيق:** تسمح السلطة المراقبة والحراسة والتحقيق للّجنة بالتأكد من ما يلي:

- من احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق.
- من امتثال الشركات التي تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها.
- من إدراج التصويبات اللازمة في حالة حدوث مخالفات.
- من حسن سير السوق.
- تؤهل اللجنة، من أجل تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والحراسة، لإجراء التحقيقات لدى شركات أو مؤسسات مالية معنية بعملية معيّنة على القيم المنقولة.

[1] لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB، مرجع سابق، تاريخ الاطلاع: 2022/01/27

4. الهيكل التنظيمي للجنة (COSOB)

الشكل رقم(4-1): الهيكل التنظيمي للجنة (COSOB)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات من الموقع:

http://www.cosob.org/ar/presentation-et-organigrame/، تاريخ الإطلاع: 2022/01/27.

II. شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGVB.

يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم المعروفة اختصارا SGBV، في 27 شارع العقيد عميروش الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25 مايو 1997، وتمثل الشركة إطارا منظما ومضبوطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها، وقد شرعت الشركة منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة.

1. مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

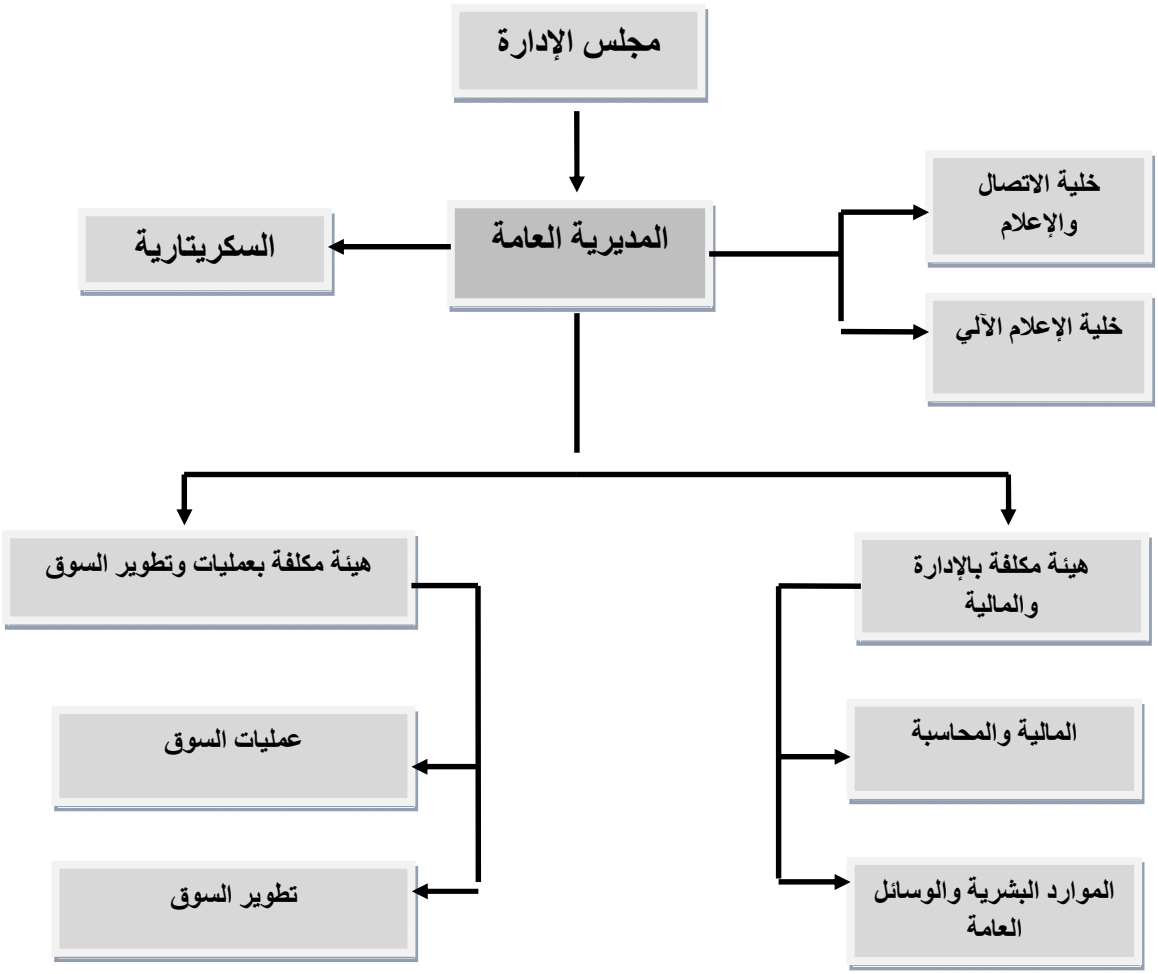
تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية[1]:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة.
- التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبته(COSOB) .

2. الهيكل التنظيمي لشركة SGVB

الشكل رقم (4-2): الهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم SGVB.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات من الموقع:

http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=144، تاريخ الإطلاع: 2022/01/27.

[1] بورصة الجزائر، **شركة تسيير بورصة القيم**، متوفر على الموقع:

http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141، تاريخ الإطلاع: 2022/01/27

3. المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة

أ. البنوك الوطنية

بنك التنمية المحلية BDL، البنك الخارجي الجزائريBEA، بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، لقرض الشعبي الجزائري CPA، البنك الوطني الجزائريBNA، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP Banque.

ب. شركات التأمين الوطنية

الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمينCAAR، الشركة المركزية لإعادة التأمين CCR، الشركة الجزائرية للتأمينSAA، الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية CNMA.

4. المساهمون في شركة تسييرا بورصة القيم المنقولة

- بنك التنمية المحلية (BDL)
- البنك الخارجي الجزائري (BEA)
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)
- القرض الشعبي الجزائري (CPA)
- البنك الوطني الجزائري (BNA)
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (بنك – CNEP)

III. المؤتمن المركزي – الجزائر للتسوية

1. مفهوم المؤتمن المركزي.

هي شركة ذات أسهم، تضمن تزامن عمليتي التسوية والتسليم للعمليات التي تتم داخل وخارج شركة تسيير القيم المنقولة، المساهمة في الرأسمال الجزائر للتسوية مفتوحة للوسطاء في عمليات البورصة، للشركات المصدرة للسندات ولشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمان بقوة القانون[1].

2. مهام المؤتمن المركزي.

مهمة المؤتمن المركزي حسب القانون03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، هو ما يلي:

- يفتح ويدير حسابات السندات الجارية لصالح ماسكي الحساب الحافظين المنخرطين فيه.
- يمركز حفظ السندات ويسهل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى حساب.

[1] بورصة الجزائر، المؤتمن المركزي، متوفر على: http://www.cosob.org/ar/algerie-clering، تاريخ الإطلاع 2022/01/27

- ينفذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة (دفع أرباح الأسهم، رفع رأس المال....).
- يقنن السندات المقبولة في عملياته، حسب المقياس الدولي I.S.I.N •.
- ينشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

3. المنخرطون في المؤتمن المركزي

- البنوك والمؤسسات المالية.
- الوسطاء في عمليات البورصة.
- المتخصصون في سندات الخزينة العامة.
- الأشخاص المعنويون الذين يصدرون سندات.
- المؤتمنون المركزيون الأجانب.

4. السندات المقبولة في عملياته

- القيم المنقولة (الأسهم، سندات الدين..) المسعرة أو غير المسعرة في البورصة.
- سندات الخزينة العامة، سندات الدين القابلة للتداول.
- حصص أو أسهم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- السندات ذات الطبيعة المصدرة على أساس القوانين الأجنبية.
- كل مجموعة السندات التي تخول حائزيها حقوقا مماثلة.

5. ماسكو الحسابات – حافظوا السندات

هم البنوك والمؤسسات المالية، شركات التجارة التي تمتلك صفة الوسطاء في عملية البورصة، ويوفر ماسكو الحسابات للمستثمرين خدمات فتح وتسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية والمكتسبة في السوق الثانوية[1].

IV. هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

تتألف هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة من شركات أو صناديق التي تهدف إلى تأسيس وتسيير محفظة القيم المنقولة ومنتجات مالية أخرى لحساب الغير، فهي مؤهلة إلى جمع الادخار لاستثماره في أسواق رأس المال وفق سياسة استثمار واضحة، يتطلب إنشاء هيئة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة اعتمادا من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها[2].

• ISIN هو رقم التعريف الدولي للأوراق المالية وهو مكون من 12 رقم، وهو معتمد في أكثر من 100 دولة ولكل دولة الترقيم الخاص بأوراقها المالية، والهدف منه هو توفير المعلومات حول هذه الأوراق المالية وكذا توفير الأمان.

[1] بورصة الجزائر، **ماسكو الحسابات**، متوفر على الموقع:
http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document83.pdf 2022/01/27، ص2.

[2] بورصة الجزائر، **هيئات التوظيف الجماعي**، متوفر على الموقع: http://www.cosob.org/ar/opcvm 2022/01/27

خامسا: شروط الإدراج في بورصة الجزائر

سيتم التطرق إلى شروط الإدراج في السوق الرئيسي فقط علما أنه توجد شروط للإدراج لكل من سوق السندات وكذا سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تشترط بورصة الجزائر على الشركات التي تريد الانضمام إلى البورصة في السوق الرئيسي الرسمي وتداول أسهمها فيه الشروط التالية[1]:

- يجب أن تكون الشركة منضمة قانونيا على شكل شركة ذات أسهم (spa).
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري).
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول.
- أن تقدم تقريرا تقييما لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضوا في هذه الأخيرة.
- أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط.
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج.
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة.
- إن لم يوجد ذلك فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة.
- ضمان التكفل بعملية تحويل السندات.
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة.
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20 % على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهما كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

[1] بورصة الجزائر، **شروط الإدراج**، متوفر على الموقع: http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149، 2022/01/27

سادسا: الوساطة المالية في بورصة الجزائر

I. مفهوم الوساطة المالية

حدد المرسوم التشريعي رقم 10/93، المعدل والمتمم، المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسطاء في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة، وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، كما أنها الجهة التي تمنحهم الاعتماد، ويطلب الوسطاء في عمليات البورصة الاعتماد في فئة من الفئات المحددة أدناه، ويمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم الحاصلين على اعتماد اللجنة[1].

يتضمن سوق المال في الجزائر حالياً سبعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفيةBADR، وبنك التنمية المحلية BDL، وبنك الجزائر الخارجي BEA، والبنك الوطني الجزائريBNA، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP-Banque، والقرض الشعبي الجزائريCPA، والبنك الخاص بي ان بي باريبا الجزائرBNP Paribas El dajazair.

II. مهام الوسطاء في البورصة

يكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 مايو 1993 وهي:

1. توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية لجهة المصدرة.
2. التداول في السوق لحساب زبائنهم.
3. تسيير حافظة السندات بموجب تفويض.
4. نشاط البيع والشراء كطرف مقابل.
5. عمليات الترويج، و ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين.

[1] بورصة الجزائر، **الوساطة المالية**، متوفر على الموقع: http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=154 ، تاريخ الاطلاع: 2022/01/27

المطلب الثاني: تقديم بورصة قطر.

أولا: التعريف ببورصة قطر.

تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية عام 1995وبدأت عملها رسميا في عام 1997م ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحده من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج، وفي جوان 2009 قامت شركة قطر القابضة، بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية تهدف لتحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقا لأعلى المستويات، كما وفرت هذه الشراكة فرصة قيمة لبورصةNYSE Euronextفي إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط.

كما أعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة، ويتمحور الهدف الأساسي للبورصة في دعم الاقتصاد القطري من خلال تزويد المستثمرين بمنصة يقومون من خلالها بعمليات التداول بنزاهة وكفاءة، كما تقوم بتطبيق النظم والقوانين الخاصة بالأوراق المالية على أكمل وجه، وتقوم بتوفير معلومات دورية للجمهور حول التداول وضمان إفصاح الشركات المدرجة فيها عن بياناتها بشكل سليم[1].

بدأ السوق رسميا عمله سنة 1997، وقد كانت سوق الدوحة للأوراق المالية تمارس المهمتين الرقابية والتنفيذية وتشرف على التعاملات داخل البورصة إلى غاية 14 سبتمبر 2005 أين حدد القانون رقم 33 لسنة 2005 والذي قضى بإنشاء كل من هيئة قطر للأسواق المالية وشركة سوق الدوحة للأوراق المالية ليفصل بذلك بين الوظيفتين الرقابية والتنفيذية[2].

وتقوم بورصة قطر بمهام المقاصة والإيداع والتسوية الخاصة بالمعاملات التي تتم داخل البورصة، وتمتلك بورصة قطر ثلاث أمناء حفظ مرخصين للقيام بأعمال أمانة حفظ الأوراق المالية للمستثمرين هم:

- بنك HSBC.
- بنك قطر الوطني (QNB).
- بنك SCB فرع قطر (ستاندر تشارترد).

ويعتمد سوق قطر على نظام التداول الالكتروني ولا تفرض الحكومة القطرية – بشكل عام – أي ضرائب على الأفراد أو الشركات.

[1] الموقع الرسمي لاتحاد البورصات العربية، http://www.arab-exchanges.org تاريخ الاطلاع. : 2022/01/28

[2] بورصة قطر، "**نشأة سوق الدوحة للأوراق المالية**"، متوفر على:www.qe.com.qa تاريخ الاطلاع. : 2022/01/28

ثانيا: المؤسسات المسؤولة عن إدارة بورصة قطر

1- هيئة قطر للأسواق المالية:

تأسست هيئة قطر للأسواق المالية بموجب القانون رقم33 لسنة 2005 وهي هيئة رقابية مستقلة تختص بالإشراف على أسواق رأس المال والشركات المرخص لها بممارسة الأنشطة المتعلقة بالتعامل في الأوراق ولها صلاحية ممارسة الرقابة التنظيمية والتنفيذية على أسواق رأس المال، وقد صدر مؤخرا قانون الهيئة الجديد رقم 8لعام 2012 والذي يعطي الهيئة نطاقا واسعا من المسؤوليات والالتزامات للإشراف والرقابة على الأوراق المالية بدولة قطر وزيادة نطاق التعاون الدولي[1].

ومن أجل تحقيق أهدافها تقوم الهيئة بتعزيز بنيتها الأساسية التنظيمية مستندة إلى أفضل الممارسات والمعايير المعترف بها دوليا لأسواق رأس المال، لخلق سوق مالية في دولة قطر على أفضل المستويات العالمية تمكنه من اعتلاء مركز ريادي في المنطقة من خلال الارتكاز على أربعة محاور إستراتيجية هي :

- حماية المستثمرين وضمان أسواق مالية تتسم بالنزاهة والكفاءة؛
- تعزيز الشفافية والفعالية فضلا عن الوعي ونزاهة الأسواق؛
- تقليص الحد من المعلومات المضللة والممارسة المخادعة التي تؤثر في المنتجات والخدمات المالية.

2- شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية:

شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية هي شركة لتقديم الخدمات، مرخصة من قبل هيئة قطر للأسواق المالية وتعنى بتقديم خدمات المقاصة والتسوية وحفظ الأوراق المالية، بالإضافة إلى ذلك تهدف الشركة إلى تقديم بنية تحتية للأدوات المالية داخل السوق القطرية والسوق الإقليمية وخارج المنطقة أيضا، تتولى الشركة المهام والصلاحيات التالية[2]:

- تسجيل الأوراق المالية وحفظ ونقل ملكيتها؛
- إيداع الأوراق المالية؛
- إجراء المقاصة والتسوية للأوراق المالية؛
- إنشاء وإدارة صندوق ضمان التسوية وتوافق عليه الهيئة؛
- إثبات التعامل بالأوراق المالية من عمليات الشراء والبيع وانتقال الملكية والتسجيل والرهن والحجز وتوزيع الأرباح وغيرها من التعاملات الأخرى في السجلات الخاصة بذلك؛
- أي مهام أخرى ذات علاقة بالأوراق المالية تقررها الهيئة.

[1] الموقع الرسمي لهيئة قطر للأسواق المالية، https://www.qfma.org.qa/Arabic/aboutp.aspx تاريخ الاطلاع:2022/01/28

[2] الموقع الرسمي لشركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية https://www.qcsd.com.qa/Arabic/about.html تاريخ الاطلاع : 2022/01/28.

المطلب الثالث: تقديم بورصة عمّان.

1. نشأة بورصة عمّان.

تأسست بورصة عمّان في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة إداريا وماليا لا تهدف إلى الربح ومصرّح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية، حيث تخضع هذه السوق لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استنادا إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997، ثم صدر قانون الأوراق المالية الجديد رقم (76) لسنة 2002 والذي سمح بإنشاء أكثر من سوق لتداول الأوراق المالية في المملكة[1].

تدار بورصة عمّان من قبل مجلس إدارة مكوّن من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة، تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة.

تلتزم بورصة عمّان بتوفير مبادئ العدالة والشفافية والكفاءة والسيولة، حيث تسعى البورصة إلى توفير بيئة سليمة وصحية لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعادل، وحماية المتعاملين في سوق رأس المال، وللقيام بذلك قامت بورصة عمّان بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية.

تقوم بورصة عمّان بتوفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة، ومراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات، كما قامت بوضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم، كما تحرص على ضرورة النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت.

تحرص بورصة عمّان على إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها، والمشاركة في المؤتمرات والندوات العربية والعالمية وهي عضو فاعل في اتحاد البورصات العربية، واتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية، والاتحاد الدولي للبورصات، والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية[2].

[1] بورصة عمان، متوفر على الموقع: http://www.ase.com.jo/ar/بورصة-عمان، تاريخ الإطلاع: 2022/01/28

[2] بورصة عمان، مرجع سابق.

2. أهداف بورصة عمّان.

تهدف بورصة عمّان بصورة خاصة إلى توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة فيها وذلك من خلال ترسيخ أسس التداول السليم والواضح والعادل وتسعى كذلك إلى تحقيق الأهداف التالية[1]:

- خلق بيئة استثمارية جاذبة وآمنة وذلك من خلال سوق استثماري للأوراق المالية يحقق المصلحة للاقتصاد الوطني.
- تطوير عمليات وأساليب تداول الأوراق المالية في البورصة وذلك عن طريق تنظيم عملية انتقال ملكية الأوراق المالية من خلال إدارة الإيداع والمقاصة والتسوية بتوفر أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة للقيام بالعملية بسرعة.
- تطبيق أحدث المعايير العالمية في مراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعتها.
- نشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين.
- زيادة وعي كافة فئات المجتمع وبشكل خاص المتعاملين بالأوراق المالية.
- الشفافية والمصداقية في تعاملات البورصة.

3. مهام بورصة عمّان.

تتولى البورصة المهام والصلاحيات اللازمة لتحقيق أهدافها بما في ذلك ما يلي[2]:

- وضع وتطبيق الإجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفؤ وشفاف وتوفير آليات عمل عادلة ومنصفة للمتعاملين بالأوراق المالية.
- توفير أنظمة إلكترونية ويدوية ووسائل ربط واتصال وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل الفنية اللازمة لتداول الأوراق المالية وممارسة البورصة لأنشطتها الأخرى.
- مراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات.
- فرض عقوبات تأديبية على أعضائها والأشخاص المرتبطين بهم عن مخالفتهم لأحكام القانون والأنظمة والتعليمات، والقرارات الصادرة بمقتضاه وأحكام أنظمتها الداخلية وتعليماتها وقراراتها.
- وضع معايير للسلوك المهني والعمل على رفع مستوى الأداء المهني لأعضائها.

---

[1] بورصة عمان، **الرؤية والرسائل الأهداف**، متوفر على الموقع: http://www.exchange.jo/ar/الرؤية-والرسالة-والأهداف، تاريخ الإطلاع: 2022/01/28

[2] بورصة عمان، **أسئلة متكررة**، متوفر على الموقع: http://www.ase.com.jo/ar/node/864، تاريخ الاطلاع: 2022/01/28

- وضع معايير التدريب والخبرة والكفاءة الإدارية لأعضائها والأشخاص المرتبطين بهم.
- إعداد التقارير ونشر المعلومات عن أنشطة البورصة.
- وضع وتطبيق القواعد الخاصة باستخدام مرافق وتسهيلات البورصة والاستفادة من خدماتها.
- إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية العاملة بمجال الأوراق المالية وإبرام الاتفاقيات معها، والمشاركة في المؤتمرات والندوات المختصة.
- إبداء الرأي في التشريعات ذات العلاقة بعمل البورصة.
- تملك واستئجار وحيازة أي أموال منقولة أو غير منقولة وأي حقوق، بما فيها حقوق الملكية الفكرية، التي تراها البورصة ضرورية أو ملائمة للقيام بمهامها، والتصرف في هذه الأموال والحقوق.

4. هيكل بورصة عمّان.

يتكون الهيكل التنظيمي لبورصة عمّان من مجلس الإدارة ويتكون من رئيس ونائب الرئيس وخمسة أعضاء من شركات مختلفة بالإضافة إلى المدير التنفيذي ونائب المدير التنفيذي، بالإضافة إلى ثمانية دوائر هي[1]:

- دائرة الإدراج والعمليات.
- دائرة الرقابة والتفتيش.
- الدائرة القانونية.
- دائرة الأبحاث والعلاقات الدولية.
- الدائرة الإدارية والمالية.
- دائرة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات.
- مكتب التدقيق الداخلي.
- مكتب التوعية والعلاقات العامة.

5. شروط الإدراج في البورصة.

على الشركة الراغبة بإدراج أوراقها المالية التقدم بطلب لبورصة عمّان، ويسبق هذه الخطوة تسجيل أوراقها المالية المصدرة لدى كل من هيئة الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية، وتختلف شروط الإدراج باختلاف السوق الذي ستدرج فيه الشركة سواء كان السوق الأول أو الثاني أو الثالث.

[1] بورصة عمان، **الإدارة التنفيذية**، متوفر على الموقع: http://www.ase.com.jo/ar/الادارة-التنفيذية، تاريخ الإطلاع: 2022/01/28

أ. **شروط الإدراج في السوق الأول.**

تتضمن شروط الإدراج في السوق الأول ما يلي[1]:

- أن يكون قد مضى عام كامل على الأقل على إدراج أسهمها في السوق الثاني.
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن (100%) من رأس مالها المدفوع.
- أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً صافية قبل الضريبة في سنتين ماليتين على الأقل خلال السنوات الثلاث الأخيرة التي تسبق نقل الإدراج، على أن لا يقل معدل صافي أرباح الشركة قبل الضريبة لآخر ثلاث سنوات عن (5%) من رأس مال الشركة المدفوع.
- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بها بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن (10%) إذا كان رأس مالها المدفوع أقل من (50) مليون دينار ويستثنى من ذلك الشركات التي يساوي أو يزيد رأس مالها المدفوع عن (50) مليون دينار.
- أن لا يقل عدد مساهمي الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن (100) مساهم.
- أن لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن (5) مليون دينار.

ب. **شروط الإدراج في السوق الثاني.**

يتم الإدراج في السوق الثاني فعلى المصدر أن يكون قد حصل على حق ممارسة العمل أولاً، ويتم نقل شركة من السوق الثالث إلى السوق الثاني إذا حققت الشروط التالية:

- أن يكون قد مضى عام كامل على الأقل على إدراج أسهمها في السوق الثالث.
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن (50%) من رأس مالها المدفوع.
- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة عن (5%) من رأس المال المدفوع للشركات التي يقل رأس مالها المدفوع عن (10) مليون دينار ويستثنى من ذلك الشركات التي يساوي أو يزيد رأس مالها عن (10) مليون دينار[2].

ج. **شروط الإدراج في السوق الثالث.**

إذا لم تستوف الشركة أي من شروط إدراج السوق الأول أو الثاني أو إذا أخلت شركة مدرجة في السوق الثاني أحد الشروط المذكورة أعلاه يتم نقلها إلى السوق الثالث[3].

---

[1] بورصة عمان، **أسئلة متكررة**، مرجع سابق.

[2] بورصة عمان، **أسئلة متكررة**، مرجع سابق.

[3] نفس المرجع.

6. آلية التعامل في بورصة عمّان.

من الإجراءات والعمليات التي تسمح بالتعامل في سوق عمّان هي كالآتي[1]:

أ. إبرام اتفاقية بين الوسيط والعميل وتتضمن ما يلي:

- اسم وعنوان كل من الوسيط والعميل.
- بيان الخدمات التي سيقدمها الوسيط لعميله.
- بيان العمولات التي سيتقاضاها الوسيط مقابل خدماته أو الإشارة إلى وثيقة منفصلة تبين هذه العمولات شريطة أن تكون هذه العمولات ضمن الحدود المسموح بها.
- أنواع التفاويض التي يجوز للوسيط تنفيذ أوامر العميل بموجبها:
  - تفويض خطي.
  - تفويض هاتفي.
  - تفويض بواسطة البريد الإلكتروني.

ب. الحصول على رقم مرجعي من الوسيط.

ج. التأكد من دقة المعلومات على إشعار تعريف العميل.

د. استخدام رقم حساب العميل في عمليات الشراء والبيع.

هـ. إعطاء شركة الوساطة تفويضا لكل عملية بيع أو عملية شراء.

7. تطور نظام التداول في بورصة عمّان.

شهد نظام التداول في بورصة عمّان عدّة تطورات نبرزها في ما يلي[2]:

قامت بورصة عمّان بعد عام واحد من تأسيسها أي في عام 2000 بتحديث وتطوير وأتمتة بيئة التداول فيها، حيث استبدلت بنجاح نظام التداول اليدوي الذي كان معمولاً به لما يقارب 22 عاماً بنظام تداول إلكتروني *NSC V2*، وأصبح الوسطاء الماليون يقومون بتنفيذ أوامر البيع والشراء من خلال هذا النظام بدرجة عالية من التطور والكفاءة وضمن آلية تمتاز بالسهولة والمرونة والأمان، كما سمحت البورصة لشركات الوساطة بالتداول عن بعد بحيث تم ربط هذه الشركات من خلال شبكة الألياف الضوئية (*Fiber Optics*) والخطوط المؤجرة (*Leased Lines*).

---

[1] بورصة عمان، **دليل الاستثمار في بورصة عمان**، مرجع سابق، ص10-11.

[2] بورصة عمّان، **أهم ملامح نظام التداول الإلكتروني NSC V900 المطبق في بورصة عمّان**، ص1، متوفر على الموقع: http://www.exchange.jo/sites/default/files/BrokersDocument.pdf، تاريخ التحميل: 2022/01/28

وفي منتصف عام 2005 قامت البورصة بتطوير نظام التداول الإلكتروني المعمول به آنذاك إلى النسخة *NSC V2+*، وذلك تلبية للاحتياجات المتزايدة لسوق رأس المال في الأردن، ولزيادة قدرة نظام التداول الإلكتروني المستخدم في البورصة على استيعاب الزيادة الكبيرة في أحجام التداول اليومية، حيث تميزت هذه النسخة بإمكانية تشغيل أجهزة خادمة رئيسية حديثة قادرة على استيعاب النشاط المتزايد للسوق بكفاءة عالية، إضافة إلى استخدام أحدث نسخ قواعد البيانات المتوفرة.

وجاء تطوير نظام التداول الإلكتروني إلى النسخة *NSC V900* ضمن مشروع يضم مؤسسات سوق رأس المال بغية تطوير البنية التقنية لهذه المؤسسات، وذلك بهدف تطوير عمليات التداول وزيادة القدرة الاستيعابية للنظام، إضافة إلى زيادة سرعته وكفاءته في استقبال ومعالجة الأوامر المدخلة من قبل شركات الوساطة، كما أن استخدام هذه النسخة من النظام يتيح للبورصة تطوير برامج جديدة داخلية خاصة بها للقيام بأعمال الرقابة على السوق والتحليل اللحظي للمعلومات بطريقة أسهل وبفعالية كبيرة وذلك نظراً للتطور التكنولوجي في النسخة الجديدة والانفتاح الذي توفره بالمقارنة مع النسخة القديمة.

8. التداول في بورصة عمّان.

تقوم بورصة عمّان بتوفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة، التي تظهر البيانات أوتوماتيكيا على شاشات العرض وفق لتعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان سنة 2004 وقد عمدت معظم أسواق رأس المال إلى استخدام نظم تداول إلكترونية مشابهة وذلك لما يوفره هذا النظام من الدقة وسرعة معالجة المعلومات ويقوم هذا النظام بالتوفيق بين أوامر لشراء وأوامر البيع التي يتلقاها، فبعد أن يعطي المستثمر أوامره للوسيط المعتمد، يقوم هذا الأخير بإدخال الأوامر إلى نظام التداول الذي يقوم إلكترونيا بمطابقة أوامر البيع والشراء بالنسبة للورقة المالية، ويقوم الجهاز بالنشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت، مما يضمن للمستثمرين الحصول على المعلومات اللازمة والمواتية لاتخاذ قراراته الاستثمارية، ومن أجل حماية فعالية التداول في السوق، قام سوق عمّان المالي، بمراقبة عمليات التداول بالتنسيق مع هيئة الأوراق المالية في متابعة عمليات التداول والتأكد من تنفيذها على النحو الصحيح طبقا للوائح وأنظمة السوق[1].

[1] بورصة عمّان، **أهم ملامح نظام التدوال الإلكتروني NSC V900 المطبق في بورصة عمّان**، مرجع سابق، ص 2.

المبحث الثاني: تشخيص وتقييم أداء البورصات العربية محل الدراسة واختبار كفاءتها.

سنقوم بتقييم أداء البورصات العربية محل الدراسة، عن طريق تشخيص تطورات قيم المؤشر العام والقيمة السوقية، قيم وحجم التداولات وكذا عدد الصفقات المنفذة لكل سوق، في الجزء الأول من هذا المبحث.

كما سنقوم باختبار الكفاءة للأسواق المالية العربية محل الدراسة عند المستوى الضعيف عن طريق القيام بعدة اختبارات وهي (اختبار استقلالية الأسعار الشهرية عن طريق اختبار الدورة Run Test، اختبار ارتباط الأسعار من خلال اختبار Bivariate Correlation لبيرسون في كل من بورصة الجزائر، بورصة قطر، وبورصة عمان للأوراق المالية في الجزء الثاني من هذا المبحث.

المطلب الأول: تشخيص وتقييم أداء بورصة الجزائر واختبار كفاءتها.

أولا: تقييم أداء بورصة الجزائر.

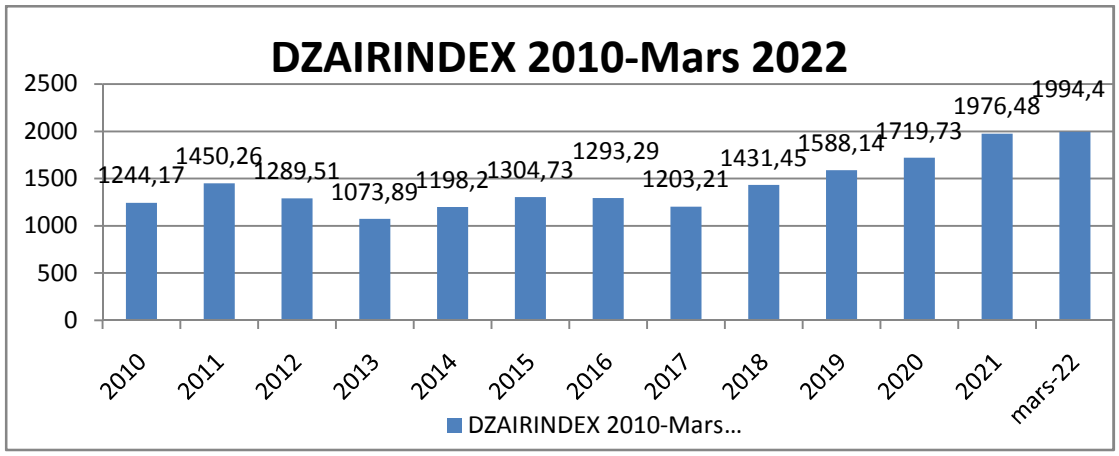
1. المؤشر العام.

أنهى مؤشر بورصة الجزائر DZAIRINDEX لأسعار الأسهم الثلاثي الأول من سنة 2022 على ارتفاع بنسبة 0.91 % ما يعادل 17.92 نقطة مغلقا عند 1994.4 نقطة، مقارنة بإغلاقه نهاية عام 2021 عند مستوى 1976.48 نقطة، والذي عرف ارتفاعا بـ 14.92% مقارنة ب 2020 حيث أغلق عند 1719.73 نقطة.

وكان مؤشر السوق قد شهد ارتفاعا خلال سنة 2020 بـ 131.59 نقطة مقارنة بسنة 2019 وبـ288.28 نقطة مقارنة بسنة 2018، هذا التحسن في الأداء جعل المؤشر يصل إلى مستويات قياسية عند مستوى 1976.48 نقطة في2021 وكذا عند مستوى قياسي حالي في الثلاثي الأول من 2022 عند 1994.4 نقطة والتي وإن قورنت مع أدنى مستوى للمؤشر سنة 2013 والذي أغلق عند مستوى 1073.89 نقطة فإنه قدر ارتفع بنسبة 85.71 %.

حيث أن المؤشر منذ 2010 شهد مستوى وأداءا تصاعديا مرورا بعدة مراحل، وصولا لأعلى مستوى قياسي له سنة 2021 بـ 1976.48 نقطة على الرغم من بعض السنوات التي شهدت انخفاضا في قيمة المؤشر خلال المرحلة التصاعدية الأولى من 2010 إلى 2016 التي انخفض المؤشر فيها إلى 1293.29 نقطة، ليعاود بعدها الصعود في مرحلة ثانية من 2017 إلى 2022، هذه الزيادة خلال سنوات 2017 و2018 هي راجعة لزيادة الأوراق المالية لشركة صيدال ومؤسسة الأوراسي، كما عرف المؤشر ارتفاعا طرديا في أعقاب الارتفاع في سعر سهم شركة بيوفارم.

شكل رقم (4-3): تطور مؤشر بورصة الجزائر من 2010 إلى مارس 2022.



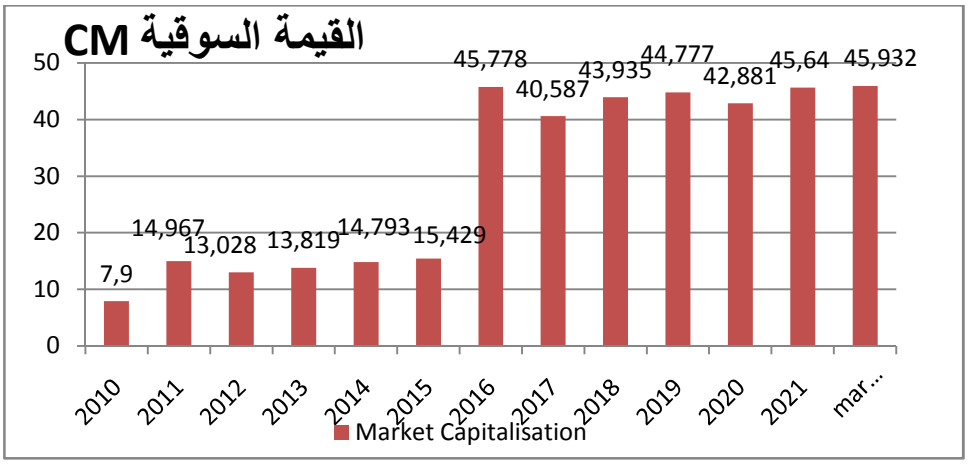
المصدر: بورصة الجزائر، التقارير السنوية 2017، 2018، 2019 و2020، وكذا بيانات المؤشر على الموقع:

http://www.sgbv.dz/commons/fr/document/document155748431.pdf

2. رسملة البورصة.

ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر تدريجيا منذ 2010 والتي كانت تقدر بـ7.9 مليار دينار جزائري، لتصل في نهاية الثلاثي الأول من سنة 2022 إلى 45.932 مليار دينار جزائري أي بنسبة 481.42% والتي تمثل المستوى القياسي الحالي للقيمة السوقية لبورصة الجزائر مقارنة مع المستوى السابق المسجل سنة 2016 بـ45.778 مليار دينار جزائري بنسبة زيادة تقدر بـ0.336% ويرجع السبب في ذالك سنة 2016 لزيادة الأوراق المالية لشركة صيدال ومؤسسة الأوراسي، وكذا ارتفاع أسعار أسهم شركة بيوفارم بعد بداية تداول أسهمها لأول مرة في 2016/04/20، كما هو موضح في الشكل أدناه.

شكل رقم(4-4): القيمة السوقية لبورصة الجزائر (مليار دينار) من 2010-2022



المصدر: بورصة الجزائر، التقرير السنوي 2020 للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB، متوفر على الموقع:

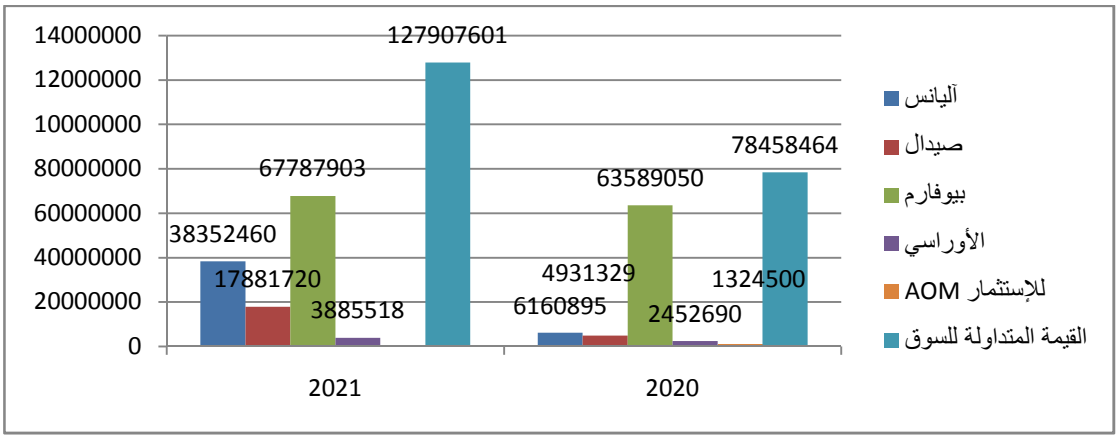
http://www.sgbv.dz/commons/fr/document/document1557484313.pdf

3. نشاط التداول في بورصة الجزائر

أ. قيم التداولات.

بلغت قيم التداولات في بورصة الجزائر خلال عام 2021 مبلغ 127.907 مليون دينار جزائري، الملاحظ خلال سنة 2021، أن أكبر قيم التداول في بورصة الجزائر كانت من نصيب شركة بيوفارم بقيمة 67.787 مليون دينار جزائري أي بنسبة 52.99 %، يليها في المركز الثاني شركة آليانس للتأمينات بقيمة تداولات بلغت 38.352 مليون دينار جزائري أي بنسبة 29.98 %، أما في المركز الثالث والرابع على التوالي فكان لكل من صيدال بقيمة 17.881 مليون دينار جزائري بنسبة 13.97%، وشركة الأوراسي بقيمة 3.885 مليون دينار جزائري أي بنسبة 3.037%، أما شركة AOM للاستثمار فحلت أخيرا بقيم تداولات صفرية، كما هو موضح في الشكل أدناه.

شكل رقم(4-5): تطور قيم التداول في بورصة الجزائر من 2021 و 2020 (مليون دج).

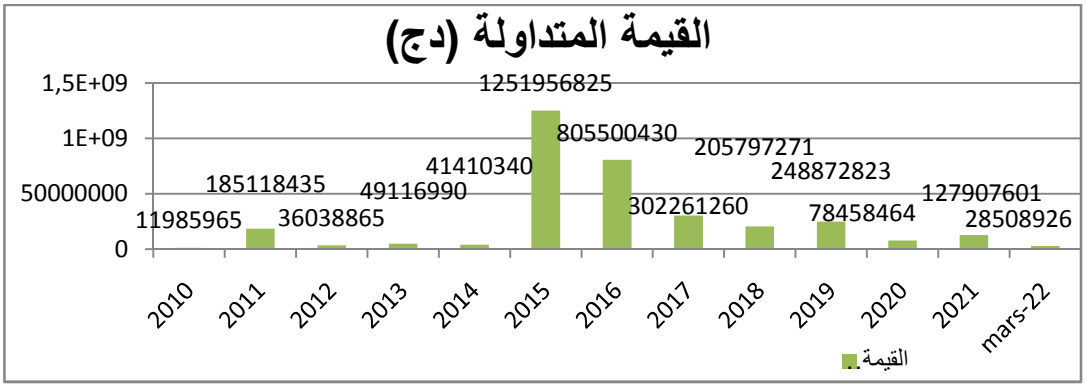


المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر 2019 و2020، متوفرة على الموقع:

.http://www.sgbv.dz/ar/?page=rapport&rap=2

كما عرفت القيم المتداولة في بورصة الجزائر منحنى متذبذب بين الصعود والنزول في القيمة منذ 2010 مرورا بعدة مراحل، وصولا لأعلى مستوى قياسي له سنة 2015 بقيمة 1.251 مليار دينار جزائري، عكس بعض السنوات التي شهدت انخفاضا في قيمة التداولات خلال المرحلة الأولى من 2010 إلى 2015 التي انخفضت إلى 41.410 مليون دينار جزائري سنة 2014، ليعاود بعدها الصعود في مرحلة ثانية من 2016 إلى 2021، لتصل إلى مستوى 127.907 مليون دينار جزائري سنة2021، كما هو موضح في الشكل أدناه.

شكل رقم(4-6):قيم التداول في بورصة الجزائر من 2010 إلى مارس 2022 (مليون دج).



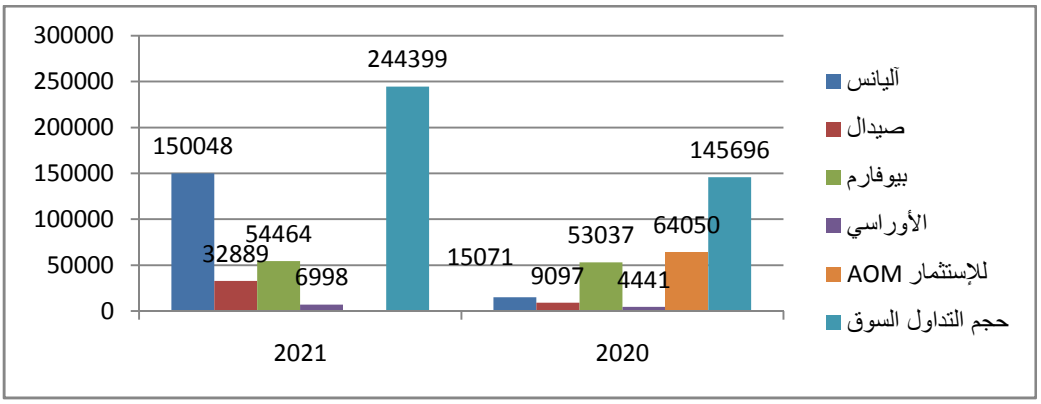
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر 2019 و2020، متوفرة على الموقع:

.http://www.sgbv.dz/ar/?page=rapport&rap=2

ب. أحجام التداولات.

تم تداول في بورصة الجزائر 244399 سهم خلال سنة 2021، الملاحظ خلال سنة 2021، أن أكبر حجم للتداول في بورصة الجزائر كان من نصيب شركة آليانس للتأمينات بـ 150 048 سهم أي بنسبة 61.4 %، يليها في المركز الثاني شركة بيوفارم بحجم تداولات بلغ 54 464 سهم أي بنسبة 22.28 %، أما شركة صيدال فقد بلغ حجم التداول على سهمها 32889 سهم أي بنسبة 13.45 % لتكون في المركز الثالث، أما المركز الرابع فكان لشركة الأوراسي بحجم 6 988 سهم أي بنسبة 2.86%، أما شركة AOM للاستثمار فحلت أخيرا حجم تداولات صفري، كما هو موضح في الشكل أدناه.

شكل رقم (4-7): حجم الأسهم المتداولة خلال سنتي 2020 و2021.

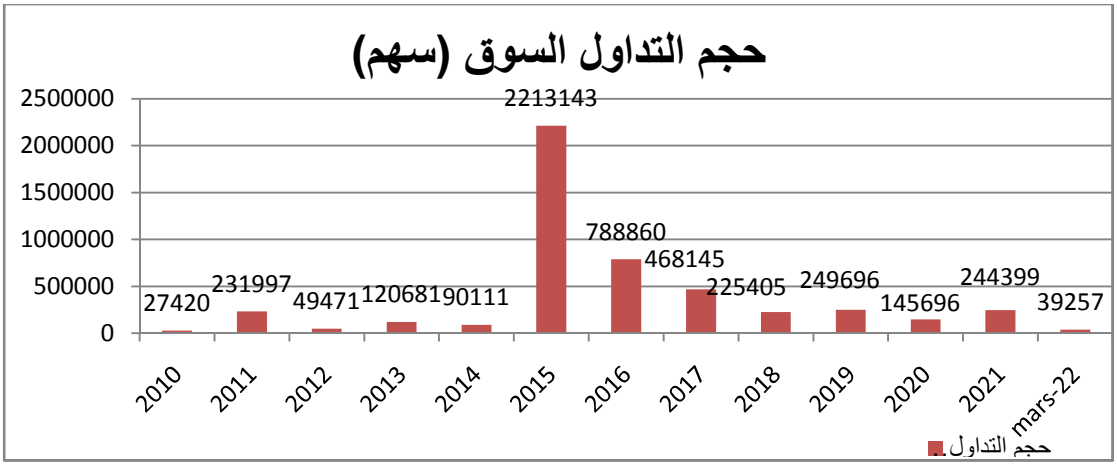


المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر 2020، وكذا على الموقع:

http://www.sgbv.dz/ar/?page=rapport&rap=2

عرف حجم التداول في بورصة الجزائر منحنى متذبذب بين الصعود والنزول مشابها لمنحنى القيم المتداولة منذ 2010 الذي عرف أدنى حجم للتداول بـ420 27 سهم، مرورا بعدة مراحل، وصولا لأعلى مستوى قياسي له سنة 2015 بحجم 143 213 2 سهم، عكس بعض السنوات التي شهدت انخفاضا في حجم التداولات خلال المرحلة الأولى من 2010 إلى 2015 الذي انخفض إلى111 90 سهم سنة 2014، ليعاود بعدها الصعود في مرحلة ثانية من 2016 إلى 2021، ليصل إلى حجم 399 244 سهم سنة2021، كما هو موضح في الشكل أدناه.

شكل رقم (4-8): حجم الأسهم المتداولة خلال السنوات 2010-2022.



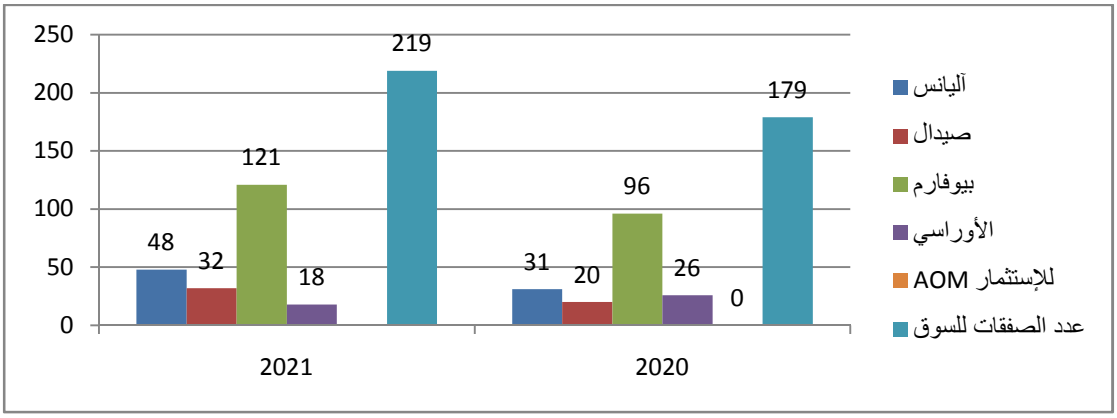
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر 2020، وكذا على الموقع:

http://www.sgbv.dz/ar/?page=rapport&rap=2

ت. عدد الصفقات المبرمة.

جاءت شركة بيوفارم خلال سنة2021 في المرتبة الأولى من حيث عدد الصفقات المنفذة حيث بلغت 121 صفقة أي ما نسبته 55.25% من العدد الإجمالي للصفقات المنفذة والذي بلغ 219 صفقة مقارنة بسنة 2020 والذي بلغ 179 صفقة منفذة، يليه في المركز الثاني شركة آليانس للتأمينات بـ 48 صفقة منفذة أي بنسبة 21.91%، ثم شركة صيدال بعدد صفقات منفذة وصل إلى 32 بنسبة 14.61%، وجاء مجمع الأوراسي في المرتبة الرابعة بحصة 18 صفقة منفذة ما نسبته 8.21%، وجاءت شركةAOM للاستثمار في المركز الأخير بعدد صفقات معدوم، كما هو موضح في الشكل أدناه.

شكل رقم (4–9): حجم الأسهم المتداولة خلال سنتي 2020 و2021.

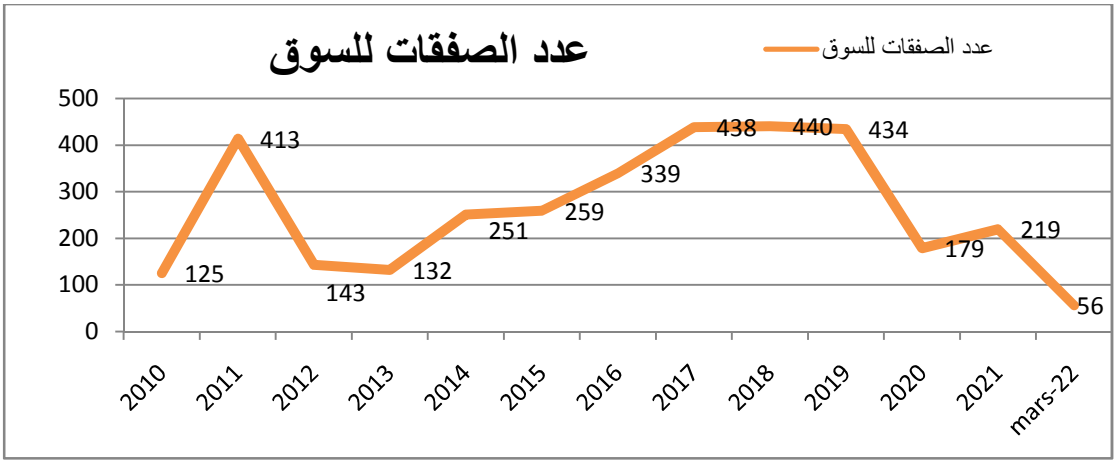


المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر 2020، وكذا على الموقع:

http://www.sgbv.dz/ar/?page=rapport&rap=2

عرف عدد الصفقات المنفذة في بورصة الجزائر منحنى نزولي منذ سنة 2019 حيث كان عند مستوى 440 صفقة، ليصل في 2021 إلى مستوى 219 صفقة فقط، ولم تكن هذه المرحلة النزولية الوحيدة في منحنى عدد الصفقات المنفذة بل شهدت الفترة من 2011 إلى 2014 نزولا رهيبا من مستوى 413 صفقة في 2011 إلى مستوى 132 صفقة في 2014، لكن هذا المؤشر شهد مرحلة صعودية وارتفاعا في عدد الصفقات المبرمة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2015 إلى 2018 من مستوى 251 صفقة سنويا إلى مستوى 438 صفقة، كما هو موضح في الشكل أدناه.

شكل رقم (4–10): عدد الصفقات المبرمة خلال السنوات 2010–2022.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر 2020.

ثانيا: اختبار الكفاءة في بورصة الجزائر

قصد اختبار الفرضية الثانية تم اخذ عينة شملت أسعار الأسهم السوقية الشهرية (أسعار الإغلاق) لأربعة شركات مدرجة في بورصة الجزائر والتي تمثل الشركات المدرجة، وتم استبعاد شركة رويبة للمشروبات بسبب خروجها من بورصة الجزائر في2020، وكذالك تم استبعاد شركة AOM للاستثمار كونها مدرجة في السوق الثاني من البورصة وهي حديثة الإدراج منذ 2018 فقط.

وإن ما يميز هذه الشركات المبحوثة أنها تمتلك أسعار أسهم إغلاق شهرية طول فترة الدراسة (مارس2011–ديسمبر2021)، أي جلسات التداول طول فترة الدراسة لـ130 مشاهدة شهرية لبورصة الجزائر، والتي سنقوم باختبار كل من استقلالية أسعار الإغلاق الشهرية، وكذا اختبار معامل الارتباط لها.

I. اختبار الدورة Run Test في بورصة الجزائر للقيم المنقولة

سنقوم باختبار الفرضية الثانية وفق اختبار الدورة Run Test وهو أحد الاختبارات الإحصائية اللامعلمية الحديثة The non parametric test الذي يمكن من خلاله قياس استقلالية أسعار الأسهم أو عدم استقلاليتها لفترات زمنية متتالية على أن تكون بيانات المتغير المطلوب تحليله أكثر أو تساوي 30 وحدة عند مستوى معنوية 5%.

يتضح من الجدول أدناه المبني على نتائج مخرجات SPSS للاختبار الأول Run Test ما يلي:

الجدول (4–1) نتائج اختبار استقلالية أسعار الإغلاق الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة

الشركة	القطاع	قيمة Z المحسوبة	قيمة Sig	نتيجة التحليل
بيوفارم	قطاع الصناعة	-6,665	0,000	**غير مستقلة**
مجمع صيدال	قطاع الصناعة	-6,723	0,000	**غير مستقلة**
أليانس للتأمين	قطاع التأمين	-6,143	0,000	**غير مستقلة**
مؤسسة الأوراسي	قطاع الخدمات	-6,717	0,000	**غير مستقلة**

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS 16.0

اعتمادا على المخرجات التي أظهرها اختبار Runs Test الذي يقيس استقلالية أسعار الأسهم لبورصة الجزائر وعند اختبار هذه الفرضية ظهرت النتائج المبينة في الجدول أعلاه وتضمنت أن أسعار الأسهم الإغلاق الشهرية للفترة طول فترة الدراسة في بورصة الجزائر تتحرك بصورة غير مستقلة، وذالك لأن جميع أسعار

أسهم الشركات لا تتصف بالاستقلالية لأن قيمة مستوى الدلالة Sig أقل من مستوى المعنوية 0.05 وهذا يعني أنه بعد تحليل 130 مشاهدة لفترة الدراسة، كانت النتائج تؤكد على أن أسعار الأسهم لجميع الشركات تتأثر ببعضها البعض وهي بذلك لا تحقق كل من نظرية السير العشوائي للأسعار المستوى الضعيف من الكفاءة، وبذلك بورصة الجزائر للقيم المنقولة لا تتمتع بالكفاءة ضمن المستوى الضعيف لكفاءة أسواق رأس المال، وبذلك نقبل الفرضية الصفرية H_0 للفرضية الثانية في الدراسة فيما يتعلق ببورصة الجزائر.

II. اختبار(Bivariate Correlation) في بورصة الجزائر

ويبين الجدول (4-2) نتائج اختبار معامل الارتباط بيرسون وتضمنت الآتي:

الجدول (4-2): معامل الارتباط بين شركات بورصة الجزائر للفترة محل الدراسة

		BIO	SAI	ALL	AUR
BIO	Pearson Correlation معامل الارتباط	1	0,197	0,054	-0,459**
SAI	Pearson Correlation معامل الارتباط	0,197	1	0,484**	0,286*
SAI	Pearson Correlation معامل الارتباط	0,054	0,484**	1	0,008
AUR	Pearson Correlation معامل الارتباط	-0,459**	0,286*	0,008	1
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed). *. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).					

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS 16.0

- شركة بيوفارم لديها ارتباط عكسي مع شركة الأوراسي عند مستوى معنوية 1% وليس لديها ارتباط مع الشركات.
- مجمع صيدال لديه ارتباط طردي مع آليانس للتأمينات عند مستوى معنوية 1% ومع شركة الأوراسي عند مستوى معنوية 5 % وليس لديها ارتباط مع الشركات.
- آليانس للتأمينات لديها ارتباط طردي مع مجمع صيدال عند مستوى معنوية 1% وليس لديها ارتباط مع الشركات.
- شركة الأوراسي لديها ارتباط طردي مع مجمع صيدال عند مستوى معنوية 5% وارتباط عكسي مع آليانس للتأمينات عند مستوى معنوية 1%.

بعد تحليل النتائج الإحصائية التي بينت وجود ارتباط سواء عكسي أو طردي (على الرغم من أنه ليس قوي كونه لم يتعدى 50%) لمعظم الشركات في بورصة الجزائر، وبذلك نؤكد قبول فرضية العدم H_0 للفرضية الثانية من الدراسة التي نصت ضمنيا على انه (يوجد ارتباط بين شركات بورصة الجزائر)، وان هذا الارتباط لا يحقق فرضية السوق الكفء، لان ارتباط الأسعار يتعارض مع مبدأ فرضية السير العشوائي للأسعار والمستوى الضعيف من الكفاءة التي تؤكد على عدم تأثير الأسعار على بعضها البعض.

المطلب الثاني: تشخيص وتقييم أداء بورصة قطر واختبار كفاءتها

أولا: تقييم أداء بورصة قطر

1. المؤشر العام.

أنهى مؤشر بورصة قطر لأسعار الأسهم عام 2020 على ارتفاع بنسبة 0.1 % ما يعادل 10.45 نقطة مغلقا عند 10435.96 نقطة، مقارنة بإغلاقه نهاية عام 2019 عند مستوى 10425.51 نقطة، والذي عرف ارتفاعا مقارنة ب 2018 كذالك حيث أغلق عند 10299.01 نقطة.

وكان مؤشر السوق قد شهد ارتفاعا خلال سنة 2020 بـ 10.45 نقطة مقارنة بسنة 2019 وب136.95 نقطة مقارنة بسنة 2018، وعلى الرغم من هذا التحسن في الأداء إلا أنه لم يصل إلى مستوياته القياسية والتي كانت في سنة 2014 بـ 12285.78 نقطة والتي وإن قورنت مع أدنى مستوى للمؤشر سنة 2000 فإنه قدر ارتفع بنسبة 746.18 %.

حيث أن المؤشر منذ إطلاقه سنة 1998 بمستوى 1351.3 نقطة شهد مستوى وأداءا تصاعديا مرورا بعدة مراحل، وصولا لأعلى مستوى قياسي له سنة 2005 بـ 11053.06 نقطة على الرغم من بعض السنوات التي شهدت انخفاضا في قيمة المؤشر خلال مرحلة التصاعدية الأولى 1998-2005، كسنة 2000 والتي بلغ 1233.3 نقطة.

وفي المرحلة الثانية والتي كانت بين سنة 2005 و2014 عرف المؤشر تذبذبا بين الارتفاع والانخفاض، حيث شهدت سنة 2009 أدنى مستوى خلال هذه المرحلة بـ6959.17 نقطة ليعاود الارتفاع وصولا لأعلى مستوى له سنة 2014، ليعود للانخفاض وصولا لمستوى 8523.38 نقطة سنة 2017، ويشهد استقرارا بعدها عند مستويات 10000 نقطة خلال سنوات 2018، 2019 و2020.

شكل رقم(4-11): مؤشر بورصة قطر منذ 1998 وصولا لـ2020.



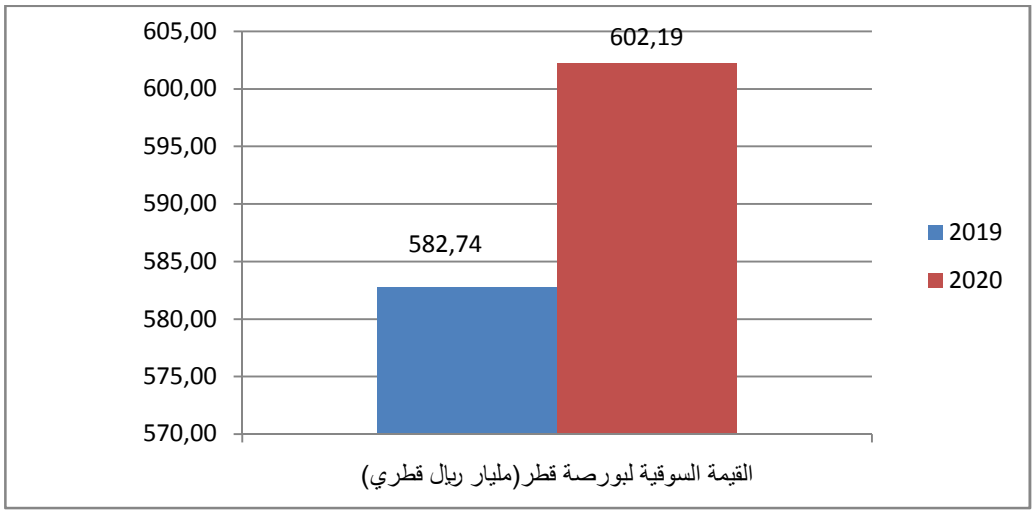
المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي لبورصة قطر لسنة 2020، متوفرة على الموقع:

https://www.qe.com.qa/documents/20181/2ae1f9ab-2a0a-9866-a47e-b57da9fd5e8c، ص48.

2. رسملة السوق (القيمة السوقية).

ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر في نهاية سنة 2020 بنسبة 3.338% لتتجاوز 602 مليار ريال قطري، أما بالنسبة لسنة 2019 فكانت القيمة السوقية 582 مليار ريال قطري[1]، كما هو موضح في الشكل أدناه.

شكل رقم(4-12): القيمة السوقية لبورصة قطر لسنتي 2019 و2020.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة قطر لسنتي 2019و 2020.

[1] بورصة قطر، النشرة السنوية لبورصة قطر لسنة 2020، متوفرة على الموقع:
https://www.qe.com.qa/documents/20181/2ae1f9ab-2a0a-9866-a47e-b57da9fd5e8c، تاريخ الإطلاع: 2020/02/28، ص2.

3. أداء السوق بحسب المساهمة القطاعية للتداول.

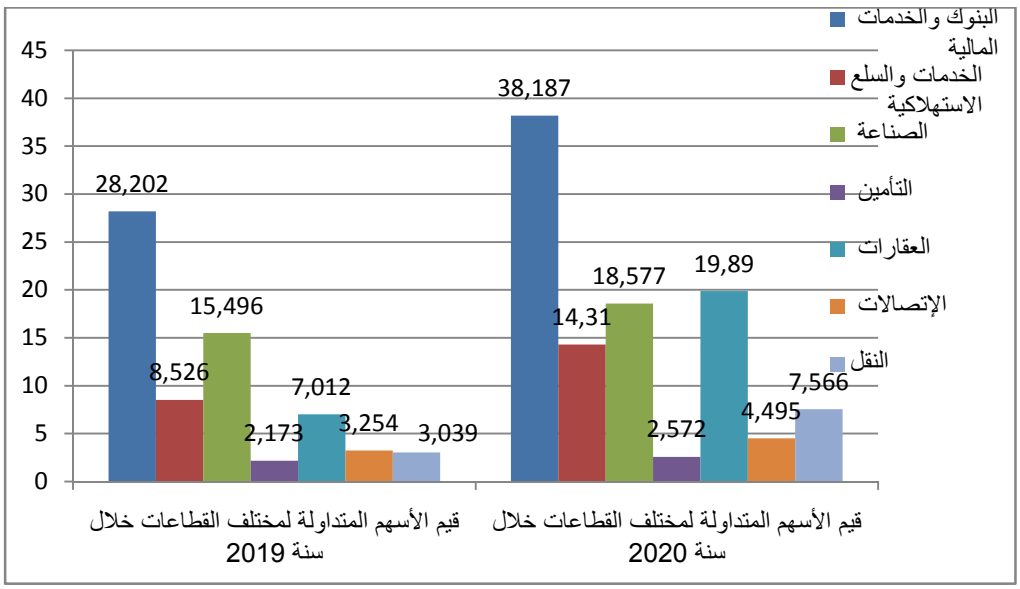
تعمل الشركات المدرجة في بورصة قطر في سبع قطاعات اقتصادية، وهي قطاع البنوك والخدمات المالية، قطاع الخدمات والسلع الاستهلاكية، القطاع الصناعي، قطاع التأمين، القطاع العقاري، قطاع الاتصالات وقطاع النقل.

1.3. من حيث قيمة الأسهم المتداولة:

احتل قطاع البنوك والخدمات المالية خلال سنة 2020 المرتبة الأولى من حيث قيمة الأسهم المتداولة بحصة بلغت 38.137 مليار ريال قطري، ما نسبته 36.1% من القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة، يليه قطاع العقارات بقيمة 19.890 مليار ريال أي بنسبة 18.8%، ثم قطاع الصناعة بقيمة تداول تجاوزت 18.577 مليار ريال بنسبة 17.56%، وجاء قطاع الخدمات والسلع الاستهلاكية في المرتبة الرابعة بحصة 14.31 مليار ريال ما نسبته 13.53%.

وجاء في الثلاث مراكز الأخيرة قطاعات النقل، الاتصالات والتأمين، حيث كانت قيم أسهمهم المتداولة في البورصة هي 7.566 مليار ريال، 4.495 مليار ريال و2.752 مليار ريال على التوالي، كما هو موضح في الشكل أدناه.

شكل رقم (4-13): قيم الأسهم المتداولة لمختلف القطاعات خلال سنة 2019و2020.



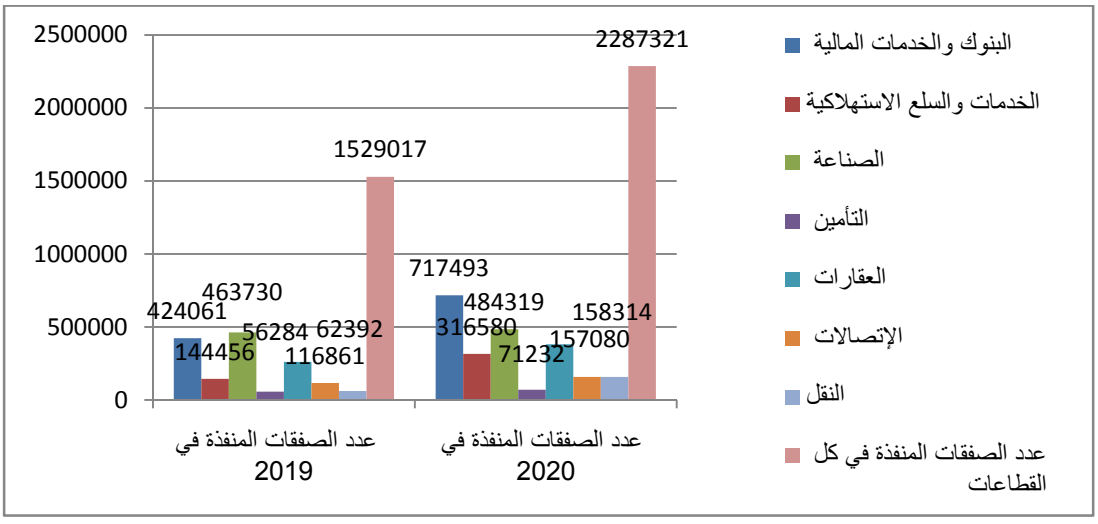
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقرير السنوي لبورصة قطر لسنتي 2019 و2020.

1.3. من حيث عدد الصفقات المنفذة:

احتل قطاع البنوك والخدمات المالية خلال سنة 2020 المرتبة الأولى من حيث عدد الصفقات المنفذة حيث بلغت 717493 صفقة، ما نسبته 31.37% من العدد الإجمالي للصفقات المنفذة 231 287 2 صفقة مقارنة بسنة 2019 والذي بلغ 017 529 1 صفقة منفذة، يليه قطاع الصناعة بـ 319 484 صفقة منفذة أي بنسبة 21.17%، ثم قطاع العقارات بعدد صفقات منفذة وصل إلى 303 382 بنسبة 16.71%، وجاء قطاع الخدمات والسلع الاستهلاكية في المرتبة الرابعة بحصة 580 316 صفقة منفذة ما نسبته 13.84%.

وجاء في الثلاث مراكز الأخيرة قطاعات النقل، الاتصالات والتأمين، حيث بلغت عدد الصفقات المنفذة 314 158 صفقة، 080 157 صفقة و232 71 صفقة على التوالي، كما هو موضح في الشكل أدناه.

شكل رقم (4-14):التوزيع القطاعي لعدد الصفقات المنفذة لسنتي 2019و2020.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقرير السنوي لبورصة قطر لسنتي 2019 و2020

4. ترتيب الشركات العشر الأولى حسب مؤشر القيمة السوقية

احتل البنك الوطني القطري QNB خلال سنة 2020 المرتبة الأولى من حيث القيمة السوقية لأسهمه المتداولة بقيمة بلغت 164.69 مليار ريال قطري، أي ما نسبته 27.35% من القيمة السوقية الإجمالية لبورصة قطر وهي نفس المرتبة مقارنة بسنة 2019 بقيمة سوقية قدرها 190.18 مليار ريال قطري ونسبة تقدر بـ 32.63%، يليه شركة صناعات قطر QNBK في المرتبة الثانية بقيمة 65.76 مليار ريال

قطري أي بنسبة 10.92%، ثم مجموعة إزدان القابضة ERES في المرتبة الثالثة بقيمة سوقية بلغت 47.11 مليار ريال قطري بنسبة 7.82%.

وجاء كل من مصرف قطر الإسلامي QIBK، مصرف الريان MARK، مسيعيد للبتروكيماويات القابضة MPHC، أوريدو ORDS، الكهرباء والغاز القطرية QEWS، قطر للوقود QFLS، والبنك التجاري القطري CBQK في المراكز من الرابع إلى العاشر كأكبر الشركات من حيث القيمة السوقية، والملاحظ أن خمس من هذه الشركات هي بنوك مما يعكس قوة وديناميكية القطاع البنكي القطري، كما هو موضح في الشكل أدناه.

شكل رقم (4–15):الشركات العشر الأولى حسب القيمة السوقية في 2020.



المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي لبورصة قطر لسنة 2020، ص32.

ثانيا: اختبار كفاءة بورصة قطر

I. اختبار استقلالية الأسعار عن طريق اختبار الدورة Run Test في بورصة قطر

لاختبار الفرضية الثانية في بورصة قطر تم اخذ عينة شملت أسعار الأسهم السوقية الشهرية (أسعار الإغلاق) لثلاث عشر بنك المدرجة في بورصة قطر تمثل قطاع البنوك، وان ما يميز هذه البنوك المبحوثة أنها تمتلك أسعار أسهم إغلاق شهرية طول فترة الدراسة، والجدول أدناه يمثل نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار الإغلاق الشهرية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة قطر للفترة (جانفي2017–ديسمبر2021).

جدول رقم (4-3): نتائج اختبار استقلالية أسعار الإغلاق الشهرية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة قطر

رمز البنك	البنك	القطاع	قيمة Z المحسوبة	قيمة Sig	نتيجة التحليل
QNBK	بنك قطر الوطني	قطاع البنوك	-2,170	0,023	غير مستقلة
QIBK	مصرف قطر الإسلامي	قطاع البنوك	-3,538	0,000	غير مستقلة
CBQK	البنك التجاري القطري	قطاع البنوك	-4,666	0,012	غير مستقلة
DHBK	بنك الدوحة	قطاع البنوك	-2,255	0,063	مستقلة
ABQK	البنك الأهلي القطري	قطاع البنوك	-2,883	0,028	غير مستقلة
QIIK	بنك قطر الدولي الإسلامي	قطاع البنوك	-1,158	0, 002	غير مستقلة
MARK	مصرف الريان	قطاع البنوك	-2,344	0,007	غير مستقلة
KCBK	بنك الخليج التجاري	قطاع البنوك	-2,214	0,001	غير مستقلة
QFBQ	بنك قطر الأول	قطاع البنوك	-4,659	0,000	غير مستقلة
NLCS	الشركة الوطنية للإجارة	قطاع البنوك	-2,285	0,005	غير مستقلة
DBIS	الدلالة	قطاع البنوك	-0,871	0, 157	مستقلة
QOIS	شركة قطر وعمان للإستثمار	قطاع البنوك	-4,206	0,000	غير مستقلة
IHGS	المجموعة الإسلامية القابضة	قطاع البنوك	-3,111	0,000	غير مستقلة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS 16.0

اعتمادا على المخرجات التي أظهرها اختبار "Runs Test" الذي يقيس استقلالية أسعار الأسهم في بورصة قطر وعند اختبار هذه الفرضية ظهرت النتائج المبينة في الجدول أعلاه وتضمنت أن أسعار الإغلاق الشهرية للأسهم طول فترة الدراسة (جانفي 2017 إلى ديسمبر2021) تتحرك بصورة غير مستقلة عموما (ماعدا أسعار أسهم كل بنك الدوحة، وبنك الدلالة هي مستقلة) وأنها لا تتصف بالاستقلالية لأن قيمة مستوى الدلالة Sig أقل من مستوى المعنوية 0.05 وهذا يعني أنه بعد تحليل 60 مشاهدة شهرية لفترة الدراسة كانت النتائج تؤكد على أن أسعار الأسهم لأغلب الشركات تتأثر ببعضها البعض وهي بذلك لا تحقق نظرية السير العشوائي للأسعار ولا المستوى الضعيف من الكفاءة، وذالك لوجود ارتباط متسلسل بين أسعار الإغلاق للفترة الحالية وأسعار الإغلاق لفترة زمنية سابقة.

وبذلك فبورصة قطر لا تتمتع بالكفاءة ضمن المستوى الضعيف لكفاءة أسواق رأس المال، وبذلك نقبل الفرضية الصفرية H_0 للفرضية الثانية فيما يخص بورصة قطر.

II. اختبار(Bivariate Correlation) في بورصة قطر

ويبين الجدول (4-8) نتائج اختبار معامل الارتباط بيرسون وتضمنت الآتي:

1- بنك قطر الوطني لديه ارتباط طردي مع بنك قطر الدولي الإسلامي عند مستوى معنوية 5% وليس لديه ارتباط مع باقي البنوك.

2- بنك الدوحة لديه ارتباط طردي مع كل من بنك الخليج التجاري وارتباط عكسي مع بنك قطر الأول عند مستوى معنوية 5% وليس لديه ارتباط مع باقي البنوك.

3- بنك الأهلي القطري لديه ارتباط طردي مع الشركة الوطنية للإجارة عند مستوى معنوية 5% وليس لديهما ارتباط مع باقي البنوك.

4- أما البنوك التالية وهي كل من مصرف قطر الإسلامي البنك التجاري القطري ومصرف الريان وبنك الدلالة وبنك شركة قطر وعمان للاستثمار وبنك المجموعة الإسلامية القابضة ليس لديها أي ارتباط مع أي بنك.

جدول (4-4) معامل الارتباط بين بنوك في بورصة قطر

معامل الارتباط	QNBK	QIBK	CBQK	DHBK	ABQK	QIIK	MARK	KCBK	QFBQ	NLCS	DBIS	QOIS	IHGS
QNBK	1	-0,045	-0,150	-0,179	-0,247	0,287*	0,118	-0,003	0,081	-0,014	0,013	-0,014	-0,304
QIBK	-0,045	1	-0,134	-0,027	-0,134	0,017	0,144	0,026	0,188	-0,105	0,027	-0,029	0,019
CBQK	-0,150	-0,134	1	0,169	0,185	-0,049	-0,120	-0,065	-0,086	0,145	0,149	-0,074	0,109
DHBK	-0,179	-0,027	0, 169	1	0,148	0,023	-0,162	0,280*	-0,403*	0,170	-0,147	-0,160	0,075
ABQK	-0,247	-0,134	0, 185	0,148	1	-0,244	-0,122	0,008	-0,158	0,281*	-0,114	-0,163	-0,123
QIIK	0,287*	0,017	-0, 049	0,023	-0,244	1	0,320	0,142	-0,176	-0,110	-0,048	-0,211	-0,071
MARK	0,118	0,144	-0,120	-0,162	-0,122	0,320	1	0,132	-0,058	0,066	0,251	0,156	0,021
KCBK	-0,003	0,026	-0,065	0,280 *	0,008	0,142	0,132	1	-0,269	0,077	0,037	-0,233	0,112
QFBQ	0,081	0,188	-0, 086	-0,403 *	-0,158	-0,176	-0,058	-0, 269	1	-0,106	-0,080	-0,055	-0,403
NLCS	-0,014	-0,105	0,145	0,170	0,281*	-0,110	0,066	0,077	-0,106	1	-0,110	0,112	-0,160
DBIS	0,013	0,027	0, 149	-0,147	-0,114	-0,048	0, 251	0,037	-0,080	-0,110	1	0,005	-0,010
QNBK	-0,014	-0,029	-0, 074	-0,170	-0,160	-0, 211	0,156	-0,233	-0,055	0,112	0, 005	1	0,001
IHGS	-0,304	0,019	0, 109	0,075	-0,123	-0,071	0,021	0, 112	-0,403	-0, 160	-0, 001	0,001	1

*. **Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).**

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS 16.0

بعد تحليل النتائج الإحصائية التي بينت وجود ارتباط سواء عكسي أو طردي (لكن ليس قوي كون معاملات الارتباط بين الأسعار الشركات لم تفق 50%) لمعظم البنوك محل الدراسة في بورصة قطر (ماعدا مصرف قطر الإسلامي، البنك التجاري القطري ومصرف الريان وبنك الدلالة وبنك شركة قطر وعمان للاستثمار وبنك المجموعة الإسلامية القابضة)، أي 7 بنوك من بين 13 بنك) وعليه نؤكد قبول الفرضية الصفرية H_0 للفرضية الثانية فيما يخص بورصة قطر، لوجود ارتباط بين معظم بنوك المدرجة ببورصة قطر.

المطلب الثالث: تشخيص وتقييم أداء بورصة عمان للأوراق المالية واختبار كفاءتها.

أولا: تقييم أداء بورصة عمان للأوراق المالية

1. المؤشر العام.

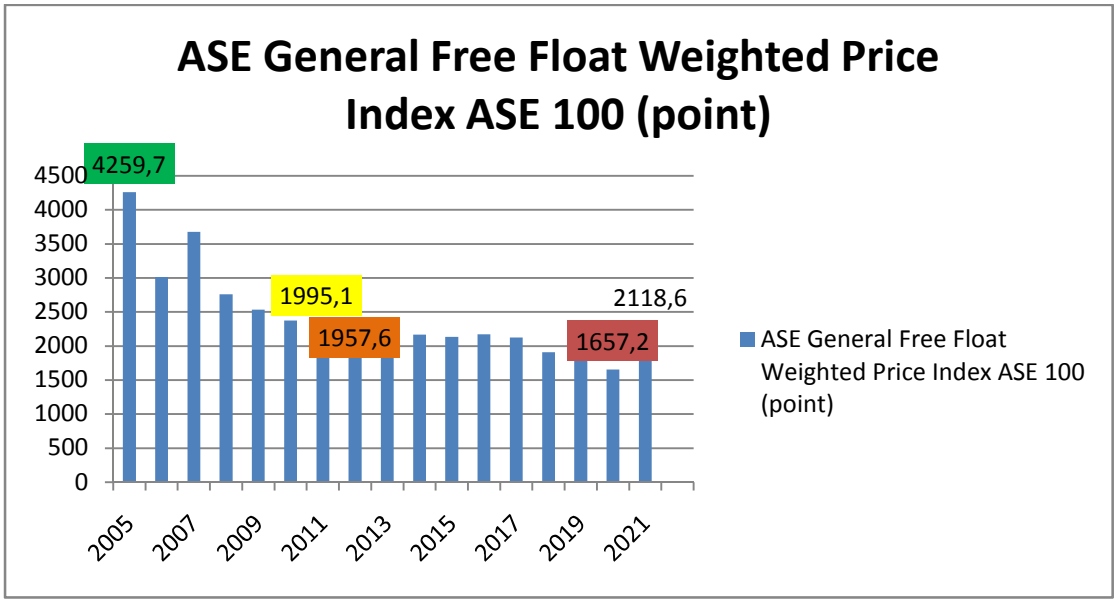
أنهى مؤشر بورصة قطر لأسعار الأسهم عام 2021 على ارتفاع بنسبة 27.84 % ما يعادل 461.4 نقطة مغلقا عند 10435.96 نقطة، مقارنة بإغلاقه نهاية عام 2020 عند مستوى 1657.2 نقطة، والذي عرف انخفاضا مقارنة في 2019 بنسبة 8.7 % حيث أغلق عند 1815.2 نقطة.

وتعتبر قيمة المؤشر في سنة 2020 هي الأدنى لمستوى المؤشر منذ 2005 إطلاقه والتي عرفت في نفس السنة المستوى القياسي الأعلى بقيمة 4259.7 نقطة، حيث أنه وعلى الرغم من التحسن في قيمة المؤشر في سنة 2021 إلا أنه شهد مستوى وأداءا نزوليا مرورا بعدة مراحل، وصولا لأدنى مستوى قياسي له سنة 2020 بفارق ما نسبته 50.3 % عن المستوى القياس الأعلى.

على الرغم من بعض السنوات التي شهدت انخفاضا في قيمة المؤشر خلال مرحلة النزولية الأولى من 2006 إلى سنة 2012 إلا أن كل من سنتي 2011 و2012 كانتا بمثابة المستوى القياسي الأدنى بعد سنة 2020، حيث كانت قيمة المؤشر فيهما على التوالي بلغ 1995.1 نقطة في 2011 لتكون أول أدنى قيمة للمؤشر ثم 1957.6 نقطة في 2012 بمثابة ثاني أدنى قيمة للمؤشر.

وفي المرحلة الثانية والتي كانت بين سنة 2013 إلى 2017 عرف المؤشر ارتفاعا بمعدل متوسط خلال هذه السنوات قدر بـ 1.71 %، حيث شهدت كذالك السنوات 2014-2018 منحنى نزولي وانخفاض في قيمة المؤشر وصولا لأدنى مستوى حالي في 2020 بـ 1657.2 نقطة ليعاود الارتفاع في 2021، كما هو موضح في الشكل أدناه.

شكل رقم(4–16): مؤشر بورصة عمان منذ 2005 وصولا 2021.



المصدر: من إعداد الطالب بناءا على التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2020.

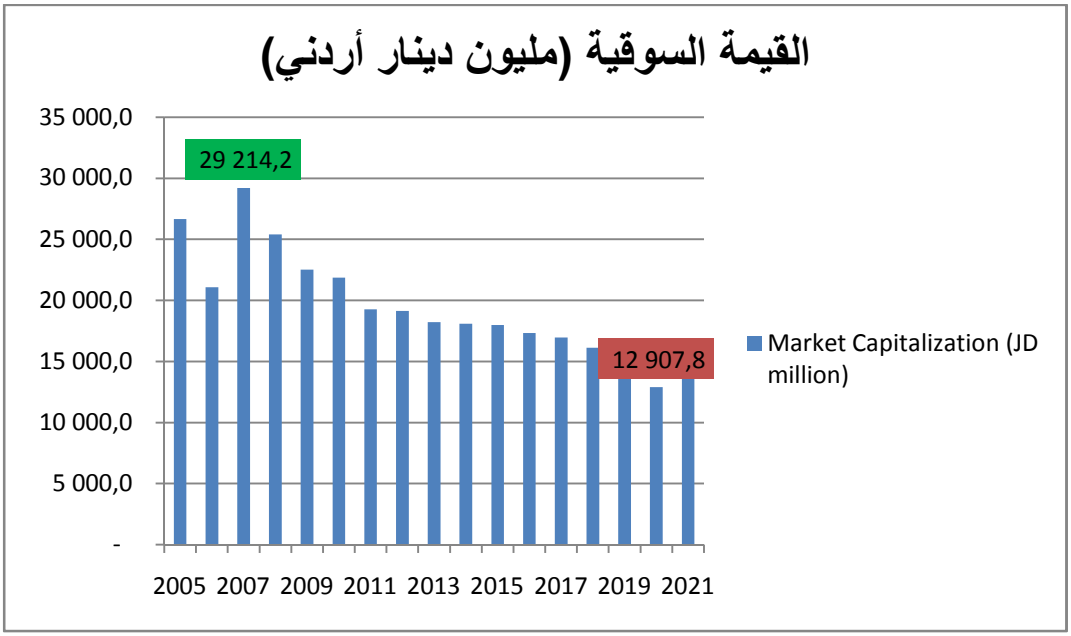
2. رسملة السوق (القيمة السوقية).

أنهى مؤشر القيمة السوقية لبورصة عمان عام 2021 على ارتفاع بنسبة 20.04 % ما يعادل 15495.7 مليون دينار أردني، مقارنة بإغلاقه نهاية عام 2020 عند مستوى 12907.8 مليون دينار أردني، والذي عرف انخفاضا مقارنة بسنة 2019 بنسبة 13.45% حيث أغلق عند قيمة سوقية قدرت بـ 14914.8 مليون دينار أردني.

وتعتبر القيمة السوقية لسنة 2020 هي الأدنى لمستوى القيم السوقية لبورصة عمان منذ 2005، في حين عرفت في سنة 2009 المستوى القياسي الأعلى للقيمة السوقية حيث بلغت 29214.2 مليون دينار أردني.

حيث أنه وعلى الرغم من التحسن في القيمة السوقية في سنة 2021 إلا أنه شهدت مستويات وأداءا نزوليا مرورا بعدة مراحل، وصولا لأدنى مستوى قياسي له سنة 2020 بفارق ما نسبته 126.36 % عن المستوى القياس الأعلى، كما هو موضح في الشكل أدناه.

شكل رقم(4-17): القيمة السوقية لبورصة عمان لسنتي 2019 و2020.



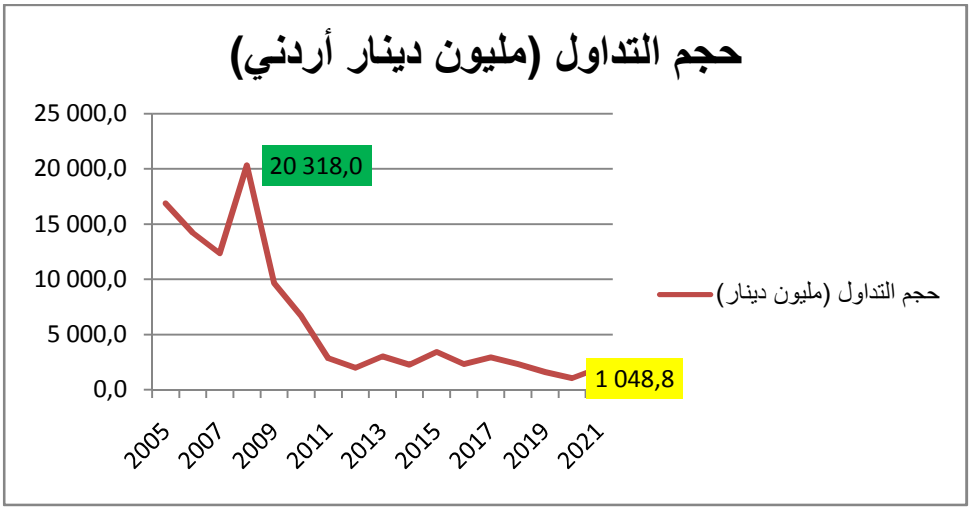
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان لسنتي 2019و 2020.

3. أداء السوق من حيث قيم التداول:

تم تداول في بورصة عمان خلال سنة2021 ما قيمته 1963.6 مليون دينار أردني، مقارنة مع حجم تداول قدر بـ 1048.8 مليون دينار أردني في 2020 أي بنسبة إرتفاع قدرت بـ 87.21 %.

عرف حجم التداول في بورصة عمان منحنى متذبذب بين الصعود والنزول مشابها لمنحنى القيمة السوقية، حيث أن هذا المؤشر عرف مرحلة نزولية أولى خلال سنتي 2006 و2007 قدرت بـ 14209.9، 12348.1 مليون دينار أردني على التوالي، لترتفع بعدها قيم التداول لأعلى مستوى قياسي له سنة 2008 بقيمة 20318 مليون دينار أردني ، عكس بعض السنوات التي شهدت انخفاضا في قيم التداولات خلال المرحلة النزولية الثانية من 2009 إلى 2016 الذي انخفض إلى 1987.8 مليون دينار أردني سنة 2012، لتعاود بعدها الصعود والنزول في مرحلة ثالثة من 2016 إلى 2021، لتصل إلى قيمة 1048.8 مليون دينار أردني والتي تعتبر المستوى القياسي الأدنى لقيم التداول في بورصة عمان، كما هو موضح في الشكل أدناه.

شكل رقم (4-18): قيم الأسهم المتداولة لمختلف القطاعات خلال سنة 2020.



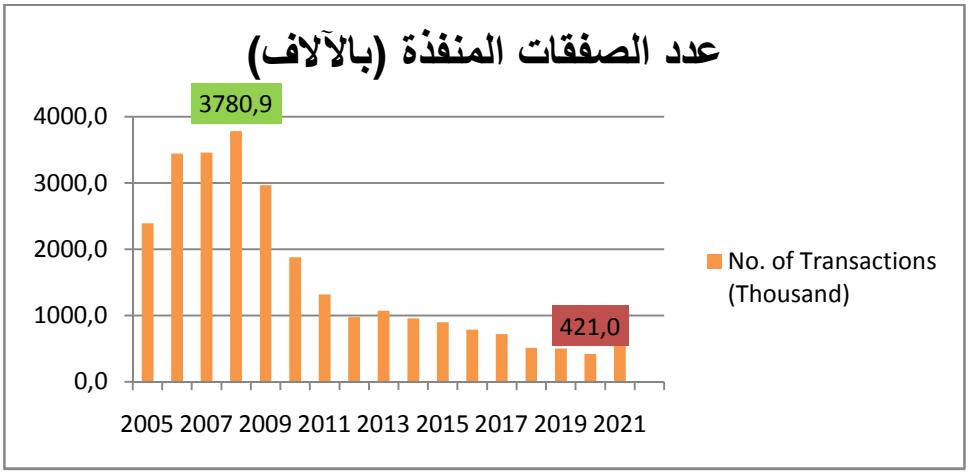
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان لسنتي 2019و 2020.

4. من حيث عدد الصفقات المنفذة:

عرف عدد الصفقات المنفذة في بورصة عمان منحنى نزولي منذ سنة 2009 حيث كان عند مستوى 2964.6 ألف صفقة، ليصل في 2021 إلى مستوى 818.3 ألف صفقة، ولم تكن هذه المرحلة الوحيدة في تطور عدد الصفقات المنفذة بل شهدت الفترة من 2005 إلى 2008 ارتفاعا في عدد الصفقات المنفذة بـ 2392.5 ألف صفقة في 2005 إلى مستوى 3780.9ألف صفقة في 2008.

وصل الحد الأقصى لعدد الصفقات المنفذة في بورصة عمان 3780.9 ألف صفقة، في حين أن المستوى القياسي الأدنى لعدد الصفقات المنفذة 421 ألف صفقة في سنة 2020 بفارق نسبته 798.02% بين أعلى وأدنى قيمة لعدد الصفقات المنفذة، كما هو مبين في الشكل أدناه.

شكل رقم (4-19):عدد الصفقات المنفذة من 2005 إلى 2021.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقرير السنوي لبورصة عمان لسنتي 2019 و2020.

ثانيا: اختبار كفاءة بورصة عمان للأوراق المالية

I. اختبار الدورة Run Test في بورصة عمان للأوراق المالية

لاختبار الفرضية الثانية في بورصة عمان تم اخذ عينة شملت أسعار الإغلاق الشهرية لأسهم لأربعة عشر بنك المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية مثلت قطاع البنوك ماعدا سوسيتي جنيرال التي تم استبعادها من عينة الدراسة وذالك لعدم توفر كامل البيانات أو الأسعار وذالك راجع للإدراج الحديث في سنة 2016، وأن ما يميز هذه البنوك المبحوثة أنها تمتلك أسعار أسهم إغلاق شهرية طول فترة الدراسة (جانفي 2017 إلى ديسمبر2021)، والجدول أدناه يمثل نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار الإغلاق الشهرية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

جدول رقم (4-5): نتائج اختبار استقلالية أسعار الإغلاق الشهرية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان للفترة محل الدراسة

رمز البنك	البنك	القطاع	قيمة Z المحسوبة	قيمة Sig	نتيجة التحليل
Jo1	البنك الإسلامي الأردني	قطاع البنوك	-2,120	0,034	غير مستقلة
Jo2	البنك الأردني الكويتي	قطاع البنوك	-4,667	0,000	غير مستقلة
Jo3	البنك التجاري الأردني	قطاع البنوك	-3,467	0,001	غير مستقلة
Jo4	بنك الإسكان للتجارة والتمويل	قطاع البنوك	-3,240	0,001	غير مستقلة
Jo5	بنك الاستثمار العربي الأردني	قطاع البنوك	-1,787	0,074	مستقلة
Jo6	بنك الأردن دبي الإسلامي	قطاع البنوك	-1,578	0,115	غير مستقلة
Jo7	بنك الإتحاد	قطاع البنوك	-2,388	0,017	غير مستقلة
Jo8	بنك المؤسسة العربية	قطاع البنوك	-2,956	0,003	غير مستقلة
Jo9	البنك الاستثماري	قطاع البنوك	-4,659	0,000	غير مستقلة
Jo10	بنك المال الأردني	قطاع البنوك	-2,930	0,003	غير مستقلة
Jo11	بنك القاهرة عمان	قطاع البنوك	-,871	0,384	مستقلة
Jo12	بنك الأردن	قطاع البنوك	-4,101	0,000	غير مستقلة
Jo13	البنك الأهلي الأردني	قطاع البنوك	-4,092	0,000	غير مستقلة
Jo14	البنك العربي	قطاع البنوك	-,644	0,519	مستقلة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS 16.0

اعتمادا على المخرجات التي أظهرها اختبار "Runs Test" الذي يقيس استقلالية أسعار الأسهم لسوق عمان للأوراق المالية وعند اختبار الفرضية الثانية من الدراسة في بورصة عمان ظهرت النتائج المبينة في الجدول أعلاه أن أسعار الإغلاق الشهرية للأسهم طول فترة الدراسة في بورصة عمان تتحرك بصورة غير مستقلة عموما (ما عدا أسعار أسهم كل من بنك الاستثمار العربي الأردني، بنك القاهرة عمان، والبنك العربي كانت مستقلة) كون قيمة مستوى الدلالة Sig أقل من مستوى المعنوية 0.05 وهذا يعني أنه بعد تحليل 60 مشاهدة شهرية كانت أسعار أسهم أغلب البنوك تتأثر ببعضها البعض وهي بذلك لا تحقق نظرية السير العشوائي للأسعار ولا المستوى الضعيف من الكفاءة.

وتعد بذلك بورصة عمان للأوراق المالية عديم الكفاءة ضمن المستوى الضعيف لكفاءة الأسواق المالية، وبذلك نقبل الفرضية الثانية لوجود ارتباط متسلسل بين أسعار الإغلاق للفترة الحالية وأسعار الإغلاق لفترة زمنية سابقة بمعنى إن أسعار إغلاق الأسهم لا تتصف بالاستقلالية.

II. اختبار(Bivariate Correlation) في بورصة عمان للأوراق المالية

ويبين الجدول (3-6) أدناه نتائج اختبار معامل الارتباط بيرسون وتضمنت الآتي:

- البنك الإسلامي الأردني لديه ارتباط طردي مع بنك الأردن دبي الإسلامي عند مستوى معنوية 5% وليس لديه ارتباط مع باقي البنوك.
- بنك الإسكان للتجارة والتمويل لديه ارتباط طردي مع كل من بنك الإتحاد والبنك الاستثماري عند مستوى معنوية 5% وليس لديه ارتباط مع باقي البنوك.
- بنك الاستثمار العربي الأردني وبنك المال الأردني لديهما ارتباط طردي متبادل عند مستوى معنوية 5% وليس لديهما ارتباط مع باقي البنوك.
- بنك الأردن دبي الإسلامي لديه ارتباط طردي مع البنك الإسلامي الأردني عند مستوى معنوية 5% وليس لديه ارتباط مع باقي البنوك.
- البنك الاستثماري وبنك المؤسسة العربية لديهما ارتباط طردي مع بنك الإسكان للتجارة والتمويل عند مستوى معنوية 5%
- أما البنوك التالية وهي كل من البنك الأردني الكويتي والبنك التجاري الأردني وبنك الإتحاد وبنك القاهرة عمان وبنك الأردن والبنك الأهلي الأردني ليس لديها أي ارتباط مع أي بنك.

جدول (4–6) معامل الارتباط بين بنوك سوق عمان للأوراق المالية للفترة محل الدراسة

معامل الارتباط	Jo1	Jo2	Jo3	Jo4	Jo5	Jo6	Jo7	Jo8	Jo9	Jo10	Jo11	Jo12	Jo13	Jo14
Jo1	1	-0,046	-0,160	-0,189	-0,211	0,299*	0,178	-0,063	0,092	-0,005	0,033	-0,032	-0,205	0,085
Jo2	-0,046	1	-0,154	-0,019	-0,129	0,019	0,118	0,191	0,177	-0,107	0,025	-0,036	0,022	-0,016
Jo3	-0,160	-0,154	1	0,169	0,185	-0,049	-0,120	-0,065	-0,086	0,145	0,149	-0,074	0,109	-0,006
Jo4	-0,189	-0,019	0,169	1	0,132	0,032	-0,126	0,290*	-0,304*	0,150	-0,159	-0,170	0,083	0,090
Jo5	-0,211	-0,129	0,185	0,132	1	-0,233	-0,118	0,080	-0,158	0,281*	-0,158	-0,163	-0,126	-0,120
Jo6	0,299*	0,019	-0,049	0,032	-0,233	1	0,032	0,117	-0,176	-0,100	-0,068	-0,211	-0,093	0,242
Jo7	0,178	0,118	-0,120	-0,126	-0,118	0,032	1	0,132	-0,059	0,066	0,251	0,156	0,012	-0,113
Jo8	-0,063	0,191	-0,065	0,290*	0,080	0,117	0,132	1	-0,269	0,072	0,037	-0,233	0,112	0,002
Jo9	0,092	0,177	-0,086	-0,304*	-0,158	-0,176	-0,059	-0,269	1	-0,106	-0,080	-0,055	-0,069	-0,116
Jo10	-0,005	-0,107	0,145	0,150	0,281*	-0,100	0,066	0,072	-0,106	1	-0,110	0,112	-0,160	-0,071
Jo11	0,033	0,025	0,149	-0,159	-0,158	-0,068	0,251	0,037	-0,080	-0,110	1	0,005	-0,010	-0,102
Jo12	-0,032	-0,036	-0,074	-0,170	-0,163	-0,211	0,156	-0,233	-0,055	0,112	0,005	1	0,017	0,050
Jo13	-0,205	0,022	0,109	0,083	-0,126	-0,093	0,012	0,112	-0,069	-0,160	-0,010	0,017	1	0,049
Jo14	0,085	-0,016	-0,006	0,090	-0,120	0,242	-0,113	0,002	-0,116	-0,071	-0,102	0,050	0,049	1

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS 16.0

بعد تحليل النتائج الإحصائية التي بينت وجود ارتباط قوي لمعظم البنوك محل الدراسة في بورصة عمان للأوراق المالية، وعليه نقوم بقبول الفرضية الثانية لوجود ارتباط بين بنوك المدرجة بسوق عمان للأوراق المالية، وأن هذا الارتباط للأسعار يتعارض مع مبدأ فرضية السير العشوائي للأسعار التي تؤكد على عدم تأثير الأسعار على بعضها البعض مما لا يحقق فرضية السوق الكفء.

وعليه نؤكد قبول الفرضية الصفرية H_0 للفرضية الثانية فيما يخص بورصة عمان، لوجود ارتباط بين معظم البنوك المدرجة ببورصة قطر.

المبحث الثالث: الدراسة القياسية لتقدير MEDAF والنماذج متعددة العوامل في البورصات محل الدراسة.

سيتم من خلال هذا المبحث تقدير مجموعة من النماذج القياسية قصد التعرف على الدور الذي تلعبه هذه النماذج المتعددة العوامل في تفسير التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم مقارنة مع النموذج التقليدي MEDAF وكذا إمكانية تحسين النقائص الموجودة فيه، في كل من بورصة الجزائر، بورصة قطر وبورصة عمان، بواسطة نماذج سلاسل زمنية مقطعية (بانل).

المطلب الأول: منهجية الدراسة والمتغيرات المستخدمة ومراحل حسابها

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى توضيح مجتمع وعينة الدراسة، وكذا المنهجية المعتمدة بالإضافة إلى كيفية حساب متغيرات الدراسة وكيفية تشكيل النماذج محل الدراسة.

أولا: مجتمع وعينة الدراسة

يمكن القول أن دراسة أسواق رأس المال العربية أصبح من الضروريات، كون العديد منها تعتبر من الأسواق الناشئة على غرار كل من بورصة قطر، السوق المالي السعودي، بورصة عمان، بورصتي دبي وأبو ظبي وغيرهم الكثير من أسواق رأس المال العربية التي تحقق أداء جيدا خلال السنوات الأخيرة.

في حين أنه تم اختيار كل من بورصة قطر، بورصة عمان وبورصة الجزائر لتمثل هذه الأسواق مجتمع الدراسة الحالية.

تعتبر بورصة قطر من أهم البورصات العربية، حيث شهدت العديد من التطورات على مستوى الأداء، التشريعات واللوائح حيث تم رفعها إلى سوق مالية ناشئة في عام 2013 بواسطة Morgan (MSCI) Stanleyومن طرف P&S وDow Jones في 2014، ومن قبل مؤشر FTSE في عام 2015، وفي 2016 انضمت إلى الأمم المتحدة من أجل البورصات المستدامة (SSEI).

كما شهد عام 2018 إنجازات كبيرة لبورصة قطر، حيث تم تصنيفها على أنها أفضل بورصة ناشئة أداء في العالم، وكما أدرجت الصناديق الاستثمارية المتداولة لأول مرة والتي تعتبر الأكبر في دول الخليج مع إطلاق تقرير الاستدامة (ESG)، وتعتبر كبورصة رائدة في العالم في تحقيق معايير الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات حسب تقرير هيئة تنظيم ومراقبة العمليات والتقرير السنوي لبورصة قطر لسنة 2020 [1].

[1] نبذة عن بورصة قطر،"**بورصة قطر**"، متوفر على : https://www.qe.com.qa/ar/historical-background تاريخ الإطلاع: 2022/01/27.

كل هذه العوامل كانت مساعدة لاختيار بورصة قطر لمقارنتها مع بورصة الجزائر التي تعتبر من أضعف البورصات العربية، وكذالك أوجه التشابه في الهيكل الاقتصادي للبلدين، أما فيما يخص بورصة عمان على الرغم من كونها من بين أفضل البورصات العربية إلا أن السبب الرئيس كان اختلاف الهيكل الاقتصادي للملكة الأردنية الهاشمية عن كل من قطر والجزائر وعدم اعتماد الأردن على الاقتصاد الريعي إلا أنها تتمتع ببورصة جيدة.

أما فيما يخص عينة الدراسة في بورصة الجزائر، كون دراستنا تنحصر في الفترة الممتدة من مارس 2011 إلى ديسمبر 2021 بمشاهدات شهرية فإن العينة تتمثل في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر حتى ديسمبر 2021، والتي لا تزال مدرجة في البورصة، كما استثنيت كل من الشركات التالية:

- شركة رويبة للمشروبات لخروجها من بورصة الجزائر في 2020.
- شركة AOM للاستثمار كونها مدرجة حديثا في السوق الثاني بداية من سنة 2018.
- شركة بيوفارم كونها أدرجت في سنة 2016 فقط.

للتكون عينة الدراسة فقط من :

- مجمع صيدال للصناعات الدوائية.
- شركة آليانس للتأمينات.
- مجمع الأوراسيي للفندقة.

أما فيما يخص عينة الدراسة في بورصة قطر فقد تم اختيار قطاع البنوك المكون 13 بنك ومؤسسات مالية واستشارية في قطاع المالي والمصرفي من أصل 47 شركة مدرجة في البورصة كون القطاع المصرفي يمثل القطاع الأكثر نشاطا والأكبر حجما من حيث القيمة السوقية أو عدد الصفقات المبرمة أو أحجام التداول، على غرار كل من البنك الوطني القطري، مصرف قطر الإسلامي، البنك التجاري وبنك الدوحة، خلال فترة دراسة ممتدة من فيفري 2017 إلى ديسمبر 2021 بمشاهدات شهرية.

أما في بورصة عمان، فيعتبر القطاع المصرفي ب15 بنك ومؤسسة مالية من أصل 192 شركة مدرجة، القطاع الأكثر حيوية وعلى رأسها البنك العربي، وبنك الأردن، والبنك الإسلامي الأردني، حيث تم فقط استثناء البنك الأردني الكويتي لعدم وجود كامل المعلومات حوله خلال فترة الدراسة نفسها مع بورصة قطر.

ثانيا: منهجية الدراسة

تهدف هذا الدراسة لاختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية .MEDAF أو المسمى بـCAPM وكذا النماذج متعددة العوامل على الشركات عينة الدراسة في كل من بورصة الجزائر، بورصتي قطر وعمان.

حيث سنتحقق من مدى تأثر عوائد هذه الأسهم بتقلبات عوائد السوق، أي سنحاول معرفة ما إذا كان معامل بيتا الذي يقدمه هذا النموذج هو العامل الوحيد الذي يؤخذ بعين الاعتبار عند احتساب مخاطر السهم، كما سيتم التحقق من مدى تأثير عوامل المالية السلوكية أي عوامل النماذج المتعددة على تقلبات الأسهم، أي سنحاول معرفة ما إذا كان هناك تأثير لكل من عامل مخاطر القيمة، عامل مخاطر الحجم، عامل الاستثمار وكذا عامل الربحية، بالإضافة إلى عامل مخاطر السوق المقاس بمعامل بيتا.

سنقوم باختبار كل نموذج على حدى، بداية بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية MEDAF، ثم نموذج ثلاثي العوامل وفي الأخير نموذج خماسي العوامل، لاختبار هذه النماذج والإجابة على الفرضيات المطروحة فقد تم إتباع المراحل التالية:

1. المرحلة الأولى: حساب متغيرات الدراسة لكل النماذج

تم استخدام برنامج Excel من أجل حساب وترتيب وتكوين متغيرات الدراسة في نماذج تسعير الأصول الرأسمالية الثلاث بناء على الدراسات السابقة المستخدمة في المقدمة.

- **حساب العوائد الشهرية للشركات المدرجة:** من أجل احتساب العوائد الشهرية للشركات، تم الاعتماد على أسعار الإغلاق الشهرية للشركات للفترة من مارس2011 إلى ديسمبر 2021 في بورصة الجزائر، وأسعار الإغلاق الشهرية من فيفري 2017 إلى ديسمبر 2021 في بورصتي قطر وعمان، كما تجدر الإشارة أن لم يتم أخد توزيعات الأرباح بعين الاعتبار كونها منعدمة أو تمثل نسبة ضئيلة جدا، أو حتى غير مفصح عنها أحيانا أخرى.

وقد تم حساب العوائد الشهرية للشركات حسب الصيغة الآتية:

$$Ri_t = \frac{Pi_t - Pi_{t-1}}{Pi_{t-1}}$$

حيث أن:

- (R_{it}) : عائد سهم الشركة i خلال الشهرt.
- P_{it} : سعر إغلاق سهم الشركة i خلال الشهرt.
- P_{it-1}: سعر إغلاق سهم الشركة i خلال الشهر$t-1$.

- **حساب العوائد الشهرية لمؤشر السوق**:من أجل احتساب العوائد الشهرية لمؤشر السوق تم الاعتماد على الرقم القياسي غير المرجح لفترة الدراسة، علما أن مؤشر السوق DZAIRINDEX لبورصة الجزائر لا يتم تعديله بعد توزيع الأرباح النقدية، لذلك فإن احتساب العوائد الشهرية على هذه الأرقام يتوافق مع العوائد الشهرية التي تم احتسابها سابقا على الأسهم كون التوزيعات النقدية لا يتم أخذها بعين الاعتبار في الحالتين، أما في بورصتي قطر وعمان فقد تم استخدام كل من مؤشري السوق QSE indexو ASE index وقد تم حساب العوائد الشهرية لمؤشر السوق حسب الصيغة الآتية :

$$Rm = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

حيث أن:

- R_m : عائد السوق خلال الشهرt.
- (I_t) : قيمة الرقم القياسي (مؤشرات DZAIR،QSE، ASE) بنهاية الشهرt.
- $(I)_{it-1}$: قيمة الرقم القياسي (المؤشر العام) بنهاية الشهرt-1.

- **حساب العائد الشهري الخالي من المخاطرة** : لاختبار نماذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM لابد من اختيار العائد الخالي من المخاطر والذي يتحق عندما يكون معامل بيتا لأي سهم هو صفر، وفي الغالب فإن هذا العائد يمثل سعر الفائدة على الأدوات الحكومية قصيرة الأجل مثل أذونات الخزينة لمدة 6 أشهر أو أقل من سنة، وهو ماتم بالفعل عن طريق التقارير الإحصائية الشهرية لبنك الجزائر للفترة الدراسة.
- R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة خلال الشهر i، حيث تم استخراج Rf المتعلق ببورصة الجزائر من التقارير النقدية الشهرية لبنك الجزائر خلال الفترة 2011-2021، كما تم استخراج Rf المتعلق ببورصتي قطر وعمان من التقارير السنوية للبورصتين وكذا الاعتماد على النشرات النقدية والمالية للبنك المركزي القطري والأردني خلال الفترة 2017-2021.
- **حساب معامل بيتا (β)**:قصد حساب علاوة مخاطر السوق **PRM** والمتمثلة في الفرق بين عائد السوق **Rm** والعائد الخال من المخاطرة**Rf** مضروبا في معامل بيتا β الشهري لكل سهم، لذالك وجب حساب بيتا أولا والذي يمثل درجة حساسية سعر السهم مع سعر السوق من حيث المخاطرة.

ويمكن احتساب قيمة معامل بيتا للمخاطر المنتظمة وفق المعادلة الرياضية التالية:

$$\beta_j = \frac{\rho_{j,m}\sigma_j\sigma_m}{\sigma^2{}_m}$$

$$\beta_j = \frac{\rho_{j,m}\sigma_j}{\sigma_m}$$

حيث أن:

- β_j: معامل بيتا للسهم j.
- $\rho_{j,m}$: معامل الارتباط بين عائد السهم j وعائد السوق m.
- σ_j: الانحراف المعياري لعائد السهم j.
- σ_m: الانحراف المعياري لعائد السوق m.
- **حساب عامل الحجم**:

يقاس بواسطة القيمة السوقية لحقوق الملكية MVE وفق الصيغة الآتية[1]:

MVE=Number of Shares Traded x Share Price in the market

حيث أن:

- **MVE**: القيمة السوقية لحقوق الملكية.
- **Number of Shares Traded=** عدد الأسهم المتداولة.
- **Share Price in the market=** سعر السهم في السوق (تم أخذ أسعار الإغلاق الشهرية).
- **حساب عامل القيمة أو عامل Book to Market Value**:

يقاس بواسطة قسمة القيمة الدفترية على القيمة السوقية للسهم (سعر السهم في السوق) وفق الصيغة الآتية[2]:

$$Book\,Value/Market\,Value = \frac{Book\,Value\ of\ the\ Share}{Share\ Price\ in\ the\ Market}$$

[1] Chen & Z. Lu (2014)**, " A Comparison of New FactorModels",**No.w20682,National Bureau of Economic Research, November, 2014, p47.

[2] Brigham, Eugene F and Ehehardt, Michael C,**"Financial Management Theory and Practice ",** Lachina publishing services, The United States of America, 2011, p959.

حيث أن:

- **Book value/Market value=** القيمة الدفترية / القيمة السوقية.
- **Book value of share=** القيمة الدفترية للسهم.
- **Share Price in the market=** سعر السهم في السوق (تم أخذ أسعار الإغلاق الشهرية).
- **حساب عامل الاستثمار :**

يقاس من خلال قسمة مجموع (الأصول) الموجودات في السنة الحالية ناقص مجموع (الأصول) الموجودات في السنة السابقة وفق الصيغة الآتية[1]:

$$INV = \frac{Assets_{t-2} - Assets_{t-1}}{Assets_{t-1}}$$

حيث أن:

- $\boldsymbol{INV}$:معدل الاستثمار في الأصول (معدل نمو حجم الأصول).
- $(\boldsymbol{Assets_{t-1}})$: مجموع الأصول في السنة الحالية t-1.
- $(\boldsymbol{Assets})_{t-2}$: مجموع الأصول في السنة الحالية t-2.
- **حساب عامل الربحية:**

يقاس من خلال قسمة النتيجة الصافية (أي الأرباح بعد اقتطاع كل من الفوائد والضرائب) على القيمة الدفترية لمجموع حقوق الملكية، أو ما يسمى بنسبة العائد على الملكية (المردودية المالية) وفق الصيغة الآتية[2]:

$$\boldsymbol{ROE = \frac{NI}{E}}$$

حيث أن:

- $\boldsymbol{ROE}$:معدل العائد على حقوق الملكية (نسبة المردودية المالية).
- $(\boldsymbol{NI})$: صافي الأرباح (أي الأرباح بعد اقتطاع كل من الفوائد والضرائب).
- $\boldsymbol{E}$: حقوق الملكية.

ملاحظة: كل من عاملي الاستثمار والربحية هي مؤشرات سنوية تم حسابها بواسطة القوائم المالية للشركات عينة الدراسة في كل من بورصة الجزائر، قطر وعمان، ثم تم تحويلها إلى متغيرات شهرية عن طريق برنامج E-views 9.0.

[1] Martins, Clarice, Carneiro, & Eid J. William, "Pricing **Assets with Farench and Fama 5-Factor Model ",** a Brazillian market novelty, July , 2015, p4.
[2] Ibid, P4.

2. المرحلة الثانية: تكوين نماذج الدراسة

تعتبر هذه المرحلة هي الأهم بعد حساب المتغيرات المطلوبة في تكوين النماذج.

- **النموذج الأول : نموذج تسعير الأصول الرأسمالية MEDAF أو المسمى CAPM**

تعتمد منهجية الدراسة على تقدير نموذج تسعير الأصول**MEDAF** لاختبار قدرتها على شرح التباين في عوائد الأسهم من خلال عامل علاوة مخاطر السوق **PRM** المحسوبة بدلالة بيتا، بمعنى آخر التحقق من أن العائد الرأسمالي المتحقق من الاستثمار بسهم معين يتحدد بمعامل بيتا لذالك السهم ولا توجد أي عوامل أخرى تؤثر في العائد، أي أن مخاطر الأسهم تتحدد بالمخاطر النظامية فقط حسب نموذج **MEDAF**، ويتمثل النموذج على النحو التالي:

$$\mathbf{Ri - Rf = \beta_0 + \beta\ (Rm - Rf) + \varepsilon}$$

حيث:

- **Ri**: العائد الشهري للأسهم "i".
- **Rf**: معدل خالي من المخاطر (عائد أذونات الخزينة أقل من سنة خلال فترة الدراسة).
- **Ri–Rf**: علاوة مخاطر الأسهم والمسماة **PRI**.
- **Rm**: عائد السوق الذي يمثله عائد المؤشر العام.
- **Rm – Rf**: علاوة مخاطر السوق والمسماة **PRM**.
- $\boldsymbol{\beta_0}$= ثابت النموذج والمفترض أنه يساوي صفر في حالة ثبوت نموذج MEDAF على السهم i.
- $\boldsymbol{\beta}$: معامل بيتا والذي يقيس المخاطر النظامية للسهم i.
- $\boldsymbol{\varepsilon_{it}}$: معامل الخطأ، والذي يمثل التغيرات في عائد السهم i التي لم يفسرها التغير في عائد السوق.

- **النموذج الثاني : نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ثلاثي العوامل (نموذج فاما فرانش ثلاثي العوامل المعدل).**

تعتمد منهجية الدراسة على تقدير نموذج تسعير الأصول الثلاثة لـ Fama وFranch لاختبار قدرتها على شرح التباين في عوائد الأسهم من خلال عوامل الخطر الثلاثة التالية مع بعض التعديلات حول عوامل الحجم والقيمة، حيث تم استبدال مؤشر SMB بـ MVE وكذا استبدال HML بـ BV/MV (كون بورصة الجزائر لا تحتوي على العديد من الشركات المدرجة 5 فقط حاليا) على النحو التالي:

$$Ri - Rf = \beta_0 + \beta_1 (Rm - Rf) + \beta_2 (MVE) + \beta_3 (B/M) + \varepsilon$$

حيث:

- **Ri**: العائد الشهري للأسهم "i".
- **Rf**: معدل خالي من المخاطر (عائد أذونات الخزينة أقل من سنة خلال فترة الدراسة).
- **Ri–Rf**: علاوة مخاطر الأسهم والمسماة **PRI**.
- **Rm**: عائد السوق الذي يمثله عائد المؤشر العام.
- **Rm – Rf**: علاوة مخاطر السوق والمسماة **PRM**.
- **MVE**: عامل مخاطر الحجم الذي يمثله لوغاريتم القيمة السوقية حقوق الملكية.
- **BM**: عامل مخاطر القيمة والذي يمثله نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للأسهم.
- β_0= ثابت.
- β_1: معامل الانحدار لعلاوة مخاطر السوق**Ri–Rf** .
- β_2: معامل الانحدار لعامل مخاطر الحجم **MVE** لكل سهم "i".
- β_3 : معامل الانحدار لعامل مخاطر القيمة **BM** لكل سهم "i" .
- ε_{it}: معامل الخطأ.

- **النموذج الثالث : نموذج تسعير الأصول الرأسمالية خماسي العوامل (نموذج فاما فرانش خماسي العوامل المعدل).**

إضافة للمتغيرات الثلاث الموجودة في نموذج تسعير الأصول الثلاثة لـ Fama وFranch لاختبار قدرتها على شرح التباين في عوائد الأسهم من خلال عوامل الخطر الثلاثة: علاوة مخاطر السوق المقدرة ببيتا، عامل أثر الحجم، عامل أثر القيمة، تم إضافة عاملين آخرين هما: عامل الاستثمار، وعامل الربحية ليصبح النموذج التالي هو النموذج خماسي العوامل لتسعير الأصول الرأسمالية على النحو التالي:

$$\mathbf{PRI}_{it}=\beta_0+\beta_1(\mathbf{PRM})_{mt}+\beta_2(\mathbf{MVE})_{it}+\beta_3(\mathbf{B/M})_{it}+\beta_4(\mathbf{AG})_{it}+\beta_5(\mathbf{ROE})_{it}+\boldsymbol{\varepsilon}_{it}$$

حيث:

- **PRI**: علاوة مخاطر الأسهم والمحسوبة بـ**Ri–Rf** .
- **PRM**: علاوة مخاطر السوق والمحسوبة بـ**Rm–Rf** .
- **MVE**: عامل مخاطر الحجم الذي يمثله لوغاريتم القيمة السوقية حقوق الملكية.
- **BM**: عامل مخاطر القيمة والذي يمثله نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للأسهم.
- **AG**: عامل الاستثمار والذي يمثله معدل نمو الأصول.
- **AG**: عامل الربحية والذي يمثله معدل العائد على حقوق الملكية.
- $\boldsymbol{\beta_0}$= ثابت.
- $\boldsymbol{\beta_i}$: معامل الانحدار لكل عامل من عوامل النموذج الخماسي.

ثالثا: مفهوم منهجية البيانات المقطعية أو السلاسل الزمنية المقطعية (بانل) وأهميتها

وتسمى أيضا بالبيانات المشتركة، أما سابقا فكان يطلق عليها بالبيانات الطولية (Longitudinal Data)، وهي عبارة عن بيانات مستمرة لعدة وحدات وعدة ظواهر أو متغيرات، عبر فترات زمنية متعددة، وللبيانات المقطعية بعدين، الأول بعد مقطعي أو (مكان)، كأن يكون بلدان، قطاعات، مصارف، ومؤسسات،...الخ، أما الثاني فيمثل البعد الزماني (سلسلة زمنية).

وبالنسبة للبيانات المقطعية Panel Data فهي تصف سلوك عدد من المفردات عند مدة زمنية واحدة، في حين إن السلسلة الزمنية تصف سلوك مفردة واحد خلال مدة زمنية معينة، والبيانات المقطعية هي عبارة عن خليط من النوعين السابقين من البيانات، أي هي مجموعة من المشاهدات التي تتكرر عن مجموعة من الوحدات الاقتصادية وفي مدد زمنية مختلفة، أي إنها تجمع بين خصائص بيانات السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية في الوقت نفسه.

اكتسبت البيانات المقطعية اهتماما كبيرا ولاسيما في الدراسات الاقتصادية؛ لأنها تأخذ بعين الاعتبار أثر الاختلاف بين المقاطع العرضية وأثر التغير في الزمن، حيث تتمثل مميزات وأهمية البيانات المقطعية في[1]:

1. إن البيانات المقطعية تتمتع ببعد مضاعف، بعد زمني وبعد مكاني، الأمر الذي يجعل دراستها التطبيقية أكثر فعالية ودقة في القياسي الاقتصادي.
2. ارتباط البيانات المقطعية بالمؤسسات الاقتصادية، المصارف، الولايات والبلدان خلال مدة زمنية، فمن المحتمل وجود عدم التجانس بين هذه الوحدات؛ لذا فالأسلوب المستخدم للتقدير باستخدام هذه البيانات يأخذ مسألة عدم التجانس بعين الاعتبار.
3. البيانات المقطعية هي عبارة عن مزيج بين بيانات السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية، لذلك فهي تعطي معلومات وتقديرات أكثر كفاءة ومعنوية بتباين وارتباط متداخل أقل بين المتغيرات وبدرجة حرية أكبر، مما يؤثر إيجابا على دقة التقديرات.
4. إن استعمال البيانات المقطعية في القياس يؤدي إلى التقليل من مشكلة الازدواج الخطي (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة في النموذج.
5. تأخذ بعين الاعتبار ما يسمى بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ في مشاهدات العينة سواء المقطعية أو الزمنية وبالتالي تساعد في عدم ظهور مشكلة عدم تجانس التباين لحد الخطأ العشوائي(Heteroscedasticity).

[1] جوجارات، "**الاقتصاد القياسي: الجزء الثاني**"، ترجمة ومراجعة : هند عودة، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2015،ص825.

6. زيادة الدقة في التنبؤ من خلال زيادة عدد المشاهدات بربط عدد المشاهدات المقطعية بعدد المدد الزمنية، فضلا عن قياس التأثيرات التي لا يمكن مشاهدتها من خلال البيانات المقطعية فقط أو بيانات السلاسل الزمنية فقط.
7. إن استعمال البيانات المقطعية في القياس والتحليل يؤدي إلى التقليل من تحيز التجميع Aggregation bias) الذي قد يظهر في النتائج عند تجميع المفردات أو المؤسسات الاقتصادية في تجميعة واحدة، فضلا عن التحكم في التباين الفردي الذي قد يظهر في بيانات المقاطع العرضية أو بيانات السلاسل الزمنية والذي يؤدي إلى نتائج متحيزة.

وباختصار فإن البيانات المقطعية تزيد من جودة التحليل القياسي بطريقة قد لا تكون ممكنة إذا استعملنا بيانات مقطعية فقط، أو بيانات السلاسل الزمنية فقط.

المطلب الثاني: تقدير واختبار نموذج MEDAF والنماذج متعددة العوامل في بورصة الجزائر

من أجل شرح التغيرات في عوائد الأسهم من خلال كل من نموذج **MEDAF** وكذا النماذج المتعددة العوامل سنقوم باستخدام نهج التحليل الإحصائي في الجزء التطبيقي من الدراسة لتقدير وتحليل النموذج القياسي لكل من النماذج المالية السابقة الذكر.

أولا: إختبار التجانس Hsio

لتطبيق اختبار التجانس على نماذج الدراسة قمنا بالاستخدام المباشر لنتائج هذا الاختبار بواسطة برنامج $Eviews_{9.0}$ والجدول التالي يوضح نتائج التقدير لهذا الاختبار، والذي يعطينا القيم الثلاثة لفيشر Fisher.

جدول رقم (4-7): نتائج اختبار التجانس لـ Hsiao في بورصة الجزائر

الاختبار	الدلالة الإحصائية قيمة P-value	القرار
F1	0.006374	نرفض H_0^1
F2	0.193719	نقبل H_0^2
F3	0.000840	نرفض H_0^3

المصدر :من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Eviews 9.0 أنظر الملحق رقم 01

ينقسم هذا الاختبار إلى ثلاث مراحل أساسية:

أ- المرحلة الأولى: نبدأ أولا باختبار فرضية التجانس الكلي من خلل ترميزنا له باختبار H_0^1 في إطار العينة المأخوذة، قيمة فيشر Fisher المرتبطة باختبار الفرضية العدمية التي نرمز لها بـ F1 تساوي 2.353427، علما أن F1 تتبع توزيع فيشر Fisherمع $(N-1)(K+1)$ودرجة حرية $NT-N(K+1)$ وبأخذ بعين

الاعتبار أبعاد نموذج البانل وعدد المتغيرات المستقلة K=5 يجب علينا مقارنة قيمة F1مع القيمة الجدولية لهذا التوزيع، ولكن البرنامج المستخدم قدم لنا الدلالة الإحصائية p-value المرتبطة بهذا الاختبار التي نستطيع استعمالها مباشرة لاتخاذ القرار وذلك بمقارنتها بالمستوى المعنوي5% حيث قدرت الدلالة الإحصائية لهذا الاختبار بـ 0.006374 والتي هي أكبر من 5% وبالتالي يتم قبول فرضية التجانس الكلي H_0^1 .

ب- المرحلة الثانية:

بعد قبول الفرضية H_0^1في هذه المرحلة سنقوم باختبار تجانس المعامل Biبالنسبة لكل مفردات العينة وعليه اختبار الفرضية H_0^2 .

في إطار العينة المأخوذة، قيمة فيشر Fisherالمرفقة باختبار الفرضية H_0^2 والتي نرمز لها بـ F2قدرت بـ 1.366851، وبمقارنة الدلالة الإحصائية المقدرة ببرنامج Eviews9.0 والموضحة في الجدول السابق والتي قدرت بـ 0.193719، وبما أن القيمة اكبر من 5%يتم قبول الفرضية H_0^2 ليؤكد لنا هذا أن بنية نماذج البانل مقبولة من اجل نموذج الدراسة.

ج- المرحلة الثالثة:

بعد قبول بنية نماذج البانل يبقى تحديد النموذج الملائم للتعبير عن الظاهرة المدروسة وللقيام بذلك نقوم باختبار فرضية تجانس الثوابت، الفرضيةH_0^3.

كانت قيمة فيشر Fisher المرفقة باختبار الفرضيةH_0^3 والتي نرمز لها بـF3 قدرت بـ 7.216458، وبمقارنة الدلالة الإحصائية المقدرة بـ 0.000840 والتي هي صغيرة وبعيدة عن المستوى المعنوي 5 %مما يعني رفض الفرضية العدمية H_0^3 لتساوي الثوابت يعني هذا أن نموذج البانل ذو التأثيرات الفردية هو النموذج الملائم للدراسة.

ثانيا: تقدير نماذج تسعير الأصول الرأسمالية الثلاث في بورصة الجزائر

من أجل تقدير واختبار وتقييم النموذج الاقتصادي القياسي تم الاستعانة ببرنامج $Eviews_{9.0}$ عن طريق استعمال نماذج السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data[1] وفق طريقة المربعات الصغرى PLS، وتم تقدير نماذج الدراسة باستخدام النماذج الثلاثة التالية في كل نموذج من نماذج تسعير الأصول الرأسمالية:

- **نموذج الانحدار المجمع (PRM).**
- **نموذج الأثر الثابت (FEM) أو LSDV.**
- **نموذج التأثير العشوائي (REM).**

[1] Badi H. Baltagi (2005)**, "Econometric Analysis Panel Data"**, Third edition, England , pp25-26.

1. تقدير نموذج MEDAF باستخدام طريقة السلاسل الزمنية المقطعية ونماذجها الثلاث.

بما أننا نتعامل مع بيانات في شكل سلاسل زمنية مقطعية فإننا سنقوم بحساب مقدرات ثلاث نماذج لنقوم باختيار النموذج الملائم أو الأحسن.

الجدول رقم (4-8): نتائج تقدير نماذج سلاسل زمنية مقطعية (بانل) الثلاث لنموذج MEDAF

المتغير التابع يمثل علاوة مخاطر السهم PRI			
الفترة مارس 2011 إلى ديسمبر 2021 T=129 N=3 عدد مشاهدات بانل=387			
المتغيرات المفسرة	The Estimated Panel Models		
	Pooled PRM	Fixed FEM	Random REM
Constant	0.002054 (0.2074)	0.002296 (0.1539)	0.002054 (0.2015)
PRM (Rm-Rf)	0.306819 (0.0000)	0.325825 (0.0000)	0.306819 (0.0000)
R^2	0.122625	0.149613	0.122625
R^2 adjusted	0.120346	0.142952	0.120346
F statistic	53.80894	22.46104	53.80894
F Prob	(0.000000)	(0.000000)	(0.000000)
HAUSMAN TEST prob	0.0006		
D.W	1.435406	1.474333	1.435406
Estimation Method	OLS	LSDV	GLS

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على بيانات الدراسة المستخدمة ومخرجات Eviews 9.0.

يلخص الجدول أعلاه نتائج تقدير النموذج المدروس باستخدام نماذج بانل الثلاثة:

- تشير قيمة اختبار Fisher وF-prob إلى أن جميع النماذج الثلاثة مهمة (لأن قيم F-prob لجميع النماذج الثلاث أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪).
- تشير قيمة Durban Watson(D-W) إلى عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وبما أن قيمة DW للنماذج الثلاثة أكبر من معامل R^2، فهذا يعني أنه لا يوجد انحدار خاطئ(مزيف) بين متغيرات الدراسة أي بين PRM و PRI في جميع النماذج.
- قيمة الحد الثابت β_0 والمفترض أنه يساوي صفر في حالة ثبوت نموذج MEDAF على السهم i، وهي تقترب من الصفر، كما أن الحد الثابت غير معنوي في النماذج الثلاث، وهو ما يعزز صحة نموذج MEDAF.

- بما أن قيمة معامل التحديد R^2 ضئيلة في النماذج الثلاث وهي12.03، 14.29، و12.03 % على التوالي في كل من النموذج التجميعي، الثابت، والعشوائي، وعليه يمكن القول أن المتغير التابع وهو علاوة مخاطر السهم PRI والمحسوبة بـRi-Rf لا يمكن تفسيره أو تفسير التغيرات الحاصلة فيه من خلال المتغير المستقل الممثل في علاوة مخاطر السوق PRM والمحسوبةبـ Rm-Rf هذا حسب ظروف وشروط هذه الدراسة، مما يعني وجود متغيرات وعوامل أخرى مفسرة للتغيرات الحاصلة في المتغير التابع.
- معنوية النموذج القياسي المقدر ككل كون $F_{tab} > F_{réel}$، وقيم F-prob لجميع النماذج الثلاث أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪، معنوية β(معامل المتغير المستقل) يؤكد أن النموذج المقدر مقبول إحصائيا.

2. اختيار النموذج المناسب للنموذج MEDAF في بورصة الجزائر

لاختيار النموذج المناسب يجب إجراء اختبار LM Lagrange واختبار Hausman.

أ. الخطوة الأولى: اختبار LM Lagrange

لاستخدام هذا الاختبار يجب علينا إتباع الفرضيات التالية:

- H_0: إذا (قيمة P> 0.05) سنقول بأن نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج المناسب.
- H_1: إذا كانت (قيمة P <0.05) وقيمة Brench-Bagan> القيمة الجدولية، فإننا نختار نموذج الانحدار الثابت FEM أو REM نموذج الانحدار العشوائي كنموذج مناسب.

الجدول رقم (4-9): نتائج اختبار LM Lagrange المتعلق بنموذج MEDAF

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	12.71408 (0.0004)	0.604122 (0.4370)	13.31821 (0.0003)
Honda	3.565681 (0.0002)	0.777253 (0.2185)	3.070918 (0.0011)
King-Wu	3.565681 (0.0002)	0.777253 (0.2185)	3.634553 (0.0001)
Standardized Honda	4.896941 (0.0000)	0.836866 (0.2013)	-4.985894 --
Standardized King-Wu	4.896941 (0.0000)	0.836866 (0.2013)	1.990626 (0.0233)
Gourierioux, et al.*	--	--	13.31821 (< 0.01)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:
1% 7.289
5% 4.321
10% 2.952

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على مخرجات Eviews 9.0.

من خلال الجدول أعلاه الذي يمثل نتائج اختبار LM Lagrange، يمكن قبول الفرضية البديلة H_1، بالنظر إلى أن القيمة الإحصائية لاختبار Breusch-Pagan كانت (13.31821) وهي أكبر من القيمة الجدولية كون أن القيمة الحرجة لهذا الاختبار (0.0003) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، لذلك يمكن القول أن نموذج الانحدار التجميعي (PRM) ليس هو النموذج المناسب.

ب. الخطوة الثانية: اختبار Hausman

اختبار Hausman هو اختبار إحصائي لتحديد ما إذا كان النموذج الأنسب هو نموذج التأثير الثابت (FEM) أو نموذج التأثير العشوائي (REM).

لاستخدام هذا الاختبار يجب علينا إتباع الفرضيات التالية:

- H_0: إذا كانت قيمة Prob لـ CHI^2> 0.05) نختار REM النموذج المناسب.
- H_1: إذا كانت (قيمة P لـ CHI^2 <0.05) والقيمة الإحصائية لـ CHI^2> القيمة الجدولية لـ CHI^2، فإننا نختار FEM كنموذج مناسب.

الجدول رقم (4-10): نتائج اختبار Haussmann المتعلق بنموذج MEDAF

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	11.774871	1	0.0006

** WARNING: estimated cross-section random effects variance is zero.

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
PRM	0.325825	0.306819	0.000031	0.0006

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/09/22 Time: 03:44
Sample: 2011M04 2021M12
Periods included: 129
Cross-sections included: 3
Total panel (balanced) observations: 387

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002296	0.001607	1.428633	0.1539
PRM	0.325825	0.041656	7.821846	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.149613	Mean dependent var	-0.001846
Adjusted R-squared	0.142952	S.D. dependent var	0.032245
S.E. of regression	0.029851	Akaike info criterion	-4.174898
Sum squared resid	0.341290	Schwarz criterion	-4.133984
Log likelihood	811.8427	Hannan-Quinn criter.	-4.158674
F-statistic	22.46104	Durbin-Watson stat	1.474333
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على مخرجات Eviews 9.0.

وفقا لاختبار Haussmann في الجدول أعلاه الذي يمثل نتائج اختبار Haussmann، فإن القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار هي (0.05>CHI2 Prob=0.0006)، فإن القيمة الإحصائية لـ CHI2 أصغر من قيمتها الجدولية.

وبالتالي فإننا نقبل الفرضية البديلة (H_1)، مما يعني أن نموذج التأثيرات الثابتة هو المناسب **FEM**.

لذلك فإن النموذج القياسي للدراسة المقبول لنموذجMEDAF يكون كالتالي:

$$(Ri-Rf)_{it} = 0.325825\ (Rm-Rf)_{it} + \varepsilon_{it}$$

3. تقدير نموذج ثلاثي العوامل باستخدام طريقة السلاسل الزمنية المقطعية في بورصة الجزائر.

بما أننا نتعامل مع بيانات في شكل سلاسل زمنية مقطعية فإننا سنقوم بحساب مقدرات ثلاث نماذج لنقوم باختيار النموذج الملائم أو الأحسن.

الجدول رقم (4-11): نتائج تقدير نماذج سلاسل زمنية مقطعية (بانل) الثلاث لنموذج ثلاثي العوامل

المتغير التابع يمثل علاوة مخاطر السهم PRI			
الفترة مارس 2011 إلى ديسمبر 2021 T=129 N=3 عدد مشاهدات بانل=387			
المتغيرات المفسرة	The Estimated Panel Models		
	Pooled PRM	Fixed FEM	Random REM
Constant	0.070897 (0.4150)	0.054725 (0.7441)	-
PRM (Rm-Rf)	0.311608 (0.0000)	0.335662 (0.0000)	-
Log MVE	-0.008012 (0.4143)	-0.004428 (0.8092)	-
BM	0.001464 (0.2792)	-0.006660 (0.0658)	-
R^2	0.125888	0.158739	-
R^2 adjusted	0.119042	0.147699	-
F statistic	18.38640	14.37828	-
F Prob	(0.000000)	(0.000000)	-
D.W	1.447734	1.475157	-
Estimation Method	OLS	LSDV	GLS

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على بيانات الدراسة المستخدمة ومخرجات Eviews 9.0.

يلخص الجدول أعلاه نتائج تقدير النموذج المدروس باستخدام نماذج بانل الثلاثة.

- تشير قيمة اختبار Fisher وF-prob إلى أن النموذجيين الأول والثاني مهمين (لأن قيم F-prob لكل من نموذج الانحدار التجميعي، والثابت أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪)، أما نموذج الانحدار العشوائي REM لم نستطع تقديره كون عينة الدراسة (3شركات مدرجة) أقل من حجم متغيرات النموذج (ثلاث متغيرات مستقلة، والمتغير التابع).
- تشير قيمة Durban Watson(D-W) إلى عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وبما أن قيمة DW للنمذجين أكبر من معامل R^2، فهذا يعني أنه لا يوجد انحدار خاطئ(مزيف) بين متغيرات المستقلة للدراسة والمغير التابع في كل من نموذج الانحدار التجميعي، والثابت.
- قيمة الحد الثابت β_0 والمفترض أنه يساوي صفر في حالة ثبوت نموذج MEDAF على السهم i، وهي تقترب من الصفر، كما أن الحد الثابت غير معنوي في كل من نموذج الانحدار التجميعي، والثابت وهو ما يعزز صحة نموذج MEDAF كون علاوة مخاطرة السهم PRI مرتبطة بعلاوة مخاطر السوق PRM أي أن معامل بيتا المعبر عنه بدلالة علاوة السوق يعتبر المتغير المفسر الأول لتغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم.
- بما أن قيمة معامل التحديد R^2 ضئيلة في النموذجين 12.58و 15.87 % على التوالي في كل من النموذج التجميعي والثابت، وعليه يمكن القول أن المتغير التابع وهو علاوة مخاطر السهم لا يمكن تفسيره أو تفسير التغيرات الحاصلة فيه من خلال المتغيرات المستقلة أثر الحجم وأثر القيمة المعبر عنهما بـ MVE وBM على التوالي اللذان كونهما لم يكونا معنويين إحصائيا، فقط علاوة مخاطر السوق PRM والمحسوبة بـ Rm-Rf هو المتغير المستقل الوحيد المعنوي إحصائيا على الرغم من معنويته (0.0000 أقل من 5%)، مما يعني وجود متغيرات وعوامل أخرى مفسرة للتغيرات الحاصلة في المتغير التابع.
- معنوية النموذج القياسي المقدر ككل كون $F_{tab} > F_{réel}$ ، وقيم F-prob للنموذجين المقدرين أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪، على الرغم من عدم معنوية معلمات كل من MVE وbm في كلا النموذجين كون القيمة الاحتمالية لمعلمات المتغيرين أكبر من مستوى المعنوية البالغ 5٪.

4. اختيار النموذج المناسب للنموذج ثلاثي العوامل في بورصة الجزائر

لاختيار النموذج المناسب يجب إجراء اختبار LM Lagrange واختبار Hausman.

- **اختبار LM Lagrange**

من خلال الجدول أدناه الذي يمثل نتائج اختبار LM Lagrange، يمكن قبول الفرضية الصفرية H_0، بالنظر إلى أن القيمة الإحصائية لاختبار Breusch-Pagan كانت (3.7391) وهي أصغر من القيمة الجدولية، علما أن القيمة الحرجة لهذا الاختبار (0.0532) أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، لذلك يمكن القول أن نموذج الانحدار التجميعي (PRM) هو النموذج المناسب.

الجدول رقم (4–12): نتائج اختبار LM Lagrange لنموذج ثلاثي العوامل

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	2.581133 (0.1081)	1.158004 (0.2819)	3.739137 (0.0532)
Honda	1.606591 (0.0541)	1.076106 (0.1409)	1.896953 (0.0289)
King-Wu	1.606591 (0.0541)	1.076106 (0.1409)	1.727659 (0.0420)
Standardized Honda	7.693877 (0.0000)	1.102274 (0.1352)	-7.066833 --
Standardized King-Wu	7.693877 (0.0000)	1.102274 (0.1352)	0.697294 (0.2428)
Gourierioux, et al.*	--	--	3.739137 (< 0.10)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:
1% 7.289
5% 4.321
10% 2.952

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على مخرجات Eviews 9.0.

لذلك فإن النموذج القياسي للدراسة المقبول يكون كالتالي:

$$(Ri–Rf)_{it} = 0.311608\ (Rm–Rf)_{it} + \varepsilon_{it}$$

5. تقدير نموذج خماسي العوامل في بورصة الجزائر

بما أننا نتعامل مع بيانات في شكل سلاسل زمنية مقطعية فإننا سنقوم بحساب مقدرات ثلاث نماذج لنقوم باختيار النموذج الملائم أو الأحسن.

الجدول رقم (4-13): نتائج تقدير نماذج سلاسل زمنية مقطعية (بانل) الثلاث لنموذج خماسي العوامل

المتغير التابع يمثل علاوة مخاطر السهم PRI			
الفترة مارس 2011 إلى ديسمبر 2021 T=129 N=3 عدد مشاهدات بانل=387			
المتغيرات المفسرة	The Estimated Panel Models		
	Pooled PRM	Fixed FEM	Random REM
Constant	0.071570 (0.4172)	0.097845 (0.5958)	-
PRM (Rm-Rf)	0.308917 (0.0000)	0.339470 (0.0000)	-
Log MVE	-0.008165 (0.4115)	-0.009135 (0.6511)	-
BM	0.001343 (0.3219)	-0.007360 (0.0529)	-
AG	0.261655 (0.2002)	0.165220 0.4751	
ROE	0.002392 (0.8484)	-0.009819 (0.4463)	
R^2	0.129835	0.161757	-
R^2 adjusted	0.118415	0.146274	-
F statistic	11.36959	10.44799	-
F Prob	(0.000000)	(0.000000)	-
D.W	1.453450	1.479637	-
Estimation Method	OLS	LSDV	GLS

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على بيانات الدراسة المستخدمة ومخرجات Eviews 9.0.

يلخص الجدول أعلاه نتائج تقدير النموذج المدروس باستخدام نماذج بانل الثلاثة:

- تشير قيمة اختبار Fisher وF-prob إلى أن النموذجيين الأول والثاني مهمين (لأن قيم F-prob لكل من نموذج الانحدار التجميعي، والثابت أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪)، أما نموذج الانحدار العشوائي REM لم نستطع تقديره كون عينة الدراسة (3شركات مدرجة) أقل من حجم متغيرات النموذج (خمس متغيرات مستقلة، والمتغير التابع).

- تشير قيمة Durban Watson(D-W) إلى عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وبما أن قيمة DW للنموذجين أكبر من معامل R^2، فهذا يعني أنه لا يوجد انحدار خاطئ(مزيف) بين متغيرات المستقلة للدراسة والمغير التابع في كل من نموذج الانحدار التجميعي، والثابت.
- قيمة الحد الثابت β_0 والمفترض أنه يساوي صفر في حالة ثبوت نموذج MEDAF على السهم i، وهي تقترب من الصفر، كما أن الحد الثابت غير معنوي في كل من نموذج الانحدار التجميعي، والثابت وهو ما يعزز صحة نموذج MEDAF كون علاوة مخاطرة السهم PRI مرتبطة بعلاوة مخاطر السوق PRM أي أن معامل بيتا المعبر عنه بدلالة علاوة السوق يعتبر المفسر الأول لتغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم.
- بما أن قيمة معامل التحديد R^2 ضئيلة في النموذجين 12.98و 16.17 % على التوالي في كل من النموذج التجميعي والثابت، وعليه يمكن القول أن المتغير التابع وهو علاوة مخاطر السهم لا يمكن تفسيره أو تفسير التغيرات الحاصلة فيه من خلال المتغيرات المستقلة أثر الحجم وأثر القيمة وعامل الاستثمار وكذا عامل الربحية المعبر عنهما بـ MVE، BM، AG، ROE على التوالي كونهم لم يكونوا معنويين إحصائيا، فقط علاوة مخاطر السوق PRM هو المتغير المستقل الوحيد المعنوي إحصائيا مما يعني وجود متغيرات وعوامل أخرى مفسرة للتغيرات الحاصلة في المتغير التابع.
- معنوية النموذج القياسي المقدر ككل كون $F_{réel} > F_{tab}$، وقيم F-prob للنموذجين المقدرين أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪، على الرغم من عدم معنوية معلمات كل من MVE وbm في كلا النموذجين كون القيمة الاحتمالية لمعلمات المتغيرين أكبر من مستوى المعنوية البالغ 5٪.

6. اختيار النموذج المناسب للنموذج خماسي العوامل

لاختيار النموذج المناسب يجب إجراء اختبار LM Lagrange واختبار Hausman.

- **اختبار LM Lagrange**

من خلال الجدول أدناه الذي يمثل نتائج اختبار LM Lagrange، يمكن قبول الفرضية الصفرية H_0، بالنظر إلى أن القيمة الإحصائية لاختبار Breusch-Pagan كانت (2.314799) وهي أصغر من القيمة الجدولية 4.321، علما أن القيمة الحرجة لهذا الاختبار (0.1281) أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، لذلك يمكن القول أن نموذج الانحدار التجميعي (PRM) هو النموذج المناسب.

الجدول (4–14): نتائج اختبار LM Lagrange لنموذج خماسي العوامل

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	1.229897 (0.2674)	1.084903 (0.2976)	2.314799 (0.1281)
Honda	1.109007 (0.1337)	1.041587 (0.1488)	1.520699 (0.0642)
King-Wu	1.109007 (0.1337)	1.041587 (0.1488)	1.229636 (0.1094)
Standardized Honda	7.457335 (0.0000)	1.059805 (0.1446)	-7.635213 --
Standardized King-Wu	7.457335 (0.0000)	1.059805 (0.1446)	-0.701694 --
Gourieroux, et al.*	--	--	2.314799 (>= 0.10)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:
1% 7.289
5% 4.321
10% 2.952

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على مخرجات Eviews 9.0.

لذلك فإن النموذج القياسي للدراسة المقبول يكون كالتالي:

$$(Ri–Rf)_{it} = 0.308917\ (Rm–Rf)_{it} + \varepsilon_{it}$$

المطلب الثالث: تقدير واختبار نموذج MEDAF والنماذج متعددة العوامل في بورصة قطر

من أجل شرح التغيرات في عوائد الأسهم من خلال كل من نموذج **MEDAF** وكذا النماذج المتعددة العوامل سنقوم باستخدام نهج التحليل الإحصائي في الجزء التطبيقي من الدراسة لتقدير وتحليل النموذج القياسي لكل من النماذج المالية السابقة الذكر.

أولا: إختبار التجانس Hsio

لتطبيق اختبار التجانس على نماذج الدراسة قمنا بالاستخدام المباشر لنتائج هذا الاختبار بواسطة برنامج $Eviews_{9.0}$ والجدول التالي يوضح نتائج التقدير لهذا الاختبار، والذي يعطينا القيم الثلاثة لفيشر Fisher.

الجدول رقم (4-15): نتائج اختبار التجانس لـ Hsiao في بورصة قطر

الاختبار	الدلالة الإحصائية قيمة P-value	القرار
F1	0.999306	نقبل H_0^1
F2	0.999429	نقبل H_0^2
F3	0.687408	نقبل H_0^3

المصدر :من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Eviews 9.0 أنظر الملحق رقم 01

ينقسم هذا الاختبار إلى ثلاث مراحل أساسية:

أ- المرحلة الأولى: قدرت الدلالة الإحصائية لهذا الاختبار بـ0.999306 والتي هي أكبر بكثير عن 5% وبالتالي يتم قبول فرضية التجانس الكلي H_0^1 .

ب- المرحلة الثانية: بعد قبول الفرضية H_0^1في هذه المرحلة سنقوم باختبار تجانس المعامل Biبالنسبة لكل مفردات العينة وعليه اختبار الفرضيةH_0^2، نقوم باختبار الفرضية H_0^2 والتي نرمز لها بـ F2قدرت بـ 0.500197، وبمقارنة الدلالة الإحصائية المقدرة والموضحة في الجدول السابق والتي قدرت بـ 0.999429، وبما أن القيمة اكبر من 5%يتم قبول الفرضية H_0^2 ليؤكد لنا هذا أن بنية نماذج البانل مقبولة من اجل نموذج الدراسة.

ج- المرحلة الثالثة: بعد قبول بنية نماذج البانل يبقى تحديد النموذج الملائم للتعبير عن الظاهرة المدروسة وللقيام بذلك نقوم باختبار فرضية تجانس الثوابت، أي الفرضية H_0^3، كانت قيمة فيشرF3 0.764659، وبمقارنة الدلالة الإحصائية المقدرة بـ 0.687408 والتي هي أكبر من المستوى المعنوي 5%مما يعني قبول الفرضية العدمية H_0^3 لتساوي الثوابت يعني هذا أن نموذج البانل ذو التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم للدراسة.

ثانيا: تقدير نماذج تسعير الأصول الرأسمالية الثلاث في بورصة قطر

تم تقدير نماذج تسعير الأصول الرأسمالية الثلاث في بورصة قطر باستخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية الثلاث في كل نموذج من نماذج تسعير الأصول الرأسمالية:

1. تقدير نموذج MEDAF باستخدام طريقة السلاسل الزمنية المقطعية ونماذجها الثلاث.

بما أننا نتعامل مع بيانات في شكل سلاسل زمنية مقطعية فإننا سنقوم بحساب مقدرات ثلاث نماذج لنقوم باختيار النموذج الملائم أو الأحسن.

الجدول رقم (4-16): نتائج تقدير نماذج سلاسل زمنية مقطعية (بانل) الثلاث لنموذج MEDAF

المتغير التابع يمثل علاوة مخاطر السهم Ri-Rf			
الفترة فيفري 2017 إلى ديسمبر 2021 T=59 N=13 767=عدد مشاهدات بانل			
المتغيرات المفسرة	The Estimated Panel Models		
	Pooled **PRM**	Fixed **FEM**	Random **REM**
Constant	0.006126 (0.6191)	0.006126 (0.6211)	0.004659 (0.7084)
PRM (Rm-Rf)	1.121755 (0.0000)	0.325825 (0.0000)	0.989464 (0.0005)
R^2	0.024324	0.024324	0.028151
R^2 adjusted	0.023049	0.023049	0.011373
F statistic	19.07212	19.07212	1.677834
F Prob	(0.000014)	(0.000014)	(0.060887)
HAUSMAN TEST prob	0.0660		
D.W	2.193325	2.193325	2.202107
Estimation Method	**OLS**	**LSDV**	**GLS**

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على بيانات الدراسة المستخدمة ومخرجات Eviews 9.0.

يلخص الجدول أعلاه نتائج تقدير النموذج المدروس باستخدام نماذج بانل الثلاثة:

- تشير قيمة اختبار Fisher وF-prob إلى أن جميع النماذج الثلاثة مهمة (لأن قيم F-prob لجميع النماذج الثلاث أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪).
- تشير قيمة Durban Watson(D-W) إلى عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، كون أن قيمة DW للنماذج الثلاثة أكبر من معاملات التحديد R^2، فهذا يعني أنه لا يوجد انحدار خاطئ(مزيف) بين متغيرات الدراسة أي بين Ri-Rf وPRM في جميع النماذج.

- قيمة الحد الثابت β_0 والمفترض أنه يساوي صفر في حالة ثبوت صحة نموذج MEDAF على السهم i، وهي تقترب من الصفر، كما أن الحد الثابت غير معنوي في النماذج الثلاث، وهو ما يعزز صحة نموذج MEDAF في بورصة قطر خلال الفترة المدروسة.
- بما أن قيمة معامل التحديد R^2 ضئيلة في النماذج الثلاث وهي2.43، 2.43، و2.81 % على التوالي في كل من النموذج التجميعي، الثابت، والعشوائي، وعليه يمكن القول أن المتغير التابع وهو علاوة مخاطر السهم PRI والمحسوبة بـRi-Rf لا يمكن تفسيره أو تفسير التغيرات الحاصلة فيه من خلال المتغير المستقل الممثل في علاوة مخاطر السوق PRM والمحسوبةبـ Rm-Rf فقط هذا حسب ظروف وشروط هذه الدراسة، مما يعني وجود متغيرات وعوامل أخرى مفسرة للتغيرات الحاصلة في المتغير التابع.
- معنوية النموذج القياسي المقدر ككل كون $F_{réel} > F_{tab}$، وقيم F-prob في كل من النموذج التجميعي، الثابت أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪)، معنوية β(معامل المتغير المستقل) يؤكد أن النموذج المقدر مقبول إحصائيا.

2. اختيار النموذج المناسب للنموذج MEDAF في بورصة قطر

لاختيار النموذج المناسب يجب إجراء اختبار LM Lagrange واختبار Hausman.

أ. الخطوة الأولى: اختبار LM Lagrange

من خلال الجدول أدناه الذي يمثل نتائج اختبار LM Lagrange، يمكن قبول الفرضية البديلة H1، بالنظر إلى أن القيمة الإحصائية لاختبار Breusch-Pagan كانت (4.221292) وهي أكبر من القيمة الجدولية، علما أن القيمة الحرجة لهذا الاختبار (0.0399) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، لذلك يمكن القول أن نموذج الانحدار التجميعي (PRM) ليس هو النموذج المناسب.

الجدول رقم (4-17): نتائج اختبار LM Lagrange المتعلق بنموذج MEDAF

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	4.081460 (0.0434)	0.139832 (0.7084)	4.221292 (0.0399)
Honda	-2.020262 --	0.373941 (0.3542)	-1.164125 --
King-Wu	-2.020262 --	0.373941 (0.3542)	-1.684136 --
Standardized Honda	-1.889567 --	0.480249 (0.3155)	-7.078240 --
Standardized King-Wu	-1.889567 --	0.480249 (0.3155)	-6.479336 --
Gourieroux, et al.*	--	--	0.139832 (>= 0.10)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:
1% 7.289
5% 4.321
10% 2.952

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على مخرجات Eviews 9.0.

ب. الخطوة الثانية: اختبار Hausman

وفقا لاختبار Haussmann في الجدول أدناه، فإن القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار هي (0.05< CHI2Prob = 0.0660)، فإن القيمة الإحصائية لـ CHI2 أكبر من قيمتها الجدولية.

وبالتالي فإننا نرفض الفرضية البديلة (H_1)، مما يعني أن نموذج التأثيرات العشوائية هو المناسب **REM**.

الجدول رقم (4–18): يمثل نتائج اختبار Haussmann المتعلق بنموذج MEDAF

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	7.191739	3	0.0660

** WARNING: estimated cross-section random effects variance is zero.

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
PRM	0.891838	1.062240	0.012609	0.1291
LOG_MVE	-0.130433	-0.010602	0.028592	0.4785
BM	-0.199050	-0.075181	0.005547	0.0963

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/08/22 Time: 16:47
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 13
Total panel (balanced) observations: 767

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.551651	1.843859	0.841524	0.4003
PRM	0.891838	0.282893	3.152558	0.0017
LOG_MVE	-0.130433	0.169685	-0.768680	0.4423
BM	-0.199050	0.081039	-2.456219	0.0143

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.043228	Mean dependent var	-0.006307
Adjusted R-squared	0.024118	S.D. dependent var	0.335731
S.E. of regression	0.331657	Akaike info criterion	0.651211
Sum squared resid	82.60745	Schwarz criterion	0.748056
Log likelihood	-233.7395	Hannan-Quinn criter.	0.688488
F-statistic	2.262050	Durbin-Watson stat	2.059762
Prob(F-statistic)	0.004036		

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على مخرجات Eviews 9.0.

لذلك فإن النموذج القياسي للدراسة المقبول لنموذجMEDAF يكون كالتالي:

$$(Ri–Rf)_{it} = 0.989464\ (Rm–Rf)_{it} + \varepsilon_{it}$$

3. تقدير نموذج ثلاثي العوامل في بورصة قطر

بما أننا نتعامل مع بيانات في شكل سلاسل زمنية مقطعية فإننا سنقوم بحساب مقدرات ثلاث نماذج لنقوم باختيار النموذج الملائم أو الأحسن.

الجدول رقم (4-19): نتائج تقدير نموذج ثلاثي العوامل

المتغير التابع يمثل علاوة مخاطر السهم PRI			
الفترة فيفري 2017 إلى ديسمبر 2021 T=59 N=13 767=عدد مشاهدات بانل			
The Estimated Panel Models			المتغيرات المفسرة
Random REM	Fixed FEM	Pooled PRM	
0.183980 (0.2716)	1.551651 (0.4003)	0.183980 (0.2706)	**Constant**
1.062240 (0.0000)	0.891838 (0.0017)	1.062240 (0.0000)	**PRM (Rm-Rf)**
-0.010602 (0.4547)	-0.130433 (0.4423)	-0.010602 (0.4538)	**Log MVE**
-0.075181 (0.0188)	-0.199050 (0.0143)	-0.075181 (0.0186)	**BM**
0.031988	0.043228	0.031988	**R^2**
0.028182	0.024118	0.028182	**R^2 adjusted**
8.404578	2.262050	8.404578	**F statistic**
0.000017	(0.004036)	(0.000017)	**F Prob**
2.129814	2.059762	2.129814	**D.W**
GLS	**LSDV**	**OLS**	**Estimation Method**

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على بيانات الدراسة المستخدمة ومخرجات Eviews 9.0.

يلخص الجدول أعلاه نتائج تقدير النموذج المدروس باستخدام نماذج بانل الثلاثة:

- تشير قيمة اختبار Fisher وF-prob إلى أن كل من نموذج التأثيرات الثابتةFEM والمجمعة PRM مهمين (لأن قيم F-prob لهما أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪)، فقط نموذج التأثيرات العشوائية REMغير معنوي كون F-prob له 0.060887 أكبر من 5٪.
- تشير قيمة Durban Watson(D-W) إلى عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، كون أن قيمة DW للنماذج الثلاثة أكبر من معاملات التحديد R^2، فهذا يعني أنه لا يوجد انحدار خاطئ(مزيف) بين متغيرات الدراسة أي بين Ri-Rf و PRM في جميع النماذج.
- قيمة الحد الثابت β_0 والمفترض أنه يساوي صفر في حالة ثبوت نموذج MEDAF على السهم i، وهي تقترب من الصفر، كما أن الحد الثابت غير معنوي في كل من نموذج الانحدار التجميعي،

والثابت وهو ما يعزز صحة نموذج MEDAF كون علاوة مخاطرة السهم PRI مرتبطة بعلاوة مخاطر السوق PRM أي أن معامل بيتا المعبر عنه بدلالة علاوة السوق يعتبر المتغير المفسر الأول لتغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم في بورصة قطر خلال الفترة المدروسة، وهذا ما تأكده معنوية المتغير المستقل PRM في النماذج الثلاث المقدرة.

- بما أن قيمة معامل التحديد R^2 ضئيلة في النماذج الثلاث وهي3.19، 4.32، 3.19 % على التوالي في كل من النموذج التجميعي، الثابت، والعشوائي، وعليه يمكن القول أن المتغير التابع وهو علاوة مخاطر السهم PRI والمحسوبة بـRi-Rf لا يمكن تفسيره أو تفسير التغيرات الحاصلة فيه من خلال المتغير المستقل الممثل في علاوة مخاطر السوق PRM والمحسوبةبـ Rm-Rf فقط هذا حسب ظروف وشروط هذه الدراسة، مما يعني وجود متغيرات وعوامل أخرى مفسرة للتغيرات الحاصلة في المتغير التابع.
- معنوية كل من المتغيرين PRM وBM، كون أن قيم F-prob لكل منهما أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪ في جميع النماذج، لكن BM له تأثير معنوي عكسي على المتغير التابع، عكس PRM الذي له تأثير معنوي طردي على المتغير التابع.
- معنوية النموذج القياسي المقدر ككل كون $F_{réel} < F_{tab}$، وقيم F-prob للنماذج الثلاث المقدرة أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪ مما يؤكد أن النموذج المقدر مقبول إحصائيا، على الرغم من عدم معنوية معلمات MVE في كل النماذج كون القيمة الاحتمالية لمعلمات المتغير أكبر من مستوى المعنوية البالغ 5٪.

4. اختيار النموذج المناسب للنموذج ثلاثي العوامل في بورصة قطر

لاختيار النموذج المناسب يجب إجراء اختبار LM Lagrange واختبار Hausman.

أ. الخطوة الأولى: اختبار LM Lagrange

من خلال الجدول أدناه الذي يمثل نتائج اختبار LM Lagrange، يمكن قبول الفرضية الصفرية H_0، بالنظر إلى أن القيمة الإحصائية لاختبار Breusch-Pagan كانت (2.576773) وهي أصغر من القيمة الجدولية كون أن القيمة الحرجة لهذا الاختبار 0.1084 أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، لذلك يمكن القول أن نموذج الانحدار التجميعي (PRM) هو النموذج المناسب، ولا داعي لاستكمال اختبار Hausman كون نموذج الانحدار التجميعي (PRM) هو النموذج المناسب.

الجدول (4–20): نتائج اختبار LM Lagrange لنموذج ثلاثي العوامل

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	2.372351 (0.1235)	0.204422 (0.6512)	2.576773 (0.1084)
Honda	-1.540244 --	0.452130 (0.3256)	-0.769412 --
King-Wu	-1.540244 --	0.452130 (0.3256)	-1.214821 --
Standardized Honda	-1.157937 --	0.556105 (0.2891)	-6.663543 --
Standardized King-Wu	-1.157937 --	0.556105 (0.2891)	-6.059928 --
Gourierioux, et al.*	--	--	0.204422 (>= 0.10)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:
1% 7.289
5% 4.321
10% 2.952

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على مخرجات Eviews 9.0.

لذلك فإن النموذج القياسي للدراسة المقبول يكون النموذج التجميعي كالتالي:

$$(Ri - Rf)_{it} = 1.062240\ (Rm - Rf)_{it} - 0.075181\ (BM)_{it} + \varepsilon_{it}$$

5. تقدير نموذج خماسي العوامل في بورصة قطر .

بما أننا نتعامل مع بيانات في شكل سلاسل زمنية مقطعية فإننا سنقوم بحساب مقدرات ثلاث نماذج لنقوم باختيار النموذج الملائم أو الأحسن.

الجدول (4-21): نتائج تقدير نماذج سلاسل زمنية مقطعية (بانل) الثلاث لنموذج خماسي العوامل

المتغير التابع يمثل علاوة مخاطر السهم PRI			
الفترة فيفري 2017 إلى ديسمبر 2021 T=59 N=13 767=عدد مشاهدات بانل			
المتغيرات المفسرة	The Estimated Panel Models		
	Pooled PRM	Fixed FEM	Random REM
Constant	0.311590 (0.1060)	2.163212 (0.2588)	0.311590 (0.1067)
PRM (Rm-Rf)	1.070685 (0.0000)	0.896396 (0.0016)	1.070685 (0.0000)
BM	-0.076536 (0.0189)	-0.217008 (0. 0094)	-0.076536 (0.0191)
Log MVE	-0.023160 (0.1727)	-0.187723 (0.2874)	-0.023160 (0.1735)
AG	0.713765 (0.5774)	1.131203 (0.4067)	0.713765 (0.5781)
ROE	1.383290 (0.3223)	1.452279 (0.4272)	1.383290 (0.3232)
R^2	0.034329	0.046016	0.034329
R^2 adjusted	0.027985	0.024364	0.027985
F statistic	5.410669	2.125227	5.410669
F Prob	(0.000067)	(0.000000)	(0.000067)
D.W	2.137536	2.064240	2.137536
Estimation Method	OLS	LSDV	GLS

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على بيانات الدراسة المستخدمة ومخرجات Eviews 9.0.

يلخص الجدول أعلاه نتائج تقدير النموذج المدروس باستخدام نماذج بانل الثلاثة.

- تشير قيمة اختبار Fisher وF-prob إلى أن كل من نموذج التأثيرات الثابتةFEM والمجمعةPRM ونموذج التأثيرات العشوائية REM مهمة (لأن قيم F-prob لهما أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪).

- تشير قيمة Durban Watson(D-W) إلى عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، كون أن قيمة DW للنماذج الثلاثة أكبر من معاملات التحديد R^2، فهذا يعني أنه لا يوجد انحدار خاطئ(مزيف) بين متغيرات الدراسة أي بين Ri-Rf و PRM في جميع النماذج.
- قيمة الحد الثابت β_0 والمفترض أنه يساوي صفر في حالة ثبوت نموذج MEDAF على السهم i، وهي تقترب من الصفر، كما أن الحد الثابت غير معنوي في كل من نموذج الانحدار التجميعي، والثابت وهو ما يعزز صحة نموذج MEDAF كون علاوة مخاطرة السهم PRI مرتبطة بعلاوة مخاطر السوق PRM أي أن معامل بيتا المعبر عنه بدلالة علاوة السوق يعتبر المتغير المفسر الأول لتغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم في بورصة قطر خلال الفترة المدروسة، وهذا ما تأكده معنوية المتغير المستقل PRM في النماذج الثلاث المقدرة.
- بما أن قيمة معامل التحديد R^2 ضئيلة في النماذج الثلاث وهي3.43، 4.6، 3.43 % على التوالي في كل من النموذج التجميعي، الثابت، والعشوائي، وعليه يمكن القول أن المتغير التابع وهو علاوة مخاطر السهم PRI والمحسوبة بـRi-Rf لا يمكن تفسيره أو تفسير التغيرات الحاصلة فيه من خلال المتغير المستقل الممثل في علاوة مخاطر السوق PRM والمحسوبةبـ Rm-Rf فقط هذا حسب ظروف وشروط هذه الدراسة، مما يعني وجود متغيرات وعوامل أخرى مفسرة للتغيرات الحاصلة في المتغير التابع.
- معنوية كل من المتغيرين PRM وBM، كون أن قيم F-prob لكل منهما أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪ في جميع النماذج، لكن BM له تأثير معنوي عكسي على المتغير التابع، عكس PRM الذي له تأثير معنوي طردي على المتغير التابع، غي حين عدم معنوية باقي متغيرات النموذج الخماسي والمتمثلة في logMVE، AG، ROE كون أن قيم F-prob لكل منهما أكبر من مستوى المعنوية البالغ 5٪ في جميع النماذج الثلاث المقدرة.
- معنوية النموذج القياسي المقدر ككل كون $F_{réel} > F_{tab}$، وقيم F-prob للنماذج الثلاث المقدرة أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪ مما يؤكد أن النموذج المقدر مقبول إحصائيا، على الرغم من عدم معنوية معلمات كل من MVE، AG، وROEفي كل النماذج كون القيمة الاحتمالية لمعلمات المتغير أكبر من مستوى المعنوية البالغ 5٪.

6. اختيار النموذج المناسب للنموذج خماسي العوامل في بورصة قطر

لاختيار النموذج المناسب يجب إجراء اختبار LM Lagrange واختبار Hausman (إذا كان النموذج التجميعي ليس هو النموذج الملائم).

أ. الخطوة الأولى: اختبار LM Lagrange

من خلال الجدول أدناه الذي يمثل نتائج اختبار LM Lagrange، يمكن قبول الفرضية الصفرية H_0، بالنظر إلى أن القيمة الإحصائية لاختبار Breusch-Pagan كانت (2.671921) وهي أصغر من القيمة الجدولية كون أن القيمة الحرجة لهذا الاختبار 0.1021 أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، لذلك يمكن القول أن نموذج الانحدار التجميعي (PRM) هو النموذج المناسب، ولا داعي لاستكمال اختبار Hausman.

الجدول (4-22): نتائج اختبار LM Lagrange لنموذج خماسي العوامل في بورصة قطر

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	2.459930 (0.1168)	0.211991 (0.6452)	2.671921 (0.1021)
Honda	-1.568416 --	0.460425 (0.3226)	-0.783468 --
King-Wu	-1.568416 --	0.460425 (0.3226)	-1.237031 --
Standardized Honda	-1.135244 --	0.561446 (0.2872)	-6.713724 --
Standardized King-Wu	-1.135244 --	0.561446 (0.2872)	-6.169340 --
Gourieroux, et al.*	--	--	0.211991 (>= 0.10)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:
1% 7.289
5% 4.321
10% 2.952

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على مخرجات Eviews 9.0.

لذلك فإن النموذج القياسي للدراسة المقبول لنموذجMEDAF يكون كالتالي:

$$(Ri - Rf)_{it} = 1.070685\ (Rm - Rf)_{it} - 0.076536\ (BM)_{it} + \varepsilon_{it}$$

المطلب الرابع: تقدير واختبار نموذج MEDAF والنماذج متعددة العوامل في بورصة عمان

سنقوم بنفس الإجراءات والخطوات في تقدير كل من نموذج **MEDAF** والنماذج المتعددة العوامل الأخرى في بورصة عمان.

أولا: إختبار التجانس Hsio

لتطبيق اختبار التجانس على نماذج الدراسة قمنا بالاستخدام المباشر لنتائج هذا الاختبار بواسطة برنامج $Eviews_{9.0}$ والجدول التالي يوضح نتائج التقدير لهذا الاختبار، والذي يعطينا القيم الثلاثة لفيشر Fisher.

الجدول رقم (4-23): نتائج اختبار التجانس لـ Hsiao في بورصة عمان

الاختبار	الدلالة الإحصائية قيمة P-value	القرار
F1	1.000000	نقبل H_0^1
F2	1.000000	نقبل H_0^2
F3	1.000000	نقبل H_0^3

المصدر :من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Eviews 9.0 أنظر الملحق رقم 01

ينقسم هذا الاختبار إلى ثلاث مراحل أساسية:

أ- المرحلة الأولى: بما أن الدلالة الإحصائية لهذا الاختبار هي .1.000000والتي هي أكبر عن 5% وبالتالي يتم قبول فرضية التجانس الكلي H_0^1 .

ب- المرحلة الثانية: بعد قبول الفرضية H_0^1في هذه المرحلة سنقوم باختبار تجانس المعامل Biبالنسبة لكل مفردات العينة وعليه اختبار الفرضيةH_0^2 ، حيث قدرت الدلالة الإحصائية بـ1.000000، وبما أن القيمة اكبر من 5%يتم قبول الفرضية H_0^2 ليؤكد لنا هذا أن بنية نماذج البانل مقبولة من اجل نموذج الدراسة.

ج- المرحلة الثالثة:بعد قبول بنية نماذج البانل يبقى تحديد النموذج الملائم للتعبير عن الظاهرة المدروسة وللقيام بذلك نقوم باختبار فرضية تجانس الثوابت، أي الفرضيةH_0^3، ومع مقارنة الدلالة الإحصائية المقدرة بـ1.000000 والتي هي أكبر من المستوى المعنوي 5% مما يعني قبول الفرضية العدمية H_0^3 لتساوي الثوابت يعني هذا أن نموذج البانل ذو التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم للدراسة.

ثانيا: تقدير نماذج تسعير الأصول الرأسمالية الثلاث في بورصة عمان

سنقوم بنفس الإجراءات والخطوات في تقدير كل من نموذج MEDAF والنماذج المتعددة العوامل الأخرى في بورصة عمان.

1. تقدير نموذج MEDAF باستخدام طريقة السلاسل الزمنية المقطعية ونماذجها الثلاث.

بما أننا نتعامل مع بيانات في شكل سلاسل زمنية مقطعية فإننا سنقوم بحساب مقدرات ثلاث نماذج لنقوم باختيار النموذج الملائم أو الأحسن.

الجدول (4-24): نتائج تقدير نماذج سلاسل زمنية مقطعية (بانل) الثلاث لنموذج MEDAF

المتغير التابع يمثل علاوة مخاطر السهم Ri-Rf			
الفترة فيفري 2017 إلى ديسمبر 2021 T=59 N=14 826=عدد مشاهدات بانل			
المتغيرات المفسرة	The Estimated Panel Models		
	Pooled PRM	Fixed FEM	Random REM
Constant	0.000948 (0.5157)	0.000948 (0.5191)	0.000948 (0.5191)
PRM (Rm-Rf)	0.999991 (0.0000)	0.999999 (0.0000)	0.999991 (0.0000)
R^2	0.469245	0.469245	0.469245
R^2 adjusted	0.468601	0.460083	0.468601
F statistic	728.5052	51.21513	728.5052
F Prob	(0.000000)	(0. 000000)	(0.000000)
HAUSMAN TEST prob	1.00000		
D.W	2.128318	2.193325	2.128318
Estimation Method	OLS	LSDV	GLS

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على بيانات الدراسة المستخدمة ومخرجات Eviews 9.0.

يلخص الجدول أعلاه نتائج تقدير النموذج المدروس باستخدام نماذج بانل الثلاثة:

- تشير قيمة اختبار Fisher وF-prob إلى أن جميع النماذج الثلاثة مهمة (لأن قيم F-prob لجميع النماذج الثلاث أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪).
- تشير قيمة Durban Watson(D-W) إلى عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، كون أن قيمة DW للنماذج الثلاثة أكبر من معاملات التحديد R^2، فهذا يعني أنه لا يوجد انحدار خاطئ(مزيف) بين متغيرات الدراسة أي بين Ri-Rf و PRM في جميع النماذج.

- قيمة الحد الثابت β_0 والمفترض أنه يساوي صفر في حالة ثبوت صحة نموذج MEDAF على السهم i، وهي تقترب من الصفر، كما أن الحد الثابت غير معنوي في النماذج الثلاث، وهو ما يعزز صحة نموذج MEDAF في بورصة عمان خلال الفترة المدروسة.
- قيمة معامل التحديد R^2 متوسطة في النماذج الثلاث وهي46.92 % في كل من النموذج التجميعي، الثابت، والعشوائي، وعليه يمكن القول أن المتغير التابع وهو علاوة مخاطر السهم PRI والمحسوبة بـ-Ri Rf لا يمكنه لوحده تفسير كل التغيرات الحاصلة في المتغير التابع.
- معنوية النموذج القياسي المقدر ككل كون $F_{réel} > F_{tab}$، وقيم F-prob في كل من النموذج التجميعي، الثابت أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪، معنوية β(معامل المتغير المستقل) يؤكد أن النموذج المقدر مقبول إحصائيا.

2. اختيار النموذج المناسب لنموذج MEDAF في بورصة عمان

لاختيار النموذج المناسب يجب إجراء اختبار LM Lagrange واختبار Hausman.

أ. الخطوة الأولى: اختبار LM Lagrange

من خلال الجدول أدناه الذي يمثل نتائج اختبار LM Lagrange، يمكن قبول الفرضية البديلة H1، بالنظر إلى أن القيمة الإحصائية لاختبار Breusch-Pagan كانت (5369.121) وهي أكبر من القيمة الجدولية كون أن القيمة الحرجة لهذا الاختبار (0.0000) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، لذلك يمكن القول أن نموذج الانحدار التجميعي (PRM) ليس هو النموذج المناسب.

الجدول (4-25): نتائج اختبار LM Lagrange المتعلق بنموذج MEDAF

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	7.120690 (0.0076)	5369.000 (0.0000)	5376.121 (0.0000)
Honda	-2.668462 --	73.27346 (0.0000)	49.92527 (0.0000)
King-Wu	-2.668462 --	73.27346 (0.0000)	28.94190 (0.0000)
Standardized Honda	-2.572979 --	74.54788 (0.0000)	46.23222 (0.0000)
Standardized King-Wu	-2.572979 --	74.54788 (0.0000)	25.48630 (0.0000)
Gourierioux, et al.*	--	--	5369.000 (< 0.01)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:
1% 7.289
5% 4.321
10% 2.952

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على مخرجات Eviews 9.0.

ب. الخطوة الثانية: اختبار Hausman

وفقا لاختبار Haussmann في الجدول أدناه، فإن القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار هي (CHI2 Prob = 1.0000 >0.05)، فإن القيمة الإحصائية لـ CHI2 أكبر من قيمتها الجدولية.

وبالتالي فإننا نرفض الفرضية الصفرية (H_1)، مما يعني أن نموذج التأثيرات العشوائية هو المناسب **REM**.

الجدول (4–26): نتائج اختبار Haussmann المتعلق بنموذج MEDAF

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.000000	1	1.0000

** WARNING: estimated cross-section random effects variance is zero.

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
PRM	0.999991	0.999991	0.000000	1.0000

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/03/22 Time: 19:25
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 14
Total panel (balanced) observations: 826

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000948	0.001470	0.645083	0.5191
PRM	0.999991	0.037345	26.77708	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.469245	Mean dependent var	-0.017066
Adjusted R-squared	0.460083	S.D. dependent var	0.051114
S.E. of regression	0.037558	Akaike info criterion	-3.707853
Sum squared resid	1.144016	Schwarz criterion	-3.622201
Log likelihood	1546.343	Hannan-Quinn criter.	-3.674999
F-statistic	51.21513	Durbin-Watson stat	2.128318
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على مخرجات Eviews 9.0.

لذلك فإن النموذج القياسي للدراسة المقبول لنموذجMEDAF في بورصة عمان يكون كالتالي:

$$(Ri–Rf)_{it} = 0.999991\ (Rm–Rf)_{it} + \varepsilon_{it}$$

3. تقدير نموذج ثلاثي العوامل باستخدام طريقة السلاسل الزمنية المقطعية في بورصة عمان

بما أننا نتعامل مع بيانات في شكل سلاسل زمنية مقطعية فإننا سنقوم بحساب مقدرات ثلاث نماذج لنقوم باختيار النموذج الملائم أو الأحسن.

الجدول (4-27): نتائج تقدير النموذج ثلاثي العوامل في بورصة عمان

المتغير التابع يمثل علاوة مخاطر السهم PRI			
الفترة فيفري 2017 إلى ديسمبر 2021 T=59 N=14 826=عدد مشاهدات بانل			
المتغيرات المفسرة	The Estimated Panel Models		
	Pooled PRM	Fixed FEM	Random REM
Constant	0.306479 (0.5352)	0.306479 (0.5385)	0.306479 (0.5385)
PRM (Rm-Rf)	0.977748 (0.0000)	0.977748 (0.0000)	0.977748 (0.0000)
Log MVE	-0.019262 (0.5783)	-0.019262 (0.5813)	-0.019262 (0.5813)
BM	-0.076322 (0.0344)	-0.076322 (0.0358)	-0.076322 (0.0358)
R^2	0.476657	0. 0.476657	0.476657
R^2 adjusted	0.474747	0.466307	0.474747
F statistic	249.5575	46.05201	249.5575
F Prob	(0.000000)	(0.000000)	(0.000000)
D.W	2.087780	2.087780	2.087780
Estimation Method	OLS	LSDV	GLS

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على بيانات الدراسة المستخدمة ومخرجات Eviews 9.0.

يلخص الجدول أعلاه نتائج تقدير النموذج المدروس باستخدام نماذج بانل الثلاثة:

- تشير قيمة اختبار Fisher وF-prob إلى أن جميع النماذج الثلاثة مهمة (لأن قيم F-prob لجميع النماذج الثلاث أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪).
- تشير قيمة Durban Watson(D-W) إلى عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، كون أن قيمة DW للنماذج الثلاثة أكبر من معاملات التحديد R^2، فهذا يعني أنه لا يوجد انحدار خاطئ(مزيف) بين متغيرات الدراسة أي بين Ri-Rf وPRM في جميع النماذج.
- قيمة الحد الثابت β_0 والمفترض أنه يساوي صفر في حالة ثبوت نموذج MEDAF على السهم i، وهي تقترب من الصفر، كما أن الحد الثابت غير معنوي في كل من نموذج الانحدار التجميعي، والثابت وهو ما يعزز صحة نموذج MEDAF كون علاوة مخاطرة السهم PRI مرتبطة بعلاوة

مخاطر السوق PRM أي أن معامل بيتا المعبر عنه بدلالة علاوة السوق يعتبر المتغير المفسر الأول لتغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم في بورصة قطر خلال الفترة المدروسة، وهذا ما تأكده معنوية المتغير المستقل PRM في النماذج الثلاث المقدرة.

- قيمة معامل التحديد R^2 متوسطة في النماذج الثلاث وهي47.66 % في كل من النموذج التجميعي، الثابت، والعشوائي، وعليه يمكن القول أن المتغير التابع وهو علاوة مخاطر السهم PRIوالمحسوبة بRi-Rf لا يمكنه لوحده تفسير كل التغيرات الحاصلة في المتغير التابع، كما يمكن ملاحظة أن معامل التحدبد تحسن بزيادة عوامل النموذج الثلاثي مقارنة مع معامل التحديد في نموذج MEDAF حيث كان 46.92%.
- معنوية كل من المتغيرين PRM وBM، كون أن قيم F-prob لكل منهما أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪ في جميع النماذج، لكن BM له تأثير معنوي عكسي على المتغير التابع، عكس PRM الذي له تأثير معنوي طردي على المتغير التابع.
- معنوية النموذج القياسي المقدر ككل كون $F_{réel} < F_{tab}$، وقيم F-prob للنماذج الثلاث المقدرة أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪ مما يؤكد أن النموذج المقدر مقبول إحصائيا، على الرغم من عدم معنوية معلمات MVE في كل النماذج كون القيمة الاحتمالية لمعلمات المتغير أكبر من مستوى المعنوية البالغ 5٪.

4. اختيار النموذج المناسب للنموذج ثلاثي العوامل

لاختيار النموذج المناسب يجب إجراء اختبار LM Lagrange واختبار Hausman.

أ. الخطوة الأولى: اختبار LM Lagrange

من خلال الجدول أدناه الذي يمثل نتائج اختبار LM Lagrange، يمكن قبول الفرضية الصفرية H_0، بالنظر إلى أن القيمة الحرجة لاختبار Breusch-Pagan كانت (0.0000) وهي أصغر من مستوى المعنوية (0.05)، لذلك يمكن القول أن إما نموذج الانحدار الثابت FEM أو نموذج الانحدار العشوائي REM هو النموذج المناسب.

الجدول (4–28): نتائج اختبار LM Lagrange لنموذج ثلاثي العوامل

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	7.120690 (0.0076)	5369.000 (0.0000)	5376.121 (0.0000)
Honda	-2.668462 --	73.27346 (0.0000)	49.92527 (0.0000)
King-Wu	-2.668462 --	73.27346 (0.0000)	28.94190 (0.0000)
Standardized Honda	-2.573037 --	75.79926 (0.0000)	46.62528 (0.0000)
Standardized King-Wu	-2.573037 --	75.79926 (0.0000)	25.56893 (0.0000)
Gourierioux, et al.*	--	--	5369.000 (< 0.01)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:
1% 7.289
5% 4.321
10% 2.952

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على مخرجات Eviews 9.0.

ب. الخطوة الثانية: اختبار Hausman

وفقا لاختبار Haussmann في الجدول أدناه، فإن القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار هي (CHI2 Prob 1.00000= >0.05)، فإن القيمة الإحصائية لـ CHI2 أكبر من قيمتها الجدولية.

وبالتالي فإننا نقبل الفرضية الصفرية (H0)، مما يعني أن نموذج التأثيرات العشوائية هو المناسب **REM**.

الجدول (4–29): نتائج اختبار Haussmann المتعلق بنموذج ثلاثي العوامل

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.000000	3	1.0000

* Cross-section test variance is invalid. Hausman statistic set to zero.
** WARNING: estimated cross-section random effects variance is zero.

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
PRM	0.977748	0.977748	0.000000	1.0000
LOG_MVE	-0.019262	-0.019262	0.000000	1.0000
BM	-0.076322	-0.076322	-0.000000	NA

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/03/22 Time: 19:29
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 14
Total panel (balanced) observations: 826

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.306479	0.498012	0.615404	0.5385
PRM	0.977748	0.037758	25.89519	0.0000
LOG_MVE	-0.019262	0.034912	-0.551745	0.5813
BM	-0.076322	0.036305	-2.102233	0.0358

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.476657	Mean dependent var	-0.017066
Adjusted R-squared	0.466307	S.D. dependent var	0.051114
S.E. of regression	0.037341	Akaike info criterion	-3.717075
Sum squared resid	1.128039	Schwarz criterion	-3.620002
Log likelihood	1552.152	Hannan-Quinn criter.	-3.679840
F-statistic	46.05201	Durbin-Watson stat	2.087780
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على مخرجات Eviews 9.0.

لذلك فإن النموذج القياسي للدراسة المقبول للنموذج ثلاثي العوامل يكون كالتالي:

$$(Ri - Rf)_{it} = 0.977748\ (Rm - Rf)_{it} - 0.076322\ (BM)_{it} + \varepsilon_{it}$$

5. تقدير نموذج خماسي العوامل باستخدام طريقة السلاسل الزمنية المقطعية في بورصة عمان

بما أننا نتعامل مع بيانات في شكل سلاسل زمنية مقطعية فإننا سنقوم بحساب مقدرات ثلاث نماذج لنقوم باختيار النموذج الملائم أو الأحسن.

الجدول (4-30): نتائج تقدير نماذج سلاسل زمنية مقطعية (بانل) الثلاث لنموذج ثلاثي العوامل

المتغير التابع يمثل علاوة مخاطر السهم PRI			
الفترة فيفري 2017 إلى ديسمبر 2021 T=59 N=14 826=عدد مشاهدات بانل			
المتغيرات المفسرة	The Estimated Panel Models		
	Pooled PRM	Fixed FEM	Random REM
Constant	-1.622847 (0.0299)	-1.622847 (0.0312)	-1.622847 (0.0299)
PRM (Rm-Rf)	0.933362 (0.0000)	0.933362 (0.0000)	0.933362 (0.0000)
BM	0.046669 (0.2931)	0.046669 (0.2970)	0.046669 (0.2931)
Log MVE	0.107714 (0. 0374)	0.107714 (0.0390)	0.107714 (0. 0374)
AG	-3.686747 (0. 0000)	-3.686747 (0. 0000)	-3.686747 (0. 0000)
ROE	16.82852 (0.0000)	16.82852 (0.0000)	16.82852 (0.0000)
R^2	0.523434	0.523434	0.523434
R^2 adjusted	0.520528	0.512805	0.520528
F statistic	180.1288	49.24253	180.1288
F Prob	(0.000000)	(0.000000)	(0.000067)
D.W	2.359194	2.359194	2.359194
Estimation Method	OLS	LSDV	GLS

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على بيانات الدراسة المستخدمة ومخرجات Eviews 9.0.

يلخص الجدول أعلاه نتائج تقدير النموذج المدروس باستخدام نماذج بانل الثلاثة:

- تشير قيمة اختبار Fisher وF-prob إلى أن جميع النماذج الثلاثة مهمة (لأن قيم F-prob لجميع النماذج الثلاث أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪).
- تشير قيمة Durban Watson(D-W) إلى عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، كون أن قيمة DW للنماذج الثلاثة أكبر من معاملات التحديد R^2، فهذا يعني أنه لا يوجد انحدار خاطئ(مزيف) بين متغيرات الدراسة أي بين Ri-Rf و PRM في جميع النماذج.

- قيمة الحد الثابت β_0 والمفترض أنه يساوي صفر في حالة ثبوت نموذج صحة MEDAF على السهم i، وهي تقترب من الصفر، كما أن الحد الثابت معنوي في كل من نموذج الانحدار التجميعي، والثابت وهو ما يضعف صحة نموذج MEDAF كون علاوة مخاطرة السهم PRI مرتبطة بعلاوة مخاطر السوق PRM أي أن معامل بيتا المعبر عنه بدلالة علاوة السوق يعتبر المتغير المفسر الأول لتغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة المدروسة، وهذا ما تأكده معنوية المتغير المستقل PRM في النماذج الثلاث المقدرة.
- قيمة معامل التحديد R^2 متوسطة في النماذج الثلاث وهي52.34 % في كل من النموذج التجميعي، الثابت، والعشوائي، وعليه يمكن القول أن المتغير التابع وهو علاوة مخاطر السهم PRIوالمحسوبة بـRi-Rf يمكن تفسير التغيرات الحاصلة فيه بنسبة 52.34 % بواسطة نموذج خماسي العوامل، كما يمكن ملاحظة أن معامل التحديد تحسن بزيادة عوامل النموذج الخماسي مقارنة مع معامل التحديد في نموذج MEDAF حيث كان 46.92%، و47.66 % بالنسبة لمعامل تحديد النموذج ثلاثي العوامل، وهذا يؤكد أن النماذج المتعددة العوامل أو النماذج السلوكية تملك قدرة تفسيرية أكبر من نموذج MEDAF في تفسير التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم.
- عدم معنوية BM، كون أن القيمة الاحتمالية لمعلمته أكبر من مستوى المعنوية البالغ 5٪في جميع النماذج، في حين أن باقي عوامل النموذج الخماسي كلها معنوية لكن AG له تأثير معنوي عكسي على المتغير التابع.
- معنوية النموذج القياسي المقدر ككل كون $F_{tab} > F_{réel}$، وقيم F-prob للنماذج الثلاث المقدرة أقل من مستوى المعنوية البالغ 5٪ مما يؤكد أن النموذج المقدر مقبول إحصائيا، على الرغم من عدم معنوية معلمة BM في كل النماذج.

6. اختيار النموذج المناسب للنموذج خماسي العوامل

لاختيار النموذج المناسب يجب إجراء اختبار LM Lagrange واختبار Hausman.

أ. الخطوة الأولى: اختبار LM Lagrange

من خلال الجدول أعلاه الذي يمثل نتائج اختبار LM Lagrange، يمكن قبول الفرضية البديلة H_1، بالنظر إلى أن القيمة الإحصائية لاختبار Breusch-Pagan كانت (5376.121) وهي أكبر من القيمة الجدولية كون أن القيمة الحرجة لهذا الاختبار 0.000 أصغر من مستوى المعنوية (0.05)، لذلك يمكن القول أن نموذج الانحدار الثابت FEM أو نموذج الانحدار العشوائي REM أحدها هو النموذج المناسب.

الجدول رقم (4–31): نتائج اختبار LM Lagrange لنموذج خماسي العوامل

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	7.120690 (0.0076)	5369.000 (0.0000)	5376.121 (0.0000)
Honda	-2.668462 --	73.27346 (0.0000)	49.92527 (0.0000)
King-Wu	-2.668462 --	73.27346 (0.0000)	28.94190 (0.0000)
Standardized Honda	-2.573095 --	77.12242 (0.0000)	47.02993 (0.0000)
Standardized King-Wu	-2.573095 --	77.12242 (0.0000)	25.65257 (0.0000)
Gourierioux, et al.*	--	--	5369.000 (< 0.01)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:
1% 7.289
5% 4.321
10% 2.952

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على مخرجات Eviews 9.0.

ب. الخطوة الثانية: اختبار Hausman

وفقا لاختبار Haussmann في الجدول أعلاه، فإن القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار هي (0.05< CHI2Prob = 1.0000)، فإن القيمة الإحصائية لـ CHI2 أكبر من قيمتها الجدولية.

وبالتالي فإننا نرفض الفرضية الصفرية (H_0)، مما يعني أن نموذج التأثيرات العشوائية هو المناسب **REM**.

الجدول (4–32): نتائج اختبار Haussmann المتعلق بنموذج خماسي العوامل

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.000000	5	1.0000

* Cross-section test variance is invalid. Hausman statistic set to zero.
** WARNING: estimated cross-section random effects variance is zero.

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
PRM	0.933362	0.933362	0.000000	0.0000
BM	0.046669	0.046669	0.000000	0.0000
LOG_MVE	0.107714	0.107714	0.000000	0.0000
AG	-3.686747	-3.686747	0.000000	0.0000
ROE	16.828521	16.828521	0.000000	0.0000

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/03/22 Time: 19:19
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 14
Total panel (balanced) observations: 826

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.622847	0.751826	-2.158542	0.0312
PRM	0.933362	0.037115	25.14775	0.0000
BM	0.046669	0.044720	1.043600	0.2970
LOG_MVE	0.107714	0.052090	2.067823	0.0390
AG	-3.686747	0.600352	-6.140973	0.0000
ROE	16.82852	2.212855	7.604889	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.523434	Mean dependent var	-0.017066
Adjusted R-squared	0.512805	S.D. dependent var	0.051114
S.E. of regression	0.035677	Akaike info criterion	-3.805863
Sum squared resid	1.027213	Schwarz criterion	-3.697370
Log likelihood	1590.821	Hannan-Quinn criter.	-3.764248
F-statistic	49.24253	Durbin-Watson stat	2.359194
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر:من إعداد الطالب بناءا على مخرجات Eviews 9.0.

لذلك فإن النموذج القياسي المقبول للدراسة للنموذج الخماسي العوامل يكون كالتالي:

$$(\mathbf{Ri - Rf})_{it} = 0.933362\ (\mathbf{Rm - Rf})_{it} + 0.107714\ (\mathbf{logMVE})_{it} - 3.686747\ (\mathbf{AG})_{it} + 16.82852\ (\mathbf{ROE})_{it} + \boldsymbol{\varepsilon}_{it}$$

خلاصة:

قمنا من خلال هذا الفصل في مبحثه الأول بتقديم البورصات محل الدراسة من حيث النشأة، الهيكل التنظيمي، والمهام وأنظمة التداول المطبقة فيها وكذا شروط الإدراج والمتدخلون في السوق، كما تم التطرق في المبحث الثاني لأداء البورصات محل الدراسة من خلال تشخيص وتقييم تطور العديد من المؤشرات البورصوية كالمؤشر العام، الرسملة السوقية للبورصات، أحجام وقيم التداول القطاعية والكلية، وكذا عدد الصفقات المبرمة خلال فترة الدراسة خاصة في سنتي 2020و2021، وكذا تم تطبيق اختبارين هامين متمثلين في اختبار استقلالية أسعار الأسهم، وكذا اختبار معامل الارتباط لبيرسون بين الشركات محل الدراسة في كل بورصة من أجل معرفة مستوى الكفاءة في البورصات محل الدراسة حيث تم التوصل إلى أنها لا تتمتع بالكفاءة في المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة.

في حين خصص المبحث الثالث للدراسة القياسية لتقدير واختبار كل من نموذج MEDAF والنماذج متعددة العوامل في كل من بورصة الجزائر، قطر وعمان خاصة من أجل معرفة دور متغيرات المالية السلوكية في تفسير التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم والتي عجز نموذج MEDAF عن تفسيرها.

حيث تم إثبات صحة نموذج MEDAF في بورصة الجزائر كون النموذج القياسي ككل كان معنوي إحصائيا، وكذالك المتغير المستقل PRM علاوة مخاطر السوق كان معنوي إحصائيا، أما فيما يخص كل من النموذجين الثلاثي والخماسي العوامل فلم يكونا معنويين ولم يتم إثبات دورها في تحسين نقائص نموذج MEDAF في بورصة الجزائر.

أما في بورصة قطر فقد تم نفي صحة نموذج MEDAF كونه لم يكن معنويا إحصائيا، لكن عكس ذالك كان كل من النموذج الثلاثي والخماسي معنويا على الرغم من عدم معنوية المتغير المستقل MVE أثر الحجم في كلاهما.

فيما يخص بورصة عمان فقد تم إثبات صحة نموذج MEDAF كونه كان معنويا إحصائيا، وكان النموذج الثلاثي معنويا على الرغم من عدم معنوية المتغير المستقل MVE أثر الحجم، أما النموذج الخماسي فكان معنويا على الرغم من عدم معنوية المتغير المستقل BM أثر القيمة.

من خلال هذه النتائج يتبين لنا دور متغيرات المالية السلوكية ومدى تأثيرها على تفسير التغيرات الحاصلة في عوائد أسهم الشركات العينة المختارة خلال فترة الدراسة، حيث كان لهذه العوامل تأثيرات متباينة بمستويات مختلفة، كما تبين مدى أهمية هذه العوامل للمستثمرين من أجل بناء استراتيجياتهم الاستثمارية والاعتماد عليها في اتخاذ القرارات المستقبلية.

خاتمة

تعتمد نظرية كفاءة أسواق رأس المال على النماذج الرياضية والصيغ الإحصائية من أجل نمذجة الظواهر الملاحظة في السوق، فهي نظرية معيارية أكاديمية تتكيف مع الواقع بما يتناسب وفروضها، وهذا ما جعلها تحتضن العديد من النظريات أبرزها نظرية المحفظة لـ**ماركوفيتز** عام 1952 حيث قدم فيها منهجية لبناء المحفظة بالاعتماد على معيار التوقع الرياضي لحساب المردودية المتوقعة ومعيار التباين لقياس الخطر، وكذا نموذج تسعير الأصول الماليةMEDAF المقدم من قبل **شارب** عام 1964 لقياس المخاطرة من خلال مقياس بيتا.

كما اعتبر **فاما** المعلومات كمحور مركزي لمفهوم كفاءة سوق رأس المال، فانه وانطلاقا من طبيعة المعلومات المنعكسة في سعر الورقة المالية تتحقق الكفاءة في عدة صيغ، بمعنى أن توفر المعلومات في السوق بشكل متماثل لجميع المتعاملين –أي زيادة درجة الإفصاح–يساهم في زيادة درجة كفاءة السوق، حيث هيمنت هذه الأفكار على النظرية المالية التقليدية لأكثر من نصف قرن من الزمن، غير أن مجموعة من الأعمال والبحوث بدأت في التشكيك في جميع الجوانب السابقة وهذا بعد اكتشاف العديد من التناقضات والتشوهات والنقائص داخل نموذج الكفاءة لـ **فاما** 1965 ونموذجMEDAF، كان أهمها تناقض "**غروسمان وستيجليتز**" عام 1980إلى جانب تسليط الضوء على بعض التشوهات الملاحظة في أسواق رأس المال كعامل الحجم، عامل القيمة، ومختلف الآثار الموسمية وغيرها الكثير من المشاكل والتشوهات التي مصدرها سلوكيات بعيدة عن النموذج العلمي القائم على رشادة الأفراد، واعتبرت فرضية رشادة الأفراد المقترحة من طرف "**نيومان ومورغنسترن**" حجر الأساس لتطور نظرية كفاءة أسواق رأس المال عندما تكون التوقعات عقلانية في السوق مما يجعل جميع المتعاملين فيه يتفقون على القيمة السوقية مما يجعل السعر عند أفضل تقدير له.

وقد تعددت الاختبارات الميدانية لإثبات كفاءة أسواق رأس المال الأمر الذي دفع "**جنسن**" عام 1978 إلى القول "بأنه لم يسبق وأن حظي موضوع مقترح في علم الاقتصاد بمثل هذا القدر من الأدلة والاختبارات التي تدعمه".

وفي محاولة لفهم هذه التشوهات سلك بعض الباحثين منحى جديدا أساسه المزاوجة بين النظرية المالية التقليدية ونظريات علم النفس أثمر عن التوصل إلى "**المالية السلوكية**"، والقائم على إثبات عدم رشادة الأفراد كونهم يقترفون الكثير من الأخطاء عند اتخاذ القرار من بينها الأخطاء الإدراكية كالرؤية النفقية، امتلاك ذاكرة انتقائية، تبسيط عملية اتخاذ القرار من خلال اللجوء إلى الترسيخ أو التعميم أو الاعتماد على ما هو متاح من معلومات...الخ، إضافة إلى الميل إلى تقليد الغير لتفادي الإقصاء من المجموعة وهذا ما يتنافى مع السلوك العلمي الرشيد واستقلالية التفكير، وتعمقت البحوث في هذا الاتجاه لتشمل نظرية المحفظة، خاصة بعد

ملاحظة خروق لنظرية "ماركوفيتز" في الواقع أهمها التنويع غير الكافي وإهمال الارتباطات التي قد توجد بين الأوراق المالية داخل المحفظة الواحدة نتيجة لقيام المستثمرين بالتفكير من خلال إنشاء أرصدة عقلية متفرقة خاصة بكل أصل، كما ظهرت محاولات لاستبدال أو تعديل نموذج MEDAF، لكن وعلى الرغم من ظهور عدة نماذج متعددة العوامل كنموذجي **فاما وفرانش** 1993 ثلاثي العوامل، خماسي العوامل في 2013، وغيرهما الكثير على غرار نموذج **كاهارت** رباعي العوامل إلا أن جميعها لم يكن بديلا لنموذج MEDAF بل أغلبها كانت مبنية عليه، وكخلاصة لما سبق أثبتت هذه النماذج جدارتها في تفسير بعض الوضعيات في أسواق رأس المال غير أنه يعاب عليها أيضا أنها لم تتحرر من النموذج الأصل نموذج MEDAF.

هدفت هذه الأطروحة إلى توضيح دور المالية السلوكية في معالجة نقائص نموذج MEDAF في ظل كفاءة سوق رأس المال من خلال تقدير واختبار النماذج المتعددة العوامل لـ**فاما وفرانش** المتمثلة في النموذجين ثلاثي وخماسي العوامل قصد محاولة تفسير النقائص الموجودة في نموذج MEDAF، في كل من بورصة الجزائر، بورصة قطر وبورصة عمان للأوراق المالية مع تقييم أداءها واختبار كفاءتها.

وبعد تشخيص وتقييم أداء البورصات محل الدراسة وكذا اختبار كفاءتها، والقيام بالدراسة القياسية التي جمعت بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع في بورصة الجزائر خلال الفترة من 2011 إلى2021، وكذا بورصتي قطر وعمان في الفترة 2017-2021 وتحديد الأثر والدور، خلصت الدراسة إلى النتائج التالية المتعلقة باختبار الفرضيات المصاغة وإعطاء مجموعة من النتائج والاقتراحات كما يلي:

1. اختبار صحة الفرضيات:

- **الفرضية الأولى H_1**: تتمثل أهم التشوهات والنقائص التي يعاني منها نموذج MEDAF في الآثار الموسمية (كأثر الاثنين، أثر نهاية الأسبوع، أثر جانفي وغيرها من الآثار الموسمية) ومن عوامل المخاطرة الغير المدرجة في النموذج كعامل القيمة، عامل الحجم، عامل الاستثمار، وعامل الربحية وغيرها من عوامل المخاطرة الأخرى) ويمكن تفسيرها حسب النظرية المالية السلوكية من خلال إضافتها لنموذج MEDAF كمتغيرات مفسرة.

بعد التطرق في الجانب النظري لأهم التشوهات والنقائص التي يعاني منها نموذج MEDAF في ظل فرضية الكفاءة، وكذا التطرق إلى محتوى نظرية المالية السلوكية ولأهم الإضافات التي تقدمها في شكل متغيرات تحاول تفسير عوائد الأسهم إضافة لمعامل بيتا الوحيد في نموذج MEDAF، وعليه تم **قبول صحة الفرضية الأولى**.

- **الفرضية الثانية H_2**: لا تتصف أسواق رأس المال محل الدراسة بالكفاءة عند المستوى الضعيف، ويؤثر عدم وجودها على أدائها المالي وعلى تقدير نموذج MEDAF وكذا النماذج المتعددة العوامل.

بعد القيام بتشخيص وتقييم أداء البورصات محل الدراسة من خلال كل المؤشر العام للأسعار، الرسملة السوقية، أحجام وقيم التداول، وكذا عدد الصفقات المبرمة في خطوة أولى، تم كذالك القيام بكل من اختبار استقلالية الأسعار واختبار وجود ارتباط بين أسعار الإغلاق الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في البورصات العربية محل الدراسة أي أن الأسواق لا تتميز بكفاءتها عند المستوى الضعيف، تم التوصل إلى أن غالبية أسعار أسهم الشركات عينة الدراسة غير مستقلة ومرتبطة ببعضها البعض، وعليه تم **قبول الفرضية الثانية**.

- **الفرضية الثالثة H_3** : يوجد تأثير لعلاوة مخاطر السوق PRM والمعبر عنها ببيتا على عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة.

من خلال تقدير كل من النماذج الثلاث في البورصات محل الدراسة والمتمثلة في نموذج MEDAF، نموذج ثلاثي والنموذج خماسي العوامل، وبعد التوصل إلى أن الحد الثابت في كل النماذج سواء يقترب من الصفر أو يساوي الصفر، وأن المتغير المستقل PRM الممثل لعلاوة مخاطر السوق كان معنوي إحصائيا بتأثير موجب طردي في كل النماذج الثلاث، مما يعني **قبول صحة الفرضية الثالثة** في كل من بورصة الجزائر، وبورصتي قطر وعمان.

- **الفرضية الرابعة H_4** : يوجد تأثير لعامل مخاطر الحجم (logMVE) على عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة.

من خلال تقدير النماذج المتعددة في البورصات محل الدراسة، وبعد التوصل إلى أن المتغير المستقل logMVE الممثل لعامل مخاطر الحجم كان غير معنوي إحصائيا في كل من النموذجين MEDAF، ونموذج ثلاثي العوامل (أما نموذج خماسي العوامل لم يكن بالإمكان تقديره كون عدد الشركات الممثلة لعينة الدراسة وهي 3 أقل من عدد المتغيرات المستقلة في النموذج الخماسي وهي5)، مما يعني **نفي صحة الفرضية الرابعة** في كل من بورصة الجزائر وبورصتي قطر وعمان، وقبول الفرضية البديلة لها.

- **الفرضية الخامسة H_5** : يوجد تأثير لعامل مخاطر القيمة (B/M) على عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة.

من خلال تقدير النماذج المتعددة في بورصة الجزائر، وبعد التوصل إلى أن المتغير المستقل B/M الممثل لعامل مخاطر القيمة كان غير معنوي إحصائيا في كل من النموذجين MEDAF، ونموذج ثلاثي العوامل (أما

نموذج خماسي العوامل لم يكن بالإمكان تقديره كون عدد الشركات الممثلة لعينة الدراسة وهي 3 أقل من عدد المتغيرات المستقلة في النموذج الخماسي وهي5)، مما يعني **نفي صحة الفرضية الخامسة** في بورصة الجزائر وقبول الفرضية البديلة لها.

وعلى العكس كان المتغير المستقل B/M الممثل في عامل مخاطر القيمة معنويا إحصائيا بتأثير سالب عكسي في كل من النموذجين الثلاثي والخماسي في بورصة قطر، وكذالك كان معنوي إحصائيا كذالك بتأثير سالب عكسي في النموذج الثلاثي في بورصة عمان، وعليه يمكننا **قبول صحة الفرضية الخامسة** في كل من بورصتي قطر وعمان.

الفرضية السادسة H_6 : يوجد تأثير لعامل الاستثمار (AG) على عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة.

من خلال عدم إمكانية تقدير النموذج الخماسي في بورصة الجزائر، يمكن القول أن المتغير المستقل AG الممثل لعامل الاستثمار ليس له تأثير في عوائد أسعار الأسهم الشركات عينة الدراسة، أما في بورصة قطر ومن خلال تقدير النموذج الخماسي فقد كان عامل الاستثمار AG غير معنوي إحصائيا، ويمكننا **نفي صحة الفرضية السادسة**، وقبول الفرضية البديلة لها في بورصتي الجزائر وقطر.

أما في بورصة عمان وبعد تقدير النموذج الخماسي فقد كان عامل الاستثمار AG معنوي إحصائيا بتأثير سالب عكسي، وعليه يتم **قبول صحة الفرضية السادسة** في بورصة عمان.

- **الفرضية السابعة H_7** : يوجد تأثير لعامل الربحية (ROE) على عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصات محل الدراسة.

من خلال عدم إمكانية تقدير النموذج الخماسي في بورصة الجزائر، يمكن القول أن المتغير المستقل ROE الممثل لعامل الربحية ليس له تأثير في عوائد أسعار الأسهم الشركات عينة الدراسة، أما في بورصة قطر ومن خلال تقدير النموذج الخماسي فقد كان عامل الربحية ROE غير معنوي إحصائيا، ويمكننا **نفي صحة الفرضية السابعة** في بورصتي الجزائر وقطر، وقبول الفرضية البديلة لها.

أما في بورصة عمان وبعد تقدير النموذج الخماسي فقد كان عامل الربحية ROE معنوي إحصائيا بتأثير موجب طردي، وعليه يتم **قبول صحة الفرضية السابعة** في بورصة عمان.

2. النتائج المتوصل إليها

أ. نتائج الجانب النظري

- بينت النظريات التقليدية عجزها عن تفسير ظواهر معينة في حركة العوائد، حيث اعتمد كل من نموذج تسعير الأصول المالية MEDAF وفرضية كفاءة أسواق رأس المال EMH على مبدأ العقلانية، أي أن المستثمرين يسعون دائما إلى تعظيم منفعتهم، ويستجيبون بنفس الطريقة للمعلومات الواردة وعليه لن يحقق أي مستثمر أرباحا غير عادية على حساب مستثمر أخر، هذه الفرضية استطاعت أن تفسر الوضع المثالي للسوق المالي، ولكن الواقع مغاير ومختلف عن هذا، فالحالة التي تدرسها النماذج التقليدية هي وضعية خاصة للسوق وليست حالة دائمة.
- تتمثل أهم التشوهات التي يعاني منها نموذج MEDAF في الآثار الموسمية وكذا عوامل المخاطرة غير المدمجة فيه، ويمكن تفسيرها حسب النظرية المالية السلوكية من خلال إضافتها لنموذج MEDAF في شكل عوامل قياس مخاطرة على غرار عامل القيمة، عامل الحجم، عامل الاستثمار وعامل الربحية.

ب. نتائج الجانب التطبيقي

حيث تبين من خلال تقييم أداء البورصات العربية محل الدراسة:

- عدد الشركات المدرجة فيها يعرف نموا من سنة لأخرى، مما يدل على اتجاه نحو زيادة اتساع السوق بشكل يساهم مستقبلا بزيادة كفاءته في بورصة قطر وبورصة عمان، وتبقى بورصة الجزائر التي سجلت أدنى عدد للشركات المدرجة بالنسبة للبورصات محل الدراسة مما لا يحقق سمة الاتساع ببورصة الجزائر.
- بالنسبة لمؤشرات أحجام وقيم التداول المعبرة عن السيولة فيمكن القول أن كل من بورصة قطر، بورصة عمان، كانتا تتمتعا بقدر مقبول من السيولة، وتبقى بورصة الجزائر التي سجلت انخفاض شديد في سيولة السوق بسبب الانخفاض الكبير في توزيعات الأرباح للسهم الأمر الذي يؤثر على حجم التداول والطلب على الأسهم المدرجة.
- فيما يخص كل من مؤشر القيمة السوقية، والمؤشر العام للأسعار فقد سجلوا على العموم نمو ايجابي في بورصتي قطر وعمان على الرغم من السنوات التي شهدت انخفاضا بسبب جائحة كورونا، عكس بورصة الجزائر التي عرفت انخفاض وتذبذب في القيمة السوقية في معظم سنوات الدراسة.

- بناءا على نتائج تشخيص وتقييم مؤشرات الأداء لبورصة الجزائر يمكن اعتبارها غير قادرة على تعبئة الادخار وتشجيع الاستثمار وزيادة الإصدارات الجديدة بالشكل الذي يؤدي لزيادة مقومات كفاءتها، عكس ما هو الحال في بورصتي قطر وعمان.
- تبين من خلال اختبار استقلالية الأسعار واختبار الارتباط أن البورصات محل الدراسة لا تتمتع بالكفاءة في مستواها الضعيف، وذلك لغياب استقلالية الأسعار فيها، وكذا لوجود ارتباط طردي وعكسي بين غالبية الشركات عينة الدراسة في كل بورصة.
- يوجد تأثير لعلاوة مخاطر السوق PRM والمعبر عنها ببيتا على عوائد أسهم الشركات المدرجة في كل من بورصة الجزائر وبورصتي قطر وعمان، وهو ما يثبت صحة وفعالية نموذج MEDAF على الرغم القوة التفسيرية غير الكبيرة (معامل التحديد ضعيف، مما يؤكد على وجود عوامل ومتغيرات أخرى تؤثر في تفسير التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم للشركات).
- لا يوجد تأثير لعامل مخاطر الحجم (logMVE) على عوائد أسهم الشركات المدرجة في كل من بورصة الجزائر وبورصتي قطر وعمان.
- لا يوجد تأثير لعامل مخاطر القيمة (B/M) على عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.
- يوجد تأثير سالب عكسي لعامل مخاطر القيمة (B/M) على عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصتي قطر وعمان.
- لا يوجد تأثير لعامل الاستثمار (AG) على عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصتي الجزائر وقطر.
- يوجد تأثير سالب عكسي لعامل الاستثمار (AG) على عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة وعمان.
- لا يوجد تأثير لعامل الربحية (ROE) على عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصتي الجزائر وقطر.
- يوجد تأثير موجب طردي لعامل الربحية (ROE) على عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان.

3. التوصيات والاقتراحات:

من خلال النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة يمكن تقديم الاقتراحات والتوصيات التي تعتبر مناسبة بالنسبة للجزائر بصورة خاصة، ولبورصتي قطر وعمان بصفة عامة، حتى تتمكن من تحسين ورفع مستوى الكفاءة، وكذا استخدام نماذج تسعير الأصول الرأسمالية بأحسن طريقة من قبل المستثمرين.

أ. بالنسبة للجزائر:

- إعادة النظر في هيكلة البورصة لتحديد نقاط الضعف ومحاولة تصحيحها على جميع الأصعدة، خاصة تشريعية من خلال سن وإصدار قوانين وتشريعات محينة وملائمة كون آخر تعديل تشريعي كان بقانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وكذا ضرورة إيجاد تعديلات تنظيمية لزيادة عدد الوسطاء، وحتى صغار المستثمرين من الأفراد عن طريق خلق ثقافة الاستثمار والادخار لدى الفرد الجزائري، بالاستعانة بجميع الوسائل الإعلامية.
- وضع تحفيزات تشجع المؤسسات على فتح رأسمالها وطرح أوراقها المالية في البورصة من أجل تعزيز دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية ولتحقيق خاصية اتساع السوق من خلال تخفيض تكاليف المعاملات، هذه الخاصية الضرورية لتحقيق الكفاءة والغائبة عن بورصة الجزائر.
- ضرورة تفعيل سلطة السوق ودورها في زيادة درجة الإفصاح كون العديد من المؤشرات المالية والسوقية غير متوفرة في بورصة الجزائر مما يستدعي حسابها، الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين مستقبلا.
- دعم وتشجيع الوسطاء في البورصة، وكذا شركات الاستشارة المالية من أجل زيادة حركية ونشاط السوق وبالتالي الرفع من سيولة السوق، كون البنوك الجزائرية تشكل غالبية الوسطاء في بورصة الجزائر.
- العمل على رفع كفاءة بورصة الجزائر من خلال تطوير الكوادر في البورصة وكذا الترويج والإعلان لتعريف الأفراد بالشركات المدرجة وتحفيزهم على الاستثمار فيها.
- العمل على ربط سوق بورصة الجزائر بالأسواق الإقليمية خاصة الخليجية والتي قطعت أشواطا كبيرة في تطوير أسواقها المالية المحلية، بهدف الاستفادة منها وكذا تسهيل الاندماجات والتكاملات التي من شأنها أن تسهل دخول الشركات متعددة الجنسيات.
- اعتبار النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة، نقطة اهتمام للقائمين على شؤون بورصة الجزائر لتدعيم الجوانب المرتبطة بكفاءة السوق، وكذا لتسهيل بناء واستخدام نماذج تسعير الأصول الرأسمالية من أجل زيادة جاذبية الاستثمار فى بورصة الجزائر.

ب. أما بالنسبة لبورصتي قطر وعمان:

- اعتماد المعايير المحاسبية الدولية في إعداد التقارير والقوائم المالية مع إخضاعها للتدقيق والمراجعة الدورية لزيادة مستوى الإفصاح والشفافية، ومن أجل كسب ثقة المستثمرين في المعلومات المنشورة للوصول بكل من البورصتين إلى المستويات المطلوبة من الإفصاح لتحقيق فرضية الكفاءة.
- وضع قوانين صارمة لحماية صغار المستثمرين من أولئك الذين يتمكنون من الحصول على المعلومات من مصادر خاصة ومقربة، أو من نشر معلومات خاطئة ومضللة، وذالك للوصول بهذه البورصات لمستوى الظروف العدالة في تسعير الأسهم.
- تنظيم شركات الوساطة المالية كونها المتحكم الأساسي في أسعار السوق والعمل على تنمية وتعزيز الكفاءات الإدارية والمهنية لموظفيها، لأن أي خلل في الجهاز الإداري لشركات الوساطة سيؤدي إلى خلل في عمل السوق ككل وفي نظام التسعير وبالتالي إلى انحراف في القيم السوقية للأسهم عن القيم الحقيقية.
- تهيئة بيئة استثمارية مناسبة تشجع على جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية وتساهم في دعم عملية تعبئة الادخار وتوجيه الاستثمار للقطاع الخاص للوصول إلى مستويات أداء أكبر من المستويات الحالية.
- خلق وابتكار أدوات مالية خاصة لتوجيه السيولة الكبيرة الموجودة في الصيرفة الإسلامية لتشجيع جلب المدخرات وتغطية الاحتياجات التمويلية لمختلف المستثمرين في العالم العربي والإسلامي.
- العمل على خلق بورصة عربية موحدة من خلال الاتفاقيات المشتركة والتي تحدد شروط التعامل والإدراج بين الأسواق العربية، وذالك بواسطة التنسيق فيما يخص القوانين، التشريعات، نظام العمل داخل السوق.
- مواكبة التطورات الحاصلة في أسواق رأس المال في الدول المتقدمة، باستغلال مختلف التقنيات التكنولوجية الحديثة لتسهيل عملية نشر بيانات الشركات، أسعارها، أحجام التداول، التسويات، طرق التسعير.

4. آفاق الدراسة:

في ظل العولمة وما يشهده العالم والأسواق من تطورات، يبقى موضوع المالية السلوكية وكفاءة أسواق رأس المال والنماذج المتعددة العوامل محل بحث وتطوير مستمر لأهميته موقعه في النظرية المالية، لذلك وجب في الأخير تقديم بعض العناوين التي تعتبر امتدادا لموضوع الدراسة على النحو التالي:

- اختبار صحة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية متعددة العوامل خلال الأزمات المالية-دراسة حالة عينة من البورصات الناشئة-.
- أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الأسهم في أسواق رأس المال-دراسة مقارنة للبورصات العربية-
- مدى توافق أساليب الإفصاح والشفافية في البورصات المتقدمة مع البورصات الناشئة وأثرها على تحسين القدرة التفسيرية لنموذج MEDAF.
- اختبار صحة نموذج فاما وفرانش خماسي العوامل في ظل كفاءة أسواق رأس المال-دراسة حالة بورصات دول MENA-.
- سلوك المستثمر وأثره على كفاءة البورصات- دراسة في دوال المنفعة في البورصات العربية-.
- دور التكامل في أسواق رأس المال العربية لرفع كفاءتها والوصول إلى قابلية أكبر في تطبيق نماذج المالية السلوكية متعددة العوامل في تقدير عوائد الأسهم.
- المالية السلوكية للمدراء والمسيرين وأثرها في تصحيح الاختلالات السعرية في أسواق رأس المال-دراسة حالة بورصة نيويورك NYSE-

قائمة المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية.

I. الكتب:

1. إبراهيم سلطان، "**نظم المعلومات الإدارية:مدخل النظم**"، الدار الجامعية، مصر، 2005.
2. أرشد فؤاد التميمي، " **الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**"، دار اليازوري، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، (2010).
3. أرشد فواد التميمي، أسامة سلامة عزمي، "**الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة**"، ط1، دار الميسر للنشر، عمان، 2004.
4. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، **الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة**، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2006.
5. أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
6. أسامة عزمي سلام، فؤاد أرشد التميمي، **تحليل وإدارة الاستثمار بالأوراق المالية**، دار الميسر للنشر، عمان، 2006.
7. أمين السيد أحمد لطفي، "**التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
8. أمين السيد لطفي، "**نظرية المحاسبة: منظور التوافق الدولي**"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2007.
9. أمين السيد، أحمد لطفي، "**علاقة المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية وتقارير المراجعة بكفاءة سوق الأوراق المالية**"، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2008.
10. إنعام محسن حسن زويلف، "**الشفافية في الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ودورها في الحد من آثار الأزمة المالية العالمية على سوق عمان المالي**"، معهد الإدارة العامة، سلطنة عمان، 2013.
11. إيهاب الدسوقي، "**اقتصاديات كفاءة البورصة**"، دار النهضة العربية، مصر، 2007.
12. إيهاب الدسوقي، **اقتصاديات كفاءة البورصة**، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000.
13. ثناء علي القباني، **نظم المعلومات المحاسبية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
14. جوجارات، "**الاقتصاد القياسي: الجزء الثاني**"، ترجمة ومراجعة : هند عودة، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2015.
15. حماد طارق عبد العال، **حوكمة الشركات، شركات قطاع عام وخاص ومصارف، المفاهيم–**

المبادئ– التجارب– المتطلبات، الدار الجامعية، مصر، 2007.

16. حمدي عبد العظيم، **عولمة الفساد وفساد العولمة، إداري– تجاري– سياسي– دولي**، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2008.

17. حمزة محمود الزبيدي، "**الاستثمار في الأوراق المالية**"، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2004.

18. الحناوي، محمد صالح، فتاح عبد السلام سعين، **المؤسسات المالية البورصة والبنوك التجارية**، الدار الجامعة القاهرة مصر، 2000، ص 132.

19. حنفي عيد الغفار، رسمية قرياقص، **أساسيات الاستثمار والتمويل**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000.

20. خالد جمال الجمارات، "**معايير التقارير المالية الدولية 2007**"، إثراء للنشر والتوزيع،الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008.

21. دريد كامل آل شبيب، "**إدارة المحافظ الاستثمارية**"، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمّان، الأردن، 2010.

22. زكي حسين الوردي، مجيل لازم المالكي، "**مصادر المعلومات وخدمة المستفيدين في المؤسسات المعلوماتية**"، الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،الأردن،2002.

23. زهير عبد الكريم الكايد، **الحكمانية قضايا وتطبيق**، منشورات المنظمة العربية لتنمية الإدارة، 2003.

24. زيد عبد المالك عمر، "**المحاسبة المالية في المجتمع الإسلامي –الجزء الأول: الإطار التاريخي للمحاسبة**"، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 1987.

25. سليم الحسنية، نظم المعلومات الإدارية، "**إدارة المعلومات في عصر المنظمات الرقمية**"، الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة3، 2006.

26. سمير الصبان، وإسماعيل جمعة، "**تحليل وتصميم نظم المعلومات المحاسبية**"، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 1997.

27. الشيرازي، عباس مهدي، "**نظرية المحاسبة**"، ذات السلاسل للطباعة والنشر، الكويت، 1990.

28. الصعيد إبراهيم أحمد، "**نظم المعلومات المحاسبية**"، دار الفكر المعاصر للنشر، دمشق، سوريا، 1996، ص35.

29. طارق عبد العال حماد،"**إدارة المخاطر: أفراد، إدارات، شركات،بنوك**"، الدار الجامعية، مصر، 2007.

30.طارق عبد العال حماد، **التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،2002.

31.عاشور عصفت، "**دراسات في نظم المعلومات المحاسبية**"، دار النهضة للطباعة والنشر، بيروت، عام 1996.

32.عاطف وليم أندراوس،"**أسواق الأوراق المالية: بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها**"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2002 .

33.عباس مهدي الشيرازي، "**نظرية المحاسبة**"، ذات السلاسل للنشر والتوزيع، الكويت، 1990.

34.عبد الرحمان بن سانية، صلاح الدين نعاس، علي بن الضب، "**الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال**"، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، العدد 02،2017.

35.عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، **التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية**، هيئة الأوراق المالية للسلع، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006.

36.عبد الغفار حنفي، "**الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.

37.عبد الغفار حنفي، **استراتجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، أسهم سندات وصناديق الاستثمار الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.

38.عبد الغفار حنفي، **بورصة الأوراق المالية–أسهم–سندات–وثائق الاستثمار–الخيارات**، الدار الجامعية، مصر، 2003.

39.عبد الغفار حنفي،"**البورصات، أسهم وسندات–صناديق الاستثمار**"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1998.

40.عبد المجيد المهيلي، **التحليل الفني للأوراق المالية**، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، ط3، مصر، 2005. محمد صالح الحناوي وآخرون، **تحليل الأوراق المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2002.

41.عبد الوهاب نصر علي وشحاتة السيد شحاته، **مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة**، الدار الجامعية، مصر، 2007/2006.

42.عبد الله فرغلي علي موسى، **تكنولوجيا المعلومات ودورها في التسويق التقليدي والإلكتروني**، إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2007.

43.عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية "البورصة"**، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1،عمان، الأردن، 2008.

44.عمر حسنين، "**تصميم النظام المحاسبي: دراسة تطبيقية على البنوك التجارية وشركات التأمين**"،

الإسكندرية، مصر،1999، ص25.

45. فايز سليم حداد، "**الإدارة المالية**"، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.

46. كمال الدين الدمراوي ، محمد سرايا، "**دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.

47. كيسو دونالد، وجيري ويجانت، "**المحاسبة المتوسطة:الجزء الأول**"، ترجمة أحمد حامد حجاج، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005 .

48. لوكي أكارت، ريشارد ديفز، "**المالية السلوكية**"، ترجمة: محمد داوود عثمان، دار الفكر، عمان،2014.

49. محمد أحمد إبراهيم، "**دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية**"، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم المحاسبة، بنها.

50. محمد المبروك أبو زيد،"**المحاسبة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية**"، ايترك للطباعة والنشر، مصر، 2005.

51. محمد حسن يوسف، **محددات الحوكمة ومعاييرها مع إشارة خاصة لنمط تطبيقها في مصر**، 2007، ورقة عمل مقدمة إلى بنك الاستثمار القومي.

52. محمد حلمي عبد التواب، **البورصة المصرية والبورصات العالمية آلية عملها والرقابة عليها والربط بين البورصات**، مؤسسة الطوبجي للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، 2004.

53. محمد صالح الحناوي وآخرون، **الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني**، الدار الجامعية، مصر، 2004 2005.

54. محمد صالح الحناوي، "**تحليل وتقييم الأسهم والسندات**"، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2000.

55. محمد صالح الحناوي، "**تحليل وتقييم الأوراق المالية**"، الدار الجامعية، مصر، 2001-2002.

56. محمد عبد الحميد عطية، **الاستثمار في البورصة**، دار التعليم الجامعي، كلية التجارة، مصر، 2011.

57. محمد علي إبراهيم العامري، "**إدارة محافظ الاستثمار** "، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2013.

58. محمد قاسم، "نظم **المعلومات الإدارية وعلاقتها بوظائف العملية الإدارية وتطبيقاتها التربوية**"،عالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى، الأردن، 2004.

59. محمد مجد الدين باكير، "**محافظ الاستثمار:إدارتها واستراتيجياتها**"، شعاع للنشر والعلوم، حلب،

سوريا، 2008.

60.محمد محمود عبد ربه، **طريقك إلى البورصة–مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند الاستثمارات في السوق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.

61.محمد مصطفى سليمان، "**دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري**" ، دار الجامعية، الطبعة الثانية، 2009.

62.محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية**، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005.

63.مصطفى يوسف كافي، "**الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات (جذورها– أسبابها– تداعياتها– أفاقها)**"، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2012 .

64.مطر، محمد عطية وآخرون، "**نظرية المحاسبة واقتصاد المعلومات: الإطار الفكري وتطبيقاته العملية**"، دار حنين للنشر، عمان، الأردن، 1996.

65.مطيع، ياسر صادق وآخرون، "**نظم المعلومات المحاسبية**" ، مكتبة المجتمع العربي للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007.

66.منير إبراهيم هندي، "**الأوراق المالية وأسواق المال**"، دار دلتا للطباعة، الإسكندرية، مصر، 2012.

67.منير إبراهيم هندي، "**أدوات الاستثمار في سوق رأس المال**"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2006.

68.منير إبراهيم هندي، "**الأوراق المالية وأسواق المال**"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2009.

69.منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف، مصر، 2002.

70.منير ابراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال الاستثمار**، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1996.

71.مهدي عطية موسي الجبوري، "**التمويل السلوكي ودوره في القرارات المالية**"، كلية الإدارة و الاقتصاد، مجلة جامعة بابلا للعلوم الإنسانية، المجلد22، العدد 2014.

72.مؤيد عبد الرحمان الدوري وسعيد جمعة عقل، "**إدارة المشتقات المالية**"، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.

73.ميكرا كراسنيك، "**حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح**"، مركز المشروعات الدولي الخاصة، مصر، 2008.

74. الناغي، محمود السيد، **"اتجاهات معاصرة في نظرية المحاسبة"**، المكتبة العصرية، المنصورة، مصر، 2007.

75. نظير رياض محمد الشحات،"**إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات"**، دار الوليد، المنصورة، مصر، 2007.

76. هندريكسون، **"نظرية المحاسبة"**، ترجمة كمال خليفة أبو زيد، الطبعة الأولى، عام 1990.

77. يوسف محمد طارق، **حوكمة الشركات وأسواق المال العربية**، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، ماي 2007.

78. يوسف محمد طارق، **حوكمة الشركات والتشريعات اللازمة لسلامة التطبيق، مبادئ وممارسات حوكمة الشركات**، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2009.

II. أطروحات الدكتوراه.

1. بن أعمر بن حاسبن، "**فعالية الأسواق المالية في الدول النامية"**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013.

2. بن زاير مبارك، "**تأثير المالية السلوكية على كفاءة الأسواق المالية–دراسة قياسية باستخدام نظرية chaos"**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص تحليل اقتصادي، جامعة تلمسان، 2016.

3. بهاء غازي عرنوق، **"أثر عوامل فاما وفرنش في التنبؤ بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة:دراسة تطبيقية"**، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2015.

4. بوكساني رشيد، معوقات **أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع النقود والمالية، غير منشورة، جامعة الجزائر ،2005-2006.

5. جمال الدين سحنون، **"شروط بروز أسواق الأوراق المالية –دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر"**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر،2008.

6. زهير قبلي، "**دراسة قياسية تنبؤية لتقلبات مردوديات مؤشرات بورصة الأسواق المالية: دراسة حالة مؤشر داو جونز ومؤشر ناسداك"**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه تخصص قياس اقتصادي، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2015-2016.

7. عبد القادر عيادي، **"جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات وانعكاساتها على كفاءة السوق المالية"** – دراسة حالة الجزائر– أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2014.

8. لطرش سميرة، **كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم**، أطروحة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،جامعة منتوري، قسنطينة، 2010.
9. محمد عنتر أحمد أحمد، "**نموذج مقترح لمحددات أداء محفظة الأوراق المالية بصناديق الاستثمار العاملة بسوق المال المصري**"، أطروحة دكتوراه تخصص إدارة الأعمال، قسم إدارة الأعمال بكلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، 2003.
10. مريم سحنون، "**السلوك المالي للمستثمرين وأثره على كفاءة الأسواق المالية**"، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، ،2015-2016.
11. ياسمين عمامرة، "**دور عملية الرقابة والمراجعة الحسابات في تطوير كفاءة الأسواق المالية**"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة المدية، 2015 .

III. رسائل الماجستير :

1. بلجبلية سمية، **أثر التضخم على عوائد الأسهم**، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010. منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال الاستثمار**، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.
2. رفيق مزاهدية، **كفاءة الأسواق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات**، مذكرة ماجستير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2007، ص 106.
3. زيان ريمة، "**محددات بناء محفظة استثمارية**"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، 2014.
4. صديقي صفية،" **طرق تقيم وتحليل الأوراق المالية في ظل نظرية المالية السلوكية**"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2011-2012.
5. عادل عشي، **الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقييم**، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002.
6. عبد الحميد مانع، "**أهمية الملائمة والثقة في التقارير المالية المنشورة لأغراض اتخاذ القرارات وتقييم الأداء**"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد جامعة المستنصرة، بغداد، العراق، 1995.
7. علمي لزهر، "**أهمية نظام المعلومات التسويقي في اتخاذ القرارات التسويقية**"، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر.

8. غراية زهير، **إمكانية تطبيق نموذج التاجر الصاخب محل نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية**، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2012.

9. فكري عبد الغني محمد جوده، **مدى تطبيق مبادئ الحوكمة المؤسسية في المصارف الفلسطينية وفقا لمبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ومبادئ لجنة بازل للرقابة المصرفية**، رسالة الماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2008.

10. مصطفى يوسف سبسبي،"**دور المعلومات المالية المستقبلية للشركات في اتخاذ القرارات: دراسة ميدانية على عدد من شركات القطاع الخاص**"، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة حلب كلية الاقتصاد قسم المحاسبة، 2011.

IV. المقالات في المجلات:

1. أحمد بن حماد الحمودة، **تقييم الأداء الوظيفي، دورية الإدارة العامة**، المجلد34، العدد2، سبتمبر1994، معهد الإدارة العامة، الرياض.

2. أحمد رجب عبد الملك، **دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية– دراسة تحليلية**، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، العدد (1)، المجلد 45، الإسكندرية، مصر، جانفي 2008.

3. بنك الإسكندرية، **النشرة الاقتصادية**، العدد35، 2003.

4. جميل النجار، "**العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد وأثرها في أداء المحفظة الاستثمارية**"، مجلة الجامعة العربية الأمريكية للبحوث، العدد02، فلسطين، 2017.

5. خالد أمين عبد الله، "**الإفصاح ودوره في تنشيط التداول في أسواق رأس المال العربية**"، مجلة القانون العربي، العدد 92، 1995.

6. صالح مفتاح، فريدة معارفى، "**متطلبات كفاية سوق الأوراق المالية–دراسة لواقع أسواق العمل العربية وسبل رفع كفاءتها**"، جامعة محمد خيضر بسكرة، مجلة الباحث، العدد7، 2009-2010.

7. طارق الحاج، غسان دعام، " **تأثير المتغيرات الكمية للتداول في سوق فلسطين للأوراق المالية على التنبؤ بمؤشر القدس**"، مجلة جامعة النجاح للأبحاث، المجلد19، العدد 01، فلسطين، 2005.

8. عبد العزيز شويش عبد الحميد وآخرون، **دور بيتا الشركات في بناء المحفظة الاستثمارية "دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"**، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 2، العدد 4، العراق، 2010.

9. عماد عبد الحسين دلول، "**تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية**"، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 81، بغداد، العراق، 2010.

10. فائق جبر النجار، **مقدمة عن الأسواق المالية وكفاءتها**، مجلة البنوك، العدد05، الأردن، 1989.

11. قاسم نايف علوان، إبراهيم محمد الزعلوك، "**أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج (CAPM) دراسة تطبيقية**"، مجلة العلوم الاقتصادية جامعة التحدي، العدد 05، سيرت، ليبيا، 2005.

12. م. موسى، شقيري نوري، عبد العزيز جهان ونس، "**اختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوي شبه القوي باستخدام المعلومة المتعلقة بنشر القوائم المالية الشركات**"، كلية بغداد، مجلة الجامعة للعلوم الاقتصادية، العدد 33، 2012.

13. مجدي محمد سامي، **دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على جودة القوائم المالية المنشورة في بيئة الأعمال المصرية**، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد (2)، المجلد 46، جوان 2009.

14. محمد سام سعد، "**عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمان للأوراق المالية**"، مجلة دراسات للعلوم الإدارية، المجلد 41، العدد2، 2014.

15. محمد مطر، "تقييم **مستوى الإفصاح المنصوص عليها في أصول المحاسبة الدولية**"، مجلة دراسات الجامعة الأردنية، المجلد 120، العدد 3، 1993.

16. محي الدين حمزة، "**دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية: دراسة تطبيقية**"، مجلة جامعة دمشق العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 23، العدد1، سوريا، 2007.

17. مريم سحنون، عباسية رشاش، "**فعالية استخدام نموذج العوامل المتعددة في تفسير سلوك الأسواق المالية**"، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، جامعة ورقلة، العدد1، 2015.

18. معارفي فريدة، مفتاح صالح، "**متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها**"، مجلة الباحث، المجلد7، العدد7، 2009-2010.

19. معن وعد الله العايدي، حسن بن حسن العلي، **"تفسيرات سلوك القطيع وأثرها في حركية الاستثمار في الأسواق الأوراق المالية"**، مجلة تنمية الرافدين، العدد 94، المجلد 3، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل 2009.

20. مها محمود رمزي ريحاوي، **الشركات المساهمة مابين الحوكمة والقوانين والتعليمات، حالة دراسية للشركات المساهمة العامة العمانية**، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد (1)، المجلد 24، دمشق، سوريا، 2008.

21. نبيل محمد، زهير غراية، **"إختيار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات العربية الناشطة: دراسة حالة بورصة المغرب والكويت"**، جامعة محمد خضر بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 11، 2012.

22. هالة حلمي السعيد، **دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على سوق الأوراق المالية**، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد 62، الكويت، 2000.

V. المداخلات في الملتقيات والمؤتمرات:

1. أحسين عثماني، سعاد شعبانية، **"النظام المالي المحاسبي كأحد متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر"**، مداخلة ضمن الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، يومي 6-7 ماي 2012 ، جامعة محمد خيضر، بسكرة.

2. حسان خضر، **التحليل الأساسي، ورقة عمل مقدمة خلال برنامج تعليم الأسواق المالية**، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2003.

3. زبيري رابح،**"دور أنظمة المعلومات في تنمية القدرة التنافسية للمؤسسة"**، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، 22-23 ابريل 2003.

4. شمس خلفاوي، **دور الاتصال في مواجهة الأزمات**، الملتقى الدولي الرابع حول إدارة الأزمات في ظل اقتصاد المعرفة، جامعة سكيكدة، 2008.

5. عوض الله، صفوت عبد السلام، **"الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية"**، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، مؤتمر سوق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر السنوي الخامس عشر، ورقة عمل، 2007.

6. مجدوب محمود سامي، **دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على جودة القوائم المالية**، بحث مقدم في مؤتمر الإسكندرية أيام 8-10 سبتمبر 2005.

7. ملكاوي، نازم محمود وحمادنة عبد الرؤوف، **"دور المعلومات المالية في الحد من آثار الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية للدول النامية: دراسة في سوق عمان المالي"**، بحث مقدم لمؤتمر الأزمة العالمية، جامعة الإسراء، 2009.

8. هوام جمعة، **الملتقى الوطني لحوكمة المحاسبية**، مداخلة بعنوان دور حوكمة الشركات، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي .

VI. المطبوعات والمواقع الإلكترونية.

1. بورصة الجزائر، **مهام بورصة الجزائر**، متوفر على الموقع:
http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141.

2. **لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها**، متوفر على الموقع: http://www.cosob.org/ar/missions

3. بورصة الجزائر، **شركة تسيير بورصة القيم**، متوفر على الموقع:
http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141

4. **بورصة الجزائر، المؤتمن المركزي**، انظر الموقع http://www.cosob.org/ar/algerie-clering،

5. بورصة الجزائر، **هيئات التوظيف الجماعي**، متوفر على الموقع: http://www.cosob.org/ar/opcvm

6. بورصة الجزائر، **ماسكو الحسابات**، متوفر على الموقع:
http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document83.pdf

7. بورصة الجزائر، **شروط الإدراج**، متوفر على الموقع:
http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149،

8. بورصة الجزائر، **الوساطة المالية**، متوفر على الموقع:
http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=154،

9. **الموقع الرسمي لاتحاد البورصات العربية**: http://www.arab-exchanges.org

10. بورصة قطر، **"نشأة سوق الدوحة للأوراق المالية"**، متوفر على:www.qe.com.qa

11. نبذة عن بورصة قطر،**"بورصة قطر"**، متوفر على :
https://www.qe.com.qa/ar/historical-background

12. الموقع الرسمي لشركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية :
https://www.qcsd.com.qa/Arabic/about.html

13. بورصة عمان، **الرؤية والرسائل الأهداف**، متوفر على الموقع:
http://www.exchange.jo/ar/الرؤية-والرسالة-والأهداف

14. بورصة عمان، **أسئلة متكررة**، متوفر على الموقع: http://www.ase.com.jo/ar/node/864

15. بورصة عمان، **الإدارة التنفيذية**، متوفر على الموقع:http://www.ase.com.jo/ar/الادارة-التنفيذية

16. بورصة عمّان، **أهم ملامح نظام التداول الإلكتروني NSC V900 المطبق في بورصة عمّان**،متوفر على الموقع:
http://www.exchange.jo/sites/default/files/BrokersDocument.pdf،

17. بورصة قطر، **النشرة السنوية لبورصة قطر لسنة 2020**، متوفرة على الموقع:
https://www.qe.com.qa/documents/20181/2ae1f9ab-2a0a-9866-a47e-b57da9fd5e8c

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية.

I. الكتب.

1. Alain Choinel, Gerard Rouyer, **Le marché financier Structures et acteurs**, Banque éditeur- 7ème édition,sep 1999.
2. Badi H. Baltagi (2005)**, "Econometric Analysis Panel Data"**, Third edition, England .
3. Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, **"Marches Financiers : gestion de portefeuille et risque"**, 6éme Edition, 2014.
4. Brigham, Eugene F and Ehehardt, Michael C,**"Financial Management Theory and Practice ",** Lachina publishing services, The United States of America, 2011.
5. Damodaran A.,**"Investment Valuation, Tooles and Techniques for determining the Value of Any Asset",** john wiley & sons Inc, new York, 2002.
6. David Huang, "**Combining Individual Securities Into Portfolios (Chapter 4)"**, College of Business Administration, California State University Sacramento, USA.
7. Eldon Hendriksen, **Acounting theory**, New York : R.D. Irwin, 1992.
8. Frederic S. Mishkin, **"The Economic of Money"**, Banking, and Financial Market, Addison-Wesley, USA, 7th ed, 2004.
9. George M. Constantinides , Milton Harris and Réné M. Stulz, (2003), **"Handbook of The Economics of Finance "**, Vol 1B, Elsevier B.V., Amsterdam, The Netherlands.
10. George Rutledge Gibson, **"The stock exchanges of London, Paris, and New York",** G.P. Putnam"s Sons, New York, 1889.
11. Gillet. P. **(**1999), **L'efficience des marches financières** , Édition économica.
12. Jacques Hamon**," Eugene Fama et l'efficience des marchés financiers, In : les grands auteurs en finance"**, collection dirigée par Michel Albouy, Edition ems, Colombelles, 2003.
13. Keith Cuthbertson and Dirk Nitzsche, (2004),**"Quantitative financial economics : stocks, bonds and foreign exchange",** end edition, John Wiley & Sons Ltd, England.
14. Keith Cuthbertson, (1996), "**Quantitative Financial Economics Stocks, Bonds and Foreign Exchange"**, John Wiley & Sons Ltd, England.
15. Keith Cuthbertson, (1996), **"Quantitative Financial Economics",** John Wiley & Sons Lid, England.
16. Madura , J. (2008)., **"Financial Institutions and Markets"**, 8th Edition, Thomson Corporation, China.
17. Martin Sewell,**"History of the Efficient Market Hypothesis",** University College London, Department of computer science, RN 11/04, London, 20 January 2011.
18. Mishkin, Frederic S. **"The Economics of Money, Banking and Financial Markets"**, Addison Wesley, seven Edition, 2004.
19. Mishkin, Frederic S.,**"The Economics of Money",** Banking, and Financial Markets, AddisonWesley, seven Edition, 200.
20. Muendier, Marc A., "**A Contribution to the Theory of Information Acquisition in Financial Markets",** University of California, Berkeley, Working paper, 16 Sep 2000.
21. Newman, Milgate and Eatwell, (1992), **"New Palgrave Dictionary of Money and Finance",** Vol. III.

22. Pascal Quiry, Yann Le fur., **Pierre Vernimmen : "Finance d'entreprise"**, Campus Dalloz, Edition 2009.
23. Philippe Gillet, **L'efficience des Marchés financières**, Édition Economica, 1999.
24. Roy E. Bailey, (2005),**" The Economics of Financial Markets",** Cambridge University Press, UK.
25. Roy E. Bailey, (2005),**" The Economics of Financial Markets",** Cambridge University Press, UK.
26. Sandrine Lardic et Valérie Mignon, (2006),**"L'efficience informationnelle des marchés financiers"**, éditions la découverte, Paris.
27. Saunders A. and M. M. Cornett , (2007), **"Financial Markets and Institutions"**, International Edition Mc Graw Hill, New York ,US.
28. Shleifer.A, 2000**., "Inefficient Markets an Introduction to Behavioral Finance ",** Clarendon Lecturesnin Economics, Oxford.
29. Thaler R. H., **"Advanced in behavioral finance"**, Russell Sage Fundation, Newyork, 2005.
30. WILDER J.WELLES JR. , **"New Concepts in Technical Trading Systems "**, Hunter Publishing Company ,USA, 1978.

II. المقالات والأبحاث.

1. Aftalion F., **"LE MEDAF et la finance comportementale"**, Revue française de gestion, nº 157, France, 2005.
2. Alexander S. Sangare, (2005**), Efficience des marchés : Un siècle après Bachelier,** Revue d'économie financière, Vol 81.
3. Andre F. Perold, **"The capital Asset Pricing Model",** Journal of Economic Perceptive, Volume 18, Number 3, Summer 2004.
4. Andrew, W.LO**, "Efficient Market Hypothesis"**, New York, working paper, 2007.
5. Ardiansyah, M. and A. Qoyum (2012). **"Testing the Semistrong Form Efficiency of Islamic Capital Market With Response to Information Content of Dividend Announcement"**, Journal of Modern Accounting and Auditing. Vol. 8,(7).
6. Ardiansyah, M. and A. Qoyum (2012). **"Testing the Semistrong Form Efficiency of Islamic Capital Market With Response to Information Content of Dividend Announcement"**, Journal of Modern Accounting and Auditing. Vol. 8.
7. Black, Fisher, **"Noise"**, Papers and Proceedings of the Forty-fourth Meeting of the American Finance Association, New York, Journal of Finance, Volume 41, Issue 3, JULY 1986.
8. Brief. Richard P," **The accountants responsibility historical perspective"**, the Accounting Review, 1975.
9. Broihanne M. H, Merli M., Roger P., **"Theorie comportementale du portefeuille –Interet et Limites-"**, Revue Economique, Presses de Sciences, vol 57, N° 02, 2006.
10. Chan, Ljegadeesh, N.; Lakonishok, 1., **"Momentum Strategies"**, Journal of Finance, 1996, vol.51, No.5.
11. Chen & Z Lu 2014**, " A Comparison of New FactorModels",**No.w20682,National Bureau of Economic Research , 2014.
12. Chstian Walter, (1996), **"Une histoire du concept d'efficience sur les marchés financiers"**, Annales; Histoire; Science Sociales , 51e Année , N° 4 , 1996.
13. Cochrane, John H., **"Volatility Tests and Efficient Markets",** Journal of Monetary Economics, North-Halland, 1991, Vol 27.

14. Cootner, P. (ed.) (1964). **The Random Character of Stock Market Prices, MIT Press.**
15. **Copeland Thomas and Dan Galai (1983). "Information Effects on the Bid Ask Spread"**, Journal of Finance, No38.
16. Cowles, A. (1944). **"Stock Market Forecasting"**, Econometrica, 12.
17. Cowles, A.(1933). **"Can Stock Market Forecasters Forecast?"**. Econometrica 1.
18. David Hirshleifer, Tyler Shumway., **"Good Day Sunshine : Stock Returns and The Weather"**, The Journal of Finance, Vol 58, No 3, June 2003.
19. Dimson, Elroy, Mussavian, Massoud, **"A brief history of market efficiency"**, Journal of European Financial Management, Vol.4, No. 1, 1998.
20. Dimson, Elroy, Mussavian, Massoud, **"A brief history of market efficiency**", European Financial Management Journal, Volume 4, Number 1, March 1998.
21. Dimson, Elroy, Mussavian, Massoud, **"A brief history of market efficiency".** Published in European Financial Management, Volume 4, Number 1, March 1998.
22. Dimson, Elroy, Mussavian, Massoud, **"A brief history of market efficiency"**, Published in European Financial Management, Vol.4, No.1, March 1998.
23. Eldon Hendriksen, **" Disclosure Insight into Requirement in U.S.A and U.K "**, The International Journal of Accounting, Vol.65 Spring 1992.
24. Eugene F. Fama,"**Efficient Capital Markets: II"**, The Journal of Finance, Vol. 46, No. 5 (Dec., 1991).
25. Fama, **"Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work",** Journal of Finance, 1970, Vol 25, No. 2.
26. Fama, **"Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work",** Journal of Finance, 1970, Vol.25, No.2.
27. Fama, **"Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance"**, Journal of Financial Economics, 1998, Vol_49. NO3.
28. Fama, Eugen F, **"Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance",** Journal of Financial Economics, 1992, Vol 49, N03.
29. Fama, Eugene F, **"Efficient Capital Market: II**", the Journal of Finance, 1991, Vol.46, No.5.
30. Fama, Eugene F,**"The Behavior of Stock Market Prices"**, Journal of Business, 1965, Vol.38, No.1.
31. Fama, Eugene F., **"Efficient Capital Market "**, the Journal of Finance, 1991, Vol.46, No.5.
32. Fama, Eugene F., French, Kenneth R., **"The cross-section of expected stock returns"**, The Journal of Finance, 1992, Vol_47, No. 2.
33. Fama, Eugene F; French Kenneth R., **"Dissecting Anomalies",** The Journal of Finance, 2008, Vol.63, No.
34. Fama, Eugene F; French, Kenneth R., **"Size, value, and momentum in international stock returns"**, the Journal of Financial Economics, 2012, Vol. 105.
35. Fama,**"Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work",** Journal of Finance, 1970, Vol.25, No.2.
36. Felicia Ramona Buru. **"The Impact or Behavioral Finance On Stock Markets"**, Annals Of The Constantin Brancusi University of Targu Jiu, Economy Series, Issue 3-2012.
37. Frederick Choi, "**Financial Disclosure and Entry to the European Capital"**, Journal of Accounting Research, autumn,1972.
38. Grossman, Stiglitz, **"On the impossibility of Informationally Efficient Markets",** The American Economic Review, Vol. 70, No. 3 (Jun 1980).

39. Hadi , M.M. (2006), **Review of Capital Market Efficiency:Some Evidence from Jordanian Market,** International Research Journal of Finance and Economics,Vol. 3.
40. Hall, Stephen; Urga, Giovanni, **"Testing for Ongoing Efficiency in the Russian Stock Market",** Working Paper, 2002, p.4.
41. Jegadeesh, N.; Titman, S., **"Profitability of momentum strategies: an evaluation of alternative explanations"**, Journal of Finance, 2001, Vol.56.
42. Jurgen Huber, Michael Kirchler, Matthias Sutter , **"Is More Information Always Better ? Experimental Financial Market with Cumulative Information"**, Journal of Economic Behavior & Organization, Vol. 65 (2008) 86-104.
43. Kendall, M. 1953. **"The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices"**. Journal of the Royal Statistical Society, Vol. 116, No. 1.
44. Lee, Chien C., Lee, Jun D.; Lee, Chic., **"Stock prices and the efficient market hypothesis: Evidence from a panel stationary test with structural breaks",** Japan and the World Economy, Vol.22, 2010.
45. Leroy, Stephen F., **"Efficient Capital Market and Martingales",** Journal of Economic Literature, Vol. 27, No.4, 1989.
46. Leroy, Stephen F., **"Efficient Capital Market and Martingales"**, Journal of Economic Literature, Vol. 27, No.4, 1989.
47. Leroy, Stephen F.; Porter, Richard D., **"The Present-value Relation: Tests Based on implied Variance Bounds**", Econometrica, 1981, Vol.49, No 3.
48. Lewellen, Jonathan: Shanken, Jay**. "Learning, Asset-Pricing Tests, and Market Efficiency** ", the Journal of Finance. Vol.LVII, No.3, June 2002.
49. Maduegbuna, A. N.; S.O.N. Agwuegbo and A.P. Adewole (2010), **"A Random Walk Model for Stock Market Prices",** Journal of Mathematics and Statistics,Vol.6,No.3.
50. Malkiel, Burton G**., "Reflections on the Efficient Market Hypothesis: 30 Years Later"**, The Financial Review, Vol.40, 2005.
51. Malkiel, Burton G., "**The Efficient Market Hypothesis and its Critics"**, Journal of Economic Perspectives, Vol 17, No., 2003.
52. Markowitz, H. (1952). "**Portfolio Selection"**. Journal of Finance, 7,1.
53. Martins, Clarice, Carneiro, & Eid J. William, "Pricing **Assets with Farench and Fama 5-Factor Model ",** a Brazillian market novelty, July , 2015.
54. Mujtaba, B.G.; A. Mehmood and M. S. Mehmood (2012), **Stock Market Prices Follow the Random Walks: Evidence from the Efficiency of Karachi Stock Exchange,** European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, Vol.51.
55. MUSSAVIAN and E. DIMSON 2000, **MARKET EFFICIENCY**, Journal of BUSINESS DISCIPLINES ,Vol.3, Vol.81.
56. Mustafa, MA., **"Testing the Weak-Form Efficiency of the United Arab Emirates Stock Market"**, International Journal of Business, 2004, Vol. 9, No.3.
57. NAYAK, K.M., (2012), "**A STUDY OF RANDOM WALK HYPOTHESIS OF SELECTED SCRIPTS LISTED ON NSE",** Journal of Economics and Management Vol.1,No.1.
58. Okpara, Godwin C,**"Stock Market Prices and the Random Walk Hypothesis: Future Evidence from Nigeria",** Journal of Economics and International Finance, Vol.2, No.3, March 2010.
59. Osbome, M.F. 1959. **"Brownian motion in the stock market"**, Operations Research, Vol. 1, No. 2.
60. Pearson, K. (1905). "The Problem of the Random Walk" ,Nature no. 1867,v. 72.

61. Pesaran, M. Hashem, **"Market Efficiency Today",** University of Cambridge and USC, working paper, December 2005.
62. Poterba, James; Summers, Lawrence., **"The Persistence of Volatility and Stock Market Fluctuations"**, American Economic Review, December 1986, Vol.76, No 5.
63. R. Brief R. "**Accountants Responsibility in Historical Perspective**",The Accounting Reviews, Vol. 50, No. 2.
64. Robert J. Shiller, "**From Efficient Market Theory To Behavioral Finance"**, Journal Of Economic Perspectives, Vol. 17, Number 1, Winter, 2003.
65. Roberts, H.V. 1959. **"Stock-market patterns and financial analysis: methodological suggestions"**. Journal of Finance, Vol. 14, No. 1.
66. Samuelson, P.A. 1965. **"Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly",** Industrial Management Review, Vol. 6, No. 2.
67. Samuelson, Paul A., **"Rational Theory of Warrant Pricing"**, Industrial Management Review, Vol.6, No.2 Spring 1965.
68. Semenov, Andrei, **"Testing the random walk hypothesis through robust estimation of correlation",** Computational Statistics & Data Analysis, Vol.52, 2008.
69. Sewell, Martin, **"History of the Efficient Market Hypothesis",** UCL Department of Computer Science, Research Note, 20 Jan 2011.
70. Seyyed Ali Paytakhti Oskooe, (2010), **Emerging Stock Market Performance and Economic Growth**, School of Economics, Kingston University, Kt1 2EE, Kingston upon Thames, London, United Kingdom, American Journal of Applied Sciences,Vol.7,No.2.
71. Shiller, Robert, **"Do Stock Prices Move Too Much to be justified by Subsequent changes in Dividends?"**, American Economic Review, Jun 1981, Vol. 71, No 3.
72. Surendra S. Singhvi, **"Characteristics and Implication of Inadequate Disclosure :A case study of India"**, The International of Accounting, Vol.3, No.2, Spring 1968.
73. Timmermann, Granger, **"Efficient market hypothesis and forecasting**", International Journal of Forecasting 2002.
74. Vernon L. Smith, (1991**),"Rational Choice: The Contrast between Economics and Psychology",** Journal of Political Economy , Vol. 99, No. 4.

III. الأطروحات والمذكرات:

1. Chung, Hin Y., **"Testing Weak-Form Efficiency of the Chinese Stock Market"**, Master Thesis, Lappeenranta University of Technology, September 2006.
2. Chung, Hin Yu., **"Testing Weak-Form Efficiency of the Chinese Stock Market"**, Master Thesis, Lappeenranta University of Technology, September 2006.
3. Chung. Hin Yu., **"Testing Weak-Form Efficiency of the Chinese Stock Market"**, Master Thesis, Lappeenranta University of Technology, September 2006.
4. Chung. Hin Yu., **"Testing Weak-Form Efficiency of the Chinese Stock Market"**, Master Thesis, Lappeenranta University of Technology, September 2006.
5. Clotide Wetzer**,"La finance comportementale; d'une meilleure compréhension à une nouvelle régulation des marchés financiers"**, thèse de Master, université Paris II Panthéon Assas, 2008-2009.

6. Clotilde Wetzer**,"La finance comportemental"**, master II DICE juriste d'affaires université paris Il pantheon, 2008-2009.
7. Gillette, "An Empirical Test of German Stock Market Efficiency", Master Thesis, HumboldtUniversity in Berlin, September 2005.
8. Gillette**, An Empirical Test of German Stock Market Efficiency**,A Master Thesis for the degree of Master of Science to Humboldt- University, Berlin, Germany,(2005).
9. L. Bachelier., « **Théorie de la spéculation** », Thèse pour le doctorat en sciences mathématiques, Annales de l'école normale supérieure, 3éme série, T27, 1900.
10. LI, Xiaofng. **"Tests of Stock Market Efficiency in China and Japan"**, Master's thesis in Economics of Innovation and Growth in KTH, Stockholm, April 2008.
11. LI, Xiaofng. **"Tests of Stock Market Efficiency in China and Japan"**, Master's thesis in Economics of Innovation and Growth in KTH, Stockholm, April 2008.
12. Mabhunu, Mind C., **"The Market Efficiency Hypothesis and The Behavior of Stock Returns on The JSE Security Exchange",** Master thesis, Rhodes University, 2004.
13. Mabhunu, Mind C., **"The Market Efficiency Hypothesis and The Behavior of Stock Returns on The JSE Security Exchange",** Master thesis, Rhodes University, 2004.

IV. تقارير ومنشورات:

1. AAA, **Report of Committee on Environmental Effects of Organizational Behavior**, Accounting Review, Supplement to Vol. 72, No 4, 1997.
2. Éric Jondeau, (2001), **"Le comportement mimétique sur les marchés de capitaux"**, Bulletin de LA Banque de France , N° 95, Novembre.
3. FASB, **Accounting Standards**, Vol.I Nework : Me Graw- Hill, Co.
4. FASB, Statement Of Financial Accounting Concepts, No.2 (SFAC No.2), **"Quantitative Characteristic Of Accounting Information"**, 1980.
5. International Finance Corporate report, **Corporate Governance**: Why Corporate Governance, 2005.

الملاحق

الملحق رقم 01:نتائج اختبار التجانس Hsio لمتغيرات بورصات محل الدراسة

1- نتائج اختبار التجانس Hsio لمتغيرات بورصات الجزائر

Specification Tests of Hsiao (1

H1 = Null Hypothesis : panel is homogeneous vs Alternative
H2 = Null Hypothesis : H3 vs Alternative Hypothesis : panel
H3 = Null Hypothesis : panel is homogeneous vs Alternative

Hypotheses	F-Stat	P-Value
H1	2.353427	0.006374
H2	1.366851	0.193719
H3	7.216458	0.000840

2- نتائج اختبار التجانس Hsio لمتغيرات بورصات قطر

Specification Tests of Hsiao (1

H1 = Null Hypothesis : panel is homogeneous vs Alternative
H2 = Null Hypothesis : H3 vs Alternative Hypothesis : panel
H3 = Null Hypothesis : panel is homogeneous vs Alternative

Hypotheses	F-Stat	P-Value
H1	0.539171	0.999306
H2	0.500197	0.999429
H3	0.764659	0.687408

3- نتائج اختبار التجانس Hsio لمتغيرات بورصات عمان

Specification Tests of Hsiao (1

H1 = Null Hypothesis : panel is homogeneous vs Alternative
H2 = Null Hypothesis : H3 vs Alternative Hypothesis : panel
H3 = Null Hypothesis : panel is homogeneous vs Alternative

Hypotheses	F-Stat	P-Value
H1	0.000000	1.000000
H2	0.000000	1.000000
H3	0.000000	1.000000

الملحق رقم 02:نتائج تقدير نماذج Panel لنماذج تسعير الأصول الرأسمالية الثلاثة في بورصة الجزائر

01:نتائج تقدير نماذج Panel الخاصة بنموذج MEDAF

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/09/22 Time: 03:28
Sample: 2011M04 2021M12
Periods included: 129
Cross-sections included: 3
Total panel (balanced) observations: 387

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002054	0.001627	1.262967	0.2074
PRM	0.306819	0.041827	7.335458	0.0000

R-squared	0.122625	Mean dependent var	-0.001846
Adjusted R-squared	0.120346	S.D. dependent var	0.032245
S.E. of regression	0.030242	Akaike info criterion	-4.153991
Sum squared resid	0.352121	Schwarz criterion	-4.133534
Log likelihood	805.7972	Hannan-Quinn criter.	-4.145879
F-statistic	53.80894	Durbin-Watson stat	1.435406
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/09/22 Time: 03:38
Sample: 2011M04 2021M12
Periods included: 129
Cross-sections included: 3
Total panel (balanced) observations: 387

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002296	0.001607	1.428633	0.1539
PRM	0.325825	0.041656	7.821846	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.149613	Mean dependent var	-0.001846
Adjusted R-squared	0.142952	S.D. dependent var	0.032245
S.E. of regression	0.029851	Akaike info criterion	-4.174898
Sum squared resid	0.341290	Schwarz criterion	-4.133984
Log likelihood	811.8427	Hannan-Quinn criter.	-4.158674
F-statistic	22.46104	Durbin-Watson stat	1.474333
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/09/22 Time: 03:41
Sample: 2011M04 2021M12
Periods included: 129
Cross-sections included: 3
Total panel (balanced) observations: 387
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002054	0.001606	1.279514	0.2015
PRM	0.306819	0.041286	7.431570	0.0000

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	0.029851	1.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.122625	Mean dependent var	-0.001846
Adjusted R-squared	0.120346	S.D. dependent var	0.032245
S.E. of regression	0.030242	Sum squared resid	0.352121
F-statistic	53.80894	Durbin-Watson stat	1.435406
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.122625	Mean dependent var	-0.001846
Sum squared resid	0.352121	Durbin-Watson stat	1.435406

02:نتائج تقدير نماذج Panel الخاصة بنموذج ثلاثي العوامل

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/09/22 Time: 14:48
Sample: 2011M04 2021M12
Periods included: 129
Cross-sections included: 3
Total panel (balanced) observations: 387

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.070897	0.086883	0.816001	0.4150
RM_RF	0.311608	0.042081	7.404884	0.0000
LOG_MVE	-0.008012	0.009803	-0.817269	0.4143
BM	0.001464	0.001351	1.083584	0.2792

R-squared	0.125888	Mean dependent var	-0.001846
Adjusted R-squared	0.119042	S.D. dependent var	0.032245
S.E. of regression	0.030265	Akaike info criterion	-4.147381
Sum squared resid	0.350812	Schwarz criterion	-4.106467
Log likelihood	806.5183	Hannan-Quinn criter.	-4.131158
F-statistic	18.38640	Durbin-Watson stat	1.447734
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/09/22 Time: 14:52
Sample: 2011M04 2021M12
Periods included: 129
Cross-sections included: 3
Total panel (balanced) observations: 387

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.054725	0.167529	0.326659	0.7441
RM_RF	0.335662	0.042330	7.929664	0.0000
LOG_MVE	-0.004428	0.018322	-0.241665	0.8092
BM	-0.006660	0.003610	-1.845112	0.0658

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.158739	Mean dependent var	-0.001846
Adjusted R-squared	0.147699	S.D. dependent var	0.032245
S.E. of regression	0.029768	Akaike info criterion	-4.175351
Sum squared resid	0.337628	Schwarz criterion	-4.113980
Log likelihood	813.9304	Hannan-Quinn criter.	-4.151016
F-statistic	14.37828	Durbin-Watson stat	1.475157
Prob(F-statistic)	0.000000		

03:نتائج تقدير نماذج Panel الخاصة بنموذج خماسي العوامل

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/09/22 Time: 16:55
Sample: 2011M04 2021M12
Periods included: 129
Cross-sections included: 3
Total panel (balanced) observations: 387

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.071570	0.088123	0.812164	0.4172
RM_RF	0.308917	0.042657	7.241900	0.0000
LOG_MVE	-0.008165	0.009931	-0.822151	0.4115
BM	0.001343	0.001354	0.991902	0.3219
AG	0.261655	0.203897	1.283270	0.2002
ROE	-0.002392	0.012500	-0.191341	0.8484

R-squared	0.129835	Mean dependent var	-0.001846
Adjusted R-squared	0.118415	S.D. dependent var	0.032245
S.E. of regression	0.030276	Akaike info criterion	-4.141570
Sum squared resid	0.349228	Schwarz criterion	-4.080200
Log likelihood	807.3939	Hannan-Quinn criter.	-4.117235
F-statistic	11.36959	Durbin-Watson stat	1.453450
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/09/22 Time: 16:59
Sample: 2011M04 2021M12
Periods included: 129
Cross-sections included: 3
Total panel (balanced) observations: 387

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.097845	0.184307	0.530879	0.5958
RM_RF	0.339470	0.042846	7.923065	0.0000
LOG_MVE	-0.009135	0.020184	-0.452591	0.6511
BM	-0.007360	0.003791	-1.941643	0.0529
AG	0.165220	0.231111	0.714895	0.4751
ROE	-0.009819	0.012879	-0.762410	0.4463

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.161757	Mean dependent var	-0.001846
Adjusted R-squared	0.146274	S.D. dependent var	0.032245
S.E. of regression	0.029793	Akaike info criterion	-4.168609
Sum squared resid	0.336417	Schwarz criterion	-4.086781
Log likelihood	814.6258	Hannan-Quinn criter.	-4.136162
F-statistic	10.44799	Durbin-Watson stat	1.479637
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم 03:نتائج تقدير نماذج **Panel** لنماذج تسعير الأصول الرأسمالية الثلاثة في بورصة قطر

01:نتائج تقدير نماذج **Panel** الخاصة بنموذج **MEDAF**

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/08/22 Time: 15:21
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 13
Total panel (balanced) observations: 767

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.006126	0.012316	0.497396	0.6191
PRM	1.121755	0.256861	4.367164	0.0000

R-squared	0.024324	Mean dependent var	-0.006307
Adjusted R-squared	0.023049	S.D. dependent var	0.335731
S.E. of regression	0.331839	Akaike info criterion	0.634270
Sum squared resid	84.23955	Schwarz criterion	0.646375
Log likelihood	-241.2425	Hannan-Quinn criter.	0.638930
F-statistic	19.07212	Durbin-Watson stat	2.193325
Prob(F-statistic)	0.000014		

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/08/22 Time: 15:24
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 13
Total panel (balanced) observations: 767

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.004659	0.012454	0.374122	0.7084
PRM	0.989464	0.282853	3.498162	0.0005

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.028151	Mean dependent var	-0.006307
Adjusted R-squared	0.011373	S.D. dependent var	0.335731
S.E. of regression	0.333816	Akaike info criterion	0.661631
Sum squared resid	83.90915	Schwarz criterion	0.746370
Log likelihood	-239.7354	Hannan-Quinn criter.	0.694248
F-statistic	1.677834	Durbin-Watson stat	2.202107
Prob(F-statistic)	0.060887		

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/08/22 Time: 15:25
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 13
Total panel (balanced) observations: 767
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.006126	0.012389	0.494450	0.6211
PRM	1.121755	0.258392	4.341298	0.0000

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	0.333816	1.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.024324	Mean dependent var	-0.006307
Adjusted R-squared	0.023049	S.D. dependent var	0.335731
S.E. of regression	0.331839	Sum squared resid	84.23955
F-statistic	19.07212	Durbin-Watson stat	2.193325
Prob(F-statistic)	0.000014		

Unweighted Statistics

R-squared	0.024324	Mean dependent var	-0.006307
Sum squared resid	84.23955	Durbin-Watson stat	2.193325

02:نتائج تقدير نماذج Panel الخاصة بنموذج ثلاثي العوامل

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/08/22 Time: 16:09
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 13
Total panel (balanced) observations: 767

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.183980	0.166868	1.102545	0.2706
PRM	1.062240	0.259112	4.099544	0.0000
LOG_MVE	-0.010602	0.014145	-0.749526	0.4538
BM	-0.075181	0.031871	-2.358901	0.0186

R-squared	0.031988	Mean dependent var	-0.006307
Adjusted R-squared	0.028182	S.D. dependent var	0.335731
S.E. of regression	0.330966	Akaike info criterion	0.631599
Sum squared resid	83.57784	Schwarz criterion	0.655810
Log likelihood	-238.2182	Hannan-Quinn criter.	0.640918
F-statistic	8.404578	Durbin-Watson stat	2.129814
Prob(F-statistic)	0.000017		

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/08/22 Time: 16:58
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 13
Total panel (balanced) observations: 767

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.551651	1.843859	0.841524	0.4003
PRM	0.891838	0.282893	3.152558	0.0017
LOG_MVE	-0.130433	0.169685	-0.768680	0.4423
BM	-0.199050	0.081039	-2.456219	0.0143

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.043228	Mean dependent var	-0.006307
Adjusted R-squared	0.024118	S.D. dependent var	0.335731
S.E. of regression	0.331657	Akaike info criterion	0.651211
Sum squared resid	82.60745	Schwarz criterion	0.748056
Log likelihood	-233.7395	Hannan-Quinn criter.	0.688488
F-statistic	2.262050	Durbin-Watson stat	2.059762
Prob(F-statistic)	0.004036		

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/08/22 Time: 16:58
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 13
Total panel (balanced) observations: 767
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.183980	0.167217	1.100246	0.2716
PRM	1.062240	0.259653	4.090998	0.0000
LOG_MVE	-0.010602	0.014175	-0.747963	0.4547
BM	-0.075181	0.031938	-2.353984	0.0188

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	0.331657	1.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.031988	Mean dependent var	-0.006307
Adjusted R-squared	0.028182	S.D. dependent var	0.335731
S.E. of regression	0.330966	Sum squared resid	83.57784
F-statistic	8.404578	Durbin-Watson stat	2.129814
Prob(F-statistic)	0.000017		

Unweighted Statistics

R-squared	0.031988	Mean dependent var	-0.006307
Sum squared resid	83.57784	Durbin-Watson stat	2.129814

03:نتائج تقدير نماذج Panel الخاصة بنموذج خماسي العوامل

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/07/22 Time: 20:27
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 13
Total panel (balanced) observations: 767

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.311590	0.192544	1.618278	0.1060
PRM	1.070685	0.259262	4.129739	0.0000
BM	-0.076536	0.032532	-2.352605	0.0189
LOG_MVE	-0.023160	0.016967	-1.364965	0.1727
AG	0.713765	1.280337	0.557482	0.5774
ROE	1.383290	1.396737	0.990373	0.3223

R-squared	0.034329	Mean dependent var	-0.006307
Adjusted R-squared	0.027985	S.D. dependent var	0.335731
S.E. of regression	0.331000	Akaike info criterion	0.634393
Sum squared resid	83.37573	Schwarz criterion	0.670710
Log likelihood	-237.2897	Hannan-Quinn criter.	0.648372
F-statistic	5.410669	Durbin-Watson stat	2.137536
Prob(F-statistic)	0.000067		

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/07/22 Time: 20:32
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 13
Total panel (balanced) observations: 767

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.163212	1.914380	1.129980	0.2588
PRM	0.896396	0.282906	3.168533	0.0016
BM	-0.217008	0.083349	-2.603597	0.0094
LOG_MVE	-0.187723	0.176328	-1.064622	0.2874
AG	1.131203	1.362706	0.830115	0.4067
ROE	1.452279	1.828201	0.794376	0.4272

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.046016	Mean dependent var	-0.006307
Adjusted R-squared	0.024364	S.D. dependent var	0.335731
S.E. of regression	0.331616	Akaike info criterion	0.653507
Sum squared resid	82.36667	Schwarz criterion	0.762457
Log likelihood	-232.6200	Hannan-Quinn criter.	0.695444
F-statistic	2.125227	Durbin-Watson stat	2.064240
Prob(F-statistic)	0.005128		

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/08/22 Time: 15:07
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 13
Total panel (balanced) observations: 767
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.311590	0.192902	1.615272	0.1067
PRM	1.070685	0.259744	4.122069	0.0000
BM	-0.076536	0.032593	-2.348235	0.0191
LOG_MVE	-0.023160	0.016999	-1.362430	0.1735
AG	0.713765	1.282719	0.556447	0.5781
ROE	1.383290	1.399336	0.988533	0.3232

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	0.331616	1.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.034329	Mean dependent var	-0.006307
Adjusted R-squared	0.027985	S.D. dependent var	0.335731
S.E. of regression	0.331000	Sum squared resid	83.37573
F-statistic	5.410669	Durbin-Watson stat	2.137536
Prob(F-statistic)	0.000067		

Unweighted Statistics

R-squared	0.034329	Mean dependent var	-0.006307
Sum squared resid	83.37573	Durbin-Watson stat	2.137536

الملحق رقم 04:نتائج تقدير نماذج **Panel** لنماذج تسعير الأصول الرأسمالية الثلاثة في بورصة عمان

01:نتائج تقدير نماذج **Panel** الخاصة بنموذج **MEDAF**

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/03/22 Time: 19:22
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 14
Total panel (balanced) observations: 826

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000948	0.001458	0.650233	0.5157
PRM	0.999991	0.037049	26.99084	0.0000

R-squared	0.469245	Mean dependent var	-0.017066
Adjusted R-squared	0.468601	S.D. dependent var	0.051114
S.E. of regression	0.037261	Akaike info criterion	-3.739330
Sum squared resid	1.144016	Schwarz criterion	-3.727910
Log likelihood	1546.343	Hannan-Quinn criter.	-3.734950
F-statistic	728.5052	Durbin-Watson stat	2.128318
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/03/22 Time: 19:24
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 14
Total panel (balanced) observations: 826

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000948	0.001470	0.645083	0.5191
PRM	0.999991	0.037345	26.77708	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.469245	Mean dependent var	-0.017066
Adjusted R-squared	0.460083	S.D. dependent var	0.051114
S.E. of regression	0.037558	Akaike info criterion	-3.707853
Sum squared resid	1.144016	Schwarz criterion	-3.622201
Log likelihood	1546.343	Hannan-Quinn criter.	-3.674999
F-statistic	51.21513	Durbin-Watson stat	2.128318
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/03/22 Time: 19:24
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 14
Total panel (balanced) observations: 826
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000948	0.001470	0.645083	0.5191
PRM	0.999991	0.037345	26.77708	0.0000

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	0.037558	1.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.469245	Mean dependent var	-0.017066
Adjusted R-squared	0.468601	S.D. dependent var	0.051114
S.E. of regression	0.037261	Sum squared resid	1.144016
F-statistic	728.5052	Durbin-Watson stat	2.128318
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.469245	Mean dependent var	-0.017066
Sum squared resid	1.144016	Durbin-Watson stat	2.128318

02:نتائج تقدير نماذج Panel الخاصة بنموذج ثلاثي العوامل

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/03/22 Time: 19:27
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 14
Total panel (balanced) observations: 826

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.306479	0.494059	0.620329	0.5352
PRM	0.977748	0.037458	26.10242	0.0000
LOG_MVE	-0.019262	0.034635	-0.556161	0.5783
BM	-0.076322	0.036017	-2.119056	0.0344

R-squared	0.476657	Mean dependent var	-0.017066
Adjusted R-squared	0.474747	S.D. dependent var	0.051114
S.E. of regression	0.037045	Akaike info criterion	-3.748552
Sum squared resid	1.128039	Schwarz criterion	-3.725711
Log likelihood	1552.152	Hannan-Quinn criter.	-3.739791
F-statistic	249.5575	Durbin-Watson stat	2.087780
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/03/22 Time: 19:28
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 14
Total panel (balanced) observations: 826

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.306479	0.498012	0.615404	0.5385
PRM	0.977748	0.037758	25.89519	0.0000
LOG_MVE	-0.019262	0.034912	-0.551745	0.5813
BM	-0.076322	0.036305	-2.102233	0.0358

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.476657	Mean dependent var	-0.017066
Adjusted R-squared	0.466307	S.D. dependent var	0.051114
S.E. of regression	0.037341	Akaike info criterion	-3.717075
Sum squared resid	1.128039	Schwarz criterion	-3.620002
Log likelihood	1552.152	Hannan-Quinn criter.	-3.679840
F-statistic	46.05201	Durbin-Watson stat	2.087780
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/03/22 Time: 19:28
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 14
Total panel (balanced) observations: 826
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.306479	0.498012	0.615404	0.5385
PRM	0.977748	0.037758	25.89519	0.0000
LOG_MVE	-0.019262	0.034912	-0.551745	0.5813
BM	-0.076322	0.036305	-2.102233	0.0358

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	0.037341	1.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.476657	Mean dependent var	-0.017066
Adjusted R-squared	0.474747	S.D. dependent var	0.051114
S.E. of regression	0.037045	Sum squared resid	1.128039
F-statistic	249.5575	Durbin-Watson stat	2.087780
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.476657	Mean dependent var	-0.017066
Sum squared resid	1.128039	Durbin-Watson stat	2.087780

03:نتائج تقدير نماذج Panel الخاصة بنموذج خماسي العوامل

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/03/22 Time: 19:12
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 14
Total panel (balanced) observations: 826

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.622847	0.745842	-2.175858	0.0299
PRM	0.933362	0.036820	25.34949	0.0000
BM	0.046669	0.044364	1.051972	0.2931
LOG_MVE	0.107714	0.051676	2.084412	0.0374
AG	-3.686747	0.595574	-6.190238	0.0000
ROE	16.82852	2.195244	7.665898	0.0000

R-squared	0.523434	Mean dependent var	-0.017066
Adjusted R-squared	0.520528	S.D. dependent var	0.051114
S.E. of regression	0.035393	Akaike info criterion	-3.837340
Sum squared resid	1.027213	Schwarz criterion	-3.803079
Log likelihood	1590.821	Hannan-Quinn criter.	-3.824198
F-statistic	180.1288	Durbin-Watson stat	2.359194
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel Least Squares
Date: 04/03/22 Time: 19:18
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 14
Total panel (balanced) observations: 826

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.622847	0.751826	-2.158542	0.0312
PRM	0.933362	0.037115	25.14775	0.0000
BM	0.046669	0.044720	1.043600	0.2970
LOG_MVE	0.107714	0.052090	2.067823	0.0390
AG	-3.686747	0.600352	-6.140973	0.0000
ROE	16.82852	2.212855	7.604889	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.523434	Mean dependent var	-0.017066
Adjusted R-squared	0.512805	S.D. dependent var	0.051114
S.E. of regression	0.035677	Akaike info criterion	-3.805863
Sum squared resid	1.027213	Schwarz criterion	-3.697370
Log likelihood	1590.821	Hannan-Quinn criter.	-3.764248
F-statistic	49.24253	Durbin-Watson stat	2.359194
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: RI_RF
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/03/22 Time: 19:18
Sample: 2017M02 2021M12
Periods included: 59
Cross-sections included: 14
Total panel (balanced) observations: 826
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.622847	0.751826	-2.158542	0.0312
PRM	0.933362	0.037115	25.14775	0.0000
BM	0.046669	0.044720	1.043600	0.2970
LOG_MVE	0.107714	0.052090	2.067823	0.0390
AG	-3.686747	0.600352	-6.140973	0.0000
ROE	16.82852	2.212855	7.604889	0.0000

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	0.035677	1.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.523434	Mean dependent var	-0.017066
Adjusted R-squared	0.520528	S.D. dependent var	0.051114
S.E. of regression	0.035393	Sum squared resid	1.027213
F-statistic	180.1288	Durbin-Watson stat	2.359194
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.523434	Mean dependent var	-0.017066
Sum squared resid	1.027213	Durbin-Watson stat	2.359194

المستخلص:

هدفت الدراسة إلى تقدير واختبار نموذج MEDAF وكذا النماذج متعددة العوامل قصد تحديد دور متغيرات المالية السلوكية في تفسير التغيرات الحاصلة في عوائد أسهم الشركات والبنوك الممثلة لعينة الدراسة في كل من بورصة الجزائر، وبورصتي قطر وعمان، في ظل فرضية كفاءة أسواق رأس المال بعد تشخيص وتقييم أداءها باستخدام المؤشرات البورصوية واختبار كفاءتها باختبارات الاستقلالية والارتباط.

تم الاعتماد على عينة مكونة من 03 شركات مدرجة في بورصة الجزائر بواسطة بيانات شهرية خلال الفترة الممتدة من مارس 2011 إلى ديسمبر 2021، أما في بورصتي قطر وعمان فقد تم الاعتماد على 13 و14 بنك وشركة على التوالي تمثلان القطاع المصرفي في كل بورصة خلال الفترة من فيفري2017 إلى ديسمبر 2021، وتم استخدام طريقة "نماذج بانل" لتقدير نماذج تسعير الأصول الرأسمالية الثلاث بواسطة برنامج EVIEWS 9.0.

وتم التوصل في بورصة الجزائر إلى أن متغير علاوة مخاطرة السوق PRM لديه أثر معنوي موجب على المتغير المستقل للدراسة، في حين أن كل من متغير عامل الحجم logMVE، عامل القيمة B/M، عامل الاستثمار AG، وعامل الربحية ROE هي متغيرات غير معنوية وليس لديها أي تأثير ولا تعتبر كعوامل مفسرة لتغيرات عوائد الأسهم.

أما في بورصة قطر فتم التوصل إلى أن كل من علاوة مخاطرة السوق PRM له أثر معنوي موجب، وعامل القيمة B/M له أثر معنوي سلبي، أما فيما يخص عامل الحجم logMVE، عامل الاستثمار AG، وعامل الربحية ROE فهي متغيرات غير معنوية وليس لديها أي تأثير.

أما فيا يخص بورصة عمان فتوصلنا أن كل من علاوة مخاطرة السوق PRM وعامل الربحية ROE لهما أثر معنوي موجب، في حين أن عامل الاستثمار AG وعامل القيمة B/M لهما أثر معنوي سلبي، أما عامل الحجم logMVE فلم يكن له أي تأثير معنوي.

الكلمات المفتاحية: كفاءة أسواق رأس المال، المالية السلوكية، نموذجMEDAF، النماذج المتعددة العوامل، بورصة الجزائر، بورصة قطر، بورصة عمان، نماذج بانل.

Abstract:

The study aimed to estimate and test the CAPM model as well as the Multifactorial Models in order to determine the role of behavioral financial variables in explaining the variations in the returns of the shares of companies and banks representing the study sample in the Algiers Stock Exchange, Qatar and Amman Stock Exchanges, in light of the hypothesis of the efficiency of capital markets after diagnosing and evaluating their performance using the market indicators and testing their efficiency with tests of independence and correlation.

A sample of 03 companies listed on the Algiers Stock Exchange was relied upon using monthly data during the period from March 2011 to December 2021. As for the Qatar and Amman Stock exchanges 13 and 14 banks and companies, respectively, representing the banking sector in each stock exchange during the period were relied upon. From February 2017 to December 2021, the "Panel Models" method was used to estimate the three capital asset pricing models by EVIEWS 9.

It was concluded in the Algiers Stock Exchange that the (PRM) market risk premium variable has a positive significant effect on the independent variable of the study, while the (logMVE) volume factor variable, the value factor (B/M), the investment factor (AG), and the profitability factor (ROE) are insignificant and do not have no effect and are not considered as explaining factors for variations in stock returns.

As for the Qatar Stock Exchange, it was concluded that the (PRM) variable has a positive significant effect, and the value factor (B/M) has a negative significant effect. As for the (logMVE) factor, the investment factor (AG), and the profitability factor (ROE), they are insignificant variables and do not have any effect.

As for the Amman Stock Exchange, we found that both the (PRM) variable and the profitability factor (ROE) have a positive significant effect, while the investment factor (AG) and the value factor B/M have a negative significant effect, while the (logMVE) factor did not have any significant effect.

Keywords: Capital Market Efficiency, Behavioral Finance, CAPM, Multifactorial Models, Algiers Stock Exchange, Qatar Stock Exchange, Amman Stock Exchange, Panel Models.