جامعة يحي فارس بالمدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية

الموضوع:

تقدير العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية(مصر، السعودية، الجزائر) خلال الفترة(2005-2017)

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية

تخصص : مالية وبنوك

إعداد الطالبة:

عليش فطيمة

إشراف الأستاذ الدكتور:

سالمي رشيد

أعضاء لجنة المناقشة

أ.د. رميدي عبد الوهاب	أستاذ التعليم العالي	جامعة المدية	رئيساً
أ.د. سالمي رشيد	أستاذ التعليم العالي	المركز.ج.بتمنراست	مقررًا
د. رتيعة محمد	أستاذ محاضر"أ"	جامعة المدية	عضوًا ممتحنًا
د. عامر كمال	أستاذ محاضر"أ"	جامعة المدية	عضوًا ممتحنًا
د. سعيدي فاطمة الزهراء	أستاذ محاضر"أ"	جامعة المدية	عضوًا ممتحنًا
د. حبيش علي	أستاذ محاضر"أ"	جامعة البويرة	عضوًا ممتحنًا

السنة الجامعة: 2018-2019

شكر وعرفان

نشكر الله عز وجل الذي وفقنا ويسر لنا الطريق لإتمام هذا العمل

ولا يفوتنا أن نتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير إلى الأستاذ المشرف

الدكتور سالمي رشيد الذي تفضل بالإشراف على بحثنا هذا وعلى

ما قدمه لنا من إرشادات وتوجيهات طيلة فترة البحث.

كما يسرنا أن نتقدم بالشكر الجزيل لأساتذتنا الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة

على قبولهم مناقشة وتقويم هذا العمل

ونشكر كل من ساعدنا من قريب أو بعيد لانجاز هذا البحث ونخص

بالذكر الأستاذ عامر كمال، سعيدي فاطمة الزهراء، شرفي جيلالي

إهداء

أهدي ثمرة هذا العمل إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله وأنعم عليهما بالصحة و العافية

إلى سندي في الحياة إخوتي

إلى كل الأهل والأحباب والأصدقاء و الزملاء

مستخلص:

لقد تم اختبار العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة وهي(السوق المالي السعودي، السوق المالي المصري، السوق المالي الجزائري) وذلك باستخدام البيانات الربع سنوية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة(2005-2017)، حيث تم الحصول على البيانات من قاعدة البيانات لصندوق النقد العربي.

وقد هدفت الدراسة إلى معرفة طبيعة العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية ولتحقيق هذا الهدف فقد تم اختبار الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة لمعرفة ما إذا كانت هذه المتغيرات مستقرة أم لا وذلك عن طريق اختبار جذر الوحدة، ورغم تعدد اختبارات جذر الوحدة، إلا أنه في هذه الدراسة تم الإعتماد على اختبارين من أجل اختبار سكون السلاسل الزمنية من عدمها، وهما اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF)واختبار فيلبس-بيرون(PP) وبعد ذلك تم تحليل العلاقة الارتباطية والعلاقة السببية بين متغيرات الدراسة.

توصلت الدراسة إلى أن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة مستقرة. وكشفت النتائج التجريبية عدم وجود علاقة ارتباط بين متغيري الدراسة، في حين أظهرت اختبارات جرانجر للسببية على عدم وجود علاقة سببية تتجه من حجم التداول إلى عوائد الأسهم السوقية ومن عوائد الأسهم السوقية إلى حجم التداول، ويمكن إرجاع هذه النتائج إلى حجم السوق وإلى التقييدات التي تفرضها بعض الدول على حركة التداول والتغير في الأسعار في أسواقها المالية بالإضافة إلى ضيق نطاقها وقصور هياكلها المؤسسية وأطرها التشريعية وافتقارها إلى متطلبات الشفافية، مما جعل أدائها يتسم بالتدني وعدم تحقيق الأهداف المنتظرة منها مقارنة بنظيراتها من الأسواق المالية المتقدمة.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية، حجم التداول، عوائد الأسهم السوقية، ARDL، الارتباطية، السببية.

Abstract:

The relationship between trading volume and market stock returns in the Arab financial markets under this study (Saudi Financial Market, Egyptian Financial Market, and Algerian Financial Market) using the quarterly data of the study variables during the period 2005-2017, Which have been obtained from Arab Monetary Fund database.

And this study aimed at knowing the nature of the relationship between the trading volume and the market stocks returns. To achieve this objective, the statistical characteristics of the time series of the study variables have been examined to investigate whether these variables are stable or not by using time series unit root test. Despite the multiple tests of the root of the unit, however, this study was based on two tests to test the silence of time series or not, namely, the Extended Dickey-Fuller Test (ADF) and the Phelps-Peyron Test (PP). Then, the correlation and causal relationship between the study variables were analyzed.

The study concluded that the time series of the study variables, the volume of trading and the returns of market shares in the Arab financial markets are stable. The experimental results revealed that there was no correlation between the study variables, while Granger's causality tests showed no causal link from trading volume to market stock returns and from market, stock returns to trading volume. These results can be traced back to the size of the market and to the limitations imposed by some countries on trading movement and the price changes in their financial markets, as well as the narrowness of their scope, the lack of their institutional structures, their legislative frameworks and the lack of transparency requirements, which made their performance low and the achievement of the expected objectives compared to their counterparts in the advanced financial markets.

Keywords: Financial Markets, Trading Volume, Market Stock Returns, ARDL, Correlation, Causality.

فهرس المحتويات

العنوان	رقم الصفحة
شكر وعرفان	.I
الإهداء	.II
الملخص	.III
فهرس المحتويات	.V
قائمة الأشكال	.VIII
قائمة الجداول	.X
قائمة الملاحق	.XI
مقدمة	**أ– ش**
الفصـــــــــل الأول: الإطار العام للأسواق المالية	01
تمهيد	02
المبحث الأول: الأسواق المالية: المفهوم، الوظائف والبنية.....	03
المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية.....	03
المطلب الثاني: الوظائف الرئيسية للأسواق المالية.....	07
المطلب الثالث: تصنيفات الأسواق المالية.....	09
المبحث الثاني: الأصول المتداولة في الأسواق المالية.....	16
المطلب الأول: أدوات الملكية(الأسهم).....	16
المطلب الثاني: أدوات الدين(السندات).....	22
المطلب الثالث: المشتقات المالية.....	27
المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية ومؤشرات تطورها	31
المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية ومتطلباتها.....	32
المطلب الثاني: مستويات كفاءة الأسواق المالية.....	39
المطلب الثالث: مؤشرات تطور كفاءة الأسواق المالية.....	43
خلاصة الفصل.....	49

الفصـــــــــل الثاني: تقييم الأسهم والعوامل المؤثرة في حجم التداول	50
تمهيد.....	51
المبحث الأول: تحليل وتقييم الأسهم.....	52
المطلب الأول: ماهية التقييم، المخاطر والعوائد.....	52
المطلب الثاني: مفهوم عوائد الأسهم وأنواعها.....	59
المطلب الثالث: العوامل الاقتصادية المؤثرة على عوائد الأسهم.....	63
المبحث الثاني: أساليب ونماذج تحليل و تقييم الأسهم.....	65
المطلب الأول: التحليل الأساسي..... .	65
المطلب الثاني: التحليل الفني.....	70
المطلب الثالث: مؤشرات و نماذج تقييم الأسهم.....	81
المبحث الثالث: حجم التداول والعوامل المؤثرة فيه.....	87
المطلب الأول: حجم التداول وأهميته في الأسواق المالية.....	87
المطلب الثاني: تفسير حجم التداول.....	90
المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في حجم التداول.....	93
خلاصة الفصل.....	95
الفصـــــــــل الثالث: دراسة أداء الأسواق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة 2005-2016	96
تمهيد.....	97
المبحث الأول: السوق المالية السعودية.....	98
المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالية السعودية.....	98
المطلب الثاني: أنظمة التداول في سوق الأسهم السعودية.....	103
المطلب الثالث: تطور أداء مؤشرات سوق الأسهم السعودي خلال الفترة(2005-2016).....	106
المبحث الثاني: السوق المالي المصري.....	112
المطلب الأول: لمحة عن بورصة مصر.....	112
المطلب الثاني: تنظيم الأسواق المالية في مصر.....	118
المطلب الثالث: تطور أداء مؤشرات السوق المالي المصري خلال الفترة(2005-2016).....	123
المبحث الثالث: السوق المالي الجزائري.....	129

المطلب الأول: لمحة عن بورصة الأوراق المالية الجزائرية.....	129
المطلب الثاني: تطور أداء مؤشرات السوق المالي الجزائري خلال الفترة (2005-2016).....	138
المطلب الثالث: عراقيل وشروط إعادة حيوية بورصة الجزائر.....	142
خلاصة الفصل.....	149
الفصـــــــــل الرابع: نتائج تقدير العلاقة القياسية بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة (2005-2017)	150
تمهيد	151
المبحث الأول: البيانات والاختبارات الإحصائية المستخدمة.....	152
المطلب الأول: نموذج الدراسة والتعريف بالمتغيرات.....	152
المطلب الثاني: اختبار جذر الوحدة(Unit Root test).....	156
المطلب الثالث: العلاقة الارتباطية (معامل الارتباط البسيطr).....	164
المطلب الرابع: اختبار السببية (Causahty test).....	165
المبحث الثاني: نتائج الاختبارات الإحصائية.....	168
المطلب الأول: دراسة المقاييس الإحصائية لمتغيرات الدراسة.....	168
المطلب الثاني: نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة.....	177
المطلب الثالث: نتائج اختبار العلاقة الترابطية (Contemporaneous).....	185
المطلب الرابع: نتائج اختبار العلاقة السببية.....	188
خلاصة الفصل.....	191
خاتمة عامة.....	193
قائمة المراجع.....	199
الملاحق.....	213

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1-1	تصنيفات الأسواق المالية	15
2-1	أنواع السندات	23
3-1	أنواع عقود الخيار	30
4-1	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية	38
5-1	أصناف المعلومات المتوافقة مع الصيغ الثلاثة لفرضية السوق المالية الكفؤة.	40
6-1	الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية	42
1-2	الرسم البياني الخطي	72
2-2	الرسوم البيانية المستطيلة	73
3-2	الأعمدة البيانية	74
4-2	الرسم البياني لرقم والنقطة	75
5-2	خريطة المستويات المساعدة والمقاومة	76
6-2	يمثل خريطة الرأس والكتفين	77
7-2	الشموع اليابانية	78
8-2	يمثل حالة الترند الصاعد والهابط في حجم التداول	90
9-2	يمثل حجم التداول عند اختراق مستوى المتاجرة	91
10-2	يمثل حجم التداول أثناء مستوى المتاجرة	92
1-3	وظائف هيئة السوق المالية	100
2-3	تطورات مؤشرات سوق الأسهم السعودية	111
3-3	تطورات مؤشرات سوق مصر	128
4-3	مسار حصة التداول ببورصة الجزائر	136

5–3	أسواق بورصة الجزائر	136
6–3	تطورات مؤشرات بورصة الجزائر خلال الفترة (2005–2016)	141
1–4	منهجية ديكي فولر في تحليل الإستقرارية	169
2–4	التمثيل البياني للسلسلة "V" في السوق المالي السعودي	171
3–4	التمثيل البياني للسلسلة "R" في السوق المالي السعودي	142
4–4	التمثيل البياني للسلسلة "V" في السوق المالي المصري	173
5–4	التمثيل البياني للسلسلة "R" في السوق المالي المصري	174
6–4	التمثيل البياني للسلسلة "V" في السوق المالي الجزائري	175
7–4	التمثيل البياني للسلسلة "R" في السوق المالي الجزائري	176

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1-1	الفرق بين الأسهم والسندات	25
1-2	تأثير المؤشرات الاقتصادية على آداء سوق الأسهم.	68
2-2	أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي و التحليل الفني	79
1-3	تطورات مؤشرات سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2005-2016	106
2-3	تطورات مؤشرات السوق المالي المصري خلال الفترة 2005-2016	123
3-3	تطور أداء مؤشرات بورصة الجزائر خلال الفترة (2005-2016)	138
1-4	نتائج التحليل الإحصائي لعوائد الأسهم السوقية وحجم التداول في الأسواق المالية محل الدراسة.	179
2-4	نتائج اختبار جذر الوحدة لاستقرار السلاسل الزمنية	178
3-4	طريقة منهج الحدود لاختبار التكامل المشترك في السوق المالي السعودي	181
4-4	طريقة منهج الحدود لاختبار التكامل المشترك في السوق المالي المصري	182
5-4	تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة(2,0)	183
6-4	طريقة منهج الحدود لاختبار التكامل المشترك في السوق المالي الجزائري	183
7-4	تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة(1,1)	184
8-4	نتائج اختبار العلاقة الارتباطية بين متغيري حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة.	185
9-4	مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة في السوق المالي السعودي	186
10-4	مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة في السوق المالي المصري	187
11-4	مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة في السوق المالي الجزائري	187
12-4	نتائج اختبار العلاقة السببية بين متغيري حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة.	189

الرقم	عنوان الملحق	الصفحة
1	البيانات الربع سنوية(الفصلية) المعتمدة في الدراسة	213
2	نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر الموسع(ADF) في السوق المالي السعودي	216
3	نتائج اختبار جذر الوحدة لفليبس بيرون(PP) في السوق المالي السعودي	220
4	نتائج اختبار جذر لوحدة لديكي فولر الموسع(ADF) في السوق المالي المصري	225
5	نتائج اختبار جذر الوحدة لفيليبس بيرون(PP) في السوق المالي المصري	229
6	نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر الموسع(ADF) في السوق المالي الجزائري	234
7	نتائج اختبار جذر الوحدة لفليبس بيرون(PP) في السوق المالي الجزائري	238
8	نتائج علاقة التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود في السوق المالي السعودي	243
9	نتائج علاقة التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود في السوق المالي المصري	243
10	نتائج علاقة التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود في السوق المالي الجزائري	244
11	نتائج العلاقة الارتباطية في السوق المالي السعودي	244
12	نتائج العلاقة الارتباطية في السوق المالي المصري	245
13	نتائج العلاقة الارتباطية في السوق المالي الجزائري	245
14	نتائج العلاقة السببية في السوق المالي السعودي	246
15	نتائج العلاقة السببية في السوق المالي المصري	246
16	نتائج العلاقة السببية في السوق المالي الجزائري	246

مقدمـــــــــة

انطلقت فكرة الأسواق المالية مع نظرية الاقتصادي الكبير(أدم سميث) في كتابه(ثروة الأمم) وما صاحبها من تقسيم العمل والسوق وحجم الإنتاج والتخصص فيه، وما تلا ذلك من تطورات مالية كبيرة حتمت جميعها قيام سوق للأوراق المالية، التي تهدف إلى تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، حيث يكتسب دور الأسواق المالية أهمية متزايدة في ضوء التطورات الاقتصادية التي يشهدها العالم.

يعتبر الاستثمار بالأسهم الأكثر والأوسع استخداما من قبل المؤسسات للحصول على الموارد التمويلية التي تحتاجها من أجل مشاريعها الإنتاجية المختلفة، لكونه يعطي المستثمر حقا في ملكية الشركة إضافة إلى حصوله على عوائد تجعله مميزا عن غيره من أدوات الاستثمار الأخرى، ويعتبر حجم التداول من العناصر الأساسية المستخدمة في التنبؤ بحركة الأسعار ومدى إقبال المتعاملين على شراء وبيع الحصص(الأسهم) التي تعبر عن نشاط السوق.

تُعد الأسواق المالية العربية حديثة النشأة ومرد ذلك أن الاقتصاديات العربية كانت تحت السيطرة الاستعمارية، فبقيت ضعيفة ومحدودة، ولم يكن للدول العربية المستقلة حديثا من اهتمام سوى الخروج من أثار الاستعمار بوضع الخطط التنموية، فلم تهتم في البداية بإيجاد الأسواق المالية على الرغم من الدور المهم والأساسي الذي تلعبه هذه الأسواق في تجميع المدخرات وتوجيهها باتجاه المشاريع الاقتصادية حتى جاءت حقبة السبعينيات وما صاحبها من إنتاج وفير للنفط، ومستويات عالية من المبيعات التي حققت وفورات مالية مجزية، حيث ظهر التفكير باستثمار هذه الوفورات وفق أسس علمية ومدروسة، فأخذت في التفكير في إنشاء الأسواق المالية إلا أن الاقتصاديات العربية صغيرة الحجم لا تستوعب المشاريع الضخمة والأموال المتزايدة، لاسيما في ظل اللوائح والقوانين القديمة التي مازال بعضها قائما.

لذلك تأتي هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين عوائد الأسهم السوقية وأحجام التداول في هذه الأسواق العربية للتعرف على طبيعة العلاقة وخاصة أن هذه العلاقة لم تدرس في الأسواق المالية العربية حتى يتم البناء على نتائج هذه الدراسات حيث أن معظم الدراسات قد أجريت على الأسواق المالية المتطورة التي تتصف بنوع من الكفاءة.

أولا: إشكالية البحث

في ضوء ما تقدم عرضه فإن التساؤل الذي يطرح نفسه هو: **فيما تكمن طبيعة العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة؟**

ثانيا: الأسئلة الفرعية

في ضوء ما تقدم يمكن صياغة معالم الإشكالية في صورة الأسئلة الفرعية التالية:

1. إلى أي مدى تساهم الأسواق المالية العربية في تنمية وتوجيه الموارد المالية؟ وما هو دورها في صيرورة الحياة الاقتصادية المعاصرة ؟
2. ماذا نقصد بحجم التداول في الأسواق المالية؟ وما هي العوامل المؤثرة فيه؟
3. كيف يمكن الحكم على أداء الأسواق المالية العربية محل الدراسة؟
4. ما هي علاقة حجم التداول بعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة؟

ثالثا: فرضيات البحث

تحاول هذه الدراسة تحقيق أهدافها والإجابة على التساؤلات التي طرحت في مشكلة الدراسة من خلال اختبار مجموعة من الفرضيات على النحو التالي:

1. تتصف الأسواق المالية العربية محل الدراسة بكفاءة مؤشراتها خلال الفترة المدروسة.
2. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية و موجبة بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة.
3. لا يسبب حجم التداول أي عوائد للأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة.
4. لا تسبب عوائد الأسهم السوقية أي حجم التداول في الأسواق المالية العربية محل الدراسة.

رابعا: أهمية البحث

تمثل الأسواق المالية في أي دولة فرصة استثمارية ممتازة وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية وقد شهدت الأعوام الأخيرة جهودًا حثيثة في معظم الدول العربية لتحسين المناخ الاستثماري فيها من خلال تهيئة الأوضاع والظروف الملائمة لجذب الاستثمارات، وبدون تلك الأسواق لا تستطيع الدولة الحصول على الموارد

المالية والمهارات التي تحتاجها لتطوير الأنشطة الاستثمارية، ولقد عرفت الأسواق المالية العربية تطورا من حيث القيمة السوقية وحجم التداول. حيث طبقت هذه الدراسة على الأسواق المالية العربية والتي تعتبر من الأسواق الناشئة والتي تتصف بضعف ارتباطها بالأسواق المالية المتطورة، ضعف التداول وقلة السيولة وجود اختلافات تنظيمية ومؤسسية بالمقارنة مع الأسواق المتطورة لذلك تأتي هذه الدراسة لمعرفة طبيعة العلاقة بين العوائد وحجم التداول وفيما إذا كانت العلاقة تختلف أم تتشابه مع نتائج الدراسات التي أجريت في الأسواق المتطورة.

خامسا: أهداف البحث

محاولة التعرف على أساسيات اقتصاد الأسواق المالية من خلال التطرق إلى أسواق رأس المال وتنظيماتها المختلفة وإجراءات التعامل فيها. بالإضافة إلى استكشاف مدى التطور التشريعي والمؤسساتي والكمي الحاصل في الأسواق المالية العربية محل الدراسة وتقيم أداء مؤشراتها، ويتمثل الدافع الأساسي لهذا البحث محاولة التعرف على طبيعة العلاقة بين حجم التداول و عوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة (مصر، السعودية، الجزائر).

سادسا: حدود الدراسة

نظرا لطبيعة الموضوع و الذي جاء تحت عنوان تقدير العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية(السعودية، مصر، الجزائر)، فإنه سيتم التركيز على عينة من الأسواق المالية العربية والداخلة في قاعدة البيانات لصندوق النقد العربي حيث تتكون العينة من ثلاث أسواق مالية عربية، كما تم تحديد فترة الدراسة بأسعار الإغلاق الربع سنوية (الفصلية)للقيمة السوقية للأسهم وحجم التداول لكل من السوق المالي السعودي، المصري و الجزائري منذ بداية 2005 ولغاية نهاية عام 2017.

سابعا: المنهج والأدوات المستعملة

حتى نتمكن من الإجابة والإلمام بهذا الموضوع واختبار الفرضيات، لقد اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي والمنهج الإحصائي وذلك من خلال جمع البيانات وتحليلها وتنظيمها، وذلك بالنظر إلى طبيعة الموضوع وكذا العناصر التي عالجناها من خلال هذه الدراسة، كما استخدمنا منهج الاقتصاد القياسي واستخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية والرياضية للتأكد من صحة الفرضيات المطروحة، وكذا تم الاعتماد على البرامج الإحصائية Eviews07، eviews09 .

ثامنا: عينة ومجتمع الدراسة

يشمل مجتمع الدراسة جميع الأسواق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات لصندوق النقد العربي والبالغة أربعة عشر سوقا أما عينة الدراسة فتتكون من ثلاث أسواق مالية عربية (السعودية، مصر، الجزائر) وقد تم اختيارها على أساس أن يكون السوق مشاركا في قاعدة البيانات لصندوق النقد العربي.

تاسعا: الدراسات السابقة

لقد نال موضوع دراسة العلاقة بين عوائد الأسهم السوقية وحجم التداول اهتمام الكثير من الباحثين والاقتصاديين على حد سواء، فأجريت العديد من الدراسات باستخدام طرق وأدوات إحصائية متعددة على الأسواق المالية في الدول المتقدمة وفي الدول النامية وعلى فترات زمنية مختلفة باستخدام بيانات يومية، أسبوعية سنوية أو حتى خلال التداول اليومي، وفيما يلي استعراض لهذه الدراسات:

❖ **الدراسات العربية:**

1. صباح أسامة علي شراب، "**أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية–دراسة تطبيقية–**"، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غزة، فلسطين، 2006.

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر كل من صافي الأرباح، والأرباح النقدية الموزعة، والأرباح المحتجزة، والأسهم العينية، وتاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح النقدية على إقبال المستثمرين في الأسهم في سوق فلسطين على شراء أسهم الشركات المدرجة التي تحقق أرباحًا. وخلصت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها :

أن نصيب السهم من الأرباح يؤثر على سعر السهم السوقي، وتأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كلٍ من سعر وقيم تداول السهم في السوق، ونصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر السوقي له.

2. حمزة الزبيدي وآخرون ، "**العلاقة بين أحجام التداول وعوائد الأسهم في الأسواق المالية العربية الناشئة**"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، المجلد 22، العدد 2، 2008.

من خلال هذه الدراسة تم اختبار العلاقة السببية والعلاقة الترابطية بين أحجام التداول وعوائد الأسهم في سبع أسواق مالية عربية(عمان، البحرين، مسقط، المغرب، الكويت، مصر، تونس) وذلك باستخدام البيانات الشهرية من قاعدة البيانات لصندوق النقد العربي لمتغيرات الدراسة خلال الفترة (**1994-2003**) وتوصلت الدراسة إلى:

وجود علاقة ترابطية موجبة بين متغيرا حجم التداول وعوائد الأسهم في ثلاثة أسواق وعدم وجود علاقة ترابطية بين متغيرا حجم التداول وعوائد الأسهم في بقية الأسواق محل الدراسة، وعدم وجود علاقة ترابطية بين متغيرا حجم التداول وعوائد الأسهم في بقية الأسواق، وجود علاقة سببية تتجه من عوائد الأسهم إلى حجم التداول في كل من سوق عمان المالي، سوق البحرين للأوراق المالية والهيئة العامة لرأس المال بمصر وعدم وجود علاقة سببية تتجه من حجم التداول إلى عوائد الأسهم في كل الأسواق الأخرى ووجود علاقة ثنائية القيمة المطلقة لعوائد الأسهم وحجم التداول في سوق عمان ووجود علاقة سببية تتجه من حجم التداول إلى القيمة المطلقة لعوائد الأسهم أو من القيمة المطلقة لعوائد الأسهم إلى حجم التداول في بقية الأسواق.

3. دانة بسام محمد يوسف، "**تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي**"، مذكرة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، 2008.

هدفت الدراسة إلى التعرف على أهم العوامل المؤثرة على عائد الأسهم والمسببة لهذا التذبذب الحاد. وبيان أي العوامل أكثر تأثير من غيرها على عوائد الأسهم. يتكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة (**2000-2006**) وتوصلت الدراسة إلى:

وجود علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم عند مستوى ($a\leq0.05$) وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عجز أو فائض ميزان المدفوعات وعوائد الأسهم عند مستوى ($a\leq0.05$) وجود علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين أسعار الفائدة وعوائد الأسهم عند مستوى ($a\leq0.05$)، وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عجز الموازنة العامة للدولة وعوائد الأسهم عند مستوى($a\leq0.05$)، عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عجز حجم الناتج المحلي الإجمالي وعوائد الأسهم عند مستوى ($a\leq0.05$)،ووجود علاقة ذات دلالة موجبة بين عدد العاملين وعوائد الأسهم عند مستوى ($a\leq0.05$).

4. سماح الشيخ عبد الله العوض، **أثر الإفصاح على أسعار الأسهم وحجم تداولها دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008**، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجية، السودان، 2010.

تمثلت مشكلة الدراسة في التعرف على أثر الإفصاح على أسعار الأسهم وحجم تداولها وذلك بالتطبيق على الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية. وتلخص هدف الدراسة في الربط بين الإفصاح عن التقارير المالية السنوية واستجابة بورصة الخرطوم للمعلومات الواردة في هذه التقارير وأيضا قياس أثر الإفصاح على حجم التداول.

سعت هذه الدراسة إلى اختبار ثلاث فرضيات الأولى تمثلت في أن هناك علاقة طردية بين الإفصاح وأسعار الأسهم بالسوق المالي والثانية تمثلت في أن توقيت الإفصاح عن المعلومات المحاسبية يمكن من اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة بينما الأخيرة تمثلت في أن هنالك علاقة ذات دلالة معنوية بين حجم التداول ودرجة الإفصاح عن المعلومات المحاسبية. ولإثبات هذه الفرضيات تم تحليل التقارير المالية للشركات المدرجة أسهمها في سوق الخرطوم للأوراق المالية والمنهج المستخدم هو المنهج الوصفي التحليلي.وتوصلت الدراسة لعدة نتائج أهمها:

لكي يتمكن المستثمر من اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة يجب تحديد أهم المتغيرات المؤثرة على الأسعار السوقية للأسهم الواردة في التقارير المالية المنشورة للشركات المدرجة أسهمها في سوق الخرطوم للأوراق المالية، كما يعتبر التوقيت الغير ملائم للمعلومات المحاسبية الواردة في التقارير المالية المنشورة من أهم الانتقادات التي توجه لهذه التقارير.

5. مقدام شكري محمد الخلايلة، "**سلوك حجم التداول في ظل تباين المعلومات (دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية)**"، مذكرة ماجستير في الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، 2012.

هدفت الدراسة لاختبار سلوك حجم التداول في ظل تباين المعلومات الناشئة عن الافصاحات السنوية، النصف سنوية والربع سنوية واتبعت هذه الدراسة منهجية الحدث(**Event Study**) لاختبار سلوك حجم التداول لمجموعة 92 شركة مساهمة عامة في بورصة عمان خلال الفترة(**2004-2009**) منها 17 شركة تأمين، 38 شركة صناعية و37 شركة خدمية. ومجموع مشاهدات 1084 يوم حدث، منها 329 إفصاح سنوي، 347 إفصاح نصف سنوي و 408 إفصاح ربع سنوي، وبعدد أيام التداول (فترات التقدير)حول الحدث 35.924 يوم

تداول، حيث يتم إيجاد الفرق في سلوك حجم التداول بين فترتي الحدث والتقدير لمعرفة أثر الحدث عل سلوك حجم التداول وللتأكد في النهاية من وجود تباين في المعلومات بين المستثمرين خلال الإعلانات النصف سنوية لجميع القطاعات والإعلانات الربع سنوي لقطاع التأمين والإعلان الربع السنوي لقطاع الخدمات، بشكل واضح. وربما يعود سبب عدم ووجود تباين في المعلومات حول الإعلانات السنوية لشدة الاهتمام بخصوصية المعلومات الواردة في بيانات الشركة، حيث أنها ذات تأثير أكبر في سلوك حجم التداول للسهم . كما أن ظهور تباين المعلومات خلال الإعلانات الربع سنوية بشكل واضح يعود لأنه تم اختبار الإعلانات الربع سنوية لمرتين خلال كل عام أي يمكن أن تعكس الواقع بشكل أكبر، وفي النهاية يمكن اعتبار بورصة عمان في المستوى شبه القوي بتصنيف الكفاءة وذلك لسرعة استجابة السوق للإفصاحات المقررة.

6. خالد محمد اللوزي، "**اثر ممارسة إدارة الأرباح على أسعار الأسهم (دراسة اختبارية على الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصة عمان)**"، مذكرة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، 2013.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل إدارة الأرباح في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان وتأثيره على سعر السهم لهذه الشركات في السوق المالي. وتوضح هذه الدراسة مفهوم إدارة الأرباح والنماذج المستخدمة لاكتشافها وهل لإدارة الأرباح مبرر أخلاقي في التأثير على أسعار الأسهم في الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصة عمان. كما توضح الدراسة تأثير بعض المتغيرات الأخرى جنبا إلى جنب مع إدارة الأرباح في تأثيرها على أسعار الأسهم في الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصة عمان مثل حجم الشركة. أما طبيعة الدراسة فهي دراسة اختبارية حيث أن مشكلة الدراسة يغلب عليها الطابع التحليلي لمجموعة المتغيرات التي تؤثر على أسعار الأسهم ، وقد توصل الباحث إلى العديد من النتائج منها:

متوسطات أسعار الإغلاق للشركات الصناعية الأردنية بلغ3.25 دينار أردني في عام2008، وفي عام ارتفعت مستويات أسعار إغلاق الأسهم لتصل بحدود 4.30 دينار أردني، وبعدها عاودت أسعار الإغلاق الانخفاض بشكل طفيف لتستقر في عامي 2010-2011 عند متوسط 4.00 دينار.

7. فضل معيوف الحباشنة وآخرون، **العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي في بورصة عمان خلال الفترة1984-2011**، أرشيف ميونيخ الشخصي للأبحاث الإقتصادية، 2014.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة في سعر السهم في بورصة عمان، خلال الفترة الزمنية 1984-2011. واستخدمت هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي والكمي القياسي، وتم قياس هذا الأثر باستخدام نموذج قياسي للتكامل المشترك لدراسة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية(الأرباح الموزعة، حجم التداول في السوق وعائد السهم مع سعر السهم السوقي). كما تم تطبيق اختبار السببية واختبار تحليل مكونات التباين وكذلك اختبار الاستجابة لردة الفعل لتحقيق أهدافها. توصلت الدراسة إلى أن هناك ثلاثة متغيرات تؤثر بشكل ايجابي على معدل اسعار الأسهم للشركات وهي: الأرباح الموزعة، حجم التداول، عائد السهم.

❖ **الدراسات الأجنبية:**

1. Ratner and Leal, Stock return and trading Volume: **Evidence from the emerging markets of Latin America and Asia**, Journal of Emerging Markets, vol 6 (2001)

حيث تم اختبار العلاقة بين عوائد الأسهم وأحجام التداول بين الأسواق المالية الآسيوية وأمريكا اللاتينية وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ارتباط بين عوائد الأسهم وحجم التداول في هذه البلدان باستثناء الهند، وفي نفس الوقت وجد أن هناك علاقة سببية(Bi-directional) بين عوائد الأسهم وأحجام التداول.

2. Lee and Rui, **The dynamic relationship between Stock return and trading volume: Domestic and cross-country Evidence**, Journal of banking and finance, vol 26 (2002.)

حيث تم اختبار العلاقة بين عوائد الأسهم وأحجام التداول على المستوى المحلي وبين الدول باستخدام البيانات اليومية لأكبر ثلاث أسواق(New York , Tokyo, London)، وكان الهدف الأساسي معرفة فيما إذا كانت المعلومات عن أحجام التداول تحسن التنبؤ بعوائد الأسهم وتذبذبها ضمن مفهوم (Dynamic)، وتوصلت النتائج إلى: أن حجم التداول لا يسبب عوائد الأسهم في أي من الأسواق الثلاث، أما فيما يتعلق بالعلاقة السببية بين الأسواق الثلاث فقد وجدت الدراسة أن متغيرات السوق الأمريكي لها قوة تنبؤية بمتغيرات سوقي طوكيو ولندن.

3. Lokman and Hatemi, **Stock price-volume relation in East European stock marketsn**, 2005.

حيث قاموا وباستخدام (Granger Causality) باختبار العلاقة بين اسعار الأسهم وحجم التداول لخمسة أسواق في اروبا الشرقية باستخدام البيانات الأسبوعية وكانت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة سببية بين أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق التشيك، وجود علاقة(Bi-directional) بين أسعار الأسهم وحجم التداول في هنغاريا بغض النظر عن المقياس المستخدم لحجم التداول وجود علاقة(Bi-directional) بين اسعار الأسهم وحجم التداول، وعلاقة(Uni-directional) بين(Market turnover) وأسعار الأسهم في سوق بولندا أما في كل من تركيا وروسيا فكانت أسعار الأسهم تسبب حجم التداول ودوران السوق (Market turnover) بمعنى (Bi-directional)

4. K. Ravichandran **and** Sanjoy Bose, **Relationship between Stock Return and Trading Volume,** Journal of Business Management, Volume 6 (1): 30-39, 2012

هدفت هذه الورقة إلى دراسة العلاقة بين حجم التداول وتقلبات عوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية الأمريكية خلال الفترة الممتدة من 5 ماي 2005 إلى ماي 2011 باستخدام نماذج ARCH، GARCH ، EGARCH،TARCH ، PGARCH و Component ARCH غير المتماثلين، اختبرت هذه الورقة على وجه التحديد فرضية التقلبات في العوائد، مما يدل على أن التقلبات تكون أكبر عندما يتحرك سعر الأسهم للأسفل. وكانت نتائج الدراسة أن الأنباء الأخيرة لها تأثير على تقلب حجم التداول، كما أن معامل الاختبار السابق غير مهم إحصائيا، ويوحي أن الأخبار القديمة لا تؤثر على تقلبات حجم التداول. يتضح من الدراسة أن الاختلافات في حجم التداول أنها ناجمة فقط عن وصول معلومات جديدة للتنبؤ بالتقلبات، وتشير الأدلة إلى أن التأثيرات المالية موجودة وأن تأثير الأخبار غير متماثل، هذا يعني أن المعلومات الجديدة اليومية في السوق قد يكون لها تأثير كبير على تقلبات الأسعار، لذا خلصت الدراسة إلى أن الأخبار السيئة تولّد المزيد من التأثير على تقلب عوائد الأسهم وحجم التداول وعلاوة على ذلك سيطر نموذج السير العشوائي على أداء التنبؤ ويعتبر أفضل نموذج يتبعه نموذجTGARCH، قد يكون أحد التفسيرات أن المستثمرين عادةً ما يكون لديهم نفور أعلى من مخاطر الهبوط، وبالتالي فإنهم يتفاعلون بشكل أسرع مع الأخبار السيئة.

5. Amir Mansour Tehranchian, **Masoud Behravesh, and Saleh Hadinia, On the Relationship between Stock Returns and Trading Volume: A Case Study,** European Online Journal of Natural and Social Sciences 2014; Vol.3, No.3, pp.425-431.

هدف البحث إلى دراسة العلاقة السببية بين عوائد الأسهم وحجم التداول للشركات المدرجة المكونة من 220 شركة في سوق طهران للأوراق المالية، باستخدام البيانات الموسمية خلال الفترة الممتدة من 1996 إلى 2009 باستعمال نموذج تصحيح الخطأ. ومن أهم النتائج المتوصل إليها هي: أن متغيرات الدراسة والمتمثلة في حجم التداول وعوائد الأسهم مستقرة في الفرق الأول، كما تم استخدام اختبار التكامل المشترك (Johansann) مما نتج عن وجود علاقة توازن طويلة المدى بين عوائد الأسهم وحجم التداول، في حين أثبت تقدير نموذج تصحيح الخطأ أن هناك علاقة ايجابية وثنائية الاتجاه بين هذه المتغيرات، ومع ذلك أن عائد السهم له تأثير أقوى على حجم التداول.

6. Haroon Iqbal, Tabassum Riaz, **The Empirical Relationship Between Stocks Returns, Trading Volume And Volatility: Evidence From Stock Market Of United Kingdom**, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.6, No.13, 2015

هدفت الدراسة إلى اختبار علاقة الارتباط بين الأسهم المتداولة اليومية وتقلبات عوائد الأسهم اليومية عن طريق أخذ مؤشر واحد للسوق وهو FTSE 100 وخمسة من الأسهم المتداولة الفردية على FTSE 100. ولقد تم الاعتماد على مؤشر FTSE 100 قيد الدراسة لأنه يمثل حوالي 81% من القيمة السوقية لبورصة لندن بالكامل، الأسهم الخمس التي هي تحت الاختبار يتم تداولها على FTSE 100 تنتمي إلى قطاعات مختلفة وتتمثل هذه الأسهم في: رويال بنك اسكتلندا (RBS) ، Vodafone (VOD)، Sainsbury (SBRY) British Petroleum (BP) و British American (BATS) وقطاعاتها هي البنوك، الاتصالات المتنقلة، تجار التجزئة للأغذية والأدوية، منتجي النفط والغاز والتبغ على التوالي. تم أخذ البيانات للفترة التي تتراوح من 7يوليو 2010 إلى 7 يوليو 2014. ومن أهم النتائج المتوصل إليها هي: وجود علاقة ارتباط معاصر إيجابي بين العائدين و حجم التداول على مستوى السوق وبالنسبة للأسهم تشير الدراسة إلى وجود علاقة معاصرة إيجابية في سهمين والعلاقة السلبية المتزامنة في ثلاثة أسهم بين الحجم والعائد. لا يوجد ارتباط ثنائي الاتجاه بين الحجم والعائد للسوق و الأسهم الفردية.

7. Komain Jiranyakul**, Dynamic relationship between stock return, trading volume, and volatility in the Stock Exchange of Thailand: does the US subprime crisis matter**, Munich Personal RePEc Archive, September 2016

حاولت هذه الورقة البحثية دراسة العلاقة بين حجم التداول وتذبذب العوائد في سوق الأوراق المالية التايلندية. وكانت أهم النتائج الرئيسية للدراسة هي: حجم التداول يلعب دور مهيمن في العلاقات الديناميكية، أي أن حجم التداول يسبب تقلبات عوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية التايلندية، بالإضافة إلى ذلك الروابط الداخلية بين عوائد الأسهم وتذبذب العوائد و حجم التداول، في حين يحتوي حجم التداول على معلومات حول العوائد ولديه القدرة على التنبؤ بتقلب العائد في نفس الوقت.

من خلال استعراض الدراسات السابقة المتعلقة بدراسة العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية يمكن استنتاج أن الدراسات الأجنبية الأولية (Ratner and Leal) ركزت على دراسة الارتباطية بين عوائد الأسهم وأحجام التداول بين الأسواق المالية الآسيوية وأمريكا اللاتينية وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ارتباط بين عوائد الأسهم وحجم التداول في هذه البلدان باستثناء الهند، وفي نفس الوقت وجد أن هناك علاقة سببية(Bi-directional) بين عوائد الأسهم وأحجام التداول. في حين كانت بعض نتائج الدراسات التي اختبرت العلاقة السببية بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية متباينة فبعضها وجد أن اتجاه العلاقة بين عوائد الأسهم السوقية إلى حجم التداول ومن حجم التداول إلى عوائد الأسهم السوقية والبعض الآخر وجد أن العلاقة تمثل علاقة باتجاه واحد أو ثنائية الاتجاه أو عدم وجود علاقة، كما أن بعض الدراسات هدفت إلى التعرف على أهم العوامل المؤثرة على عائد الأسهم والمسببة لهذا التذبذب الحاد. وبيان أي العوامل أكثر تأثير من غيرها على عوائد الأسهم.

وتركز هذه الدراسة على اختبار العلاقة الارتباطية والسببية بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة(السعودية، مصر، الجزائر) باستخدام البيانات الربع سنوية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة(2005-2017)، حيث تم الحصول على البيانات من قاعدة البيانات لصندوق النقد العربي، وقد هدفت الدراسة إلى معرفة طبيعة العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية. وتختلف هذه الدراسة عن الدراسات السابقة كونها درست في الأسواق المالية العربية لأن معظم الدراسات كانت في الدول الغربية.

ومن خلال التحليل يتضح أن النتائج تتفق مع بعض الدراسات في الأسواق المتطورة مثل دراسة Lee and Rui حيث بينت أن حجم التداول لا يسبب عوائد الأسهم في الأسواق المتطورة ويمكن إرجاع هذه الاختلافات في النتائج إلى حجم السوق والى التقييدات التي تفرضها بعض الدول على حركة التداول والتغير في الأسعار في أسواقها المالية.

عاشرا: صعوبات الدراسة

لقد واجهتنا مجموعة من الصعوبات في إعداد هذا البحث خاصة فيما يتعلق بجمع البيانات والإحصائيات الشهرية وهذا ما أدى بنا للجوء إلى البيانات الربع السنوية الخاصة بمتغيرات الدراسة خلال الفترة 2005-2017، وكذا قلة المراجع فيما يخص العوامل المؤثرة في حجم التداول.

إحدى عشر: هيكل البحث

لتجسيد أهداف الدراسة، قسم البحث إلى مقدمة وأربعة فصول متجانسة وخاتمة موجزة للنتائج الكلية للدراسة، حيث **كان الفصل الأول** والذي وضع تحت عنوان **الإطار العام للأسواق المالية** يتم تناوله من خلال ثلاث مباحث حيث يتطرق المبحث الأول إلى الأسواق المالية: المفهوم، البنية والكفاءة، وفي المبحث الثاني إلى القيم المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويتطرق المبحث الثالث إلى كفاءة أسواق الأوراق المالية ومؤشرات تطورها.

وفي **الفصل الثاني** فتناولنا **تقييم الأسهم والعوامل المؤثرة في حجم التداول** والذي استعرض أيضا ثلاث مباحث، تناول المبحث الأول تحليل وتقييم الأسهم وفي المبحث الثاني أساليب ونماذج تحليل و تقييم الأسهم أما المبحث الثالث تناول العوامل المؤثرة في حجم التداول.

أما الفصل الثالث حاولنا فيه **دراسة أداء الأسواق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة 2005-2016** من خلال ثلاث مباحث وهذا بالتعرض إلى السوق المالية السعودية من خلال النشأة والتأسيس، الأداء، أما المبحث الثاني يبرز لنا السوق المالي المصري، والمبحث الثالث يتناول السوق المالي الجزائري من خلال النشأة والتأسيس، الأداء واهم المعوقات التي تواجهه.

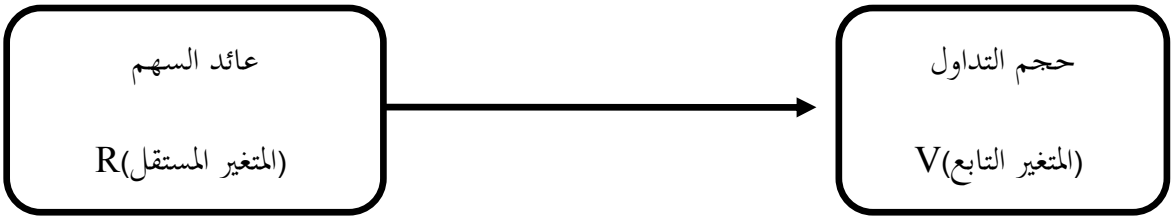
وتضمن الفصل الرابع **نتائج تقدير العلاقة القياسية بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة 2005-2017** والذي استعرض مبحثين، تناول المبحث

الأول البيانات والاختبارات الإحصائية المستخدمة وفي المبحث الثاني نتائج الاختبارات الإحصائية الخاصة بتقدير العلاقة بين متغيرا الدراسة خلال الفترة المدروسة .

اثني عشر: نموذج الدراسة لحركة المتغيرات

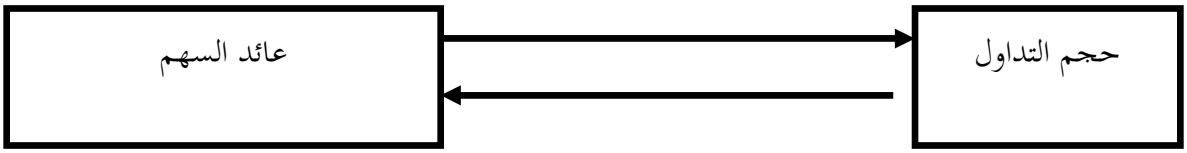
يمكن تمثيل تحرك متغيرات الدراسة وفق النموذجين التاليين ووفقا للنموذج الأول والذي يمثل العلاقة الارتباطية بين عوائد الأسهم وحجم التداول، حيث يكون حجم التداول متغيرا تابعا وعوائد السهم متغيرا مستقلا، أما النموذج الثاني فيمثل العلاقة السببية حيث لا يتضح اتجاه السببية بين المتغيرين فقد تكون من عوائد الأسهم السوقية إلى حجم التداول أو العكس أو بكلا الاتجاهين.

1. النموذج الذي يمثل العلاقة الارتباطية:



سيتم الاعتماد في الدراسة على معادلة الانحدار من الشكل البسيط، والتي تستند على وجود علاقة خطية بين متغير تابع Vومتغير المستقلR، والتي تسمح بمعرفة العلاقة التي تربط المتغيرين سواء كانت طردية أو عكسية وتأخذ هذه المعادلة الشكل التالي: $V = \alpha + \beta R + \varepsilon$

2. النموذج الذي يمثل العلاقة السببية:



الفصـــــــل الأول:

الإطار العام للأسواق المالية

تمهيد:

نتج عن التطورات المتلاحقة في كل من المجالات الاقتصادية، الصناعية و الاجتماعية ازدياد الحاجات المالية للوحدات الإنتاجية بحكم توسعها، مما أدى بالضرورة إلى تطور الأنظمة المالية، حيث حضيت باهتمام بالغ على جميع المستويات و ذلك نظرا لما تقدمه من دور مهم في تحقيق نمو اقتصادي أمثل.

و أحد الأطراف الفاعلة في النظام المالي هي الأسواق المالية، فإذا كانت هذه السوق ذات أداء جيد بالنسبة لحجمها و سيولتها، فسينعكس ذلك إيجابيا على الأداء الاقتصادي ككل، و يتم تحقيق ذلك من خلال توجيه المدخرات من الوحدات الإقتصادية ذات الفائض المالي نحو الوحدات الإقتصادية ذات العجز المالي للقيام بعملية استثمارها، الأمر الذي يؤدي إلى استثمار هذه المدخرات وإحداث النمو الإقتصادي.

ويمثل السوق المالي حلقة الوصل بين الإدخار والإستثمار من خلال قنوات رئيسة متمثلة بالأدوات والمؤسسات المتخصصة، فأسواق الأوراق المالية تقوم بتهيئة الفرص الإستثمارية للأرصدة النقدية، و بذلك احتلت هذه السوق مكانة هامة في اقتصاديات معظم الدول، و حضيت باهتمام كبير و خاصة من طرف الحكومات و المستثمرين. من هذا المنطلق استوجب علينا تحديد المفاهيم الأساسية كإطار عام لفهم و تحليل الأسواق المالية، و قصد التعرف أكثر على هذه المفاهيم تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

- **المبحث الأول**: الأسواق المالية: المفهوم، الوظائف والبنية
- **المبحث الثاني**: القيم المتداولة في الأسواق المالية
- **المبحث الثالث**: كفاءة الأسواق المالية ومؤشرات تطورها

المبحث الأول: الأسواق المالية: المفهوم، الوظائف والبنية

يعد المال من الاحتياجات الأساسية في الحياة اليومية، فهو بمثابة عصب الحياة لأي مؤسسة باعتباره المحرك الرئيسي للوظائف والمهام داخل هذه المؤسسة، ومن ثمّ فإن توفره في الوقت المناسب وبالقدر الكافي يعد أكثر من ضرورة، ولتلبية هذه الحاجة لابد من توفر مصادر تمويل مختلفة تسمح بتحقيق هذا الهدف. ومن بين هذه المصادر نجد الأسواق المالية التي تعد ركيزة أساسية في بيئة الاقتصاد، و قد برزت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية و ذلك للدور المهم الذي تلعبه في التنمية الاقتصادية، من خلال حشد المدخرات وتوجيهها نحو قنوات استثمارية .

لمعرفة ماهية هذه الأسواق ارتأينا أن نتناول ضمن هذا المبحث بعض الأساسيات التي تتعلق بها من تعريفها، أهميتها، أنواعها و وظائفها.

المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية

تلعب الأسواق المالية دورا فعالا في عملية التنمية الاقتصادية، حيث تشكل القنوات التي يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض مالية إلى الوحدات التي تعاني من عجوزات مالية وتحتاج إلى قنوات ملائمة لتلبية متطلباتها التمويلية، سواء تعلق الأمر بالأفراد أو المؤسسات. سوف نتطرق من خلال هذا المطلب إلى نشأتها، مفهومها و أهميتها.

أولا: نشأة الأسواق المالية

إن المتتبع للأحداث والتطورات التي طرأت على الأسواق المالية يجد أنها لم تكن وليدة تاريخية معينة بل هي نتيجة تراكمات عدة وعلى مختلف المستويات الاقتصادية منها والمالية على وجه التحديد، فإنتقال الإنسان في ظل حتمية التطور الاقتصادي من المرحلة الفردية الزراعية إلى المرحلة الصناعية أنتج مشاريع كبرى كانت تفوق قدراتها المالية طاقة الأفراد وحجم مدخراتهم ما أدى إلى تداول أدوات مالية لم تعرف من قبل تمثل حصص الملكية للمساهمين أو حقوق الدين وغيرها من الأوراق المالية الأخرى القابلة للتداول فيما يسمى بأسواق الأوراق المالية.

فنشأة السوق المالية تمتد جذورها إلى آلاف السنين إذ إن حضارة وادي الرافدين عرفت أقدم أشكال التمويل والصيرفة قبل ما يقارب أربعة آلاف عام، إذ وجدت في شريعة (حمورابي) مواد قانونية استجدت الحاجة إليها بعد أن تطورت التجارة وظهرت أشكال جديدة من التعامل المالي والنقدي، ومن أهمها قيام ونشوء بيوت المال، وعمليات الإقراض والتمويل وتسوية المدفوعات وغيرها من أعمال الصيرفة.

وفي العصور الوسطى كان التعامل في الصكوك إلى جانب الأسواق التجارية في أماكن مثلت أهم المراكز المالية آنذاك وهي بروج(bruge)، وانفرس(ANVERS) التي ظهرت فيها أول قائمة أسعار للأسهم(1992)[1].

الأسواق المالية المعاصرة لم تكن معروفة من قبل، إذ تعد فرنسا أول دولة شهدت ميلاد أول سوق للأوراق المالية في عام 1300م، إذ أوجد ملك فرنسا (فيليب) مهنة سماسرة الصرف، إضافة إلى انتعاش الحركة التجارية في بلجيكا التي ظهرت فيها البورصة، وتعود أصل هذه الكلمة إلى اسم القصر الذي تملكه عائلة بورصة في بلدة بروج، حيث كان التجار يجتمعون فيه لتبادل الصفقات التجارية، ثم تطورت إلى أن أصبحت كلمة بورصة تطلق على سوق الأوراق المالية، ثم ظهرت بعدها بهولندا، وبريطانيا، وألمانيا.

أما في الدول العربية، فقد عرفت الأسواق المالية من خلال الدول التي احتلت ديارها واستنزفت ثرواتها من قبل الاستعمار، إذ أنشأت العديد من البنوك والبورصات تطبيقا لأنظمتها الاقتصادية الوضعية، وتعد بورصة الإسكندرية أول ظهور للبورصة في مصر وذلك في عام 1883م، ثم بورصة القاهرة عام 1903م، ثم توالت بعدها ظهور البورصات في الدول العربية، منها بورصة لبنان عام 1920م، والمغرب عام 1967م، وتونس عام 1968م، والكويت عام 1977م، والأردن عام 1978م، والبحرين، وعمان، والعراق عام 1979م، والسعودية عام 1990م، والسودان، وقطر، والإمارات، والجزائر، وفلسطين عام 1997م[1].

[1] حيدر عباس، عبد الله الجنابي، **الأسواق المالية والفشل المالي**، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان(الأردن)، ط1، 2016، ص 11.

[1] أدهم إبراهيم جلال الدين، **الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورهما في تمويل التنمية الاقتصادية**، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، القاهرة(مصر)، ط1، 2014، ص 29.

ثانيا: مفهوم الأسواق المالية وأهميتها:

1. تعريف الأسواق المالية:

يمثل السوق المالي (Financial Market) حلقة الوصل بين الادخار والاستثمار من خلال قنوات رئيسية متمثلة بالأدوات والمؤسسات المتخصصة، فالأسواق المالية تقوم بتهيئة الفرص الاستثمارية للأرصدة النقدية. ولذا فإن السوق المالي يشير إلى الميكانيكية التي تضمن جمع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة من خلال المؤسسات المالية التي يضمها السوق[1]. ولقد تعددت تعريف الأسواق المالية ولكن لها نفس المعنى ومن هذه التعاريف ما يلي:

تعريـــف 1: عُرِّف السوق المالي على أنه" المكان الذي يلتقي فيه الطلب(وحدات العجز) والعرض(وحدات الفائض) لرؤوس الأموال لتمويل جزء من الاقتصاد، بمعنى آخر هي طريقة لتعبئة وتحويل الإدخارات الوطنية المجمعة لاستثمارها في مشاريع إقتصادية مختلفة"[2].

تعريـــف 2: السوق المالية مصطلح مركب من كلمتين، هما"السوق" و" المال"، ويمكن تعريفها باعتبارها مصطلحا له دلالته الخاصة، ومفهومه المحدد، بأنها" كل مكان أو حيز أو حتى إطار تنظيمي، تلتقي فيه رؤوس الأموال من فئة وحدات الفائض إلى وحدات العجز، عن طريق إصدار أدوات مالية معينة لهذا الغرض، وتتداول هذه الأدوات"[3].

تعريـــف 3: تُعرّف على أنها "ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفير قنوات اتصال

[1] نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، **السياسات الاقتصادية: الايطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي**، دار الباروزي العلمية للنشر والتوزيع، عمان(الأردن)، الطبعة العربية الثانية، 2015، ص 2009.

[2] خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، **مدخل إلى الأسواق المالية**، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة العربية، 2013، ص 161.

[3] محمد وجيه حنيني، **تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية**، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن ط1، 2009، ص 28.

فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه".[1]

تعريـــف 4: تُعرّف بأنها" السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء، بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة في المجتمع، مما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد الوطني"[2].

تعريـــف 5: السوق المالي هو ذلك" الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة للأموال بغرض الاستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعال"[3].

تعريـــف 6: السوق المالي بأنه"أداة هامة لتوفير وتقديم الأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل المؤسسات المالية والتي تتلخص وظائفها الأساسية في شقين الأول تعبئة المدخرات والثاني توجيه هذه المدخرات أو الموارد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة"[4].

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستخلص تعريف شامل " **السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات إتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه، حيث تسمح هذه الأسواق بإنتقال رؤوس الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، من أجل استثمارها في مشاريع تنموية تهدف إلى تنمية الاقتصاد الوطني".**

[1] وليد صافي، **الأسواق المالية والدولية**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012، ص 16.

[2] علاء الدين احمد جبر، **بورصة الأوراق المالية**، الهيئة المصرية العامة للكتاب ، مصر، دط،2007، ص 18.

[3] أرشد فؤاد التميمي، أسامة سلام، **الاستثمار بالأوراق المالية– تحليل وإدارة**، دار الميسر للنشر والطباعة ، الأردن، دط، 2004، ص 110.

[4] عبد الغفار حنفي، رسيمة قرياقص، **السوق والمؤسسات المالية**، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية ، مصر، دط، 2001، ص 213.

2. أهمية السوق المالي:

يحتل السوق المالي أهمية كبيرة في الاقتصاد وتتمثل هذه الأهمية بالنقاط التالية[1]:

- يلعب السوق المالي بصورة غير مباشرة دورا رئيسيا في تخطيط السياسة النقدية، إذ يتمكن البنك المركزي بواسطة سوق النقد من ممارسة دوره التحكمي في أسعار الفائدة، عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دورا كبيرا في السوق المالي.
- إن وجود سوق مالي ذات فاعلية يعمل على توفير سيولة أكبر للأصول المالية قصيرة الأجل ينعكس على تكلفة التمويل قصير الأجل ويدفع ذلك إلى زيادة الطاقة الإنتاجية ومن ثم خلق الانتعاش الاقتصادي.

المطلب الثاني: الوظائف الرئيسية للأسواق المالية

يمثل سوق المال مكانا لالتقاء عرض الأموال من خلال المدخرين بالطلب عليها من خلال المستثمرين حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التكوين الرأسمالي، إي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحدا من أهم عوامل الإنتاج.

للأسواق المالية وظيفتان أساسيتان هما[2]:

أولا: الوظيفة الاقتصادية: وتتمثل في قيام الأسواق المالية بتسهيل تحويل الموارد الاقتصادية الحقيقية من المدخرين إلى المستثمرين.

فالمدخرون الذين يقومون باستقطاع جزء من دخولهم المالية لاستخدامها في المستقبل يمكنهم الحصول على عائد مقابل تنازلهم عن هذه القوة الشرائية (المدخرات) إلى وحدات أخرى ترغب في الحصول على الموارد الحقيقية المتمثلة في شراء الآلات والمعدات والمباني والأراضي.. وتأجير خدمات العنصر البشري من أجل التوسع في أنشطتها الإنتاجية بأكبر من الإمكانيات المتاحة لديها.

ولا يخفى ما يتحقق من جراء هذه الوظيفة من فوائد حيوية للنشاط الاقتصادي في مجموعه سواء بالنسبة للمدخرين الذين يخفضون من إنفاقهم الاستهلاكي الحالي مقابل حصولهم على دخل أعلى في المستقبل، وبالتبعية

[1] نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، مرجع سابق، ص 110.

[2] أدهم إبراهيم جلال الدين، مرجع سابق، ص 35.

مستوى أعلى من الاستهلاك إذا ما رغبوا في ذلك، وكذلك بالنسبة للمستثمرين الذين يقومون باستخدام الأموال المجمعة في شراء وتأجير عناصر الإنتاج، والذين لا يحققون فقط زيادة في مستوى دخولهم، بل في رفع وزيادة المستوى الحقيقي للمعيشة لكل فئات المجتمع.

ثانيا: الوظيفة المالية (التمويلية): وتتمثل في قيام الأسواق المالية بمد الوحدات ذات الاحتياج المالي(المستثمرين) بالأموال التي تحتاج إليها، لتمويل نفقاتهم وتنفيذ خططهم الاستثمارية.

بالإضافة إلى هذا فإن هذه الأسواق تقوم بمد الوحدات ذات الفائض المالي(المدخرين) بأصول مدرة للإيرادات (أسهم-شهادات...)، وبالتالي فهي تمكن هذه الوحدات من الاحتفاظ بثرواتها في تلك الأصول كبدائل للملكية المباشرة للأصول الحقيقية.

بالإضافة إلى الوظائف السابقة يمكن إدراج وظائف أخرى للأسواق المالية كما يلي[1]:

1. توفير أشكال متعددة من الأدوات المالية والمجالات الاستثمارية وإتاحتها إلى جمهور المستثمرين وتسهيل تداولها كالأسهم العادية والسندات والمشتقات المالية وتوفير حرية انتقال الأموال بين المستثمرين، بهدف رفع معدلات التداول والأسواق لزيادة النشاط وتعمل على رفع كفاءة إنجاز الصفقات وتخفيض الكلفة مما يزيد من حجم التعامل.
2. الموائمة بين وحدات الفائض والعجز أي إنها تقوم بتجميع المدخرات من وحدات الفائض وتحويلها إلى وحدات العجز، مما يساهم في ارتفاع النمو الاقتصادي من خلال زيادة الإنتاج واستغلال الموارد الاستغلال الأمثل.
3. جذب الأموال من خارج البلد للمساهمة في تمويل المشاريع الكبيرة، وقد عزز هذا الدور مظاهر العولمة المتمثلة في الانفتاح الاقتصادي واستخدام تكنولوجيا المعلومات والاتفاقيات الدولية الثنائية ومتعددة الأطراف.
4. توفير الحماية للمستثمرين من أخطار الاستثمارات الوهمية أو غير المجدية اقتصاديا، من خلا الشروط التي يفرضها السوق المالي على إدراج الشركات فيه وعلى تداول الأوراق المالية، إضافة غلى إيجاد أنواع من الاستثمارات تساهم في التحوط ضد المخاطر كعقود المشتقات المالية وتوفير المعلومات بطريقة صحيحة وفي الوقت المناسب عن الوقائع المالية والاقتصادية لمساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات الصائبة.

[1] دريد كمال آل شبيب، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، الباروزي، الأردن عمان، الطبعة العربية2، 2009، ص ص187-188.

5. تستطيع الحكومات من خلال الأسواق المالية أن تنفذ سياستها المالية والنقدية بواسطة إصدار الأوراق المالية كالسندات الحكومية وبيعا في السوق المالي بفائدة.

المطلب الثالث: تصنيفات الأسواق المالية

سبق وأن ذكرنا بأن الأسواق المالية تهدف أساسا إلى إيجاد آلية للتمويل والاستثمار، وتتنوع الأسواق المالية حسب طبيعة الأدوات المعروضة للتداول وطريقة تنفيذ الصفقات، ويمكن تصنيف الأسواق المالية إلى أسواق مالية تهدف إلى تداول أدوات رأس المال وأسواق مالية تضم أدوات سوق النقد. إلا أنه يمكن تبويب أنواع الأسواق المالية بصفة عامة إلى نوعين هما:

أولا: سوق النقد Money Markets

هي السوق التي تتم فيها المعاملات قصيرة الأجل من خلال البنوك التجارية ومن خلال السماسرة، ويمكننا القول بصفة عامة أن سوق النقد تشمل جميع أنواع الائتمان قصير الأجل، أي أن سوق النقد هي سوق العمليات المنظمة في الأرصدة النقدية التي تؤدي إلى توفير القروض والسيولة قصيرة الأجل[1].

ومن خصائص السوق النقدي نجد ما يلي[2]:

أ. يختلف السوق النقدي عن الأسواق التي تتعامل بالأدوات المالية الطويلة الأجل، في أن السوق النقدي ليس له مكان رسمي ليتم فيه تحويل النقود من المقرضين إلى المقترضين.

ب. عادة ما تكون العملات على العمليات فيه قليلة جدا، حيث تعتمد بشكل كبير على أنظمة الاتصالات المعاصرة بين المقرض والمقترض، الذين يتقابلون من خلال بعض أجهزة الاتصال الإلكترونية كالتليفون والكمبيوتر.

ت. يتمتع السوق النقدي بكفاءة عالية حيث يتم تمكين المقرض والمقترضون من تحويل مبالغ بكميات كبيرة بسرعة فائقة وبتكاليف قليلة للعملية الواحدة. قد يتم تحويل ملايين الدولارات في ليلة واحدة مقابل عمولة قليلة جدا قد تصل إلى دولار واحد من كل مليون من الدولارات.

[1] محمد السيد البدوي الدسوقي طلحة، **قواعد الاستثمار الناجح**، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، د ط، 2012، ص 101.

[2] شقيري نوري موسى وآخرون، **المؤسسات المالية المحلية والدولية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، ط2، 2011، ص28.

ومن أهم مزايا سوق النقد مرونته العالية، فمعظم الصفقات المالية التي تتم فيه تحدث في السوق الثانوي وبإجراءات مبسطة جدا، تخفض تكاليف هذه الصفقات كما يشير أيضا بانخفاض درجة المخاطرة فيه لسببين[1]:

- **تدني درجة المخاطرة النقدية:** والتي تحدث عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة لأن هذه الأوراق من النوع قصير الأجل، لذا تترك التغييرات الحادثة في أسعار الفائدة السوقية أثارا محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة وبالتالي لا يتحمل حاملها خسائر كبيرة فيما لو قبل في خصمها قبل موعد استحقاقها.
- **تدني درجة مخاطرة الدين:** والتي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه لأن الأوراق المالية المتداولة فيه تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية، كالبنوك التجارية أو البنك المركزي أو المؤسسات الحكومية لذا تكون احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة.

كما أن أدوات الاستثمار المتداولة في سوق النقد متعددة أهمها:

1. **أذونات الخزينة " Treasury Bills"**: وهي أوراق مالية تصدرها الحكومة لفترات قصيرة الأجل تتراوح بين ثلاثة أشهر إلى ستة أشهر على الأقل، تلجأ إليها الحكومة في حالات العجز النقدي في الميزانية نتيجة لتغطية نفقة معينة أو لتأخر الإيرادات[2].
2. **شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول" Negotiable bank certificates of deposit"** عبارة عن صك تصدره البنوك يثبت ملكية حامله لمبلغ معين مودع لمدة وبفائدة معلومة ويحتفظ حامله به حتى تاريخ الاستحقاق، وفي هذه الحالة يظل متمتعا بضمان البنك أو أن يقوم ببعيه عند حاجته لسيولة نقدية[3].
3. **القبولات المصرفية "Bankers acceptances"**: وهي ورقة مسحوبة على مصرف من قبل عميل (زبون) يطلب فيه من المصرف أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددا من المال في المستقبل، في موعد يحدد سلفا وقبول المصرف للسند يعتبر ضمانا على استعداده للدفع في الموعد المعين، ويمكن تداول القبول

[1] قيصر عبد الكريم الهيتي، **أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)**، دار رسلان، سوريا(دمشق)، دط، 2009.

[2] محمد علي سويلم، **أدوات الاستثمار في البورصة(دراسة مقارنة)**، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، ط1، 2013، ص 33.

[3] نسرين عبد الحميد نبيه، **البورصة(ماهيتها–تاريخها–مستقبلها) ومدى تأثر التداول بها خلال ثورات الدول العربية**، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية(مصر)، دط، 2012، ص 281.

المصرفي وبيعه في السوق المالية أو الاحتفاظ به لغاية ميعاد استحقاقه، وأكثر ما يستخدم القبول المصرفي هو في التجارة الخارجية لغرض تسوية المدفوعات[1].

4. **اتفاقيات إعادة الشراء:** وهي عبارة عن اتفاق بين مصرف(أو فرد) مانح للقرض من ناحية وشركة أو فرد مقترض من ناحية أخرى. هذه الاتفاقيات غالبا ما تتم بين شخص يحتاج إلى الأموال وبحوزته أوراق مالية وشخص آخر لديه الأموال يرغب في استثمارها، فيتم بيع الأوراق المالية (عقد بيع مؤقت) لمدة محددة(أيام محددة)، كما يتم شراء هذه الأوراق المالية بمبلغ يزيد عن سعر البيع، فيكون الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء هو العائد الذي حققه المستثمر[2].

5. **الأوراق التجارية Commercial Papers**: هي صكوك ثابتة قابلة للتداول بطريق التظهير، تمثل حقا نقديا، وتستحق الدفع بمجرد الاطلاع عليها أو بعد أجل قصير ويجري العرف على قبولها كأداة للوفاء بدلا من النقود[3].

ثانيا: سوق رأس المال Capital Markets

يقصد بسوق رأس المال ذلك الإطار الذي يتم فيه تبادل الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل بين الوحدات ذات العجز المالي والوحدات ذات الفائض المالي، مع تداول هذه الأدوات[4]، كما يمكن تعريف أسواق رأس المال على أنها تلك الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات فهي الأسواق التي توفر مصادر الأموال اللازمة لتمويل الموجودات الثابتة[5].

تتكون أطراف سوق رأس المال من مجموعتين هما[6]:

المجموعة الأولى: مجموعة المدخرين العارضين لرؤوس الأموال وهم المقرضون أو المشاركون من الحكومات والأفراد والمؤسسات المالية كالبنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق المعاشات.

---

[1] قيصر عبد الكريم الهيتي،مرجع سابق، ص 215.

[2] حيدر عباس، عبد الله الجنابي، مرجع سابق، ص28.

[3] محمد علي سويلم، مرجع سابق، ص33

[4] محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص 35.

[5] شقيري نوري موسى وآخرون،مرجع سابق ، ص39.

[6] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، دار الفكر، عمان، ط1، 2010، ص 130.

المجموعة الثانية: مجموعة المستثمرين الطالبين للأموال وهم المقترضون من الحكومات والشركات والأفراد ومصدري الأسهم مثل: الشركات المساهمة.

و يمكن تقسيم أسواق رأس المال إلى الأنواع التالية:

1. الأسواق الأولية Primary Markets:

هي الأسواق التي يتم فيها إصدار وبيع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية. ففي هذا السوق تقوم الشركات والوحدات الحكومية بإصدار أوراقها المالية بغرض الحصول على التمويل اللازم لعملياتها الإستثمارية. هذه الأوراق قد يتم شرائها مباشرة سواء من قبل المنشآت المالية أو المستثمرين الآخرين الذين تتوافر لديهم أموالا للاستثمار. ومع ذلك فإن غالبية هذه الإصدارات طويلة الأجل يتم شرائها بواسطة مصرفيو الإستثمار أو أمناء الإكتتاب في الأوراق المالية. وبعد أن يقوم أمناء الإكتتاب بشراء هذه الأوراق. يمكنهم إعادة بيعها في هذا السوق. وأية أرباح يحصلون عليها تكون هي الفرق بين السعر الأولي للشراء وسعر إعادة البيع لهذه الأوراق[1].

كما تعرف **السوق الأولية** أو ما يسمى بسوق الإصدارات بأنها" السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب فيها(الأسهم) أو بين المقترض والمقرض(السندات)، فهي سوق تتجمع فيها المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن قائمة من قبل عن طريق إصدار أوراق مالية لم تكن قائمة أو متداولة من ذي قبل"[2].

2. الأسواق الثانوية أو (سوق التداول) Secondary Markets:

يتم فيها تداول الأوراق المالية بين مالكيها والمستثمرين الجدد الراغبين في شراء هذه الأوراق بعد إصدارها من خلال وسطاء في البورصة، وبالتالي فإن البورصة تمثل الجهاز الذي يحدد ثمن الأوراق المالية التي يتم تداولها[3]، فمثلا إذا رغب المستثمر الحصول على 100سهم من أسهم شركة من بورصة نيويورك فقيم هذه الأسهم لا تذهب إلى الشركة وإنما إلى بائع هذه الأسهم، وهذا يعني أن التعامل يتم بين المستثمرين ولا دخل للشركة في عملية التداول والتغيير الذي طرأ على إصدار شركة هو التغيير في حملة الأسهم[4]. والتعامل في سوق الأوراق المالية

[1] عبد الرحمان توفيق، **استراتيجيات الاستثمار وإدارة الأموال**، مركز الخبرات المهنية للإدارة، بيميك، 2016، ص 29.

[2] حيدر عباس، عبد الله الجنابي، مرجع سابق، ص 28.

[3] نسرين عبد الحميد نبيه، مرجع سابق، ص 297.

[4] علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، **إدارة البورصات المالية**، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، الأردن(عمان)، الطبعة العربية1، 2012.

الثانوية لا ينحصر فقط في العمليات العاجلة التي تصفى فورا بدفع قيمة الأوراق المالية واستلامها، وإنما ينسحب أيضا إلى العمليات الآجلة التي تعقد ولا تصفى إلا في مواعيد محددة[1].

يمكن أن نميز هنا بين نوعين من أسواق التداول هما:

أ. **السوق المنظمة(البورصة) Organized Capital Markets**: الأسواق المنظمة تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع أو الشراء، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق وأن التعامل في الأوراق المالية يتطلب ضرورة أن تكون هذه الأوراق مسجلة بتلك السوق[2]. والتي تدعى البورصة ولها مكان مادي ملموس، يعمل فيه وكلاء مشتري الأوراق المالية ووكلاء بائعي الأوراق المالية من خلال عملية المزاد، حيث يلتقون فيها لتنفيذ المعاملات[3].

ب. **السوق غير المنظمة(الموازية) Capital Markets Unorganized**: يشير اصطلاح الأسواق غير المنظمة إلى المعاملات التي تجري خارج السوق المنظم(البورصات) فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل ويقوم بالتعامل بيوت السمسرة، حيث تتم التعاملات من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات القوية التي تتمثل في خطوط تليفونية أو أطراف للحاسب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار من يقدم له أفضل الأسعار وجدير بالذكر أن تحديد سعر الورقة المالية يتم التفاوض، وعادة ما يسبق عملية التفاوض هذه قيام المستثمر بالتعرف على الأسعار المختلفة التي تعرض عليه بواسطة السماسرة أو التجار[4]. وتصنف الأسواق الثانوية غير المنظمة إلى صنفين:

- **السوق الثالث**: وهو سوق غير منظم يجري التعامل فيه بأوراق مالية مقيدة في السوق المنظمة، والسبب في قيام هذا النوع من الأسواق هي الصعوبات التي غالبا ما تقابل المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة في أسواق الأوراق المالية، وبسبب تلك الصعوبات قامت المؤسسات غير المشتركة في عضوية البورصات في الولايات المتحدة الأمريكية بإنشاء أسواق غير رسمية يجري التعامل من خلالها في بعض الأوراق المالية بموجب جداول أسعار السوق الرسمية، وعلى الرغم من المعاملات في هذا السوق تتم في إطار السوق غير

[1] محمد يوسف ياسين، **البورصة: عمليات البورصة، تاريخ القوانين، اختصاص المحاكم**، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، ط1، 2004، ص 12.

[2] عصران جلال عصران، **الاستثمار والتمويل واستراتيجيات تسعير الأوراق المالية**، دار التعليم الجامعي،الإسكندرية ،دط، 2012، ص 48.

[3] محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص 36.

[4] عصران جلال عصران، **الاستثمار والتمويل واستراتيجيات تسعير الأوراق المالية**، مرجع سابق، ص ص 48-49.

الرسمية، وأهم المؤسسات التي تتعامل في هذا النوع من السوق وهي المؤسسات الاستثمارية الكبيرة الحجم مثل: صناديق المعاشات، وحسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية[1].

كما يمكن **تعريـــــف السوق الثالث** على أنه "قطاع من السوق غير المنظمة، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وبيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأية كمية صغرت أو كبرت، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات، والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية"[2].

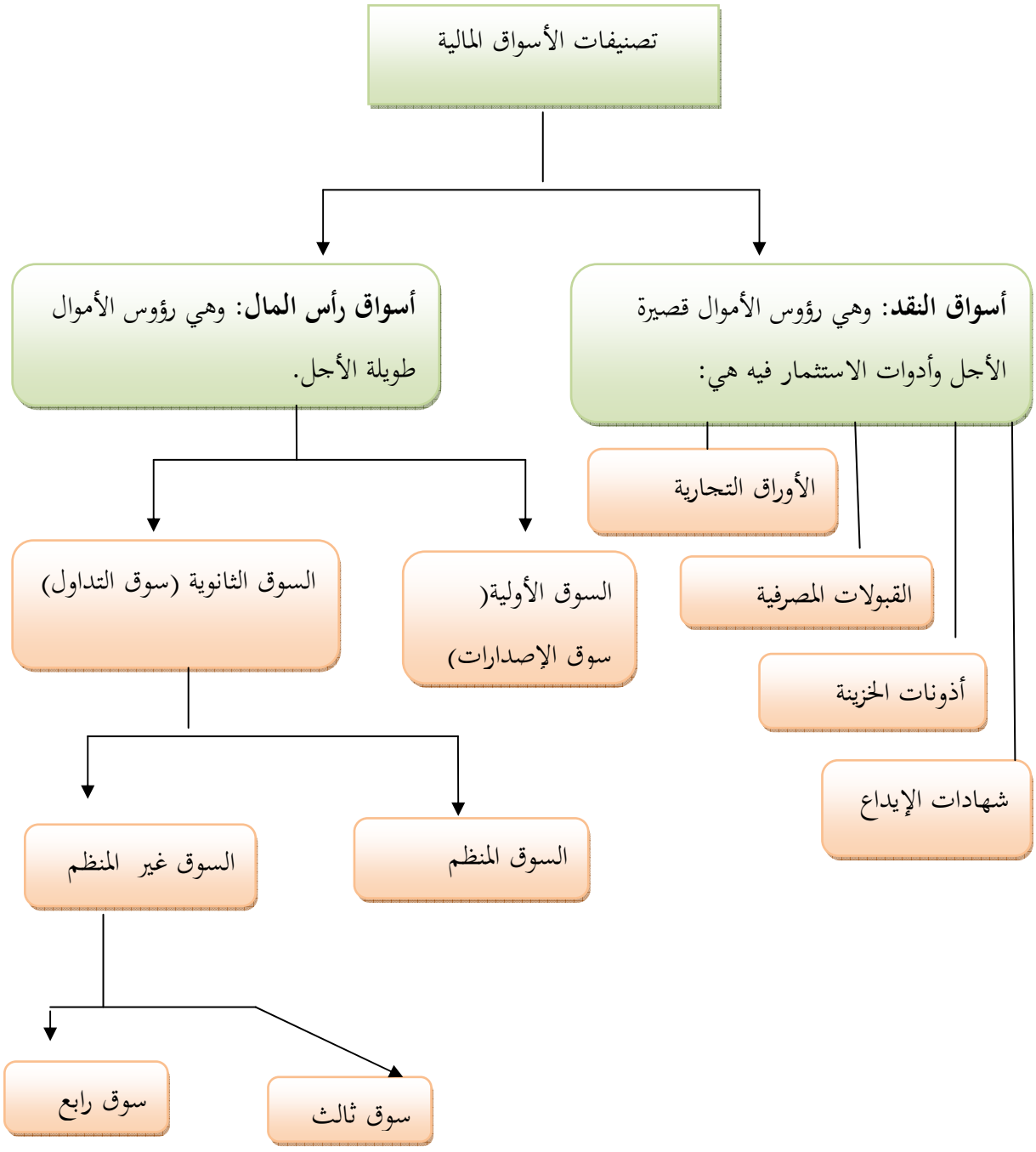
-**السوق الرابـــع**: حيث يتعامل مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات الكبرى والهدف منها استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبيرة، وعليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري، ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصال الكترونية وتسمى Instantحيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل[3].

[1] حسين بني هاني، **الأسواق المالية طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة**، دار مكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2014، ص 17.

[2] عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية(البورصة)**، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2007، ص21.

[3] محمد صالح الحناوي وآخرون، **الاستثمار في البورصة مدخل اتخاذ القرارات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، د ط، 2009، ص 69.

الشكل رقم (1– 1): تصنيفات الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجانب النظري.

المبحث الثاني: الأصول المتداولة في الأسواق المالية

يتم في أسواق رأس المال تداول العديد من الأوراق المالية، بعضها يمثل حقوق ملكية كالأسهم العادية وبعضها يمثل ديون على من أصدرها كالسندات، والبعض الآخر يجمع في مزاياه بين مزايا الأسهم العادية ومزايا السندات كالأسهم الممتازة، وفيما يلي نبذة عن كل من هذه الأنواع.

المطلب الأول: أدوات الملكية(الأسهم)

الأسهم من الأدوات المالية المهمة في الأسواق المالية لما لها من وظيفة الربط بين من هم في حاجة إلى الأموال ومن لديهم أموال في حاجة إلى استثمارها.

أولا: تعريـــف الأسهم

يمكن أن تأخذ الأسهم عدة تعاريف منها:

تعريـــف1: أداة ملكية طويل الأجل وتتمثل حقوقا لمن يحملها على الدخل الصافي، فحملة الأسهم هم شركاء في صافي الدخل ورأس مال تلك الشركة ولا يحصلون على فوائد بل يحصلون على أرباح أو يتحملون خسارة"[1].

تعريـــف2: الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموما، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأس مالها و الذي يتكون من مجموعة من الحصص سواء كانت الحصص النقدية أو العينية[2].

تعريـــف3: الأسهم تشكل رأس مال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين والذي يظم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلا من الرأس مال المعلن والرأس مال الفعلي ورأس مال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون[3].

---

[1] بن الضيف محمد عدنان، **مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية**، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013، ص 186.

[2] مصطفى رشيد شريحة، **الاقتصاد و البنوك وبورصات الأوراق المالية**، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، ط1، 1993، ص 169.

[3] هوشيار معروف ، **الاستثمار بالأوراق المالي**، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان– الأردن، دط، 2003 ، ص 92.

يمكن إعطاء تعريفا للسهم انطلاقا من محصلة التعاريف السابقة ونقول أن السهم :"**هو مقدار ما أسهم به في رأس مال الشركة، المعبر عنه بصك لإثبات ملكية المساهم، له قابلية التداول، ذو خاصية الأجل الطويل، ويعطي لمالكه حقوقا خاصة**"

للأسهم عدد من الخصائص أبرزها[1]:

- أنها متساوية القيمة، فلا يجوز إصدار أسهم من شركة واحدة بقيم مختلفة.
- القابلية للتداول، فيستطيع مالكها أن يعرضها في السوق أثناء فترة التداول، وفق القيود المنظمة لذلك.
- عدم قابلية السهم للتجزئة في مواجهة الشركة.
- المسؤولية المحدودة للمساهم، فلا تتجاوز مسؤوليته قيمة ما يملكه من أسهم في الشركة، فلا يطالب بشيء من ديون الشركة في ماله الخاص.

ثانيا: قيم تداول الأسهم

تعتبر قيمة السهم من أهم الأشياء التي يسعى المستثمر إلى البحث عنها ومعرفتها ويجب علينا أن نميز بين مجموعة من القيم. قبل التطرق لقيم السهم نقوم بتعريف القيمة بشكل عام.

مفهوم القيمة: أن قيمة الشيء نابعة من منفعته أو قدرته على خلق منافع جديدة، بالتالي فإن قيمة الأوراق المالية نابعة من منفعتها أو قدرتها على خلق المنفعة. وعموما نقول أن الدخول أو الأرباح التي تعطيها الأوراق المالية هي التي تعكس قيمتها في الحياة العملية.

ونميز بين عدة مفاهيم لقيمة السهم منها:

1. **القيمة السوقية للسهم Market Value:** وهو السعر الذي يتداول به السهم في سوق الأوراق المالية "البورصة" ويتحدد هذا السعر بناءا على عدة عوامل منها المعلومات المتاحة عن السهم، وقوى العرض والطلب[2]. وتتأثر القيمة السوقية بالعوامل التالية[3]:
   - سمة الشركة أو المؤسسة ومركزها وتوقعات المستثمرين لنتائج أعمالها والأرباح المتوقعة لها؛

[1] عادل عبد الفضيل عيد، **الصكوك الاستثمارية الإسلامية دراسة مقارنة**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، دط، 2015، ص ص 25-26.

[2] محمد عبد الحميد عطية، **الاستثمار في البورصة** ، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية(مصر)، د ط، 2011، ص 41.

[3] الطاهر حردان، **أساسيات الاستثمار**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، 2012، ص 121.

- الحالة الاقتصادية العامة من تضخم أو كساد أو رواج؛
- معدلات الفائدة أو معدل الخصم السائد في السوق، حيث كلما زاد هذا المعدل تنخفض القيمة السوقية؛
- –نسبة التوزيع أو نسبة الفوائد والأرباح الموزعة؛
- حيث أنه كلما زادت نسبة التوزيع كلما زاد معدل العائد الحقيقي؛

2. **القيمة الحقيقية للسهم Intrinsic Value**: "وهو المقدار الذي يستحقه السهم في جميع أموال الشركة، أي: يشمل رأس مال الشركة المدفوع وموجودات الشركة وأرباحها بعد استنزال ديونها، هذه القيمة تمثل ما يجب أن يكون عليه سعر(أو قيمة)السهم في السوق"[1].

3. **القيمة الإصدارية:** تلجأ الشركات في الكثير من الأحيان إلى إصدار أسهم تباع بأقل من قيمتها الاسمية كأن تكون قيمة السهم الاسمية أربع دنانير ويكون السعر السوقي قريب من ذلك وتحتاج الشركة إلى زيادة رأس المال فتصدر الشركة السهم بقيمة ثلاث دنانير وذلك للترغيب بشراء الأسهم لزيادة رأس مال الشركة[2].

4. **القيمة الاسمية للسهمPar Value**: هي القيمة التي يصدر بها السهم في بداية تكوين الشركة والتي على أساسها يتم احتساب قيمة رأس المال للشركة المساهمة[3]. وهي القيمة التي توزع الأبارح على أساسها كنسبة مئوية فإذا ما قررت الشركة أن توزع أرباحا بنسبة20 بالمائة فمعنى ذلك أن يحصل حاصل السهم 20 بالمائة من قيمة السهم الاسمية في عقد الشركة[4].

5. **القيمة الدفترية للسهم(Book value per share)**: توضح تلك القيمة نصيب السهم من حقوق المساهمين في نهاية السنة المالية والتي يتم مقارنتها بقيمة السهم السوقية طبقا لتاريخ الإقفال، علما بأن حقوق المساهمين تشمل رأس المال المدفوع والاحتياطيات والأرباح المرحلة مطروحا منها الخسائر وقيمة الأصول غير الملموسة، فإذا رمزنا لنصيب السهم(س) وحقوق المساهمين(ص) والخسائر المرحلة (ع) وعدد الأسهم المصدرة (د) فإن شكل المعادلة سيكون (س=ص– ع/د) ، أن س هنا تزداد بزيادة ص وبانخفاض ع والعكس صحيح أي أن س تتغير

[1] بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 196.

[2] يوسف حسن يوسف، **الصكوك المالية وأنواعها، الاستثمار، الصناديق الاستثمارية، الأوراق المالية والتجارية**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية دط، 2014، ص 153.

[3] محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، مرجع سابق، ص 41.

[4] بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 195.

طرديا مع ص وعكسيا مع ع[1].

6. **القيمة التصفوية للسهم Linquidation Value:** تمثل قيمة التصفية مقدار ما يحصل عليه المساهم في كل سهم يمتلكه عند تصفية الشركة و القيام ببيع أصولها وسداد ما عليها من التزامات، ويمكن احتساب القيمة كما يلي: قيمة السهم عند التصفية = المتحصل من بيع الأصول –المدفوعات لسداد الالتزامات المختلفة (بما فيها الأسهم الممتازة)

و غالبا ما تكون قيمة الأصول عند بيعها في حالة التصفية أقل من قيمتها الدفترية وهذا ما ينعكس على قيمة السهم عند التصفية حيث تكون في الغالب أقل من القيمة الدفترية[2].

ثالثا: أنواع الأسهم

يمكن تصنيف الأسهم إلى أنواع متعددة بحسب الاعتبار الذي يتخذ للتصنيف، وذلك على النحو الآتي:

1. **باعتبار الشكل القانوني:** تنقسم إلى[3]:

أ. **أسهم اسمية:** وهي الأسهم التي يسجل عليها اسم حاملها وتثبت ملكيته لها، وتتداول بطريقة التسجيل. وهذه يجوز إصدارها شرعا، لأن الأصل أن يملك المساهم السهم في الشركة بتقديم حصته فيها، وله الحق في حمل الصكوك المثبتة لحصته باسمه.

ب. **أسهم لحاملها:** وهي الأسهم التي يكتب عليها(لحاملها) فقط، دون تسجيل الاسم، ويعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، وتتداول بطريقة الحيازة الفعلية.

ت. **أسهم للأمر أو للإذن:** وهي الأسهم التي يكتب عليها عبارة(للأمر) وتتداول بطريقة التظهير.

[1] اياد فلاح حسن الزيدي، **دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي**، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنيمارك، 2009، ص 58.

[2] سليم قسط، **مفاضلة الاستثمار في سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية–دراسة مقارنة–**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، 2016/2015. ص 94.

[3] حسنى عبد السميع إبراهيم، **أحكام البورصة والتورق من منظور الفقه الإسلامي والاقتصاد المعاصر–دراسة فقهية مقارنة**–دار الفكر الجامعي، الإسكندرية(مصر)، ط1، 2013، ص244.

2. باعتبار الحقوق الممنوحة لمالكيها:

أ. **الأسهم العادية:** الأسهم العادية تمثل أموال ملكية، يتمتع حاملها بحقوق، وحددتها الأعراف وقانون الشركات، وأحسن وصف لها يأتي من خلال التعرف على حقوق حملتها[1].

ب. **الأسهم المؤجلة:** وهي التي تعطي عادة للمؤسسين ولمن يقومون بترويج الأسهم الجديدة للشركة عند إنشائها، وتسمى مؤجلة لأنها لا تستحق نصيبا من الأرباح الموزعة قبل سداد حاملي بقية الأسهم نسبة معينة من رأس المال[2].

ت. **الأسهم الممتازة:** وهي الأسهم التي تعطي صاحبها الأولوية في الحصول على الربح بنسبة معينة قبل إجراء أي توزيع للأرباح، فتخصص هذه النسبة لأصحاب الأسهم الممتازة بصرف النظر عما يتبقى لأصحاب الأسهم العادية[3].

3. باعتبار الحصة المدفوعة:

أ. **الأسهم المعينة:** وهي الأسهم التي يكتتب بها المساهم بدفع قيمتها عينا عقارا أو منقولا[4].

ب. **الأسهم النقدية:** هي الأسهم التي تستوفى الشركة المساهمة قيمتها الاسمية نقدا، ويمكن دفع جزء من القيمة الاسمية عند الاكتتاب على أساس دفع باقي القيمة على أقساط في المواعيد التي تحددها الشركة[5].

ت. **الأسهم المختلطة:** يكتتب فيها المساهم مقابل مبلغ من المال وحصص عينية معا[6].

4. باعتبار التصويت:

أ. **الأسهم المصوتة:** وهي الأسهم التي تجمع بين حقوق الملكية وحق الإدارة والتصويت والانتخاب.

ب. **الأسهم الغير المصوتة:** وهي الأسهم التي تمثل حقوق المشاركة في أرباح المشروع، دون أن يكون لمالكيها حق الإدارة أو التصويت أو الانتخاب أو الترشيح لعضوية مجلس إدارة الشركة.

---

[1] محمد الحناوي، وآخرون، **الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر**، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، دط، 2007، ص 87.

[2] حسنى عبد السميع إبراهيم، مرجع سابق، ص 247.

[3] السيد عليوه، **تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية**، دار الأمين للنشر والتوزيع،الإسكندرية، دط، 2006، ص 59.

[4] حسنى عبد السميع إبراهيم، مرجع سابق، ص 249.

[5] السيد عليوة، مرجع سابق، ص 58.

[6] سيد طه عبد، محمد بدوي،" **عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية، والآجلة من الوجهة القانونية**"، دار النهضة العربية، مصر، دط، 2001، ص 21.

5. باعتبار المنح وعدمه:

أ. **أسهم غير مجانية:** وهي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها[1].

ب. **الأسهم المجانية:** هي الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس المال بترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، وبالتالي إن هذه الأسهم تساوي في مجموعها الزيادة المقررة في رأس المال. ويتم توزيعها مجانا على المساهمين، حيث أن قيمتها قد سددها من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي، ويكون التوزيع على المساهمين بنسبة ما يملكه كل مساهم من الأسهم الأصلية[2].

6. باعتبار الاستهلاك واسترداد القيمة:

أ. **أسهم رأس المال:** وهي التي لا يجوز لصاحبها استرداد قيمتها من الشركة، ما دامت الشركة قائمة، وهذا هو الأصل بالنسبة لجميع الأسهم، لأن ذلك يؤدي إلى انخفاض رأس المال، وفي إضعاف حقوق دائني الشركة[3].

ب. **أسهم التمتع(الاستهلاك):** وهي الأسهم التي استهلكت قيمتها، ويقصد باستهلاك السهم للشركة أن تقوم الشركة بدفع القيمة الاسمية للسهم إلى المساهم أثناء حياة الشركة ودون انتظار لإنهاء أجلها وتصفيتها، وذلك بسبب تعلق نشاط الشركة في استغلال مورد من موارد الثروة الطبيعية، أي مرفق من المرافق العامة ممنوح لمدة محدودة أو بوجه من أوجه الاستغلال مما يستهلك بالاستعمال أو يزول بعد فترة وهكذا فإن الأسهم والسندات هما يتداولان في بورصة الأوراق المالية وذلك بالاكتتاب[4].

---

[1] حسنى عبد السميع إبراهيم، مرجع سابق، ص 251.

[2] السيد عليوه، مرجع سابق، ص 58.

[3] قيصر عبد الكريم الهيتي، مرجع سابق، ص 220.

[4] خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، **مدخل إلى الأسواق المالية**، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة العربية، 2013، ص26.

المطلب الثاني: أدوات الدين(السندات)

تعد السندات من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وتعتبر أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها و المؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، وهي تتميز عن غيرها من أدوات أسواق الأوراق المالية بخصائص مختلفة وتضم أنواعا عديدة تتباين في مصادرها و الأسباب والظروف التي أدت إلى إصدارها.

أولا: تعريــف السندات

يمكن أن تأخذ السندات عدة تعاريف منها:

تعريــف 1: السند هو" عبارة عن ورقة مالية تثبت دائنية حاملها للمؤسسة التي أصدرته وعلى هذا الأساس فالسند هو عبارة عن إثبات لعملية قرض ويستفيد حامل السند من كل الحقوق التي يستفيد منها دائنو المؤسسة الآخرين، وخاصة الاستفادة من الفائدة"[1].

التعريــف 2: "يعتبر السند قرضا طويل الأجل يحمل سعر فائدة ثابت توافق بموجبه الشركة التي أصدرته بدفع قيمته كاملة بالإضافة إلى الفائدة المستحقة عليه عند حلول تاريخ الاستحقاق"[2].

التعريــف 3: عُرّف السند بأنه "صك قابل للتداول يمثل قرضا يعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام، وتقوم بإصداره الحكومة أو الشركات ويعتبر حامل السند دائن للشركة، له حق دائنية في مواجهتها ولا يعد شريكا فيها"[3].

ومن خلال التعاريف السابقة نستنتج أن السندات" **تمثل دينا على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، وعندما يشتري مستثمر ما سندا فهو بذلك قد وافق على إقراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركة أو الحكومة وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول الموعد المحدد يسمى تاريخ الاستحقاق"**

[1] الطاهر لطرش، **تقنيات البنوك**، دار المطبوعات الجامعية، بن عكنون (الجزائر)، ط6، 2006، ص84.

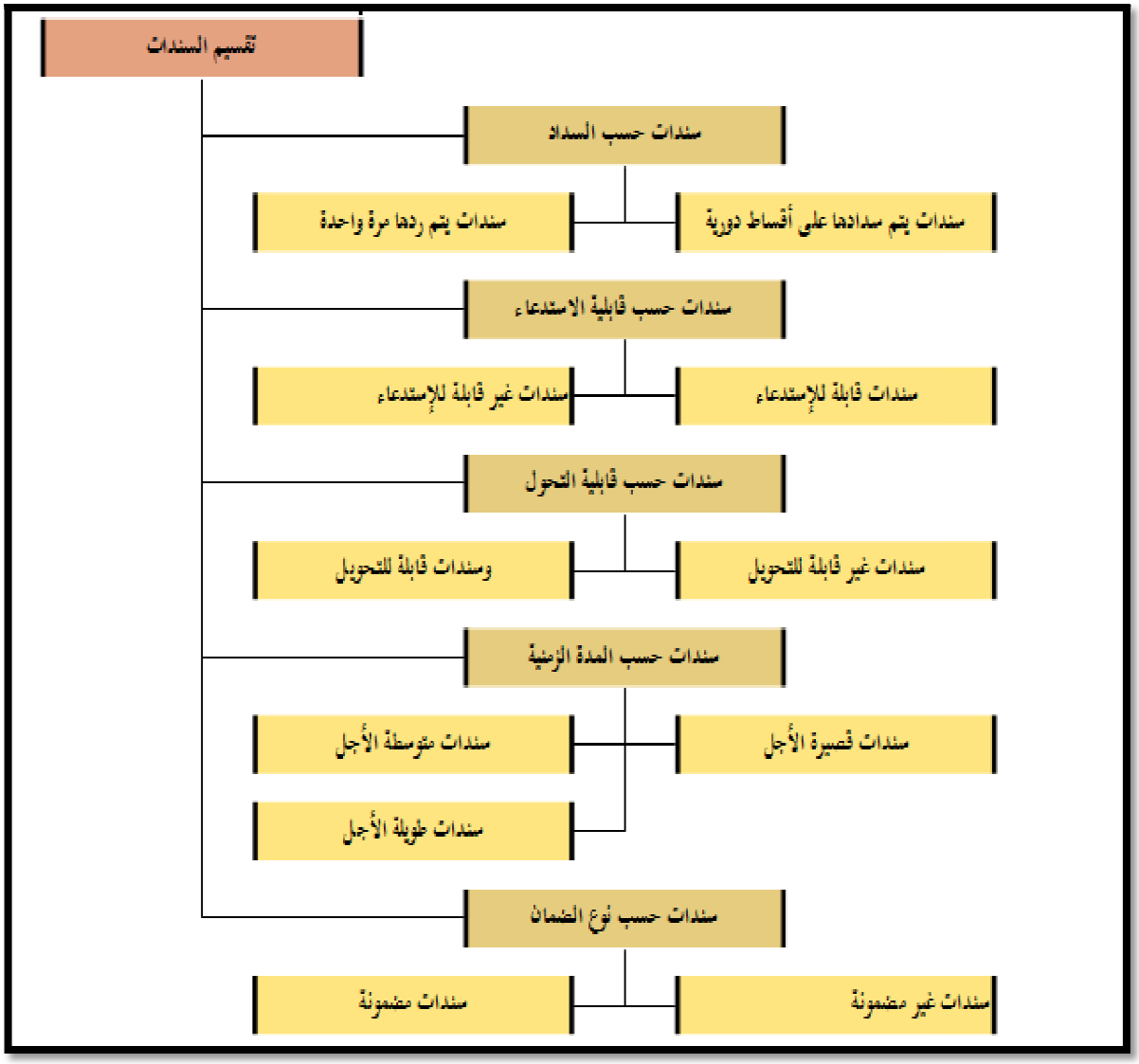
[2] رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، خالد أحمد فرحان المشهداني، **إدارة المؤسسات المالية والمصرفية**، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة العربية، 2015، ص 167.

[3] أحمد محمد لطفي، **معاملات البورصة بين النظم النوعية و الأحكام الشرعية**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، دط، 2006، ص 95.

ثانيا: أنواع السندات

تتنوع السندات إلى عدة أنواع تبعا لاعتبارات متعددة وحثيثات مختلفة أهمها ما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم(1-2): أنواع السندات



المصدر: محمد عبده، محمد مصطفى،" **تقييم الشركات والأدوات المالية لأغراض التعامل في البورصة**"، الدار الجامعية، مصر، ط1، 1998، ص ص 15-16.

من خلال الشكل أعلاه نجد أنواع السندات التالية[1]:

1) سندات قصيرة الأجل لا يتجاوز أجل استحقاقها عاما واحدا، سندات متوسطة الأجل يزيد أجلها عن عام ولا يتجاوز سبعة أعوام، سندات طويلة الأجل استحقاقها يزيد عن سبعة أعوام.
2) سندات غير مضمونة وهناك سندات مضمونة بأصول تسمى سندات الرهن.
3) سندات عادية تحصل على الفوائد بغض النظر عن أداء الشركة، وهناك سندات دخل لا تحصل على الفوائد إلا إذا بلغ دخل الشركة مستوى معين.
4) سندات غير قابلة للإستدعاء وهناك سندات قابلة للإستدعاء، حيث يحق للشركة استرداد السندات قبل تاريخ استحقاقها وإعطاء المستثمرين أموالهم.
5) سندات غير قابلة للتحويل إلى أسهم عادية وسندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية بمعنى أنه يحق لحامل السند بعد مدة محددة أن يحول السند إلى سهم عادي بسعر تحويل محدد مسبقا.
6) سندات يتم سدادها على أقساط دورية حيث يشتمل كل قسط على جزء من أصل قيمة السند والجزء الآخر فوائد، وسندات يتم ردها مرة واحدة من خلال مبالغ يتم تجميعها دوريا في حساب يسمى صندوق رد السندات.

ثالثا: أوجه الاختلاف بين الأسهم والسندات

تشبه الأسهم السندات في بعض الخصائص، فكلاهما قابلتان للتداول والتعامل، تتأثر أسعارهما في السوق بقوى العرض والطلب والمركز المالي للشركة، لكن رغم هذا هناك العديد من الفوارق بينهما، ويمكن أن نلخص أهم هذه الفروقات وفقا للجدول التالي:

[1] زهير غراية، **دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، 2016/2015، ص 54.

الجدول رقم(1-1): الفرق بين الأسهم والسندات

السند	السهم
1-يمثل جزء من قرض (المديونية)	1-صك يمثل جزءا من رأس المال(الملكية)
2-حامله دائن وليس شريكا	2-حامله شريك في الشركة
3-يصدر دائما بعد التأسيس(عدم زيادة قيمتها على رأس المال)	3-يصدر قبل تأسيس شركة المساهمة غالبا.
4-ليس له الحق في حضور الجمعيات العمومية والتصويت، ولا التدخل في إدارة الشركة.	4-للمساهم الحق في الحضور والتصويت في الجمعيات العمومية.
5-لا يتحمل خطر المشاركة عند الإفلاس.	5-يتحمل خطر المشاركة عند الإفلاس.
6-يأخذ الفائدة المقررة في الموعد المحدد ربحت الشركة أم خسرت.	6-المشاركة في الأرباح والخسائر.
7-يمكن إصداره بخصم (أي بأقل من قيمته الاسمية)	7-لا يمكن إصداره بأقل من قيمته الاسمية
8-استهلاكه ضروري.	8-لا يستهلك إلا الأسهم الممتازة، فيجوز شراؤها ثم إتلافها.
9-تدفع الفائدة في ميعاد معين ومعروف.	9-عدم معرفة ميعاد دفع الأرباح.
10-يمكن خصم كوبون السند.	10-لا يمكن خصم كوبون السهم.
11-تتغير قيمته حسب العرض والطلب، ولا علاقة له بالأرباح والخسائر.	11-تتغير قيمته بحسب العرض والطلب وأرباح وخسائر الشركة.

المصدر: عادل عبد الفضيل عيد، مرجع سابق، ص 47.

الملاحظ من الجدول أن أساس التفرقة بين الأسهم و السندات يقوم على أساس الملكية إذ إن حملة السندات هم دائنون، في حين أن حملة الأسهم مالكون أي أن السند هو أداة دين، وأن السهم هو أداة ملكية.

- يستحق حملة السندات فائدة محددة وثابتة تدفعها الشركة(الجهة)المصدرة للسند بمواعيد دورية منتظمة وبغض النظر عن نتائج أعمالها ووضعها المالي، بينما أرباح الأسهم لا تستحق إلا عندما تحقق الشركة أرباحا أي أنها مرتبطة بنتائج أعمالها، وأن هذه الأرباح لا يتم دفعها إلى حملة الأسهم إلا عندما تقرر

الشركة توزيع هذه الأرباح، ولذلك فإن عائد السندات ثابت تمثله الفائدة التي تحملها والتي تدفع لحاملي السندات سواء ربحت الشركة أم لم تربح، وحتى في حالة تحقق خسارة، في حين أن عائد الأسهم مرتبط بتحقيق أرباح، عندما يتقرر توزيعها على حملة الأسهم.

- لا يحق لحملة السندات المساهمة في الإدارة، ومن ثم فإنها مصدر تمويلي للشركة، بدون أن يرتب على الشركة التزاما بمشاركة حملة السندات في إدارة الشركة، بينما تعطي الأسهم الحق لحامليها في المشاركة في إدارة الشركة وفي المساهمة في اتخاذ قراراتها من خلال الحق في حضور اجتماعات الهيئة العامة للشركة وحق الترشيح وحق التصويت، وبالذات حملة الأسهم العادية.
- تعطي الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في الحصول على العائد، وكذلك في الحصول على قيمتها الاسمية، عند استحقاقها، وفي حالة التصفية.
- تساهم السندات كمصدر للتمويل في تخفيف العبء الضريبي الذي تحمله الشركة لأن عائدها(سعر الفائدة)يدخل كبند ضمن الكلفة، وقبل حساب الأرباح، ودفع الضريبة عليها، في حين أن عائد الأسهم لا يدخل ضمن الكلفة ويدفع بعد حساب الأرباح، ودفع الضريبة على الأرباح هذه وقبل توزيعها على حملة الأسهم.
- لا تكون الجهة المصدرة للأسهم ملزمة بتقديم أية ضمانات لحملة الأسهم، في حين أن مثل هذه الضمانات قد يكون مطلوبا تقديمها لحملة السندات في بعض الحالات التي تقتضي ذلك.
- الاستثمار في السندات يتأثر سلبا بالتضخم، أي أن المستثمر فيها(الدائن)يتضرر نتيجة للتضخم ويستفيد المقترض أي الشركة(الجهة المصدرة للسند)، في حين أن الاستثمار في الأسهم يمكن له أن يستوعب التضخم، وقد لا يتأثر به سلبا، لأن السهم مشارك في ملكية أصول الشركة باعتباره حق ملكية، وهذه الأصول تزداد في قيمتها، أي أسعارها مع الزيادة العامة في الأسعار التي ترافق حصول التضخم في الاقتصاد[1].

[1] خيرة بلحمري، **تحليل كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة قياسية لعدد من البورصات العربية(الكويت وتونس والكويت خلال الفترة 20007-2014)**، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2016/2015 ص ص79-80.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

تعتبر المشتقات المالية من أهم أدوات الهندسة المالية والتي نشأت كأداة لإدارة مخاطر الاستثمار والتحوط ضد المخاطر، والمراجحة بين الأسواق والمضاربات. ومن خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى تعريفها خصائصها وأنواعها.

أولا: تعريـــف المشتقات وخصائصها

أخذت المشتقات المالية اسمها من حقيقة أنها عقود تشتق قيمتها من قيمة مرجعية، تمثل في الحقيقة قيمة الأصول موضوع العقد.

1. تعريـــف المشتقات المالية:

تُعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها" نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبليات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة"[1].

وعموما المشتقات هي أدوات مالية تشتق قيمتها من قيمة واحدة أو أكثر من الأصول السلعية الأصول المالية أو سعر الفائدة، أو أي من المؤشرات الأخرى المرتبطة بها وقد لاقت المشتقات قبولا واسعا من قبل المؤسسات المالية والشركات الخاصة وكافة المستثمرين، نظرا لما تحويه من منافع كبيرة سواء فيما يتعلق بتخفيض تكاليف التمويل، أو تحسين معدلات العائد على الأصول، ولتجنب الضرائب والإجراءات الصارمة ولعل أكثر المنافع التي تقدمها المشتقات هي حماية المستثمرين من المخاطر السوقية الناجمة عن تغيرات الأسعار المفاجئة غير المتوقعة[2].

[1] أحمد صالح عطية، **مشاكل المراجعة في أسواق المال**، دار الجامعية، بدون طبعة، 2003، ص 211.

[2] قايدي خميسي، لحسين عبد القادر، **دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق –حالة الدول الصناعية العشر–**، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد06، 2015، ص 29.

2. خصائص المشتقات المالية:

تتسم الأدوات المالية المشتقة بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن الأدوات المالية الأخرى، ويعد التعرف على هذه الخصائص أمراً بالغ الأهمية بالنسبة للأطراف المتعاملة في هذا النوع من الأدوات. و فيما يلي نستعرض أبرز تلك الخصائص[1]:

أ. إنها ذات طبيعة خارج الميزانية:

يتم إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات داخل الميزانية كأصول وخصوم ومن ثم يكون من السهل التعرف على أرصدتها المثبتة وتتبع أي تغيرات فيها، بعكس الحال بالنسبة للأدوات المالية المشتقة حيث لا يتم إثباتها داخل الميزانية ذلك أن طبيعة التعامل فيها تقتضي تداولها بقيم نقدية ضئيلة–إن لم تكن معدومة –بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنة. وهو ما يتماشى مع طبيعة الأصول والخصوم خارج الميزانية. الأمر الذي يجعل المجال مفتوحا للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة إلى مخاطر ضعف الرقابة عليها.

ب. التعقيد:

إن عقود المشتقات قد يتم تصميمها لمقابلة الحاجات الخاصة للمستخدمين النهائيين، لذلك قد لا يكون استخدام بعض تلك الأدوات واضحا. كما قد لا يكون واضحا أيضا كيفية تقويمها أو المحاسبة عنها وكيفية تحقيق الأهداف الاقتصادية المرغوبة. وهذا قد تترتب عليه مشاكل أساسية نتيجة لعدم فهم شروط وآثار عقد مشتقات معينة، مما قد يؤدي إلى تعرض المؤسسة المالية للارتباك المالي.

ت. السيولة:

تتميز بعض عقود المشتقات بدرجة عالية من السيولة، حيث يمكن تسويقها بسهولة إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية أو

[1] حليمة بزار، **المشتقات المالية ومكانتها في إدارة مخاطر الصيرفة الإسلامية**، أطروحة دكتوراه علوم في الاقتصاد، كلية الشريعة والاقتصاد: قسم الاقتصاد والإدارة، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، 2016/2015، ص 150.

المقاصة، أما البعض الآخر فيتميز بصعوبة تسويته في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل تتعلق بعمليات تقييمها و تصفية و إزالة المراكز المفتوحة المرتبطة بها.

ث. **عدم وضوح القواعد المحاسبية المرتبطة بها:**

حيث لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في العمليات المشتقة، ويرجع ذلك أساسا إلى التقدم السريع و النمو المتلاحق في مجال ابتكار و استخدام الأدوات المالية المشتقة و التي لا تواكبها استجابة محاسبية مماثلة وسريعة.

ثانيا: أنواع المستثمرين المستخدمين للمشتقات

يندرج المستثمرين في أسواق المشتقات المالية ضمن الفئات التالية[1]:

1. **المتحوطون Hedgers**: يهتم هذا النوع من المستثمرين بتخفيض المخاطر التي يتعرضون لها، من خلال اتخاذ مركز معاكس لمركزهم السابق وذلك لحماية أنفسهم من الخسائر في حال عكس السوق حركته. وتسمح المشتقات للمتحوطين بتحسين درجة التأكد لتتفوق على الأوراق المالية الأصلية ولكنها لا تضمن تحسن النتائج؛
2. **المضاربون Speculators**: يراهن المضاربون على تحركات الأسعار المستقبلية، لذلك يستخدمون المشتقات محاولة منهم لتحقيق مكاسب غير طبيعية؛
3. **المراجحون Arbitrageurs**: يتدخل المراجحون عندما يكون هناك فرق سعري لأصل معين بين سوقين أو أكثر، وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر، والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر لتحقيق ربح عديم المخاطرة.

[1] ليلى بوشنين، **دور منتجات الهندسة المالية في استقرار الأسواق المالية–حالة صناديق استثمار السوق المالي السعودي**–بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية يومي 5و6ماي 2014، ص 8.

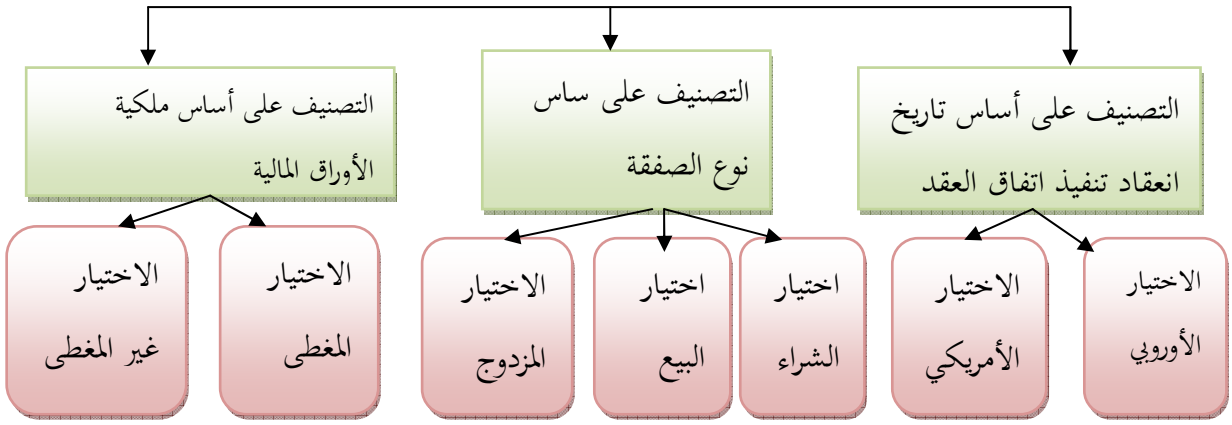
ثالثا: أنواع المشتقات المالية

تشتمل عقود المشتقات المالية التي قدمتها مبتكرات الهندسة المالية في الفكر المالي الحديث على عديد من الأنواع تختلف بحسب وطبيعة تداولها في الأسواق المالية المتمثلة في:

1. **عقود الاختيار:**

تمثل عقود الاختيار أحد أدوات الإستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها. وعلى وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزمع شراؤها أو بيعها في المستقبل. وتسمى هذه العقود، حقوق أو عقود إختيار، نظرا لأنها تعطى مشتري العقد الحق (وليس إلتزام)في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، وذلك نظير مبلغ معين غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) على سبيل التعويض أو المكافأة[1]. وتصنف عقود الخيار إلى عدة أنواع حسب معيار التصنيف، وهذا حسب الشكل التالي:

الشكل رقم (1-3): أنواع عقود الخيار



المصدر: نصيرة عقبة، لحسن دردوري، **دور المشتقات المالية الحديثة في تثمين الموارد المالية للبنوك والصناعة المالية المصرفية** مداخلة ضمن الملتقى الدولي الرابع للمالية الإسلامية: الهندسة المالية بين الضوابط الشرعية والمستحقات الربحية والمقاصد التنموية، جامعة الزيتونة(تونس)، يوم 27 أفريل 2016، ص 03.

2. **العقود المستقبلية:**

وهي أسواق منظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية بعقود ذات شروط وبدون نمطية موحدة، وبأسعار محددة وقت التعاقد، على أن يتم التسليم ودفع الثمن في تاريخ لاحق ومحدد، ويتم التعامل فيها بشرطين: الأول أن يتم من خلال أحد بيوت التسوية(السمسرة) الذي يقوم به البائع بالنسبة للمشتري، وبدور المشتري بالنسبة للبائع

[1] محمد صالح الحناوي، وآخرون، **تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية**، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية ، دط، 2007، ص 259.

ضمانا لتنفيذ الصفقة إذا تعذر على أحد طرفيها الأصليين الوفاء بإلتزاماته تجاه الآخر، الثاني إيداع هامش مبدئي من جانب المستثمر(البائع والمشتري) لدى بيت التسوية(السمسرة) لضمان تنفيذ المستثمر للعقد عند تاريخ التسليم[1].

3. عقود المبادلة:

عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر في تبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة لاحقة أي هي سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ، وتتم عملية تسوية عقود المبادلة على مدد دورية، ويعد عقد المبادلة ملزما لطرفي العقد على عكس عقد الخيار[2].

[1] محمد علي سويلم، مرجع سابق، ص 27.

[2] نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، مرجع سابق، ص 120.

المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية ومؤشرات تطورها

يعتمد الاستثمار في الأوراق المالية وتنفيذ صفقات البيع والشراء بالدرجة الأساسية على البيانات والمعلومات المتوفرة عن الشركة التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق المالي، ولذلك فالعنصر الأساسي في تحديد أسعار الأوراق المالية يكون من خلال توفر هذه البيانات والمعلومات. و تعتبر الكفاءة من أهم مؤشرات نجاح وقوة الأسواق المالية، فهي تعكس العدالة في أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، وفي ظل عدم وجودها تكون هناك فرصة لبعض المستثمرين دون غيرهم لتحقيق أرباح خاصة بهم. سنحاول في هذا المبحث توضيح مفهوم كفاءة الأسواق المالية ونتطرق فيما بعد إلى أنواعها ومؤشرات تطورها.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية ومتطلباتها

أثارت فكرة كفاءة الأسواق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، 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.

أولا: مفهوم كفاءة الأسواق المالية

يعتمد الاستثمار في الأوراق المالية وتنفيذ صفقات البيع والشراء بالدرجة الأساسية على البيانات والمعلومات المتوفرة عن الشركة التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق المالي، وذلك فإن العنصر الأساسي في تحديد أسعار الأوراق المالية يكون من خلال توفر هذه البيانات والمعلومات، لأن المتعامل بالأوراق المالية لا يقوم بتنفيذ عمليات الشراء من خلال الزيارات الميدانية للشركات المصدرة للأسهم والوقوف على أعمالها وطبيعة أنشطتها وإنما يعتمد على تحليل البيانات والمعلومات بصورة أساسية لكي يتخذ قرارات الشراء والبيع، وأن عدم توفر البيانات والمعلومات بالدقة المطلوبة أو النقص بها وعدم تكافؤ فرص الحصول عليها سيؤثر تأثير كبير على قرارات المستثمرين عند شراء الأوراق المالية، وأن أي خلل في هذه البيانات والمعلومات يؤدي إلى عدم كفاءة السوق المالي[1].كما ينص ذلك المفهوم على أن" كفاءة الأسواق المالية هي وضع تعكس فيه بأسعار الأوراق المالية على نحو تام وفوري كافة المعلومات المتاحة في السوق"[2].

[1] دريد كمال آل شبيب، مرجع سابق، ص 202.

[2] Eugene Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," **Journal of Finance**, Vol.25, Issue 2 (May 1970), p. 384

كما تعرف **كفاءة السوق المالي** على أنها"السوق التي يتم فيها تعديل أسعار الأوراق المالية بشكل سريع استجابة لنشر المعلومات الجديدة وأن الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس، وبشكل كامل، كل المعلومات المتاحة ومنها ما يتعلق بالمعلومات الخاصة بالمخاطرة. لذلك فإن الأسعار الجارية للأوراق المالية في سوق فعالة تعبر عن الأسعار الحقيقية لهذه الأوراق وبهذا يشير الاقتصادي **(Scott)** بأن السوق الفعالة" هي السوق التي تقوم بتسعير الأوراق المالية بشكل صحيح"[1].

في ضوء المفاهيم المشار إليها لكفاءة السوق المالي يمكن أن نستخلص تعريف كفاءة السوق المالي:" **بأنها تمثل مدى سرعة استجابة أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وبشكل غير متحيز للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه. وبذلك تصبح أسعار تلك الأوراق دالة للمعلومات المتاحة في السوق تؤدي إلى تقلب هذه الأسعار، أما إذا كانت حركة الأسعار عشوائية ولا تعكس المعلومات المتدفقة إلى السوق فإن السوق غير كفء**".

وهكذا وبالمفهوم السابق فإن كفاءة السوق المالي ترتبط بتوفر شرطين على الأقل هما[2]:

- أن يتسم السوق بسمتي العمق والاتساع وبقدر يهيئ للمتعامين فيه تداول مجموعة متنوعة من أدوات الاستثمار وبتكلفة معقولة لإبرام الصفقات.
- أن تعكس الأسعار السائدة في السوق وبطريقة غير متحيزة كافة المعلومات المتاحة للمتعامين فيه المنشورة وغير المنشورة.

ولا تعني كفاءة السوق أن الكل سوف يسلك نفس الاتجاه عند التعامل في الأوراق المالية، ولكنها تعني توفير مباراة عادلة بين المتعاملين، ويتم ذلك بضمان وصول المعلومات الجديدة بسرعة إلى المتعاملين ودون وجود فاصل زمني كبير يسمح لفئة دون أخرى باستخدام هذه المعلومات في تحقيق أرباح غير عادية، ويختلف مستوى كفاءة السوق حسب نوعية المعلومات التي تتوافر للمتعاملين، فبداية يجب أن تعكس أسعار الأوراق المالية المعلومات التاريخية حتى يوصف السوق بأنه"الشكل الضعيف الكفاءة" أما إذا توافرت المعلومات الحالية أو الحاضرة بسرعة

[1] فاخر عبد الستار حيدر، **التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي**، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2002، ص ص 49-50.

[2] محمد مطر، **الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل للنشر، الأردن(عمان)، ط1، 2016، ص 64.

ودون فاصل زمني وتدفقت إلى المتعاملين في السوق في نفس الوقت فإن السوق يوصف بأنه" شبه قوي" أما إذا أضيف لذلك المعلومات الداخلية والخطط المستقبلية فإنه يوصف بأنه "قوي"[1].

ومن **الخصائص المميزة لكفاءة السوق** نجد:

– توفر السيولة: أي القدرة على بيع وشراء الأسهم بسرعة وسهولة في السوق بسعر محدد ومعروف، بما يضمن عدم حصول تغيرات كبيرة ومفاجئة في سعر السهم بين عملية وأخرى، باستثناء تلك العمليات التي تحدث بناء على توافر معلومات جديدة هامة ورئيسية[2].

–العقلانية: أن يكون الهدف من الاستثمار هو تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات واختيار أفضل بديل استثماري في تلك السوق .

–كفاءة تخصيص الموارد: ويقصد بها تحويل فائض الأموال والموارد التي تتسم بالندرة، ممن لديهم هذا الفائض إلى الأنشطة الاقتصادية والفرص الاستثمارية التي تتاح لهذه الموارد. وتتحقق كفاءة تخصيص الموارد عندما يتم تخصيص تلك الموارد النادرة بطريقة مثلى على كل الأنشطة الاستثمارية، وبالتالي يحقق النفع لكل الأطراف.

– **شمولية السوق:** ونقصد بها أن السوق المالية تمتاز بالوساعة إذا كان حجم التداول كبير الناتج عن أوامر العرض والطلب حيث بسبب حجم التداول في الأسواق ذات الوساعة فإن الفرق بين سعر الطلب وسعر العرض ضيقا، فلو كان عدد المتعاملين من البائعين والمشتريين في السوق قليل وكان حجم التداول الناتج صغيرا فإن السوق تكون ضيقة[3].

– حيوية السوق: عند حدوث خلل في التوازن ما بين العرض والطلب في السوق فيجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، وعندما تزداد الأوامر على السوق بسبب أي تغير طفيف في الأسعار فإنه يدل على حيوية السوق، مع العلم أن الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية يكون فيها الفرق بين أسعار العرض وأسعار الطلب ضيقا ويتم إتمام أي صفقة بيع أو شراء بسرعة، كما يكون حجم التداول كبيرا.

---

[1] طارق عبد العال حماد، **دليل التعامل في البورصة**، الدار الجامعية، الإسكندرية، دط، 2007، ص 33.

[2] يحي أزغار، **محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية 2008**، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، تخصص: مالية ومحاسبة، جامعة الجزائر 03، 2017/2016، ص55.

[3] مونية سلطان، **كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني–دراسة حالة ماليزيا–**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014–2015، ص 79.

– **استمرارية السعر**: وهي أحد المكونات الرئيسة للسيولة ونقصد بها (استمرارية السعر) أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى، إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تؤدي إلى تغيير في السعر وتتميز السوق المستمرة بالسيولة[1].

– **الأمن**: أي أنه لا بد من توفر الحماية ضد المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر من تقلبات الأسعار والفوائد و غيرها من المخاطر التي قد تكون في السوق المالية.

–**المنافسة الكاملة**: ويطلق عليها أيضا بعدالة السوق بمعنى أن يكون عدل في السوق لكل من يرغب في إبرام صفقة أو استثمار حيث يوفر لكل واحد منهم فرصا متساوية ومتعادلة[2].

– **عمق السوق**: ويقصد بها وجود عدد من الأوامر الحقيقية لبيع أو شراء الأوراق المالية وأن تكون بأسعار تزيد أو تقل عن الأسعار السائدة في السوق. ويقصد بالأوامر الحقيقية تلك الأوامر التي تتعلق بمعاملات فعلية أو حقيقية عن أوراق مالية متداولة في السوق[3].

– **توفر المعلومات**: ليتمكن كافة المتعاملين في السوق من الحصول على المعلومات والبيانات حول كميات وأسعار عمليات البيع والشراء السابقة في الوقت المطلوب وبدقة كبيرة[4].

ثانيا: متطلبات الأسواق المالية الكفؤة:

تهدف الأسواق المالية إلى تحقيق أهداف محققة أهمها ضمان أفضل تخصيص للمدخرات على الاستثمارات وكذلك ضمان السيولة وجذب المزيد من الأفراد والمؤسسات إلى السوق، وإتاحة أفضل السبل لتدبير احتياجات الشركات من الأموال مثل زيادة رأس المال أو إصدار السندات، وكل ذلك بغرض خدمة الاقتصاد الوطني، ولكي تكون السوق أو البورصة بحق مرآة للاقتصاد الوطني، ولتنشيط السوق وزيادة حجمه وضمان الثقة فيه فإنه يجب أن يتمتع بالكفاءة، ولكي يحقق سوق رأس المال هدف التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ينبغي أن يتوافر فيه كل من المتطلبات التالية:

[1] نسرين عبد الحميد نسرين، مرجع سابق، ص ص 183-184.

[2] مونية سلطان، مرجع سابق، ص 80.

[3] حمدى عبد العظيم، **اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم**، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية (مصر)، دط، 2012، ص 158.

[4] يحي أزغار، مرجع سابق، ص 55.

1. كفاءة التسعير (الخارجية) Pricing Efficiency:

يطلق على كفاءة التسعير الكفاءة الخارجية ويقصد بها المعلومات الجديدة التي تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة، دون فاصل زمني كبير بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، وبما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحد منهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين[1].

2. كفاءة التشغيل(الداخلية) Operational Efficiency:

يقصد بذلك تنفيذ المعاملات(عمليات البيع والشراء) بتكلفة معاملات معقولة، فمن المعروف أن تنفيذ المعاملات بين البائع والمشتري لا يتم مباشرة وإنما عن طريق شركات السمسرة والتي تحصل على نسبة أو مبلغ من ثمن البيع أو ثمن الشراء[2].

وتوفر الخاصيتان السابقتان(كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل) للأسواق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط أهمها ما يلي[3]:

- أن تسود الأسواق المالية المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشترين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار؛

وبتحقيق هذا الشرط للأسواق المالية ما يعرف بخاصيتين العمق والاتساع حيث بوجود مجموعات مختلفة وكبيرة من المتعاملين، يتوفر للسوق شرط المنافسة،كما تتوفر له أيضا ما يعرف بخاصية الاستجابة التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب؛

- أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة أوراق المالية المتداولة فيه، وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق، وبتوافر خاصية السيولة في الأسواق المالية تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة كما أن توفر هذه الخاصية توفر للسوق المالي ميزة هامة هي

[1] عصران جلال عصران، **تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية مدخل مقارن**، دار التعليم الجامعي الإسكندرية، دط، 2010، ص 265.

[2] طارق عبد العال حماد،مرجع سابق، ص30.

[3] بريش عبد القادر، **دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية بالإشارة إلى حالة الجزائر**، مجلة اقتصاديات شمال أفريقيا العدد التاسع. ص 52.

ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه، والتي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تقل من فرص المضاربة غير المأمونة فيه؛

- أن يتوفر للسوق المالي وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل وتتخذ هذه المؤشرات صور متعددة وتقدم للمستثمر فيما يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة؛
- توفر عنصر الشفافية بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة ويشكل بحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات وفي السياق نفسه تتضمن شروط الإدراج في السوق توفير متطلبات خاصة في الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام؛
- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء؛

3. الكفاءة الكاملة Perfect Efficiency:

يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم ،حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية[1]:

- ✓ شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
- ✓ حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها.
- ✓ تواجد عدد كبير من المستثمرين، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.
- ✓ رشادة المستثمرون، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

[1] صالح مفتاح، فريدة معارفي، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية–دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها**، مجلة الباحث، العدد07، 2010/2009، ص 183.

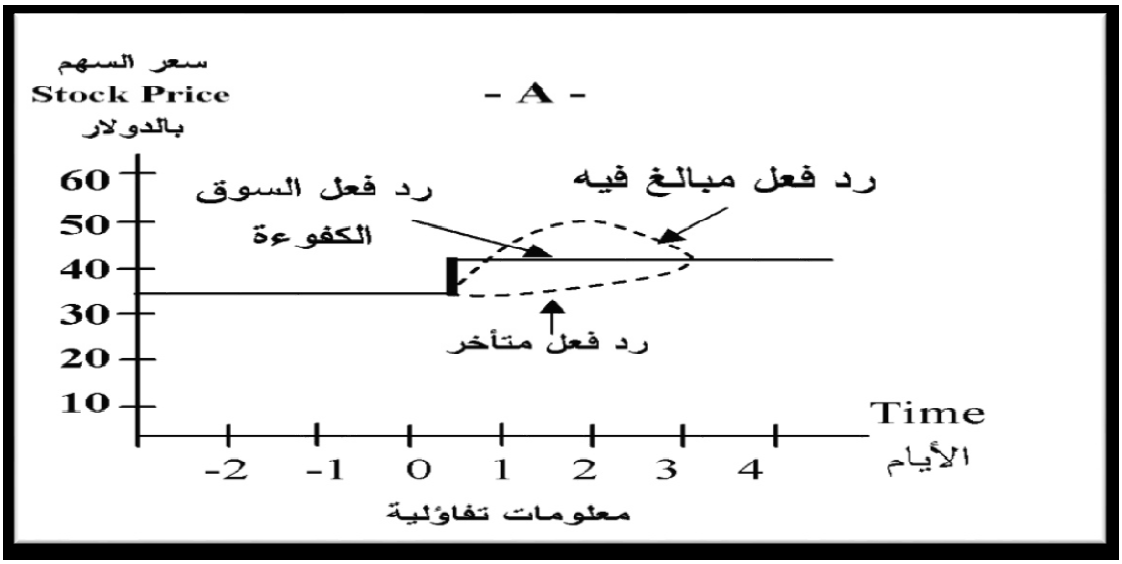
4. الكفاءة الاقتصادية:

نقصد بالكفاءة الاقتصادية هي مدى تأثر السوق باختلاف رغبات وكفاءة وأهداف المستثمرين ويستند مفهوم الكفاءة الاقتصادية على فرضية أساسية هي إتجاه المستثمر نحو تعظيم ثروته الخاصة، وهذا يحفزه نحو الدخول في سباق للحصول على البيانات والمعلومات واستخدام طرق ووسائل متعددة في التحليل والاستنباط لتحقيق هذا الهدف.

والكفاءة الاقتصادية تفترض منطقيا وجود فترة تباطؤ زمني بين تداول المعلومات الجديدة وبين انعكاس أثرها على الأسعار في السوق، وهذا يؤدي بالنتيجة إلى اختلاف القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة عن القيمة الحقيقية لها لبعض الوقت[1].

و لتوضيح كيفية سلوك السعر في ظل الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية، و بإفتراض وصول معلومات تفاؤلية إلى سوق الأوراق المالية، نرصد التغيرات الحاصلة في الأسعار في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-4): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية



المصدر: عبد الغفار حنفي" **الاستثمار في الأوراق المالية (الأسهم ، السندات ، وثائق الاستثمار و الخيارات** ")الدار الجامعية ، الإسكندرية ،مصر ،2000، ص 212.

[1] دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 207.

المطلب الثاني: مستويات كفاءة الأسواق المالية

إن الأساس الذي تقوم عليه فرضية كفاءة السوق المالي هو سرعة الاستجابة للمعلومات المنشورة عن الورقة المالية وعن السوق ككل، فعندما تنشر معلومة فإن الأخبار الجيدة أو السيئة التي تحتملها تلك المعلومة تنتشر بسرعة وتنعكس بصورة فورية على أسعار الورقة أو الأوراق المالية التي ترتبط بهذه المعلومة، الأمر الذي جعل من المعلومة الصحيحة الدقيقة التي تصل لجميع المتدخلين في الوقت المناسب وفي نفس الوقت أمرا ضروريا لضمان استقرار السوق المالي، من خلال ضمان تحقيق أرباح عادلة دون إحداث اختلالات سعرية كبيرة، فمن الواضح إذا أن المعلومات بمختلف أنواعها تعتبر عاملا أساسيا في تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية ومن ثم تحديد مستوى كفاءة السوق.

تتحدد مستويات كفاءة الأسواق المالية من خلال العلاقة التي تربط بين الأسعار وطبيعة المعلومات المتوفرة كما تختلف درجة كفاءة السوق باختلاف مضمون ونوعية المعلومات، وعليه يمكن اعتبار مفهوم كفاءة السوق مفهوم نسبي وليس مطلق فهو يتحدد بمدى طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات التي تحدد قرار المستثمر من جهة أخرى وعلى هذا الأساس أورد FAMA ثلاث صيغ مختلفة لاختبار فرضية كفاءة الأسواق وهي على التوالي فرضية الصيغة الضعيفة، فرضية الصيغة متوسطة القوة، وفرضية الصيغة القوية، وهذا من خلال الدراسة التطبيقية التي قام بها حيث حلل حركة أسعار الأسهم اليومية لمؤشر داو جونز لفترة خمس سنوات أين استطاع قياس درجة العشوائية التي تحصل في تقلبات أسعار الأسهم[1].

[1] فريدة همال، **دراسة سلوك أهم مؤشرات الأسواق المالية المتطورة من 01 جانفي 1991 إلى غاية 31 ديسمبر 2015**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع: اقتصاد كمي، جامعة الجزائر 03، 2017/2016، ص24.

الشكل رقم(1-5): أصناف المعلومات المتوافقة مع الصيغ الثلاثة لفرضية السوق المالية الكفؤة.



Source: Philippe Gillet, **l'Efficience des Marchées Financiers**, 2e Edition, (Paris: Economica, 2006), p. 43.

وبتعبير الاحتواء، يظهر الشكل ثلاثة أصناف من المعلومات المتوافقة مع الصيغ الثلاثة لفرضية السوق الكفؤة. وتندرج المعلومات التاريخية المستوعبة من طرف الأسعار في الإطار الأول، الذي يندرج بدوره في الإطار الثاني المتضمن للمعلومات العامة. في حين يجمع الإطار الثالث كل أنواع المعلومات: التاريخية، العامة والخاصة.

أولا: المستوى الضعيف لكفاءة السوق

بموجب هذه الفرضية لشكل الكفاءة فإن الأسعار تعكس جميع المعلومات التاريخية ذات العلاقة بالورقة المالية وحجم التداول، والفائدة قصيرة الأجل بجانب متغيرات أخرى، لذا لا يمكن للمشتركين في السوق من تحقيق عوائد غير اعتيادية (إضافية)، طبقا لمعلومات الأسعار أو العوائد التاريخية، وعليه فإن التحليل الفني للتنبؤ بأسعار الأوراق المالية لا تفضي إلى نتائج بشأن التوقعات لتحركات أسعار الأوراق المالية (الأسهم العادية)[1]. وذلك لأن التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها البعض ولا تسير على نمط واحد ولا توجد بينها أي علاقة واضحة[2].

[1] محمد علي إبراهيم العامري، **إدارة محافظ الإستثمار**، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013، ص 25.

[2] سليمان موصلي، **دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية**، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد29، العدد02 2013، ص156.

وبهذا يشكل هذا المستوى من الكفاءة رفضا صريحا لفلسفة التحليل الفني الذي يقوم على إمكانية التنبؤ بحركة أسعار الأسهم في المستقبل اعتمادا على دراسة التغيرات الماضية في سعرها[1].

ثانيا: المستوى شبه القوي لكفاءة السوق

عند هذا المستوى من الكفاءة أسعار الأوراق المالية تعكس بالإضافة إلى المعلومات التاريخية كافة المعلومات العامة المتاحة[2]بحيث تستجيب الأسواق المالية للمعلومات الواردة بعد قيام المستثمرين بتحليل هذه المعلومات لينعكس أثر التحليل على أسعار الأوراق المالية بحيث يصعب على المستثمر أن يحقق أرباح غير عادية نظرا لتعديل السعر وفقا للمعلومات خلال فترة زمنية قصيرة، وقصر الفترة الزمنية بين وصول المعلومات الجديدة وبين السعر في ظل هذه المعلومات يجعل الأرباح التي يمكن تحقيقها محدودة إلى حد كبير، وقد تم اختبار هذا المستوى من خلال دراسة سرعة استجابة الأسعار لبعض المعلومات المالية المنشورة كالأرباح والتوزيعات، التغيرات في عرض النقود، التغيرات أو أساليب المحاسبة الجديدة، اشتقاق الأسهم، حجم التعامل على الأوراق المالية[3].

ثالثا: المستوى القوي لكفاءة السوق" تاريخية+ عامة+ خاصة"(Strong Form)

تعني أن جميع المعلومات في السوق تكون عامة ولا يوجد احتكار هذه المعلومات من قبل فئة معينة يمكن في حالة استخدامها أن تحقق أرباحا غير عادية، أي أن هذا السوق لا يفسح المجال إلى ظاهرة المبادلات الداخلية والتي تعني حصول موظفي الشركات على بعض المعلومات الداخلية عن الشركة والتصرف على أساسها من قبل مالكي الأوراق المالية داخل أو خارج الشركة، مما يفسح المجال لاقتناص فرصة لتحقيق أرباح غير عادية. إن هذا المستوى من الكفاءة في السوق المالي لن يتيح لأي مستثمر مهما أمتلك من الخبرة والمهارة القائمة على عملية التحليل والاستنباط والاستقراء في الحصول على إيرادات غير عادية وحتى من كبار العاملين في الشركة.

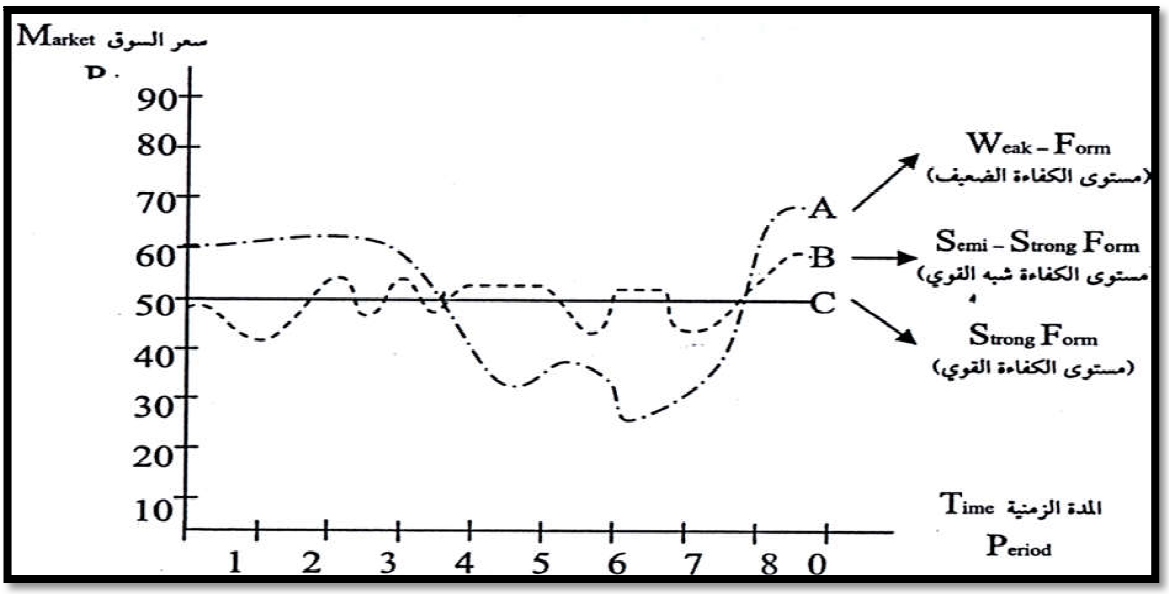
[1] Steve Ambler, **L'efficience des marchés financiers**, working paper, université du Québec a Montréal, Département des sciences Economiques, 2005, p 4

[2] سليمة حشايشي، **التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية**، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر، 2009، ص 7.

[3] بن أعمر بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية**، أطروحة دكتوراه، تخصص: نقود بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013-2012، ص 79.

إن ذلك يعني أن القيمة السوقية للأرباح غير العادية تساوي صفرا لأن الأسعار السائدة في السوق معادلة تماما لقيمتها الحقيقية وهذا سيؤدي إلى تجسيد دور المحللين الماليين، مع الإشارة إلى عدم وجود مثالية كاملة في الأسواق المالية ويبقى هامش يفسح المجال إلى تحقيق أربح لبعض المستثمرين أكثر من مستثمرين آخرين[1].

الشكل رقم(1–6) : الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية



Source: Francis J. Clarch: **"Management of Investment "**; Mc. Graw; Hill; inc; Japan; 1983; P465.

- 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 Aهو الشكل الضعيف لكفاءة السوق ، حيث يكون الاختلاف بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية واسعة .

ويتضح من الشكل أن سعر السهم ما هو إلا انعكاس 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 بمرحلة الكفاءة الضعيفة و الشبه قوية، ففي ظل سوق الكفاءة الضعيفة والتي يمثلها المنحنى A يكون هناك

[1] دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 212.

اختلاف كبير بين سعر الورقة في السوق وقيمتها العادلة، (القيمة التي تعكس حقائق مالية واقتصادية) أما المنحنىB يوضح الفجوة يبن سعر السوق والقيمة العادلة وقد تكاد تكون الفروقات بينهما في بعض الفترات الزمنية قريبة من الصفر لتعكس كفاءة قوية المتمثلة في الخط المستقيمC[1] .

المطلب الثالث: مؤشرات تطور كفاءة الأسواق المالية

لتحديد مدى تطور الأسواق المالية ودرجة تأثيرها على الأداء الإقتصادي للبلد عمد الاقتصاديون إلى تكوين مجموعة من المؤشرات أطلق عليها مؤشرات تطور كفاءة الأسواق المالية. وتساعد هذه المؤشرات الاقتصاديين وصناع القرار بإجراء المقارنات بين الأسواق المالية المختلفة، وبالتالي ترتيبها حسب درجة تطورها وقدرتها على جذب الاستثمارات وتخصيصها على نحو كفؤ.

يعرف **مؤشر السوق** على أنه: "قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في الأسواق المالية، إذ يتم تكوين هذا المؤشر وتحديد قيمته في البداية وتتم بعد ذلك مقارنة قيمة المؤشر عند أي نقطة زمنية، مما يتيح إمكانية معرفة تحركات السوق بالارتفاع أو الانخفاض، إذ يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاتها"[2].

ويمكن أن نعرف **المؤشر** على أنّه" أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات[3].

ويعد مؤشر السوق أو مجموعة المؤشرات مقياسا حقيقيا لأداء الأسواق المالية سواء في البلدان المتقدمة أو النامية على حد سواء، فهي تلخص الأداء الإجمالي للسوق. ونظرا لكون المؤشر يتكون من شركات في قطاعات اقتصادية مختلفة، فضلا عن أنه يعد أسلوبا سهلا لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، فإنه يمكن أن يمثل مرجعا واضحا للمستثمر في الأسواق المالية[4].

ولقياس أداء الأسواق المالية هناك عدد من المؤشرات التي تعكس درجة تطور السوق وتقدمه ومن أهمها:

---

[1] مريم سحنون، **السلوك المالي وأثره على كفاءة الأسواق المالية محاولة لدراسة سلوك العوائد في سوق المحافظ المالية الأوروبية**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: مالية دولية، جامعة تلمسان، 2016/2015، ص ص 35-36.

[2] نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، مرجع سابق، ص 133.

[3] حسين قبلان، **مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية**، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير العدد 11، 2011، ص 94.

[4] نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، مرجع سابق، ص 133.

أولا: حجم السوق: ويقاس حجم السوق بمؤشرين أساسين هما:

1. **مؤشر القيمة السوقية (رسملة السوق):** ويقصد برسملة السوق مجموع قيم الأسهم المدرجة في السوق مضروبا بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضا إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق، وغالبا ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المسجلة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويذهب فريق من المحللين الاقتصاديين إلى أن رسملة السوق يرتبط ارتباطا وثيقا بالقدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر. ويعد مؤشر رسملة السوق مرآة تعكس مستوى نشاط السوق، إذ كلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على ارتفاع حجم السوق.

معدل رسملة البورصة(%)=(القيمة السوقية للأسهم المدرجة÷ الناتج المحلي الإجمالي) 100x

و تعكس رسملة السوق مستوى نشاطها، فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع مستوى السوق(كبر حجم السوق)سواء من حيث زيادة عدد الشركات المدرجة فيه، أو ارتفاع الأسعار الذي قد يكون انعكاسا لاتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما معا، وبالتالي يكون ذلك انعكاسا لارتفاع النشاط الاقتصادي وتعزى الزيادة في القيمة السوقية إلى العديد من الأسباب من أبرزها[1]:

- تطور نشاط السوق نفسه ولاسيما بعد إدخال العديد من الابتكارات المالية الحديثة و هو ما يعرف بالمشتقات(الخيارات و المبادلات و المستقبليات)، الأمر الذي سيحفز العديد من المستثمرين على طلب التمويل وذلك من خلال إصدار أنواع مختلفة من الأدوات المالية التقليدية والحديثة، والتي تشبع رغبة المدخر والمستثمر في آن واحد، الأمر الذي ينعكس على زيادة عدد الأسهم المدرجة، و بالتالي القيمة السوقية للأسهم.
- تعد زيادة الطلب على الأوراق المالية ناجمة عن زيادة التحرر المالي و تمتع السوق بالشفافية والاستقرار وهي عوامل تؤدي إلى ارتفاع مؤشرات أسعار السوق، و هي من الأسباب المهمة لزيادة القيمة السوقية.
- التطور الكبير الذي شهده مجال الاتصالات و الثروة التكنولوجية و الابتكارات الالكترونية ولاسيما بعد إدخال الكمبيوتر.

[1] خيرة بلحمري، مرجع سابق، ص 41.

2. **مؤشر عدد الشركات المدرجة:** يبين لنا هذا المؤشر تلك الشركات التي يسمح لها بالتعامل في الأدوات المالية بالسوق المالي والتي استوفت الشروط ومتطلبات الإدراج وفق اللوائح والتعليمات الصادرة، كما يستخدم هذا المؤشر أيضا بوصفه مؤشر للدلالة على حجم السوق ومنه نستطيع معرفة تمثيل تلك الشركات للقطاعات الاقتصادية العاملة في الاقتصاد، بمعنى هل تتوزع على جميع النشاطات الاقتصادية أم لا، وكما يشير زيادة عدد الشركات المدرجة إلى تطور السوق المالية ولكنه يفقد دلالته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبير حيث تكون إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيرا[1].

ثانيا: سيولة السوق

تعني سيولة السوق القدرة على شراء وبيع الأصول المالية بسهولة في السوق الثانوي، ولأن السيولة تسمح للمستثمرين بتغيير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم بسرعة وبتكلفة يسيرة، فإنها تجعل الاستثمار المالي أقل خطرا وتسهل من الاستثمار طويل الأجل، وتواجه الأسواق التي تفتقر للسيولة بحذر من المستثمرين لأنهم لن يتمكنوا من الخروج من السوق في الوقت الذي يرغبونه، وفي السوق مرتفعة السيولة تزيد فرص الشركات المدرجة بها في الحصول على احتياجاتها المستمرة من الموارد المالية بتكلفة معقولة، سواء عن طريق إصدار سندات أو زيادة رؤوس أموالها من خلال إصدار المزيد من الأسهم، كما أن الاقتصاد الذي يتميز بوجود سوق سائلة للأوراق المالية يجعل من الأصول المالية أكثر قبولا كضمان للقروض المصرفية و يعزز من ثم الاستثمار[2].

وهناك مؤشران أساسيان لقياس سيولة الأسواق المالية وهما:

1. **معدل دوران السهم (%)**: يمكن أن يتخذ معدل تداول أسهم الشركة كمؤشر للإقبال على ما تصدره من أوراق مالية الأمر الذي يعني تمتعها بمركز مالي متين وربحية عالية، و يحسب هذا المعدل إما على أساس عدد المرات التي يتم فيها التداول على أسهم الشركة أو على أساس العلاقة بين كمية الأوراق المالية وكمية الأوراق المسجلة في البورصة لنفس الشركة. ويقاس بالنسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل

[1] حسن كريم حمزة، مرجع سابق، ص 271.

[2] عاطف وليم اندرواس، **أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها**، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، ط1، 2007، ص 96.

قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال فترة زمنية محددة[1].كما هو موضح في المعادلة التالية:

معدل دوران السهم%= (إجمالي الأسهم المتداولة (حجم التداول)/رسملة السوق)100x

ويكمل معدل الدوران معدل نسبة رأس المال السوق، فالسوق قد تكون صغيرة ونشطة، فهي صغيرة لانخفاض نسبة رأس مال السوق ونشطة لارتفاع معدل الدوران.

2.**معدل تداول السهم(حجم التداول) Traded Value Ratio**: ويعبر معدل التداول عن نسبة إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة خلال فترة زمنية معينة إلى الناتج المحلي الخام للفترة ذاتها كما هو موضح في المعادلة التالية[2]:

معدل التداول(%) = (القيمة السوقية للأسهم المتداولة ÷الناتج الإجمالي المحلي) 100x

ثالثا: مؤشر درجة التركيز

يقصد بدرجة تركيز التداول عدد الشركات التي يتم التداول في أسهمها في معظم الأحيان مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة في السوق[3]. ويقاس بمدى مساهمة أكبر عشر شركات في رأس المال السوقي للوقوف على مدى سيطرة هذه الشركات على السوق[4].

رابعا: المؤشر العام لأسعار الأسهم

تحرك الأسهم يحرك عادة بما يطلق عليه(معدل أو مؤشر السوق)، وهو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض إنها تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية.

[1] إسماعيل السيدة عبد الفتاح، **الأسواق المالية**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر،دط، 2009، ص 106.

[2] إسماعيل السيدة عبد الفتاح، المرجع السابق، ص 106.

[3] إبراهيم اونور، **خصائص أسواق الأسهم العربية**، المعهد العربي للتخطيط، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، الكويت، العدد 80، 2009، ص: 05، تاريخ التحميل:2017/02/15: متاح على الموقع: www.arab-api.org/develop_1.htm

[4] عبد الحميد عبد المطلب، **مبادئ وسياسات الاستثمار**، الدار الجامعية، الأردن ط1، ص227.

ويكتسب المؤشر العام لأسعار الأسهم أهمية كبيرة لمختلف المتعاملين في السوق المالية، إذ جرت العادة في تقييم نشاط السوق ولاسيما من المستثمرين من خلال متابعة مؤشرات الأسواق، مما يساعدهم في تحديد قراراتهم الاستثمارية بالنسبة للبيع والشراء، وإلى أبعد من ذلك أصبحت المقارنة بين كفاءة الأسواق المختلفة تتم من خلال هذه المؤشرات، وغالبا ما تنشر الصحف العالمية المختلفة يوميا قائمة بمختلف المؤشرات التي تنشر التطورات الطارئة على أسعار الأسهم، الأمر الذي يعطي صورة واضحة للمستثمرين عن أوضاع استثماراتهم، وبالتالي يساهم في زيادة مقدرتهم في توجيه أموالهم نحو الأسواق الأكثر كفاءة واستقرارا[1].

خامسا: نموذج كفاءة تسعير الأصول المالية

يحدث هذا عندما يعكس سعر الورقة المالية كل المعلومات المتاحة المؤثرة على مستقبل المؤسسة المصدرة للورقة، وينبغي أن يتسم توافر المعلومات بالسرعة والدقة والتكلفة المنخفضة، وتنعكس الكفاءة على التخصيص الكفء للموارد، بحيث يزداد الطلب على الأوراق المالية للمؤسسات التي لها مستقبل اقتصادي متميز، ويمكن دراسة مدى كفاءة التسعير في السوق المالية من خلال: مدى توافر مصادر المعلومات ومدى استجابة الأسعار للمتغيرات الاقتصادية مثل أسعار الفائدة والتضخم[2].

سادسا: مؤشر الهيكل التنظيمي للسوق

يعتبر تطور الهيكل التنظيمي أساس تحقيق كفاءة الأسواق المالية فهو يضمن القيام بمختلف العمليات في السوق على أكمل وجه ومن بين المؤشرات التي توضح مدى تطور الهيكل التنظيمي ما يلي[3]:

أ. **وجود إطار تنظيمي واضح المعالم خاص بالسوق:** بمعنى وجود دليل يوضح كافة القواعد التنظيمية المتعلقة بالسوق، وصلاحيات المشرفين على إدارتها مع الحرص على أن يكون هذا الدليل شاملا لكافة الأمور التفصيلية الخاصة بالسوق.

ب. **تنظيم مهنة الوساطة:** وذلك من خلال توافر ميثاق أخلاقيات المهنة يوضح الشروط الواجب توافرها في الوسيط مع وجود لجنة تعمل على تنظيم هذه المهنة وحسن سيرها لضمان تقديم خدمة الوساطة بأمانة وكفاءة عالية.

---

[1] خيرة بلحمري، مرجع سابق، ص 40.

[2] نعيمة العربي، **دور الوساطة المالية خلال فترة الأزمات المالية–مع الإشارة إلى الأزمة المالية العالمية لعام 2008**، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر 03، 2015/2014، ص63.

[3] زهير غراية، مرجع سابق، ص 117.

ت. **كفاية التشريعات والالتزام بتطبيقها:** وذلك بوجود تشريعات ملائمة وضمان تطويرها مع كل المستجدات وكذا الالتزام بتطبيقها الفعلي مثل: شروط الدخول إلى البورصة وقوانين حماية المستثمر...إلخ.

ث. **تحقيق رقابة الأجهزة المختصة:** وذلك من قبل الوزارة الوصية المكلفة بالمالية وكذا اللجان التي يتم تكوينها لهذا الغرض.

ج. **عمليات التسوية والمقاصة:** إن إجراءات التسوية والمقاصة تؤثر على قرارات المستثمر في الاستمرار في السوق حيث أن التباطؤ وتعقد العمليات لا يشجع المستثمر على الاستثمار، وعليه فتبسيط الإجراءات كفيل بجذب أكبر عدد ممكن من المتعاملين إلى السوق.

خاتمة الفصل:

تحتل الأسواق المالية مكانة بارزة في اقتصاد أي بلد، باعتباره مصدرا تمويليا غير تضخمي، ويشكّل عامل وصل بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي، مما يسهّل على هؤلاء استقطاب ما يحتاجونه من الموارد المالية التي تصب في معظمها لتمويل برامج استثمارية هادفة لتطوير الاقتصاد ككل.

بما أن السوق المالي هو الإطار الذي تتحدد فيه القيمة السوقية للأدوات المالية فقد زاد الإهتمام بما يعرف بكفاءة السوق، والتي نعني بها استجابة أسعار الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، إذ يكون من شأن المعلومة تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للورقة وتتجه أسعار الأوراق المالية صعودا أو هبوطا تبعا لطبيعة الأنباء، إذا كانت إيجابية أم لا، ولتحقيق هذه الكفاءة يجب توفر مجموعة من المتطلبات من أهمها :الكفاءة التسعيرية، التشغيلية، الكاملة، الاقتصادية، اختبرت الكفاءة السوقية، وفقا لإختلاف طبيعة ونوعية المعلومات التي تعكسها الأسعار ضمن ثلاث صيغ، حيث تتمثل هذه الصيغ في الصيغة الضعيفة للكفاءة، الصيغة المتوسطة وفرضية الصيغة القوية.

لتحديد مدى تطور الأسواق المالية ودرجة تأثيرها على الأداء الإقتصادي للبلد عمد الاقتصاديون إلى تكوين مجموعة من المؤشرات أطلق عليها مؤشرات تطور كفاءة الأسواق المالية ومن بينها: سيولة السوق،حجم السوق، مؤشر درجة التركيز، المؤشر العام لأسعار الأسهم...

إن الاستثمار في الأسواق المالية يعتمد بشكل كبير على تقييم الأوراق المالية وعلى وجه الخصوص تقييم الأسهم إذ يتطلب من المستثمر الإلمام بمختلف المعلومات التي يحتمل أن تؤثر على سعر الورقة المالية وبالتالي فإن توفر هذه المعلومات وتحليلها في وقتها المناسب ينعكس على سعر الورقة المالية، ويعد حجم التداول من بين هذه العوامل التي لها أهمية كبيرة في إمكانية التنبؤ بحركة الأسعار، وهذا ما سيتم تناوله في الفصل الثاني من هذه الدراسة من خلال تقييم الأسهم بعرض أهم النماذج بالإضافة إلى حجم التداول والعوامل المؤثرة فيه.

الفصـــــــل الثاني:

تقييم الأسهم والعوامل المؤثرة في حجم التداول

تمهيد:

تعتبر الأسهم التي بحوزة المستثمر جزءا من قروضه حيث أنه في حالة ارتفاع أسعار الأسهم يرتفع حجم الثروات التي يمتلكها الذين يستثمرون في الأسهم، وقد يؤدي تراجع أسعار الأسهم إلى عجز المقرضين الذين حصلوا على قروض بضمانة تلك الأسهم في سداد المستحقات والتي تكبد خسائر، فهنا عملية تحديد قيمة الأسهم لها دور كبير وأساسي في اتخاذ قرار الشراء أو البيع.

الاستثمار في الأسواق المالية يتطلب من المستثمر الإلمام بمختلف المعلومات التي يحتمل أن تؤثر على سعر الورقة المالية، وبالتالي فإن توفر هذه المعلومات وتحليلها في وقتها المناسب ينعكس على سعر الورقة المالية. ويعد حجم التداول من بين هذه العوامل التي لها أهمية كبيرة في إمكانية التنبؤ بحركة الأسعار. و قصد التعرف أكثر على هذه المفاهيم تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

- **المبحث الأول: تحليل وتقييم الأسهم**
- **المبحث الثاني: أساليب ونماذج تحليل و تقييم الأسهم**
- **المبحث الثالث: حجم التداول والعوامل المؤثرة فيه**

المبحث الأول: تحليل وتقييم الأسهم

يقصد بعملية التقييم بالتحديد الدقيق لقيمة (سعر) السهم في السوق والتي على ضوئها تتحدد جملة من القرارات الاستثمارية، هذه القيمة تتحدد على ضوء التدفقات النقدية المخصومة، إذ أن المستثمر في الأسهم يتوقع الحصول على تدفق نقدي في المستقبل يضمن له تعويضا عن الحرمان والمخاطر الناشئة بسبب الاستثمار، وفي نفس الوقت يضمن له تحقيق عائد رأسمالي.

المطلب الأول: ماهية التقييم، المخاطر والعوائد

إن العلاقة الرئيسية بين العائد والمخاطرة تتضح من خلال رغبة المستثمر فردا كان أم مؤسسة في الحصول على عائد يتناسب مع مستوى المخاطر الناجمة عن العملية الإستثمارية، ومنه فإن أي إستثمار ينتظر منه عائد لا بد أن يتحمل المستثمر مقدار من المخاطرة تتعلق بمقدار العائد المتوقع من الإستثمار.

لمعرفة ماهية المخاطر والعوائد ارتأينا أن نتناول ضمن هذا المطلب بعض الأساسيات التي تتعلق بها من مفهومها و أنواعها.

أولا: مفـــــــهوم التقييم

إن عملية التقييم تعني بالمحافظة على السعر التوازني وتلافي أي خلل أو إنحراف سلبي قد يطرأ على إيجابية العلاقة التي يفترض أن تسود فيما بين العائد والمخاطرة المحتملة من جراء القيام ببيع أو شراء أية أوراق مالية، أي أن العائد المتوقع من وجهة نظر المستثمر لابد وأن يتناسب طرديا مع المخاطرة المحتملة[1].

ولا سيما أن التقييم هو ذلك الإجراء المنظم الذي يتحدد عن طريقه السعر السوقي للأوراق المالية وذلك باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم على أساس وجود علاقة طردية بين المخاطرة والعائد المتوقع.

لأن التقييم في حد ذاته يعبر عن المنظومة التي من شأنها تحديد سعر بيع الأوراق المالية في السوق مستقبلا على اعتبار أن هناك علاقة إيجابية بين العائد المتوقع والمخاطرة المحتملة المترتبة عليها، وينبغي العمل باستمرار على

[1] فيصل محمود الشواوره، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية مع مدخل مقترح لتقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية في بورصة الأوراق المالية بالتطبيق على بورصة عمان**، دار وائل للنشر، عمان ط1، 2008، ص 89.

صيانتها والمحافظة عليها لكونها مع الزمن سوف تتغير ولا تستقر على حال، إضافة إلى أن المستثمر بطبعه يكره المخاطرة ويسعى دوما لتحقيق أكبر قدر من العوائد بأقل قدر من المخاطر[1].

ومن ذلك يتضح بأن تصويب الخلل أو الانحراف السلبي في العلاقة الطردية التي ينبغي أن تربط بين العائد والمخاطرة عند اتخاذ أي قرار للإستثمار في السوق المالي هو الهدف الأسمى لعملية التقييم، حيث إن الخلل والانحراف الذي قد يطرأ على إيجابية هذه العلاقة يظهر من ناحية المستثمر بصورة انخفاض العوائد المتوقعة أو بصورة ارتفاع المخاطر المحتملة وبالتالي تحمل خسائر غير عادية، أما من ناحية الشركة المصدرة للورقة المالية فإنه سوف يظهر بصورة انخفاض لقيمتها السوقية وارتفاع لقيمتها الحقيقية عند البيع والعكس تماما عند الشراء، وبالتالي اختفاء السعر التوازني أما من حيث السوق، فإنه سوف يظهر بصورة انحدار متتالي أو ارتفاع متتالي لمستوى الأسعار وبالتالي انتفاء لصفة الكفاءة الأمر الذي يستوجب حتمية التقييم والتقويم وبالتالي اتخاذ كافة الإجراءات الوقائية والعلاجية اللازمة لتصويب الوضع قبل فوات الأوان ومن ثم إلحاق الأذى بكافة الأطراف ذات العلاقة ولاسيما أن النماذج الرياضية المستخدمة في عملية التقييم لا تخرج عن كونها معادلات رياضية مجردة، تتكون من خلال العلاقات المنطقية بين المتغيرات الأساسية المكونة لعملية التقييم والتي تعتمد على الربط بين العائد وبين السعر السوقي للورقة المالية محل التقييم، حيث يمثل الطرف الأول والمتمثل في العائد أهمية قصوى بالنسبة للمستثمر سواء أكان فردا أم مؤسسة، إذ يحرص على تعظيم العائد النهائي المرتبط بالمحفظة ككل، والهدف المحوري للشركة والمتفق عليه الآن يتمثل في تعظيم ثروة الملاك أو المساهمين من خلال تعظيم قيمة أسهمها في السوق المالي[2].

ثانيا: ماهية المخاطرة وأنواعها

الاستثمار بالأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية يجعل معه العديد من المخاطرة التي يتطلب من المستثمر إعارتها الكثير من الاهتمام. فالاستثمار بالأسهم والسندات يقدم فرصا كبيرة للمستثمرين لتحقيق الفوائد والمكاسب المناسبة –أي تحقيق عوائد– وبالمقابل يتعرض إلى خسائر ربما تكون غير متوقعة.

[1] فيصل محمود الشواوره، المرجع السابق، ص 89.

[2] زهير غراية، مرجع سابق، ص 138.

1. مفهوم المخاطرة:

المخاطرة بشكل عام هي تهديد لتحقيق خسارة مالية. وفي إطار الاستثمار بالأوراق المالية فالمخاطرة هي احتمال اختلاف العائد المتحقق عن المتوقع. وطبقا لهذا المفهوم فإن المخاطرة ترتبط بالعائد. في كثير من الأحيان يستخدم مصطلح المخاطرة وعدم التأكد بشكل مترادف للإشارة إلى تقلب عوائد الاستثمار. ولكن لكل منهما مفهوم ومعنى، فالمخاطرة دالة لاحتمالات متخذ القرار في تقييم وقياس المخاطرة، فهو يستند إلى معلومات في تقييم المخاطرة، يشير مفهوم عدم التأكد إلى عدم امتلاك متخذ القرار المعلومات الكافية في تحديد العائد المتوقع وتلعب مهارات وحدس متخذ القرار دورا كبيرا في تقييم المعلومة. وتختلف مخاطر الاستثمار باختلاف الجهة المصدرة: فالأوراق المالية الحكومية تتمتع بضمانة تحقيق العائد. ولذلك تكون خالية من المخاطر في حين الاستثمار باسهم الشركات المساهمة تتسم بالمخاطرة، لأنه يصعب التنبؤ الدقيق بحجم وتوقيت تدفقاتها النقدية. كما يختلف المستثمرين ومدراء الاستثمار في تفضيلهم للمخاطر[1].

ومما سبق يمكن **تعريف المخاطر** على أنها" عدم تحقق العائد فإن كان العائد المحقق يساوي العائد المتوقع فإن المخاطرة تساوي الصفر، وإذا كان العائد المحقق لا يساوي العائد المتوقع فإن المخاطرة قائمة هنا، ومن هنا إرتبط مفهوم الإستثمار بالمخاطرة ويصبح العائد هو ثمن المخاطرة"

2. أنواع المخاطر:

يتعرض المستثمرون في مختلف الأسواق المالية إلى نوعين من المخاطر هما المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية. وتنتج هذه المخاطر عن مجموعتين من العوامل تؤثران في تحديد العوائد التي يحققها المستثمرون. حيث تحدد قيمة المخاطر النظامية نتيجة لعوامل تؤثر على عوائد الأنشطة الاستثمارية مثل التغير في أسعار الفائدة ومعدلات التضخم وحجم عرض النقود ومستويات النمو الاقتصادي والاستقرار السياسي والاجتماعي. بينما يتحدد مستوى المخاطر غير النظامية بعوامل خاصة بالنشاط الاستثماري فعلى سبيل المثال، تحدد عوامل مثل نسبة الاقتراض وسياسات توزيع الأرباح والربحية. إن أهمية تقسيم المخاطر إلى مخاطر نظامية وغير نظامية تكمن في

[1] خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مرجع سابق، ص35.

أن العوائد التي يحققها المستثمرون تعتمد على مستوى المخاطر النظامية، في حين تمثل المخاطر غير النظامية عبئا على المستثمرين دون مقابل[1]. ويمكن تقسيم المخاطر الكلية للأصل إلى نوعين:

1. المخاطر النظامية(المنتظمة) Systematic or martek Risk:

هي المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنويع لأنها تحديدا هي المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وتؤدي إلى عدم التأكد من عائد الاستثمار بالنسبة للشركات العاملة كافة بالسوق في فترة زمنية محددة. فهذه المخاطر تتعلق بالنظام ذاته، ومن ثم فإن تأثيرها يشمل عوائد وأرباح جميع الأوراق المالية التي تتداول في كل السوق المالي[2]. و من خصائص هذا النوع من المخاطر ما يلي[3].

- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام ؛
- لا يقتصر تأثيرها على شركة أو قطاع معين؛
- ترتبط هذه العوامل بالظروف الإقتصادية والسياسية والإجتماعية، كإضراب العام وحالة الكساد أو التضخم أو إرتفاع معدلات أسعار الفائدة، أو الحروب أو الإغتيالات السياسية، فأسعار الأوراق ستتأثر بهذه العوامل ولكن بدرجات متفاوتة؛
- تكون درجات المخاطرة النظامية أو السوقية مرتفعة في الحالات التالية:
  - ✓ في الشركات التي تنتج سلعا صناعية أساسية.
  - ✓ في الشركات التي تتصف أعمالها بالمؤسسة كشركات الطيران.
  - ✓ في الشركات التي تكون التكاليف الثابتة تشكل نسبة كبيرة من تكاليفها الإجمالية أي تكون نسبة الرفع التشغيلي فيها مرتفعة (الرفع التشغيلي هو زيادة التكاليف الثابتة مقارنة بالتكاليف المتغيرة بهدف تحسين الربح).

[1] أنس علي يوسف القضاة، **تقييم العلاقة بين العائد والمخاطرة في الأسهم المتداولة في بورصة عمان(دراسة حالة في قطاع الصناعة)**، أطروحة دكتوراه في الإدارة المالية، جامعة العلوم المالية والمصرفية، 2012، ص 37.

[2] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 43.

[3] سليم قط، مرجع سابق، ص 260.

2. المخاطر غير النظامية(غير المنتظمة) Non Or Systematic Unique or company Risk:

هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة، أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل. ومن هذه العوامل حدوث إضراب عمالي في شركة معينة أو قطاع معين والأخطاء الإدارية وظهور اختراعات جديدة، والحملات الإعلانية والتغير في أذواق المستهلكين، وظهور قوانين جديدة تؤثر على منتجات شركة معينة بالذات، والشركات التي تتصف بدرجة كبيرة من المخاطر غير المنتظمة هي تلك التي تنتج السلع الاستهلاكية أو غير المعمرة كشركات المرطبات وشركات السجائر، حيث لا تعتمد مبيعات هذه الشركات على مستوى النشاط الاقتصادي أو على حالة الأسواق المالية[1].

ثالثا: مفهوم العائد وأنواعه

يعتبر العائد المؤشر الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية فهو مقياس مناسب للمفاضلة بين الأوراق المالية وترتيبها.

1. مفهـــــــوم العائد:

العائد هو الربح الذي يعود على حامل الورقة المالية أو صاحب المشروع أيا كان نوعه، لقاء استثمار أمواله (ورقته وجهده) في تلك الورقة أو المشروع.[2] وتأخذ عوائد الورقة المالية ثلاثة أشكال[3]:

- ✓ الفوائد إذا كانت الورقة تمثل اقتراضا فحامل السند مقرض لأمواله للمؤسسة أو الشركة التي أصدرت هذا السند وقيمة القرض في القيمة الاسمية للسند(أو لأي ورقة تمثل قرضا يحمل فوائد) فالسند يعطي لحامله حق الحصول على فوائد دورية وعلى قيمته الاسمية في موعد الاستحقاق؛
- ✓ توزيعات الأرباح إذا كانت الورقة تمثل سهما؛
- ✓ الأرباح الرأسمالية وتنتج عن إعادة بيع الورقة المالية بسعر أعلى من سعر شرائه؛

[1] محمد مطر، **الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص39.

[2] سليمة حشاشي، مرجع سابق، ص ص 9-10.

[3] زياد رمضان، مروان شموط، **الأسواق المالية**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، ط3، 2014، ص 250.

2. أنواع العائد:

يمكن التمييز بين عدة أنواع من العوائد وذلك حسب التّصنيف، فهناك العائد الفعلي، العائد المتوقع والعائد المطلوب والعائد على الأسهم والسندات.

أ. العائد الفعلي Actual Return:

هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلا نتيجة لإمتلاكه أو بيعه لأداة من أدوات الإستثمار، ويتكون معدل العائد الفعلي من العوائد الإيرادية أو العوائد الرأسمالية أو يكون مزيجا منهما، وتعرف العوائد الإيرادية بأنها مقدار الزيادة التي حققها المستثمر في ثروته نتيجة لإحتفاظه بالسهم، ويعتبر هذا النوع من العوائد مهما للمستثمر لأن يوفر له مصدر دخل جاري، وأيضا لا تخضع العوائد الرأسمالية للضرائب إلا في حالة تحققها حيث لا تدفع الضرائب عن الإستثمار نتيجة زيادة أسعار الأصول، بل تدفع الضريبة فقط عند بيع الأصل[1].

ب. العائد المطلوب Required Return:

هو ذلك العائد الذي يسعى ويرغب المستثمر في الحصول عليه كنتيجة للتضحية بأمواله الحالية وعادة ما يكون هذا العائد ملائما لمستوى المخاطر المقابلة له، أو التي يتعرض لها المشروع أو أداة الاستثمار ويتكون هذا العائد المطلوب من جزأين هما العائد الخالي من المخاطر وبدل المخاطرة.

- √العائد الخالي من الخطر: وهو ذلك العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه وجّه أمواله إلى مجالات لا تتعرض للمخاطر نهائيا أي مجالات خالية من الخطر.
- √علاوة المخاطرة: وهو معدل العائد الذي يكفي لتعويض المستثمر عن الخطر الذي ينطوي عليه لاستثمار في الأوراق المالية، ويمكن التعبير عن العائد المطلوب باستخدام نموذج توازن الأصول المالية من خلال معادلة خط السوق[2].

معدل العائد المطلوب =معدل العائد الخالي من المخاطر + معامل بيتا(عوائد المحققة–عائد الخزينة)

[1] سليم قط، مرجع سابق، ص 262.

[2] محمد مطر، **إدارة الاستثمارات**، مرجع سابق، ص 53.

ت. العائد المتوقع Expectel Return:

هو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلا عند إستثمار أمواله في مشروع معين، ولذلك يسمى بالعائد المتوقع لأن الحصول عليه لا يتم إلا في المستقبل، ويحسب من خلال جداء كل من العائد المحتمل للمشروع في إحتمال حدوثه ويعبر عنه رياضيا كما يلي[1]:

العائد المتوقع = مجموع العائد المحتمل× إحتمال حدوثه

رابعا: أهداف تحليل وتقييم الأسهم

يعتبر تحليل الأسهم أداة هامة من أدوات اتخاذ القرار بالنسبة للمستثمرين في الأوراق المالية. ويقوم بهذا التحليل في أغلب الأحيان خبراء متخصصون يعملون كمستشارين لمدراء المحافظ المالية.

ويهدف هذا التحليل إلى توفير معلومات تساعد المستثمر في الأسهم الحصول على إجابات لتساؤلات مثل[2]:

1. ما الاتجاه المتوقع لحركة سعر السهم؟ ثم ما علاقة ذلك بعوامل مثل: تقلب أسعار الفائدة، الدورة الاقتصادية، والتغير الحادث في الدخل القومي والناتج القومي؟
2. ما التوقيت الملائم لشراء السهم، ولبيع السهم، ثم ما السعر المناسب لكل منهما في كل حالة؟
3. ما العائد على الاستثمار المتوقع من السهم، ثم ما المؤشرات التي يمكن استخدامها لقياس العائد؟

[1] سليم قط، مرجع سابق، ص 262.

[2] محمد مطر، **الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص 133.

المطلب الثاني: مفهوم عوائد الأسهم وأنواعها

سنحاول من خلال هذا المطلب إعطاء مفاهيم حول عوائد الأسهم بالإضافة إلى أنواعها.

أولا: تعريـــــف عوائد الأسهم

يعتبر العائد أهم عامل لتحديد قيمة سعر السهم لذلك نقدم مفهوم عائد السهم في ما يلي:

تعريـــــف 01: يمكن تعريف عائد السهم على أنه"صافي الربح الموزع للسهم في مقابل القيمة السوقية للسهم، وتقيس هذه النسبة الأرباح التي يحصل عليها المساهم نظير ما دفعه ثمنا للسهم لمعرفة مدى فائدته بالنسبة له مقارنة بالعوائد الأخرى السائدة في سوق الاستثمار وهو ما يطلق عليه بالفرصة البديلة"[1].

تعريـــــف 02: يقصد بعائد السهم هنا "الربح الموزع للسهم، والذي يتم التوصل إليه بقسمة صافي الأرباح التي تقرر توزيعها على عدد الأسهم العادية. وذلك بعد إحتجاز تلك الجزء من الأرباح والمخصص لأصحاب الأسهم الممتازة إن وجدت"[2].

تعريـــــف 02: تعرف عوائد الأسهم على أنها" العوائد التي يتحصل عليها المستثمر عند توظيف أمواله بالأسهم العادية حيث يتحفز المستثمر نحو شراء إذا كان معدل العائد المطلوب لمعدل الفائدة الذي يطلبه المستثمر أقل أو يساوي معدل العائد المتوقع من السهم، والعكس سوف يلجأ المستثمر إلى بيع السهم إذا كان معدل العائد المطلوب أعلى من معدل العائد المتوقع، ويجب أن يعوض معدل العائد المطلوب المستثمرين عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار في السهم"[3].

وعلى **العمـــــوم** العائد على السهم "هو كل الدخل الذي يحصل عليه حائز السهم من وراء استثماره فيه"

[1] مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، **بورصات الأوراق المالية**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2009، ص 122.

[2] عبد الرحمان توفيق، **البورصات المالية وتكوين محافظ الاستثمار**، خبراء مركز الخبرات المهنية للإدارة، بيمك، دط، 2016، ص 71.

[3]- محمد صالح الحناوي وآخرون، **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، دط، 2002، ص203.

ثانيا: أنواع عوائد الأسهم

تتمثل هذه العوائد فيما يحصل عليه المستثمر من جراء استثماره في سوق الأسهم، حيث تتم عملية الشراء إذا ما كان معدل العائد الذي يطلبه المستثمر أقل أو يساوي من معدل العائد المتوقع من السهم المعروض، بينما يلجأ المستثمر إلى بيع الأسهم في حالة ما إذا كان معدل العائد المطلوب أعلى من معدل العائد المتوقع، وتتنوع عوائد السهم كالتالي:

1. عائد التوزيعات:

يحصل السهم العادي على توزيعات عندما تحقق الشركة المصدرة أرباحا، وتقرر توزيع بعضها أوكلها ويتم تحديد توزيعات السهم [1]. كما توضح ذلك المعادلة الآتية:

$$\textbf{توزيعات السهم}=\frac{\text{التوزيعات}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}=\frac{\text{الربح المتاح لحملة الأسهم العادية} \times \text{نسبة التوزيعات}}{\text{عدد الاسهم المصدرة}}$$

أما عن عائد التوزيعات فيتم حسابه وفقا للمعادلة الآتية:

$$\textbf{عائد التوزيعات}=\frac{\text{توزيعات السهم}}{\text{القيمة الاسمية للسهم}}$$

قد تكون قيمة السهم في هذه الحالة القيمة الاسمية أو القيمة السوقية. فالأمر متوقف على المبلغ الذي دفعه المستثمر في السهم عند امتلاكه.

[1] نهاد فريد وآخرون، **أسواق المال والمؤسسات المالية(أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة، تحديد أسعار الأوراق المالية في البورصة، أسواق الإصدار والتداول، مؤشرات السوق–صناديق الاستثمار–البنوك التجارية–شركات التامين)**، دار التعليم الجامعي الإسكندرية، د ط، 2014. ص 12.

2. العائد الرأسمالي(Capital Yield Gains):

هو عبارة عن الفرق بين القيمة السوقية للسهم عند الشراء والقيمة السوقية له عند البيع، بعبارة أخرى يمثل العائد الرأسمالي ارتفاع القيمة السوقية للسهم مع الأخذ بعين الاعتبار معدل التضخم[1]، ويحتسب وفق العلاقة التالية[2]:

$$\text{العائد الرأسمالي للسهم} = \frac{\text{القيمة االسوقية للسهم} - \text{القيمة االاسمية للسهم}}{\text{القيمة الاسمية للسهم}}$$

في الواقع يمكن قياس العائد الرأسمالي للسهم بالفرق بين قيمة المستثمر في السهم(أيا كانت هذه القيمة هل هي القيمة الاسمية أم غير ذلك) والقيمة السوقية للسهم منسوبا ذلك إلى قيمة المستثمر في السهم.

3. العائد الإجمالي للسهم العادي:

يقصد بالعائد الإجمالي للسهم العادي، العوائد الإجمالية التي يجنيها المستثمر في الأسهم العادية، وهي العائد الناتج من التوزيعات التي يحصل عليها السهم، والعائد الناتج من الارتفاع في القيمة السوقية للسهم بالإضافة إلى العائد الإضافي الذي يمكن أن يحققه المستثمر من استثمار التوزيعات التي تحصل عليه أسهمه وبالتالي فالعائد الإجمالي يظهر حسب العلاقة التالية:

$$\text{العائد الإجمالي للسهم العادي} = \frac{\text{توزيعات السهم} + \text{العائد الاضافي من التوزيعات} + \text{الربح الرأسمال للسهم}}{\text{القيمة الاسمية للسهم العادي}}$$

4. نسبة العائد الجاري:

يقصد بالعائد الجاري مقدار الربح الموزع(التوزيعات) للسهم الواحد، وهذا الرقم لا يعطي في حد ذاته معلومات كافية، والأمر الأكثر أهمية للمستثمر، وهو نسبة العائد الجاري، وهو ما يطلق عليه أيضا عائد التوزيعات، حيث يقاس العائد الجاري بالمعادلة التالية[3]:

---

[1] الأغا تغريد، **دراسة تحليلية لمعوقات وسبل تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية:تخصص الاقتصاد المالي، جامعة الجزائر 03، 2016/2015 ، ص 21.

[2] نهاد فريد، مرجع سابق، ص 13.

[3] نهاد فريد، مرجع سابق، ص 15.

$$\textbf{العائد الجاري (عائد التوزيعات)} = \frac{\text{توزيعات السهم العادي}}{\text{القيمة الاسمية للسهم العادي}}$$

5. القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم:

يبين مؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ما يضيفه السوق المالي على قيمة السهم قياسا بما هو مسجل كقيمة دفترية في سجلات الشركة، وتقاس هذه النسبة بعدد المرات، فإذا كانت قيمة هذه النسبة مرتفعة، فإن هذا يعني أن الشركة تقوم بأداء جيد حسب تقييم المستثمرين وأن ذلك ينعكس على سعر السهم حيث يرتفع في السوق[1].

$$\textbf{نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}}$$

[1]مأمون ياسين أحمد شخاتره، **المحددات الرئيسية لتطور سوق الأسهم(دراسة تطبيقية عن بورصة عمان) 1997-2003**، أطروحة دكتوراه الفلسفة، تخصص: الإدارة المالية، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2005، ص 19.

المطلب الثالث: العوامل الاقتصادية المؤثرة على عوائد الأسهم

تعتبر أوضاع بورصة الأسهم مرآة للوضع الاقتصادي العام في الوطن، ويعتبر استقرار السوق مقياسا لمدى نجاح السياسة الاقتصادية العامة للدولة، فهناك عدد من العوامل والمحددات الاقتصادية التي تحكم حركة عوائد الأسهم والتي تؤدي إلى تقلبات وتذبذبات يومية في عوائد الأسهم، نتيجة لتغيرات في الأوضاع الاقتصادية العامة أو المرتبطة بالتغيرات والتطورات السياسية والمحلية والعربية والعالمية.

ومن أهم العوامل الاقتصادية المؤثرة على عوائد الأسهم هي[1]:

أولا: عرض النقد(السيولة)

ويُعرّف عرض النقد على أنه مجموعة النقد المتوفرة للاستثمار والاستهلاك في الأسواق المالية والاقتصاد ككل، ويجب التمييز بين مفهوم عرض النقد بالمعنى الضيق وهو النقد المتداول مضافا إليه الودائع الجارية لدى البنوك التجارية، وبين عرض النقد بالمعنى الواسع وهو النقد المتداول مضافا إليه الودائع الجارية والودائع لأجل المتواجدة لدى البنوك التجارية.

ويعد هذا العامل هاما في إحداث تأثيرات مباشرة في الأسواق المالية، أي أن زيادة العرض النقدي قد يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم أو انخفاض أسعار الأسهم، بحيث أن زيادة العرض النقدي يؤدي إلى ارتفاع الإنفاق الاستثماري مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها السوقية، بمعنى آخر إن الزيادة في النقد تؤدي إلى الزيادة في الشراء وبالتالي زيادة مما ينعكس إيجابيا على أسعار الأسهم.

وقد ترتفع أسعار الأسهم بطريقة غير مباشرة وذلك يحدث عندما تؤدي زيادة العرض النقدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، مما يعمل على زيادة الاستثمار الذي ينعكس بدوره على زيادة الإنتاج وتخفيض نسبة البطالة، وهذا يؤثر في النهاية إيجابا على أرباح الشركات، وبذلك يتوقع ارتفاع أسعار الأسهم بالبورصة.

بينما انخفاض السيولة (العرض النقدي) عن حاجة النشاط الاقتصادي، يؤدي إلى انخفاض العائد على السهم، وبالنتيجة إلى انخفاض أسعار الأسهم في البورصة.

[1] محمد محمود الخطيب، **الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات**، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2010، ص ص 85-86.

ثانيا: أسعار الفائدة

ويعرف سعر الفائدة بمعدل الخصم الذي يستعمل لحساب القيمة الحالية للعائدات المتوقعة من السند حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة تؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم والعكس صحيح فإن انخفاض أسعار الفائدة سيترتب عليها زيادة أسعار الأسهم.

حيث أن المستثمر يأخذ بعين الاعتبار مستوى الفائدة التي تتسم بنسبة قليلة من المخاطرة، ففي ضوء هذا السعر يكون الاستثمار في الأسهم مبررا فقط عندما يكون سعر السهم يحقق عائدا متوقعا أعلى بدرجة كافية من سعر الفائدة الخالي من المخاطرة.

وأشارت بعض الدراسات إلى أن سعر السهم المتداول في البورصة يتحدد وفقا للأرباح المتوقعة للشركة وبالإضافة إلى معدل سعر الفائدة كمؤشر لمعدل العائد المطلوب، فيرتفع سعر السهم إذا انخفض سعر الفائدة وينخفض سعر السهم بزيادة سعر الفائدة، أي أن العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الفائدة علاقة عكسية.

ثالثا: الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي

يتم استخدام هذا الرقم كمؤشر لمستوى النشاط الاقتصادي(الناتج الوطني الحقيقي) مع أن هذا الرقم لا يمثل سوى قطاع واحد من الاقتصاد(القطاع الصناعي) إلا انه مهم وديناميكي ويتأثر جيدا بحركة الاقتصاد الكلي.

وقد وجد أن هذا المتغير من أكثر القطاعات تشابكا مع القطاعات الأخرى المكونة للناتج المحلي الإجمالي، ويشكل هذا القطاع 11% تقريبا من الناتج المحلي الإجمالي، فأي نمو في هذا القطاع إيجابيا أو سلبيا ينعكس على القطاعات الأخرى.

المبحث الثاني: أساليب ونماذج تحليل و تقييم الأسهم

يتم تحليل الأسهم في إطار ما يعرف بتحليل الأوراق المالية عامة وذلك على مستويين: تحليل أساسي وتحليل فني، قد تتعدد أساليب ونماذج تقييم الأسهم حسب الجهة و الزاوية التي يتم من خلالها التقييم.

المطلب الأول: التحلـــــيل الأساسي

هو تقنية تستعمل لدراسة الجوهر الأساسي للعوامل التي تؤثر في الاقتصاد(اقتصاد أي كيان سواء دولة أو مؤسسة). الغاية من استخدام هذه الطريقة هي محاولة الحصول على أسعار السوق واتجاهاته من خلال شرح وتحليل المؤشرات الاقتصادية والسياسية والعوامل الاجتماعية وترجمة هذه المعلومات إلى إستراتيجية في الاستثمار بالسوق.

أولا: مفهوم التحلـــــيل الأساسي للأسواق المالية

توجد عدة تعاريف للتحليل الأساسي من أهمها:

تعريـــف 1: يعرف التحليل الأساسي على أنه"ذلك التحليل الذي يهتم بتحليل المحددات المؤثرة على سعر السهم كتلك الخاصة بالأرباح المتوقعة، الأمر الذي يتطلب دراسة مستقبلية للظروف الاقتصادية الدولية والمحلية وتأثيرها على الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة، وتحليل ظروف الصناعة وتحليل المؤسسة ذاتها"[1].

تعريـــف 2: التحليل الأساسي هو" أسلوب يستخدم لتقدير قيمة السهم وذلك بتحليل البيانات المالية الأساسية للشركة. بمعنى أن هذا التحليل يأخذ بعين الاعتبار تلك المتغيرات ذات العلاقة المباشرة بالشركة مثل الإيرادات وتوزيعات الأرباح ومبيعات الشركة وغيرها. وهناك بعض الانتقادات الموجهة إلى اعتماد هذا الأسلوب لتقدير قيمة سهم الشركة، حيث أن هذا الأسلوب يعتبر غير علمي لأنه من الصعب الحصول على صورة واضحة عن الشركة باستخدام هذا الأسلوب في ظل غياب أو عدم اعتبار متغيرات نوعية عن الشركة ووضع الشركة التنافسي في السوق"[2].

[1] إيهاب الدسوقي، **اقتصاديات كفاءة البورصة**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر،دط، 2000، ص165.

[2] إبراهيم الكراسنة، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، **إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات**، أبو ظبي 2010، ص 18.

يقوم هذا التحليل على فرضية مفادها أن أسعار الأوراق المالية تعكس صورة النشاط الاقتصادي على مستوى كل من الاقتصاد الكلي، ثم اقتصاديات القطاع أو الصناعة الذي تنتمي إليها الشركة مصدرة السهم وانتهاء بظروف ونشاط الشركة نفسها[1]. بناءا على ما تقدم يمكن تجزئة التحليل الأساسي إلى:

1. تحليل إقتصاد كلي:

يتطلب أخذ المؤشرات الأساسية للاقتصاد الكلي بعين الاعتبار مثل هيكل أسار الفائدة، معدلات التضخم، السياسات النقدية، الناتج المحلي الإجمالي...الخ. كما يرتبط هذا النوع من التحليل عادة ما يعرف بالدورات الاقتصادية أو بظروف الازدهار الاقتصادي وما يعقبها من فترات كساد.

وبعد ذلك يحاول المحلل معرفة تأثير التغيرات الحاصلة على وضعية ومؤشرات الاقتصاد الكلي على توقعات الأرباح ومعدلات المردودية والمخاطرة للشركات، ذلك لأن وضعية الاقتصاد الكلي تؤثر على حالة الأعوان الاقتصاديين بما فيهم الشركات. ويفيد أيضا تحليل العوامل الاقتصادية الكلية في تحديد توقعات وسلوك بورصة القيم، فمثلا في فترات الرواج الاقتصادي نجد أن أسعار الأسهم ترتفع كمؤشر لمدى الثقة في الاقتصاد على عكس فترات الكساد إذ أن ذلك سيتيح للمستثمر المالي أخذ صورة عامة عن الاستثمار في ذلك البلد ومن ثم يستطيع أن يتخذ القرارات المناسبة والمتطابقة مع حالة الانكماش أو حالة الرواج، أو يحاول في حالة الانكماش أن يتوجه لأمكنة مالية في بلدان أخرى، أو أنه يبحث في الاستثمار في استثمارات أخرى كالمعادن النفيسة والعقارات[2]. ومنها نجد:

- **السياسة المالية:** تعني مختلف الوسائل التي تستخدمها الدولة بهدف التحكم في النشاط الاقتصادي وتوجيهه بما يتماشى مع تطور الاقتصاد الوطني، ففي حالة الكساد تلجأ الدولة وبهدف إنعاش الاقتصاد إلى تخفيض الضرائب أو زيادة الإنفاق الحكومي، ففي حالة تخفيض الضرائب بما فيها الضريبة على أرباح الشركات فإن الأرباح الصافية لها سوف تتأثر بصفة إيجابية مؤدية إلى ارتفاع أسعار الأسهم، غير أن الاستمرار في هذه الوضعية يؤدي إلى حدوث موجات تضخمية من شأنها التأثير سلبا على القيمة[3].

---

[1] محمد مطر، **الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص ص 142-143.

[2] حياة زيد، **دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية(الأردن، السعودية، فلسطين)**، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة بسكرة، 2015/2014، ص 148.

[3] الأغا تغريد، مرجع سابق، ص 34.

- **السياسة النقدية:** البنك المركزي هو الذي يدير السياسة النقدية للبلد، وهناك علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود ومستوى النشاط الاقتصادي، فزيادة المعروض من النقود من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الأمر الذي يشجع على الاستثمار مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج وانخفاض نسبة البطالة ونظرا لهذا التأثير الإيجابي لهذه الأحداث على أرباح الشركات فإنه يمكن القول أن مستوى أرباح الأسهم يرتفع[1].

- **معدلات الفائدة:** تمثل الفائدة التعويض المنتظر من توظيف المدخرات مقابل التخلي عن الإنفاق المحلي، وكلما كانت مدة التوظيف طويلة، كان التعويض المترتب عنها ممثلا في الفائدة كبيرا وهناك علاقة وثيقة بين معدلات الفائدة ومعدلات التضخم، فعلى المستثمر الراغب في توظيف أمواله أن يتطلع إلى معدلات فائدة أعلى من معدلات التضخم للحفاظ على قدرته الشرائية، حيث أن ارتفاع معدلات التضخم يترتب عنه ارتفاع معدلات الفائدة والعكس صحيح.

لمعدلات الفائدة أهمية قصوى في تقييم الأوراق المالية في البورصة والتي تشكل الأسهم والسندات أبرز ورقتين ماليتين فيها، فنظرا لمستوى المخاطرة الكبيرة للأسهم فمن الضروري أن تقدم هذه الأخيرة عائدا أكثر أهمية من السندات، وما يسمى بعلاوة المخاطرة، ويقوم المستثمر في سبيل تحقيق التوافق بين الربحية والمخاطرة بمقارنة علاوة المخاطرة الموجودة بين هذين الورقتين الماليتين ليقوم بعد ذلك بإجراء المراجعة بينها بحساب مستوى علاوة المخاطرة، ويؤدي ارتفاع معدلات الفائدة لعوائد أفضل بالنسبة للسندات وبالتالي انخفاض مستوى علاوة المخاطرة لديها، ما ينجم عنه تحول المستثمرين من شراء الأسهم إلى توظيف رؤوس أموالهم في السندات، وبالتالي فإن ارتفاع معدلات الفائدة يؤثر سلبا على سوق الأسهم، بينما يؤدي انخفاض هذه المعدلات إلى انتعاش هذه السوق[2].

-المؤشرات الاقتصادية الكلية:

[1] عمر عبو، **الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار–دراسة تجارب دولية–**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، 2016/2015، ص106.

[2] حليمة عطية، **دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008–2013)**، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة بسكرة، 2015/2014. ص 87.

جدول رقم(2–1): تأثير المؤشرات الاقتصادية على آداء سوق الأسهم.

المتغيرات الكلية	الأثر على سوق الأسهم
1–التضخم:	إرتفاع معدلات التضخم يؤدي إلى إنخفاض القيمة الحقيقية للنقود وهو ما يدفع بالمستثمرين إلى المطالبة برفع معدلات العائد الاسمية لتغطية التآكل الذي أحدثه التضخم في قيمتها وهذا عادة ما يكون مستحيل في حالة الأوراق المالية ذات العائد الثابت، وبالتالي فإن أحسن أسلوب للإحتياط ضد التضخم هو الإستثمار في الأسهم العادية لا يجب إغفال أثر السياستين النقدية والمالية في هذه الحالة.
2–التغير في معدلات البطالة	يرافق إرتفاع مستوى التوظيف انخفاض في معدلات البطالة وزيادة في الدخل وبالتالي زيادة في الطلب، وهو ما يشجع الشركات على الإستثمار ومستويات الإنتاج لذلك يتوقع المستثمر أن يرافق انخفاض معدلات البطالة ارتفاع أسعار الأوراق المالية بشكل عام الأسهم الخاصة، أما بالنسبة للسندات فالأمر مرتبط بحجم الادخار(Y-C) والمودعة لدى البنوك التجارية، فهي ستحدد سعر الفائدة المطلوب على القروض والمقدم على الودائع، وبالتالي تحدد اتجاه الطلب على السندات أما في حالة ارتفاع معدلات البطالة يحدث العكس.
3–أسعار الصرف	تحتل هذه الأسعار مكانة هامة في القرارات الاستثمارية الأجنبية حيث أن تخفيض أو رفع قيمة العملة المحلية أو عملة البلد الذي يتم فيه استثمار الأوراق المالية يؤدي إلى تغير قيمة العائد المنتظر من هذا الاستثمار، فإذا قام مستثمر بشراء أسهم أمريكية وارتفعت الأسعار خلال سنة بمعدل 10% فالمتوقع إذن تحقيق أرباح رأسمالية قدرها 10% عند بيع هذه الأسهم في نهاية العام، لكن انخفاض سعر الصرف الدولار ب10% مقابل الاورو فإن المستثمر الفرنسي لن يحقق فعليا الربح الرأسمالي المنتظر، والعكس إذا ارتفعت قيمة الدولار ب 5% فهذا معناه أن الربح الحقيقي الذي يحققه المستثمر هو 15% بدلا من 10%.

Source: vailles, Rodolphe, Savoir investir en bource internet, 2eme édition, Vuibert, France, 2005, pp: 101 ,102.

2. تحليل ظروف الصناعة:

يعتبر تحليل الصناعة الخطوة الثانية من التحليل الأساسي، و كما تبين في التحليل الاقتصادي تأثيرا واضحا على أسعار الأسهم، إلا أن درجة هذا التأثير تختلف من قطاع إلى آخر، لذلك وجب تحليل كل قطاع على حدى لمعرفة درجة تأثيره بالظروف الاقتصادية، و اختبار القطاعات الواعدة، و هذا من خلال تحديد الاعتبارات الأساسية للقطاع، إلى جانب تحليل ظروف القطاع اعتمادا على أدوات تشمل تحليل دورة حياة الصناعة، و التنبؤ بالطلب على منتجات هذه الصناعة، و التنبؤ بمعدل نمو ربحية الصناعة.

3. تحليل على مستوى الشركة:

الفرضية الأساسية للتحليل الأساسي هي أن سعر السهم للشركة يتأثر بصفة أساسية بأداء الشركة فبعد الكشف عن الصناعات الجذابة للاستثمار في أسهمها فإن المحلل المالي يُقيم الأوضاع و المراكز المالية لهذه الشركات التي تنتمي إلى كل من هذه الصناعات، فأي تغيرات متوقعة في أرباح الشركة لها تأثير على توزيعات و سعر السهم، فإذا كان من المتوقع أن تكون ربحية السهم أكبر من التوقعات الخاصة بالسوق فإننا نجد أن المزيد من المستثمرين لديهم الرغبة في شراء سهم الشركة مما يؤدي إلى رفع السعر إلى الأعلى و العكس، إذا كان من المتوقع انخفاض ربحية السهم إلى مستوى أقل من توقعات السوق، فإن المستثمرين سوف يعرضون أسهم الشركة للبيع مما يؤدي إلى انخفاض السعر[1].

[1] سعيدة تلي، **التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس**، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، 2009، ص 38.

المطلب الثاني: التحـــــليل الفنـــي

يقوم بهذا النوع من التحليل خبراء متخصصون بالاسترشاد بمجموعة من مؤشرات الأسهم مثل(السعر، وحجم التداول، وتاريخ التداول..الخ) وذلك بقصد التعرف على المتغيرات التي تطرأ على اتجاهات الأسعار في مرحلة مبكرة من الوقت بقصد استنتاج اتجاهات تلك الأسعار في المستقبل.

أولا: مفـــهوم التحليل الفني للأسواق المالية

يهتم بدراسة الحالة النفسية للمتعاملين في السوق من خلال دراسة حركة الأسعار التاريخية لسوق معين خلال فترة معينة للتنبؤ باتجاهات الأسعار المستقبلية، باعتبار أن السعر هو مجموعة المعلومات والمخاوف والتوقعات للمتعامل في السوق ونظرا لأن الأسعار تمثل البيانات الأولية لهذا التحليل فقد رأى البعض أن تسمية هذا التحليل بتحليل الأسعار سوف يكون أكثر دقة وتعبيرا[1].

توجد عدة تعاريف للتحليل الفني، والتي تم وضعها من طرف العديد من الخبراء في هذا المجال ومنها:

تعريـــف 1: يمكن تعريف **التحليل الفنـــي** على أنه "دراسة المعلومات الداخلية للسوق المالي على حالتها وكلمة **"الفنية"** تعني دراسة السوق نفسه وليس دراسة العوامل الخارجية التي تنعكس في السوق".[2]

تعريـــف 2: "يهتم **التحليل الفنـــي** بدراسة المعلومات الداخلية الماضية للأسهم والسندات دون الاهتمام بتطور السوق الداخلية أو الخارجية وذلك مثل تتبع الأسعار في الماضي أو حركة التداول ويهدف التحليل الفني عادة إلى توقع حركة الأسعار في المدى القصير، لتحديد توقيت البيع والشراء سواء لسهم معين أو مجموعة من الأسهم".[3]

---

[1] رائد محمود أبو طربوش، **الاحتيال والبورصة العالمية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2010، ص 47.

[2] محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، **الاستثمار في سوق الأوراق المالية**، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2013، ص 133.

[3] بن عمر بن حاسين وآخرون، **كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب**، مجلة المؤسسات الجزائرية، العدد2، 2013، ص 256.

تعريـــــف 3: التحليل الفني هو علم دراسة السوق، وهو علم رصد وتسجيل –عادة في شكل رسم بياني– لجميع المعلومات الخاصة بالتداول (تاريخ التداول، السعر، حجم التداول...الخ) لسهم معين أو مجموعة من الأسهم، ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل انطلاقا من البيانات التاريخية[1].

ثانيا: نمـــاذج التحليل الفني ومــداخله

يهدف التحليل الفني بشكل رئيسي إلى تحديد المستويات السعرية المناسبة للشراء أو البيع، أي إمكانية تحديد نقاط الدخول والخروج. ويستند القائم على التحليل الفني بشكل أساسي إلى الخرائط الفنية (Charts) والمؤشرات الفنية(Index) للتوصل إلى النتائج المرجوة وتتمثل عملية التحليل الفني في إمعان النظر ودراسة الخرائط والمؤشرات، بهدف تحديد مسارات ونماذج فنية خاصة تكررت سابقا على أمل أن تستمر على نفس النمط خلال الفترات المستقبلية.

1. **نماذج التحليل الفني**: تنقسم نماذج التحليل الفني إلى قسمين[2]:

أ. **نماذج التواصل (Continuation Pattern):** تدل نماذج التواصل على احتمالية مواصلة الاتجاه السائد للسعر خلال الفترة التالية.

ب. **نماذج الانعكاس (Reversal Patterns):** إذ تشير نماذج الانعكاس إلى احتمالية اتخاذ سعر الورقة لاتجاه معاكس خلال الفترة المقبلة أي مرحلة تغير الاتجاه.

2. **مداخل التحليل الفني**: للتحليل الفني مدخلان[3]:

أ. **مدخل الخرائط الفنية (Technical Charts)**: يستخدم المحلل الفني الخرائط للحصول على معلومات تاريخية عن الأسهم الفردية والأسواق المالية، ومن هذه المعلومات يمكن دراسة مقاطع هذه الخرائط للتعرف على الاتجاه المستقبلي كأساس لتحديد إستراتيجية الشراء أو البيع فليس المهم معرفة الشركة أو الصناعة التي تنتمي إليها أو ما تتجه أو تبيعه وبناء على ذلك يوجد أربعة أنواع من الخرائط.

---

[1] بضياف عبد المالك، عنتر بوتيارة، **استخدام نماذج السلاسل الزمنية في التحليل الفني للأسواق المالية في ظل الاقتصاد المعلوماتي–دراسة حالة البنك الإسلامي الأردني في بورصة عمان–** مداخلة ضمن الملتقى الوطني حول عولمة أسواق رأس المال في ظل المعلوماتية: فرص وتحديات، جامعة 08 1945(قالمة) ، يومي 29-30 أفريل 2012، ص 4.

[2] بشار ذنون الشكرجي وآخرون، **التحليل الفني ودوره في اتخاذ قرار الاستثمار بالأوراق المالية دراسة تحليلية في عينة من أسواق المال في الخليج العربي**، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 6، العدد 17، 2010، ص 40.

[3] ذنون الشكرجي وآخرون بشار، المرجع السابق، ص41.

ب. **مدخل المؤشرات الفنية:** يعرف المؤشر الفني بأنه سلسلة من النقاط البيانية يتم اشتقاقها من خلال معادلات رياضية معينة على البيانات السعرية المتعلقة بالسهم أو الورقة المالية، حيث تتضمن بيانات سعر الورقة المالية مزيج من السعر الافتتاحي أو الأسعار العليا والدنيا أو سعر الإغلاق خلال فترة زمنية، وعليه فإن عملية إيجاد المؤشرات الفنية تتلخص في إدخال البيانات المطلوبة في المعادلات الخاصة للحصول على بيانات المؤشر المحتسبة.

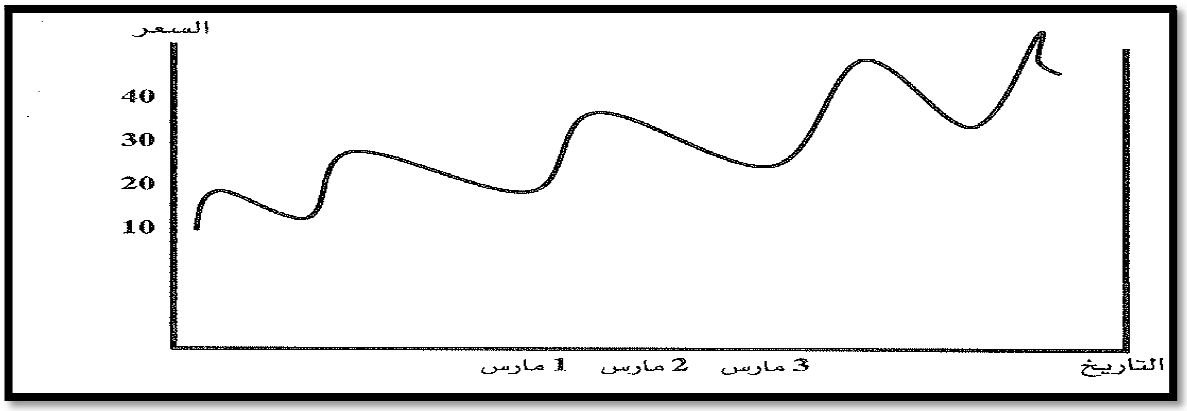
ثالثا: أدوات التحليـــــل الفنـــــي

إن التحليل الفني يهدف إلى التعرف على مؤشرات اتجاه الحركة في الأسواق المالية، وهذه المؤشرات أو الإشارات يتم التوصل إليها من خلال بعض الأساليب التي تعتمد على جملة من المتغيرات المتعلقة بشكل أساسي باتجاه السعر وحركته التاريخية وأحجام التداول المرافقة لهذه الحركة. ومن بين هذه الأدوات نجد:

1. **الرســـوم البيـــانية الخطية(Line chart):**

يشير المحور الأفقي في الرسوم البيانية الخطية إلى عامل الزمن بينما يشير المحور العمودي إلى أسعار الأسهم ويتضح التغير في حالة ارتفاع السوق أو إنخفاضه عن طريق خط أفقي يصل بين الفترات الزمنية المتتالية لتداول الأسهم. والرسوم البيانية الخطية عبارة عن نقاط متصلة متمثلة بأسعار الإغلاق اليومية[1].

الشكل رقم(2–1): الرسم البياني الخطي



المصدر: منال تيسير سرور، ، **العوامل المؤثرة في سوق العملات الأجنبية–دراسة تطبيقية على مؤشر الدولار الأمريكي**، رسالة ماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2014، ص 103.

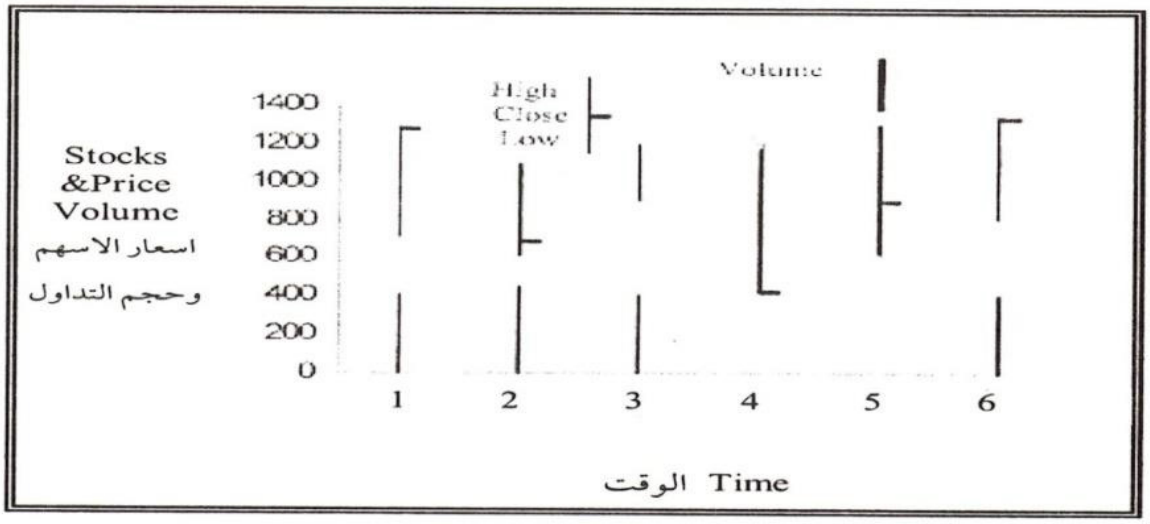
[1] محمد علي إبراهيم العامري، **إدارة محافظ الإستثمار**، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013، ص 255.

وتأتي قوة هذا النوع من الرسومات البيانية من بساطته وسهولته فهو ليس بحاجة إلى ثقافة خاصة أو اطلاع واسع، فبمجرد نظرة واحدة على هذا الرسم يتضح للمشاهد كيفية حركة سعر سهم الشركة خلال الفترة التي يعطيها الرسم.

2. الرســـوم البيانيـة المستطيـلة:

وتسمى أيضا الرسم البياني المستطيل للسعر والحجم، يشير المحور الأفقي إلى عمال الزمن كما ويؤشر عليه خطوط عمودية تمثل حجم التداول للأسهم العادية. بينما يشير الخط العمودي إلى تغير الأسعار بين أعلى وأدنى سعر سجله السهم خلال فترة التداول وفي مكان ما على الخط العمودي يؤشر خط أفقي صغير يمثل سعر الإغلاق في نهاية المدة الزمنية، والرسوم البيانية يمكن أن تبين المدى اليومي الأسبوعي الشهري السنوي للأسعار. ويتم التنبؤ بالاتجاه المستقبلي لسعر السهم من خلال محاولة لتمييز نمط معين لسعره بصورة مبكرة وبيان ذلك المستثمر[1].كما مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم(2-2): الرسوم البيانية المستطيلة



المصدر: أرشد فؤاد التميمي"**الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**"، دار الباروزي، عمان، ط1، 2010، ص288.

وتمثل قمة العمود في الرسم أعلى سعر وصل إليه السهم خلال يوم التداول كما يمثل أسفل العمود أقل سعر وصل إليه السهم خلال يوم التداول، أما سعر الإغلاق فيمثل بالقطعة المتجهة إلى اليمين والبارزة من جسم العمود، وفي حال توفر سعر الافتتاح يمثل بقطعة تبرز من جسم العمود وتتجه إلى اليسار.

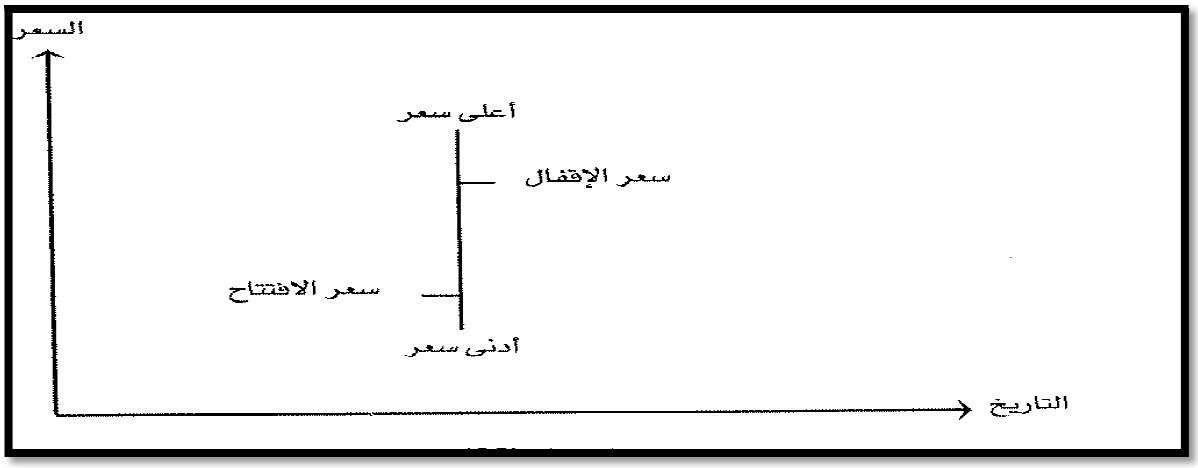
[1] حمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 255.

كما يمكن أن يرفق المحلل الفني خريطة الأعمدة بحجم التداول للتعرف على مدى الدعم الذي يقدمه للتحركات السعرية للسهم خلال الوقت الزمني المحدد.

3. الأعمدة البيانية (Bar Chart):

تُظهر مخططات الأعمدة البيانية مقدرة كبيرة في تصور حركة الأسعار، حيث يتم رصد وتسجيل أعلى وأدنى سعر، وسعر الإقفال والافتتاح وذلك لكل فترة زمنية معينة (ساعة أو يوم أو أسبوع أو شهر)، وعادةً ما يقوم المحللون الفنيون برسم الأعمدة لفترات زمنية مختلفة والغرض من رسمها على ذلك النحو هو اختلاف منظور كل منها، فالخريطة الشهرية تعطي صورة مختلفة تماماً عن الخريطة اليومية، فالأولى ترسم حركة السوق على المدى البعيد والأخيرة ترسمها على المدى القصير، ويلاحظ أن الكثير من الفنيين يراجعون الخرائط طويلة المدى قبل خرائط الأسعار للمدد القصيرة رغبةً منهم في تحديد اتجاه الأسعار الرئيسي أولاً الذي تظهره الخريطة الشهرية قبل الدخول في تفاصيل حركة الأسعار كل ساعة أو كل يوم[1].

الشكل رقم (2–3): الأعمدة البيانية



المصدر: منال محمد تيسير سرور، مرجع سابق، ص 104.

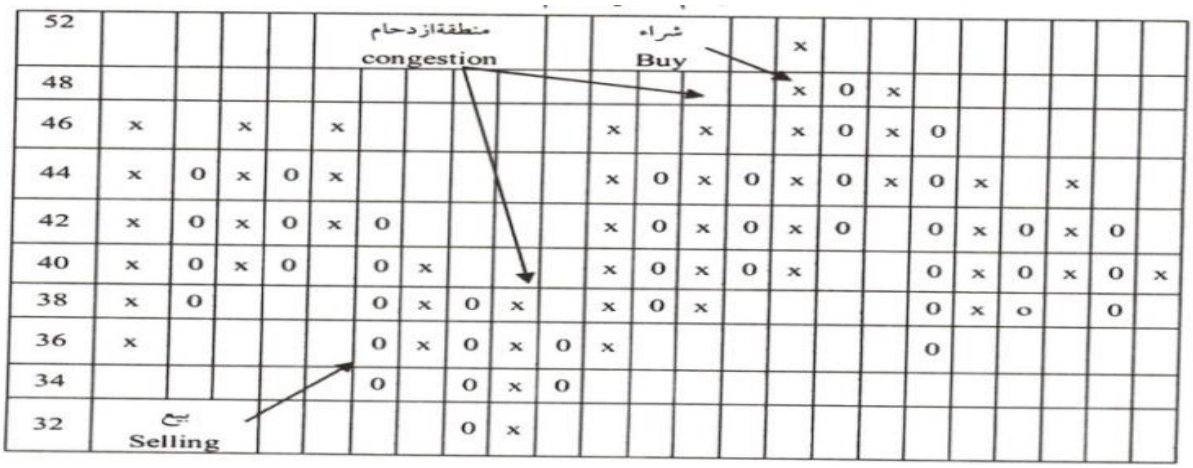
تم تمثيل السعر في الشكل البياني السابق على المحور الرأسي والزمن على المحور الأفقي، ويتم ربط أعلى سعر وأدنى سعر لكل فترة زمنية بخط عمودي، أما سعر الإقفال فيه رمز له بعلامة أفقية صغيرة من ناحية اليمين وسعر الفتح بعلامة أفقية صغيرة من ناحية اليسار.

[1] منال محمد تيسير سرور، مرجع سابق، ص 104.

4. الرسوم البيانية للنقطة والرقم:

بينما الرسم البياني المستطيل له بعدان فإن الرسم البياني للنقطة والرقم له بعد واحد في كلا من المسافات العمودية والأفقية الأسعار المقاسة، كل مسافة أفقية متتابعة على الرسم تمثل تغير في اتجاه السعر من الأعلى إلى الأسفل أو من الأسفل إلى الأعلى.

الشكل رقم(2–4): الرسم البياني لرقم والنقطة



المصدر: مريم سحنون، مرجع سابق، ص49.

يتضح من خلال الشكل (**2–4**) أن تحديد المنطقة المكدسة بالأسعار ليس الغرض منه فقط تحديد الخروج النزولي أو الصعودي لسعر السهم، بقدر ما يوفر تحليل هذه المنطقة رؤية أوسع لمتخذ قرار الاستثمار إذ يمكن للمستثمر أن يتنبأ بالخروج النزولي أو الصعودي للأسعار من المنطقة المكدسة حتى قبل حدوثه بالفعل وهذا ما يمكن أن يحسن من جودة قرار الاستثمار في هذا الصدد.

5. مستويات الدعم والمقاومة:

مستويات الدعم والمقاومة هي الأكثر شيوعا في استخدامها بين تعابير التحليل الفني لتحديد نقطة الشراء والبيع.

أ. **مستويات الدعم**: المستوى الذي كلما وصلت الأسعار إلى هذا السعر وجدت قوة شراء كافية تمنع هبوطه إلى الأسفل. حيث أن الدعم يعني قوة الشراء المتحققة التي تكون كافية لأن توقف اتجاهات السعر النزولية[1]. وتتمحور الفكرة في هذه النقاط أن المستثمرين عند مستوى معين من الأسعار يعتقدون أن هذه

[1] محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص259.

الأسعار أصبحت رخيصة بما فيه الكفاية، بحيث يقبل عدد كبير منهم على الشراء الأمر الذي يدفع قوى الطلب للتغلب على قوى العرض وبالتالي البدء بصعود مستوى الأسعار[1].

ب. **نقاط المقاومة:** فهو المستوى الذي كلما صعدت الأسعار إليه وجدت قوة بيع كافية تمنع صعوده إلى أعلى. أي المقاومة تعني قوة البيع التي تكون كافية لأن تمنع زيادات السعر المستمرة. كما أنه غالبا عندما يصل سعر السهم إلى مستوى نقطة المقاومة نلاحظ أن كمية العرض تزيد على كمية الطلب ويميل المستثمرون إلى البيع ويحدث هبوط في سعر السهم[2]، والفكرة في هذه النقاط أن المستثمرين عند مستوى معين من الأسعار يعتقدون أن هذه الأسعار أصبحت غالية بما فيه الكفاية بحيث يقبل عدد كبير منهم على البيع،الأمر الذي يدفع قوى العرض للتغلب على قوى الطلب وبالتالي البدء بهبوط مستوى الأسعار[3]. ويبين الشكل التالي نموذجا للرسومات البيانية التي توضح نقاط الدعم والمقاومة:

الشكل رقم(2–5): خريطة المستويات المساعدة والمقاومة



Source: Achelis & Steven B., "Introduction - Technical Analysis: Introduction - Support & Resistance," Page Downloaded from: http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=9

يبين الشكل أعلاه أن توقيت قرار البيع يكون عندما يصل السعر إلى مستوى المقاومة كونه يمثل أعلى سعر تصل إليه الورقة المالية، أما توقيت قرار الشراء فيكون عندما يصل السعر إلى مستوى المساعدة باعتباره يشمل أدنى الأسعار.

[1] عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، **التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية،هيئة الأوراق المالية والسلع**، ورقة عمل مقدمة خلال ندوة الأسواق المالية المنظمة من طرف هيئة الأسواق المالية والسلع، بورصة أبو ظبي–دبي–الشارقة 2006، ص20.

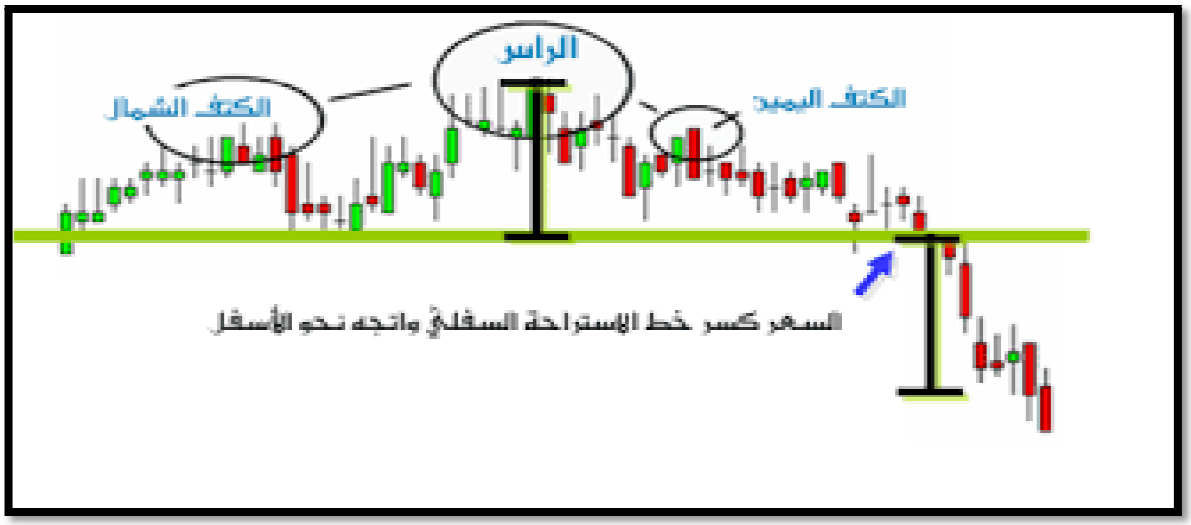
[2] محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 259.

[3] عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، مرجع سابق، ص 21.

6. الـــرأس والكـــتفين:

هي الأنماط التي تشبه رأس وكتفي الشخص ويتم استخدامها لرسم اتجاهات سعر السهم بيانيا وعلى نحو نموذجي. تشير القمة والكتفين إلى عكس الاتجاه. فعندما تبدأ الأسعار بالتحرك إلى أسفل الكتف الأيمن فإن الرسمين البيانين يفسرون هذا عادة بداية للاتجاه الهابط وعلى نحو معاكس، فإن انقلاب متوسطات القمة والكتفين يشير إلى أن الأسعار تكون مفسرة على أنها اتجاه صاعد ويكون الرسم البياني لحركة الرأس والكتفين كما في الشكل التالي[1]:

الشكل رقم(2–6): يمثل خريطة الرأس والكتفين



المصدر: قادم فاطمة، **طرق تحليل وتقييم حركة أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة(دراسة حالة الأوراق المالية المتداولة في بورصتي الجزائر والمغرب من 2004 إلى 2014)، أطروحة دكتوراه LMD**، تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية، جامعة الجزائر 03، 2017/2016 ص 112.

من خلال الشكل نلاحظ:

- إرتفاع مضطرد في الأسعار يتبعه انخفاض ثانوي يكون(الكتف الأيسر)
- ارتفاع مضطرد في السعر ليصل إلى قمة أعلى مما يصل إليه الكتف الأيسر يتبعه انخفاض في السعر يصل إلى أعلى قليلا من المستوى المتدني الذي وصل إليه الكتف الأيسر ولكنه أقل قليلا من المستوى قمة الأيسر(الرأس).

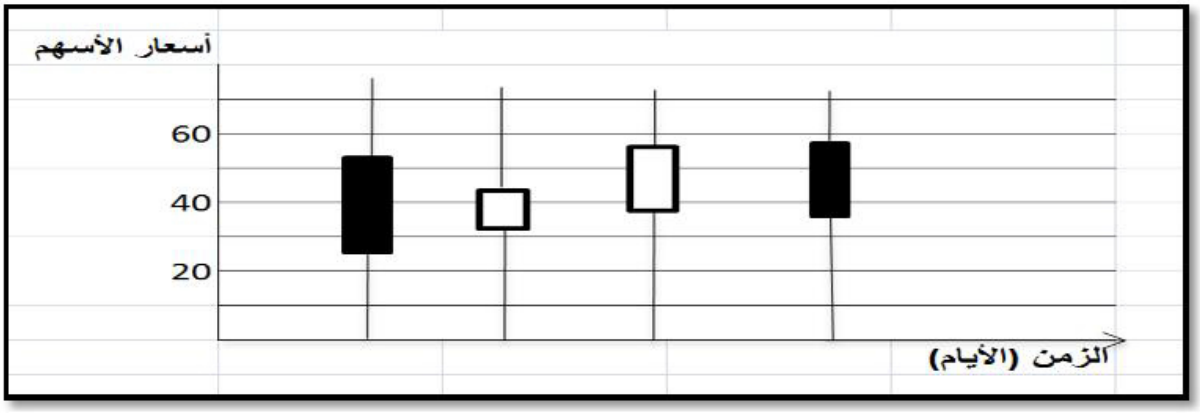
[1] محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 252.

- زيادة في حجم تداول الأسهم بمعدل أقل بالمقارنة مع الزيادة في حجم التداول الأسهم التي ساهمت في بناء الكتف الأيسر والرأس. وتفشل هذه الزيادة أن تصل بالأسعار إلى مستوى قمة الرأس ثم تأخذ الهبوط مكونة الكتف الأيمن.
- حدوث انخفاض في السعر في نهاية المرحلة السابقة يتعدى حد الرقبة الذي يمثل خط التماس أدنى مستوى سعري الرأس والكتفين. وتعد هذه النقطة مؤشرا ملائما لقرار البيع.

7. الشموع اليابانية:

تقوم فكرة الشموع اليابانية على رسم بيانات الأسعار المرتبطة بالسهم والمتمثلة في سعر الافتتاح، سعر الإغلاق، أعلى سعر، وأدنى سعر، إما ليوم واحد أو لأسبوع واحد حسب الفترة المرغوب دراستها، وتأخذ البيانات شكل الشمعدان وتكون محددة بلونين الأبيض والأسود، فالأبيض يكون في حالة ارتفاع سعر الإغلاق عن سعر الافتتاح، أما الأسود يكون في حالة انخفاض سعر الإغلاق عن سعر الافتتاح[1]، ويمكن إبراز الشموع اليابانية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(2-7): الشموع اليابانية



المصدر :أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، مرجع سابق، ص 231.

كما ينظر المحللون الفنيون إلى الشموع البيضاء على أنها تمثل إشارة للسوق الصاعد، على اعتبار أن سعر إغلاق السهم يكون مرتفع، بينما الشموع السوداء تمثل إشارة للسوق الهابط نظرا لانخفاض سعر إغلاقها.

[1] الأغا تغريد، مرجع سابق، ص 45.

رابعـــا: الفـــرق بين التحليـل الأساســـي و التحليل الفنـــــي

للتحليل الأساسي والتحليل والفني أوجه الاختلاف يمكن عرضها في الجدول التالي:

الجدول رقم(2-2): أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي و التحليـــل الفنـــي

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم:	ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المؤسسة.	ينصب على ظروف السوق أسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها.
الهدف:	تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض؛ تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظة المستثمر.	دراسة متغيرات السوق في الماضي وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لإتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية
الافتراضات:	أن سوق رأس المال كفء يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء إستثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار.	تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب؛ العوامل التي تحكم العرض بعضها منطقي والبعض الآخر غير منطقي؛ أن السوق أفضل متنبئ لنفسه؛ أن سوق رأس المال غير كفء.
مصادر البيانات الخاصة للتحليل:	عوامل اقتصادية عامة مثل: الناتج القومي أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية: عوامل متعلقة بالصناعة مثل دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة، الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية؛ عوامل متعلقة بالمنشأة مثل: القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات	عمليات البيع على المكشوف التوقيت الزمني، اتساع السوق، الجو النفسي.
أدوات التحليل الرئيسية:	المؤشرات الاقتصادية العامة: دورة حياة	مؤشرات ميول المستثمرين(نفسية)

	الصناعة، التنبؤ بمجلات النمو، تحليل ظروف المنافسة، تحليل التطورات التكنولوجية، القوائم المالية المقارنة، تحليل السلاسل الزمنية، التحليل الرأسي للقوائم المالية تحليل النسب، التحليلات الخاصة.	مؤشرات تدفقات الأموال مؤشرات هيكل السوق.
حدود استخدامها:	تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبيا مقارنة بالتحليل الفني، توجد بعض التخفيضات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني.	كثرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب، يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ، تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير لتتناسب والظروف البيئية المتغيرة.

المصدر: حماد طارق عبد العال، **التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية**، مرجع سابق، ص 253.

المطلب الثالث: مؤشـــرات و نمـــاذج تقيم الأســـهم

قد تتعدد معايير تقييم الأسهم حسب الجهة و الزاوية التي يتم من خلالها التقييم و التي بدورها تستند إلى مجموعة من المؤشرات و في هذا المطلب سنحاول تقديم معايير والمؤشرات البديلة لتقييم الأسهم.

أولا: المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل وتقييم الأسهم

يزخر الأدب المالي بالعديد من المعايير المعتمدة في تحليل الأسهم بغرض تقييمها وتجدر الإشارة إلى أن الركود إلى معيار دون غيره يحكمه سلوك متخذ القرار الاستثماري، ومن أشهر المؤشرات المعتمدة هي كالتالي:

1. **حصة السهم العادي من الأرباح (Earnings per Share (EPS**:

ويستخدم هذا المؤشر أساسا لتقييم ربحية السهم العادي ونظرا لأهميته بالنسبة للمستثمرين في أسواق المال فقد ألزمت تعليمات الإفصاح عن المعلومات الصادرة عن البورصات العالمية، وكذلك معايير المحاسبة الصادرة عن المجامع المهنية المحاسبية ومنها معيار المحاسبة الدولي رقم (33) على ضرورة عرض القيمة المقارنة لهذا المؤشر أي EPSوفي صلب قائمة الدخل الشامل.

ويتم حساب (EPS)عادة وفق طبيعة هيكل رأس المال المستثمر في الشركة. فإذا كان هيكل رأس المال المستثمر بسيطا أي خاليا من الأدوات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية ويتم حسابه بالمعادلة التالية[1]:

$$EPS=\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}-\text{توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{المتوسط الموزون}\left(\text{المرجح}\right)\text{لعدد الأسهم العادية}}$$

2. **مردود سعر السهم العادي YPS**:

يعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة في استمرار بالاحتفاظ بالسهم أو بيعه والتحول إلى فرص استثمارية أخرى، ويحسب هذا المؤشر وفق الصيغة التالية:

$$YPS=\frac{DPS}{\text{السعر السوقي}}$$

[1] محمد مطر، **الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص ص 143- 144.

وعادة ما يقارن المردود مع سعر الفائدة السائد في السوق، فإذا كان المردود أعلى من سعر الفائدة يصبح الاحتفاظ بالسهم أو إقتنائه ذو جدوى أما إذا كان المردود أقل من سعر الفائدة فإنه من الأفضل الابتعاد عن هكذا أسهم، وإذا كان المستثمر محتفظا بعدد منها فسيكون من الأفضل له التخلص منها بالبيع والبحث عن أسهم غيرها مردودها أعلى من سعر الفائدة[1].

3. مضاعف سعر السهم العادي PER:

يقصد بمضاعف السهم العادي نسبة سعر السهم العادي الواحد إلى عائد لكل سهم عادي ويستخدم لتقييم مدى التضخم أو الانكماش الحادث في الأسعار السوقية للأسهم، كما أنه يعكس حالة التفاؤل أو التشاؤم بشأن أسعار الأسهم، وبذلك يحدد عمليات الشراء وبيع الأسهم، ويحسب المضاعف وفق الصيغة التالية[2].

$$\text{PER} = \frac{\text{سعر السهم العادي الواحد في السوق}}{\text{العائد لكل سهم عادي}}$$

وتشير هذه النتيجة إلى عدد المرات التي تضرب في العائد (الربح) لكل سهم بحيث يكون الناتج يساوي سعر السهم أي القيمة السوقية.

وهي كما يبدو من السهم نسبة سعر السهم في السوق إلى العائد (الموزع والمحتجز) على السهم.كلما كان المستثمرين في البورصة يتوقعون زيادة أرباح الشركة عاما بعد عام كلما ازدادت هذه النسبة[3].

4. القيمة الدفترية للسهم العادي BVPS: يتم حساب هذا المؤشر بعدد المرات حيث يستخدم القيمة الدفترية للسهم التي تساوي:

$$\text{BVPS} = \frac{\text{صافي حقوق المساهمين (رأسمال + احتياطي الأرباح)}}{\text{عدد الأسهم العادية المسجلة}}$$

[1] طلال الكداوي، مرجع سابق، ص88.

[2] حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص189.

[3] سامح محمد ، **القوائم المالية وتقييم المشروعات** ،ماجستير إدارة أعمال، هذه المقال تم نشرها في موقع الدارة والهندسة الصناعية متاح على الموقع: http://samehar.wordpress.com

يفيد هذا المؤشر في اتخاذ قرار الاستثمار ومتابعة اتجاهات تطور قيمة السهم عبر السنوات، حيث يفضل المستثمر المحتفظ بالأسهم التي تتزايد قيمتها الدفترية وبشكل أكبر من العوائد وتوزيعات الأسهم، بينما المستثمر المغامر يهمه العوائد والتوزيعات بشكل أكبر من القيمة الدفترية للأسهم لأنه لا يفضل الاحتفاظ طويلا بالأسهم[1].

5. معدل دوران السهم العادي ST:

من المؤشرات المهمة التي تعلنها الأسواق المالية هو مؤشر دوران السهم العادي، حيث تعكس قيمة هذا المؤشر مدى إقبال على السهم في الأسواق المالية ممثلا بكمية الأسهم المتداولة ومقدار الصفقات المالية التي تحدث في السوق طلبا على الأسهم، ويحسب هذا المؤشر كالتالي[2]:

$$ST = \frac{\text{عدد الأسهم المتداولة خلال السنة}}{\text{عدد الأسهم المسجلة بتاريخ الميزانية}}$$

6. عائد الاحتفاظ بالسهم HPR:

يقيس هذا المؤشر معدل النمو أو اضمحلال ثروة حامل السهم ويحسب كالتالي[3]:

$$HPR = \frac{\text{القيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر}}{\text{سعر الشراء للسهم}}$$

وتمثل القيمة الإجمالية لدخل السهم، إيراد السهم (EPS) مضافا إليه المكاسب الرأسمالية المحققة من تقلب السعر السوقي ويعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة في مجال التقييم لقرارات الاستثمار في الأوراق المالية، حيث أنه يعبر عن العائد الحقيقي للاستثمار.

[1] طلال الكداوي، مرجع سابق، ص90.

[2] محمد مطر، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2005، ص140.

[3] محمد مطر، **الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص 149.

ثانيا: نمـــــاذج تقييـــــــم الأســـــهم

يعد تقيم الأسهم من أهم مواضيع الإدارة المالية و الذي نال اهتمام العديد من المختصين و الباحثين فضلا عن المستثمرين و تكمن أهميته لثلاث أسباب رئيسية و هي: عدم و جود أي تدفقات مالية معروفة مسبقا و مضمونة، السهم له تاريخ استحقاق و أخيرا لا يوجد طريقة سهلة لمعرفة العائد المطلوب الذي يحدد السوق.

و لتوضيح طريقة تقييم الأسهم قمنا بعرض النماذج المشهورة و المستعملة بكثرة، والمتمثلة أساسا في:

1. نمـــوذج خصم توزيعـــات الأربـــاح (DDM):

صمم نموذج خصم التوزيعات العام (DDM)لأول مرة من قبل و ليمس سنة1931، و يعتبر هذا النموذج من أكثر النماذج استخداما في تقييم الأسهم العادية، لأنّ التوزيعات تعد الأساس في تقدير القيمة الحقيقية للسهم. يعد هذا النموذج تطبيق واضح لفكر الأساسين أو ما يسمى بالتحليل الأساسي و لأنّ الهدف الرئيس من هذا النموذج هو إيجاد قيمة السهم الحقيقة المتمثلة بجمع القيمة الحالية لسلسلة متنامية من توزيعات الأرباح المستقبلية، و التي تخصم كل مرحلة من مراحل هذه السلسلة عند معدل خصم أو معدل عائد مطلوب يتلاءم مع درجة مخاطرتها[1].

كما يجب على المحللين الماليين في هذا النموذج تقدير توزيعات الأرباح المستقبلية للسهم العادي لإعتبارها المحدد الرئيسي لتقييم المنشآت و معدل العائد المطلوب(كلفة التمويل)، و معدل نمو الأرباح و أخيرا الفترة الزمنية التي يتوقع استمرار توزيعات الأرباح فيها، و من خلال ما سبق ذكره فإن الصورة العامة لنموذج خصم التوزيعات تظهر من خلال المعادلة التالية[2]:

$$V = \frac{D}{(1+k)}1 + \frac{D}{(1+k)}2 + \frac{D}{(1+k)}\infty$$

$$V = \sum \frac{D}{(1+k)}$$

حيث أن:

V: القيمة الحقيقية للسهم العادي

Dt: التوزيعات الدورية في نهاية السنة t

K: كلفة التمويل أو معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

[1] فاطمة قادم، مرجع سابق، ص127.

[2] Jeff Madura, "**Financial Markets and Institutions**", 03th Edition, West Publishing, Minneaplis,1995,p:260

2. نمـــوذج النـــمو الصفري:

يعبر نموذج النمو الصفري عن الوضعية التي تكون فيها التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم ثابتة ومتساوية عبر الزمن، بمعى أن النمو الدوري يساوي الصفر، أي أن D_t و D_2 وD_1ستكون جميعها متساوية وبالتالي تصبح الصياغة الجديدة للمعادلة (02) كما يلي[1]:

$$P_0=\sum_{t=1}^{\infty} \frac{D}{(1+K)^t}$$

$$D=D_0=D_1=D_n$$

هذه المعادلة عبارة عن متتالية هندسية يمكن إعطاؤها كما يلي:

$$P_0=D \sum_{t=n}^{\infty} \frac{1}{(1+K)^t}$$

$$P_0=\frac{D}{K}$$

ومنه فإن القيمة الحالية للسهم تتحدد بقسمة التوزيعات على معدل العائد المتوقع على الاستثمار في الأسهم حيث كلما انخفض العائد المتوقع ارتفعت القيمة الحالية للسهم.

3. نمـــوذج النمو الثابت:

يقوم هذا النموذج و الذي يسمى نموذج" **جوردن شابيرو** "على افتراض أساسي مفاده أن توزيعات الأرباح على حملة الأسهم في الشركة من المتوقع أن تنمو بمعدل نمو ثابت"g" إلى مالا نهاية، بحيث لا يمكن أن يكون أكبر من معدل العائد المطلوب على الاستثمار(k>g)، و انطلاقا مما سبق، إذا كان المقدار D_0يمثل التوزيعات الأخيرة التي حصل عليها المستثمر، فإن التوزيعات المتوقعة في نهاية الفترة t يمكن حسابها بالصيغة التالية[2].

$$D_t= D_0 (1+g)^t \ldots\ldots$$

حيث: D_t: التوزيعات المتوقعة في نهاية الفترة t.

g: المعدل السنوي لنمو التوزيعات.

وباستخدام هذا النموذج في تقدير التوزيعات المتوقعة في المستقبل، يمكن الوصول إلى القيمة الحقيقية وذلك باستخدام المعادلة التالية:

[1] بلحمري خيرة، مرجع سابق، ص 90.

[2] بلحمري خيرة، مرجع سابق، ص 91.

$$P_0=\frac{Dt}{K\,g}=\frac{D+(1+g)_t}{k\,g}$$

4. نموذج النمو المتغير(المتعدد):

قليلا ما توجد شركات تتسم توزيعاتها بالنمو الثابت، وأن الكثير من المنشآت تتسم توزيعاتها بتقلب معدلات نموها ومن ثم يمكن تقدير قيمة السهم لهذه الشركات باستخدام المعادلة[1]:

$$P_0=\sum_{t=1}^{n}\frac{D0\,(1+gs)t}{(1+K)}t+\left[\left[\frac{Dn+1}{k-gn}\frac{1}{(1+k)}n\right]\right]$$

m: فترة النمو غير العادي.

gs: معدل النمو غير العادي في التوزيعات.

gn: معدل النمو العادي في التوزيعات.

Dm+1 :التوزيعات للسهم العادي في الفترة m+1

5. نموذج التدفقات النقدية:

يقوم هذا النموذج على مبدأ أساسي، مفاده أن القيمة الحقيقية لكل سهم هي القيمة الحالية لكل التدفقات النقدية المستقبلية التي يحققها هذا السهم، فعند حساب إيراد كل سهم هناك مجموعة من المصاريف التي لا تمثل سوى تسجيلا محاسبيا مثل الاهتلاكات و المؤونات و شهرة المحل...الخ.

و عليه فإنه وفق هذا النموذج يتم إضافة هذه المصاريف– غير النقدية –إلى إيرادات كل سهم، و من ثم حساب قيمة التدفقات النقدية الناشئة عن نشاط الشركة لكل سهم. و على هذا الأساس يظهر نموذج تقييم السهم باستخدام التدفقات النقدية كما هو موضح في المعادلة التالية[2]:

$$V=\sum_{t=1}^{\infty}\frac{Ct}{(1+K)}t$$

حيث أن: Ct: الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة

[1] فليح حسن، مرجع سابق، ص 48.

[2] زهير غراية، مرجع سابق، ص 156.

المبحث الثالث: حجم التداول والعوامل المؤثرة فيه

تعتبر دراسة حركة أسعار الأوراق المالية أمرا مهما في عالم المال والاستثمار، وقد حاول العديد من الباحثين ومنذ القرن الماضي وصف العوامل التي تقف وراء تغيرات أسعار الأوراق المالية ومحاولة دراستها وتفسيرها للاستفادة منها في معرفة تأثيرها على هذه الأسعار. يعتبر حجم التداول من العناصر الرئيسية المستخدمة في التنبؤ بحركة الأسعار، فحجم التداول يمثل مقياس لعدد الحصص التي تحول ملكية الأوراق المالية بين المتعاملين إلا أن حجم التداول يتأثر بعدد من العوامل، وهذا ما سنتطرق إليه من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: حجم التداول وأهميته في الأسواق المالية

يهتم كل مستثمر في الأسواق المالية بمعرفة المعلومات الخاصة التي بحوزة بقية المستثمرين، وذلك بهدف تحقيق الأرباح، وهناك طرق عديدة لمعرفة المعلومات التي يمتلكها أطراف السوق، ويعتبر حجم التداول له أهمية كبيرة في إمكانية التنبؤ بحركة اتجاه أسعار الأسهم، وبالتالي تمكين المستثمر من تعظيم ثروته ويمكن التعبير عنه بعدد العقود المتداولة خلال فترة زمنية معينة.

أولا: مفهوم حجم التداول

يعد حجم تداول الأسهم عاملا مهما جدا من العوامل التي يبنى عليها القرار الاستثماري، ويعتبر كذلك من أهم عوامل التحليل الفني وقد استخدمت في العديد من الدراسات مجموعة من المقاييس لحجم التداول سنحاول في هذا الفرع تقديم تعريف لحجم التداول وكذلك أهم المقاييس المستعملة فيه.

1. **تعريف حجم التداول:**

تعريـــف 01: يعرف حجم التداول بأنه عدد الأسهم التي تمت الصفقات عليها فقط في خلال وقت معين من ضمن كافة العروض والطلبات، حيث قد يكون هذا الوقت 5 دقائق، 15 دقيقة، ساعة، يوم...الخ أو أي وحدة زمنية، وبمعنى آخر هو كم سهم تم بيعه في خلال الخمس دقائق..أو خلال الساعة مثلا وطالما أن هذا هو عدد الأسهم المباعة فهو أيضا عدد الأسهم المشتراة فالسهم لابد من مشتري حتى يباع ولا بد له من بائع حتى يتم شراءه، وبالتالي فإن الحجم يبين لنا عدد الأسهم المنفذة من إجمالي العروض والطلبات[1].

[1] محمد هاني، **أثر استخدام شركات المساهمة العامة لأساليب المحاسبة الإدارية الحديثة على حجم تداول أسهمها في بورصة فلسطين مذكرة ماجستير**، جامعة الأزهر، غزة، 2015، ص 55.

تعريـــف 02: يعرف **حجم التـــــداول** بأنه "قيمة الأسهم التي تم تداولها في البورصة، وبمختلف الأسعار خلال السنة. ويعتبر مؤشرا عاما للمستثمرين إذ يعطي فكرة عامة عن قوة السوق واحتمالات صعوده أو هبوطه في المستقبل"[1].

ويمكن **تعريف حجـــم التداول باختصار**: يعتبر حجم التداول من العناصر الرئيسية المستخدمة في التنبؤ بحركة الأسعار، فحجم التداول يمثل مقياس لعدد الحصص التي تحول ملكية الأوراق المالية بين المتعاملين.

2. **مقاييس حجـــم التـــــداول:** قد جرى إستخدام مقاييس عديدة لحجم التداول في الدراسات التي جرت عن حجم التداول، يمكن إجمالها في المقاييس التالية[2]:

أ. **عدد الأسهم المتداولة Share volume:** حيث يعرف حجم التداول في ظل هذا المقياس بالعدد الكلي من الأسهم المتداولة في سوق معينة خلال فترة زمنية محددة، ويعد مقياس عدد الأسهم المتداولة لشركة محددة خلال فترة زمنية معينة المقياس الأكثر شيوعاً في الدراسات التي تناولت علاقة الحجم بأسعار الأسهم.

ب. معدل دوران السهم Share turnover: وهو عدد الأسهم المتداولة مقسومة على العدد الكلي للأسهم، ويعد مقياس حجم تداول السهم لشركة محددة وهو عبارة عن عدد الأسهم المتداولة لشركة معينة خلال فترة زمنية محددة على العدد الكلي لأسهم ذات الشركة، هو المقياس الأكثر شيوعاً في الدراسات الحديثة التي ركزت على دراسة تأثير المعلومات على حجم التداول.

ت. قيمة الأسهم المتداولة dollar volume: وهو العدد الكلي للأسهم المتداولة لشركة ما في سوق معينة وخلال فترة زمنية محددة مضروباً بسعر السهم الواحد.

ث. **عدد الصفقات** أو المتاجرات التي تمت على الأسهم المتداولة في الأسواق المالية **transactions number of**

ج. **عدد أيام التداول الإجمالية خلال السنة Number of trading days:**

---

[1] مأمون ياسين أحمد شخاتره، **المحددات الرئيسية لتطور سوق الأسهم(دراسة تطبيقية عن بورصة عمان) 1997–2003**، أطروحة دكتوراه الفلسفة، تخصص: الإدارة المالية، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2005، ص 61.

[2] ياسر المشعل وآخرون ، **أثر تقلبات عائد الأسهم على حجم التداول في الأسواق المالية" دراسة تطبيقية في سوق دمشق المالي"**، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية- سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد 37 العدد 4، 2015، ص ص 439-440.

تعكس نسبة أيام التداول حركة أسهم الشركة في البورصة، فزيادة عدد أيام التداول يفسر على أنه زيادة في نشاط الشركة واستمرارية في تداول أسهمها في السوق[1].

ثانيا: أهمية حجم التداول في الأسواق المالية

إن أهمية حجم التداول في الأسواق يعكس مدى إقبال المتعاملين على الشراء والبيع، فمن المعروف أن أي ارتفاع للأسعار يعود إلى زيادة الطلب على العرض وهو ما يترجم عمليا في الأسواق المالية على أنه زيادة في طلبات الشراء، أما إذا زاد العرض عن الطلب فذلك يعني انخفاض الأسعار، ويعرف حجم التداول بأنه"عدد الحصص المتداولة من الأوراق المالية في السوق ككل خلال فترة زمنية محددة بمعنى كمية الحصص(الأسهم) التي انتقلت من البائعين إلى المشترين والتي تعبر عن نشاط السوق، فعلى سبيل المثال لو قام أحد المشترين بشراء(100) سهم من أحد البائعين فإن تداول تلك الفترة سيزداد بمقدار(100) سهم نتيجة تلك العملية، ويعد حجم التداول من المؤشرات الأساسية في التحليل الفني للأسواق المالية حيث يستخدم كمقياس قيمة السوق فإن حدث تحرك في الأسعار صعودا أو نزولا فإن قوة السوق تعتمد على حجم التداول في تلك الفترة.

إن ضغط المتداولين لرفع أو خفض الأسعار ينعكس مباشرة في حجم التداول حيث أن التغيرات في حجم التداول تصف مدى كثافة التداول ونوعية كل من الشراء والبيع، حيث أن اتجاه حركة الأسعار إلى الصعود أو الهبوط يعتبر دليل قوة إذا صاحبها حجم ضخم من التداول، وإذا لم يصاحب الحركة في الأسعار سواء في اتجاه الصعود أو الهبوط حجم كبير من المعاملات فتعد دليلا على ضعف هذا السوق[2].

[1] الطاهر أحمد الكردي، **مدى مقدرة المعلومات المحاسبية المنشورة على التنبؤ بأسعار الأسهم–دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2005، ص 20.

[2] خالد سعود القضاة، **أثر الإستثمار على كل من سعر السهم السوقي وحجم تداوله في بورصة عمان دراسة تطبيقية على قطاع المصارف للفترة(2000–2007)**، أطروحة دكتوراه في العلوم الإدارية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2008، ص ص 21-22.

المطلب الثاني: تفسير حجم التداول

يعطي حجم التداول مؤشرا إضافيا ومهما لقراءة التشارت ويساعد المحلل والمستثمر في التوقع الصحيح ومعرفة الحركة الصحيحة من غيرها.

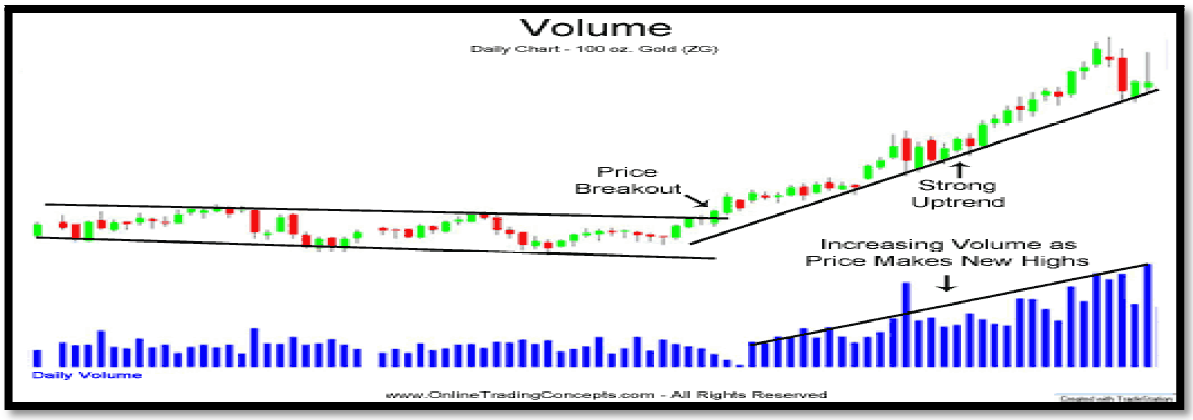
أولا: في حالة الترند

يزداد حجم التداول عندما تتجة الأسعار في الاتجاه السائد للترند وتقل عندما تتجه الأسعار في الاتجاه المضاد للاتجاه السائد.

أ. **في حاله الترند الصاعد:** يزداد حجم التداول عند صعود السعر ويقل عند التصحيح واتجاه الأسعار لأسفل وذلك يدل على سلامة الاتجاه الصاعد واستمراريتة، لكن إذا حدث العكس بمعنى هبوط حجم التداول عند ارتفاع السعر وزيادتها عند التصحيح دل ذلك على ضعف الترند الصاعد واقتراب نهايته وضعف المشترين وبداية سيطرة البائعين.

ب. **في حاله الترند الهابط:** يزداد حجم التداول عند هبوط السعر ويقل عند التصحيح واتجاه الأسعار لأعلى وذلك يدل على سلامة الاتجاه الهابط واستمراريتة، لكن إذا حدث العكس بمعنى قلة حجم التداول عند هبوط السعر وزيادتها عند التصحيح لأعلى دل ذلك على ضعف الترند الهابط واقتراب نهايته وضعف البائعين وبداية سيطرة المشترين[1].

الشكل رقم (2–8): يمثل حالة الترند الصاعد والهابط في حجم التداول



المصدر: أهمية حجم التداول في تحليل الأسعار:*www.analyzerqa.com/.../showthread.php?*

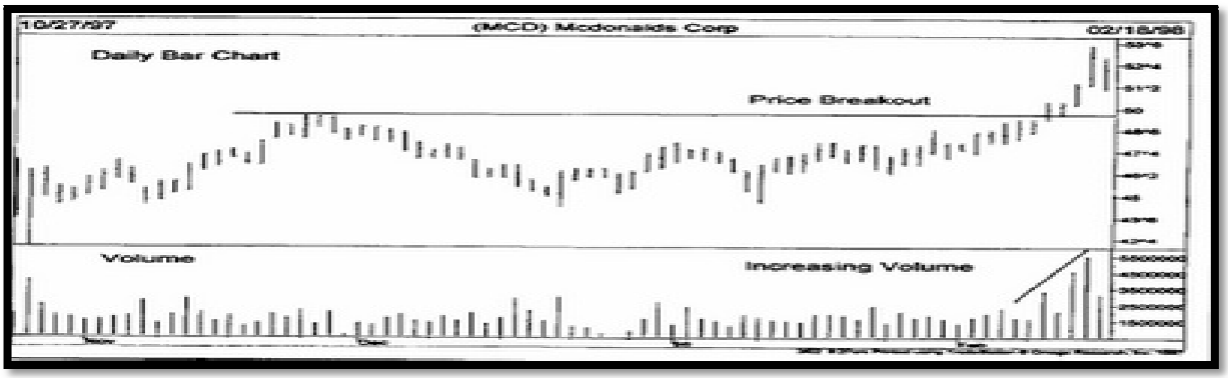
[1] أهمية حجم التداول في تحليل الأسعار، تاريخ التحميل 2017/07/12، متاح على الموقع:www.analyzerqa.com/.../showthread.php?

ثانيا: عند اختراق مستوى المتاجرة

يزداد حجم التداول بصفة ملحوظة عند اختراق السعر لنمط سعري معين واختراق نقطة المقاومة أو الدعم لمستوى متاجرة عرضي، وزيادة حجم التداول عند الاختراق تدل على بدء الترند الجديد سواء الصاعد أو الهابط وتؤكد سلامة هذا الترند الجديد.

لكن إذا حدث العكس ولم تحدث زيادة ملحوظة في حجم التداول عند الاختراق سواء لأسفل أو لأعلى دل ذلك على عدم مصداقية هذا الاختراق وضعف احتمالية بدء ترند جديد ومن ثم تراجع السعر إلى مستوى المتاجرة مرة أخرى.

الشكل رقم (2–9): يمثل حجم التداول عند اختراق مستوى المتاجرة



المصدر: أهمية حجم التداول في تحليل الأسعار، مرجع سابق

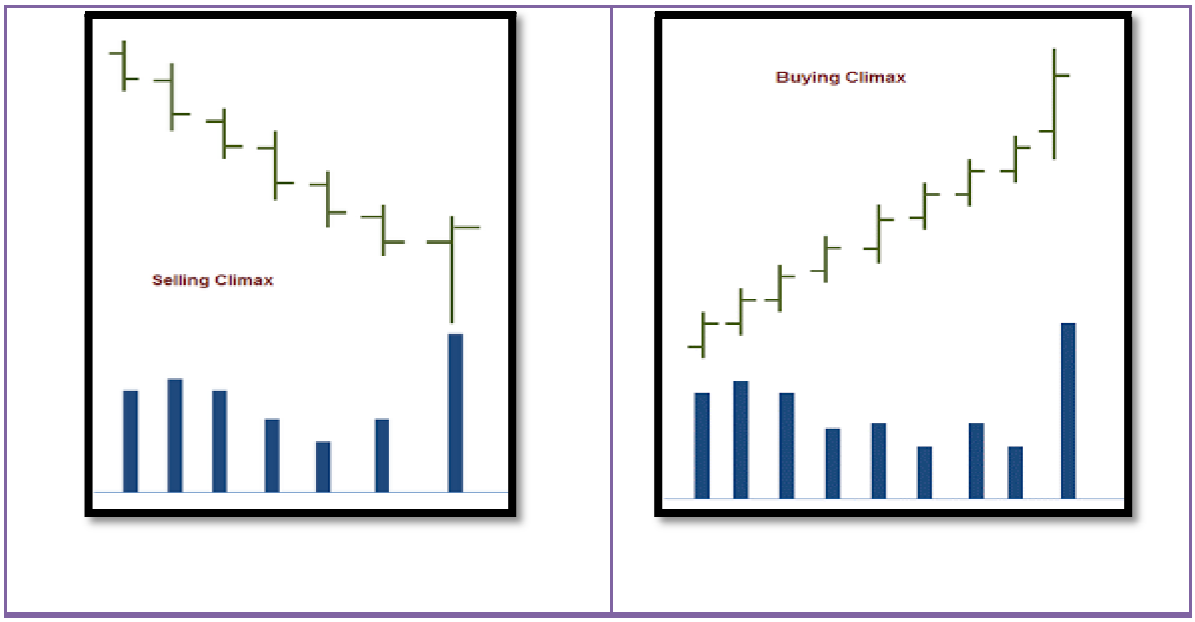
ثالثا: حجم التداول أثناء مستوى المتاجرة

عند تحرك الأسعار في اتجاه عرضي مكونه نمط سعري يوجد احتمالين.

- **الأول**: ضعف حجم التداول مع تحرك الأسعار عرضيا يدل ذلك على قله الرغبة من قبل البائعين والمشترين للسيطرة على الأسعار وترقب كل منهما لأي أخبار لذلك تعتبر هذه الفترة فترة راحة أثناء حركة الترند، وترجح أن الترند السابق لهذه الفترة سوف يستأنف بمجرد الانطلاق من هذا المجال السعرى الضيق.
- **الاحتمال الثاني**: عند زيادة **حجم التداول** أثناء الاتجاه العرضي يدل ذلك على التجميع Accumulationأو التصريف Distribution ويحدث التجميع بعد نهاية الترند الهابط وبدء دخول المشترين وتجميعهم للأسهم بأسعار منخفضة، ويرجح أن ينعكس الاتجاه بعد ذلك ويبدأ الترند

الصاعد.كما يحدث التوزيع أو التصريف في نهاية الترند الصاعد وهو يدل على أن البائعين يبيعون أسهمهم بكثرة بعد أن وصلت الأسعار إلى قمم عالية وذلك يرجح أن ينعكس الترند الصاعد ويبدأ الاتجاه الهابط. والشكل التالي يوضح حجم التداول أثناء مستوى المتاجرة[1]:

الشكل رقم(2-10): يمثل حجم التداول أثناء مستوى المتاجرة



المصدر: أهميه حجم التداول فى تحليل الأسعار، مرجع سابق.

[1] أهمية حجم التداول في تحليل الأسعار، مرجع سابق.

المطلب الثالث: العوامـــل المـــؤثرة في حجـــم التداول

هناك عوامل كثيرة قد تؤثر على حجم التداول في الأسواق المالية ومن أهم هذه العوامل[1]:

أولا: العرض والطلب

تعد نظرية العرض والطلب من أقدم النظريات الاقتصادية ومن أهم العوامل المؤثرة في تحركات بورصة الأوراق المالية وتحديد أسعار الأسهم والأوراق المالية المتداولة.

ثانيا: الشفـــافية

الشفافية في سياق بورصة الأوراق المالية تشير إلى سرعة وكفاءة نقل المعلومات إلى جميع المستثمرين في نفس الوقت داخل البورصة. وعامل الشفافية يعكس مدى نزاهة الإجراءات داخل البورصة وهو العامل المسؤول عن إرساء قواعد العدل والمساواة. لذا تناقل المعلومات بسرعة وبكفاءة يؤمن عدم وجود أي ميزة لأي مستثمر حتى يستطيع استغلالها لمكاسبه الشخصية دون الآخرين.

ثالثا: الشائعات

الشائعات تعد بمثابة اللاعب الخفي في بورصة الأوراق المالية، فمن الناحية النظرية لا يمكن أن تعتبر الشائعات عاملا مؤثرا في آليات البورصة لصعوبة قياس تأثيرها المباشر أو الغير مباشر. ولكن بغض النظر عن هذه الحقيقة السابقة، لا يوجد مستثمر في أي بورصة أوراق مالية في العالم لم يولي للشائعات أهمية. فالشائعات تعد بمثابة وكالة أنباء غير رسمية توفر للمستثمرين معلومات قد يجدون فيها مصدرا للتهديد أو فرصة للربح السريع.

رابعا: الحالة الاقتصادية

العلاقة بين الحالة الاقتصادية ومستوى الأداء هي علاقة تناسب مباشر كما هو الحال مع العرض والطلب. لذا نجد أن من الطبيعي أن تزدهر حجم التداول في بورصة الأوراق المالية في حالة استقرار وازدهار اقتصاد الدولة.

---

[1] ناهد سعيد حسين زعرب، **تحليل حجم تداول الأسهم في قطاع البنوك الوطنية المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج السلاسل الزمنية**، رسالة ماجستير في قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، 2012، ص 44.

والسبب الرئيسي وراء هذه العلاقة الوطيدة هو أن الاقتصاد المستقر والمزدهر يوفر عامل الأمان للمستثمرين داخل الدولة ويقلل من مخاطر الاستثمار، يؤدي هذا إلى زيادة في حجم الاستثمارات والتجارة داخل البورصة.

خامسا: المناخ السياسي

العلاقة بين المناخ السياسي وأداء حجم التداول في بورصة الأوراق المالية ليست علاقة واضحة أو ثابتة أو تناسبية كسابقاتها. الاستقرار السياسي لا يعتبر دائما مؤشرا أو سببا للازدهار في البورصة، وعدم الاستقرار ليس بالضرورة سببا لانهيارها. والسبب وراء هذه العلاقة الغير واضحة، أن الأحداث السياسية المؤثرة عادة ما تكون ذات وجهتين بمعنى أن ما قد يضر طرف من الأطراف قد يكون منفعة لطرف آخر. مثالا واضحا لذلك هو الفترة ما بعد حرب 1973 حين أتخذ العرب موقفا عدائيا من مصر ولكن في المقابل لاقت مصر الدعم والمعاونة من الولايات المتحدة لاتخاذها طريق السلام مع إسرائيل. لذا في حين أن الأحوال السياسية المصرية والعربية كانت مضطربة، كانت المنفعة المصرية أكبر نتيجة لحسن العلاقات مع الولايات المتحدة. ولكن بغض النظر عن هذه الحالات الشاذة نجد أن اضطراب المناخ السياسي نتيجة للحرب مثلا دائما ما يؤدي إلى انهيار في الاقتصاد وبالتالي في أداء البورصة[1].

وعلى الرغم من تأثير هذه العوامل على حجم التداول، إلا أن أكثر هذه العوامل تأثيرا هو عامل كمية المعلومات الجديدة، وهذه المعلومات تكون على شكل إعلان عن توزيعات أرباح ونشر بيانات الأداء عن الشركات المدرجة وتعليمات وأنظمة جديدة في الأسواق وكذلك حجم الاستثمار المحلي والأجنبي والذي يدعم السيولة[2].

[1] ناهد سعيد حسين زعرب، مرجع سابق، ص45.

[2] الطاهر أحمد الكردي، مرجع سابق، ص 21.

خاتمة الفصـل:

تتعدد مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية، لا سيما عند لجوءها إلى السوق المالي، أين يوفر لها هذا الأخير بديلين تمويليين أساسيين هما الأسهم التي تمثل حق ملكية والسندات التي تمثل مستند دين، ويبقى على عاتق المؤسسة المفاضلة بين هذين البديلين.

إن جاذبية الاستثمار في الأسهم تنشأ بسبب ما يعطيه السهم من حق ملكية وفق صفاته القانونية وأيضا ضمان العائد الذي يزداد أو ينقص وفق لأداء الشركة، وأن قيمة أية سهم ما هي إلا القيمة الحالية لتيار الحصص النقدية التي يتوقع له أن يدرها مستقبلا، ويتم تحليل الأسهم في إطار ما يعرف بتحليل الأوراق المالية عامة وذلك على مستويين: تحليل أساسي، وتحليل فني، بالإضافة إلى مؤشرات و نماذج تقيم الأسهم ومن بينها: نموذج خصم توزيعات الأرباح، نموذج النمو المتغير(المتعدد)....الخ

يهتم كل مستثمر في الأسواق المالية بمعرفة المعلومات الخاصة التي بحوزة بقية المستثمرين، وذلك بهدف تحقيق الأرباح، وهناك طرق عديدة لمعرفة المعلومات التي يمتلكها أطراف السوق، ويعتبر حجم التداول له أهمية كبيرة في إمكانية التنبؤ بحركة اتجاه أسعار الأسهم. و هناك عوامل كثيرة قد تؤثر على حجم التداول في الأسواق المالية ومن أهم هذه العوامل: العرض والطلب، الشفافية، الحالة الاقتصادية ....الخ

وبعد التعرف على تقييم الأسهم وأهم العوامل المؤثرة في حجم التداول، سوف نتطرق في الفصل الموالي إلى تقييم أداء الأسواق المالية العربية في كل من مصر، السعودية والجزائر، قصد تحديد أهم التطورات الحاصلة في مؤشراتها للحكم على أداء هذه الأسواق خلال الفترة المدروسة.

الفصـــــــل الثالث:

دراسة أداء الأسواق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة 2005-2016

تمهيد:

تعتبر غالبية أسواق الأوراق المالية العربية حديثة النشأة، ومن ثم فهي قليلة الخبرة والتجربة، وتخضع لعمليات تشريع وإعادة تنظيم بشكل مستمر، إذ تزايد الإهتمام في السنوات الأخيرة بدور الأسواق المالية العربية نتيجة التفاعل بين العوامل الداخلية والخارجية، لقد عرفت تطورات هامة في نمو رأسمال السوق وحجم التداول في أعقاب الإصلاحات القانونية والمؤسسية والتنظيمية التي أدخلتها الدول العربية على أسواقها، وقد تلازمت هذه الإصلاحات مع جهود إصلاح البنى الأساسية للأسواق وتطوير أنظمة التداول إذ أصبحت آلية في معظمها باستخدام تسهيلات الاتصالات الحديثة لنشر المعلومات والبيانات والتأكيد على مبدأ الشفافية وتحسين مستوى أداء خدمات السوق والوسطاء.

ورغم أن لكل سوق من أسواق المال العربية خصوصية تنبثق من ظروف نشأته إلا أن جميعها قد واجهت منذ نشأتها، و قبل إصلاحها، مجموعة من العقبات و المشكلات حد من نموها و نالت من كفاءة أدائها، ولا زالت تعاني منها. ومن بين هذه الأسواق نجد السوق المالي السعودي، السوق المالي المصري والسوق المالي الجزائري، ويختص هذا الفصل بدراسة نشأة وتطور الأسواق المالية العربية محل الدراسة، و أداء مؤشرات تطورها خلال فترة الدراسة وذلك من خلال المباحث التالية:

- **المبحث الأول: السوق المالية السعودية.**
- **المبحث الثاني: السوق المالي المصري.**
- **المبحث الثالث: السوق المالي الجزائري.**

المبحث الأول: السوق المالية السعودية

تُعد الأسواق المالية العربية أسواقا ناشئة، نظرا إلى إمكانات النمو الاقتصادي الكبيرة المتاحة للدول العربية، وتعتبر السوق المالية السعودية، التي تعرف باسم"تداول"، أهم سوق على مستوى الدول العربية جميعها، ذلك أنها أكبر الأسواق المالية في العالم العربي من حيث القيمة السوقية، حيث تمثل السوق السعودية وحدها نحو ثلث قيمة رؤوس أموال الأسواق العربية مجتمعة.

المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالية السعودية

تعد السوق المالية السعودية من الأسواق الحديثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة، وسنحاول في هذا المطلب التطرق إلى تاريخ هذه السوق، وخصائصها الرئيسية، إضافة إلى أنظمة التداول فيها.

أولا: نبذة تاريخية عن السوق

تعود البدايات التاريخية لسوق الأسهم السعودية إلى عام 1932؛ حين أنشئت أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات، وتوالى فيما بعد إنشاء شركات أخرى خصوصا في السبعينيات، إذ تزايدت أعداد هذه الشركات، ومع تطور عدد الشركات المساهمة نشأ سوق غير رسمي للأسهم من خلال 32 مكتب وساطة أسهم ولم تكن خاضعة لقوانين ونظم، وكان عدد الشركات المساهمة التي يجري تداول أسهمها في السوق 40 شركة بحجم رؤوس أموال مستثمرة 35 مليار ريال سعودي، ولقد وضعت بعض الأنظمة والقواعد التي تحكم وتراقب سير عمليات التداول أقرتها اللجنة الوزارية المكلفة بشأن تنظيم تداول الأسهم في ديسمبر 1984[1].

وفي عام 1990 تم تطبيق أول نظام الكتروني متكامل للتداول والتسويات والمقاصة المعروف ESIS واستمر العمل به إلى غاية أكتوبر من عام 2001 حيث تم استبداله بنظام " تداول"، وهو نظام آلي متكامل ومتطور من حيث آليات التداول والتسوية والمقاصة.

تنظيم السوق المالية في المملكة على أسس حديثة تواكب التطور الاقتصادي وتعزز ثقة المستثمرين وتوفير المزيد من الإفصاح والشفافية والعدالة في معاملات الأوراق المالية، تأسست هيئة السوق المالية بموجب" نظام

[1] حسام مسعودي، **واقع التداول الالكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000–2009**، رسالة ماجستير في علوم التسيير: تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2012/2011، ص 104.

السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم(م/30) بتاريخ 1434/6/2هـ الموافق 2003/7/31 لتتولى الدور الإشرافي والرقابي على الأطراف الخاضعة لإشراف الهيئة[1]، وتعد هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتتولى القيام بمجموعة من المهام الأساسية[2]، يمكن ذكر أهمها في ما يأتي[3]:

- تنظيم السوق المالي وتطويره، وتنمية أساليب الجهات العاملة في تداول الأوراق المالية؛
- حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أي التي تنطوي على احتيال، أو تدليس؛
- العمل على تحقيق العدالة، المصداقية والشفافية في معاملات الأوراق المالية؛
- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية؛
- تنظيم وإصدار الأوامر المالية ومراقبة التعامل بها؛
- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الأطراف الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية؛
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.

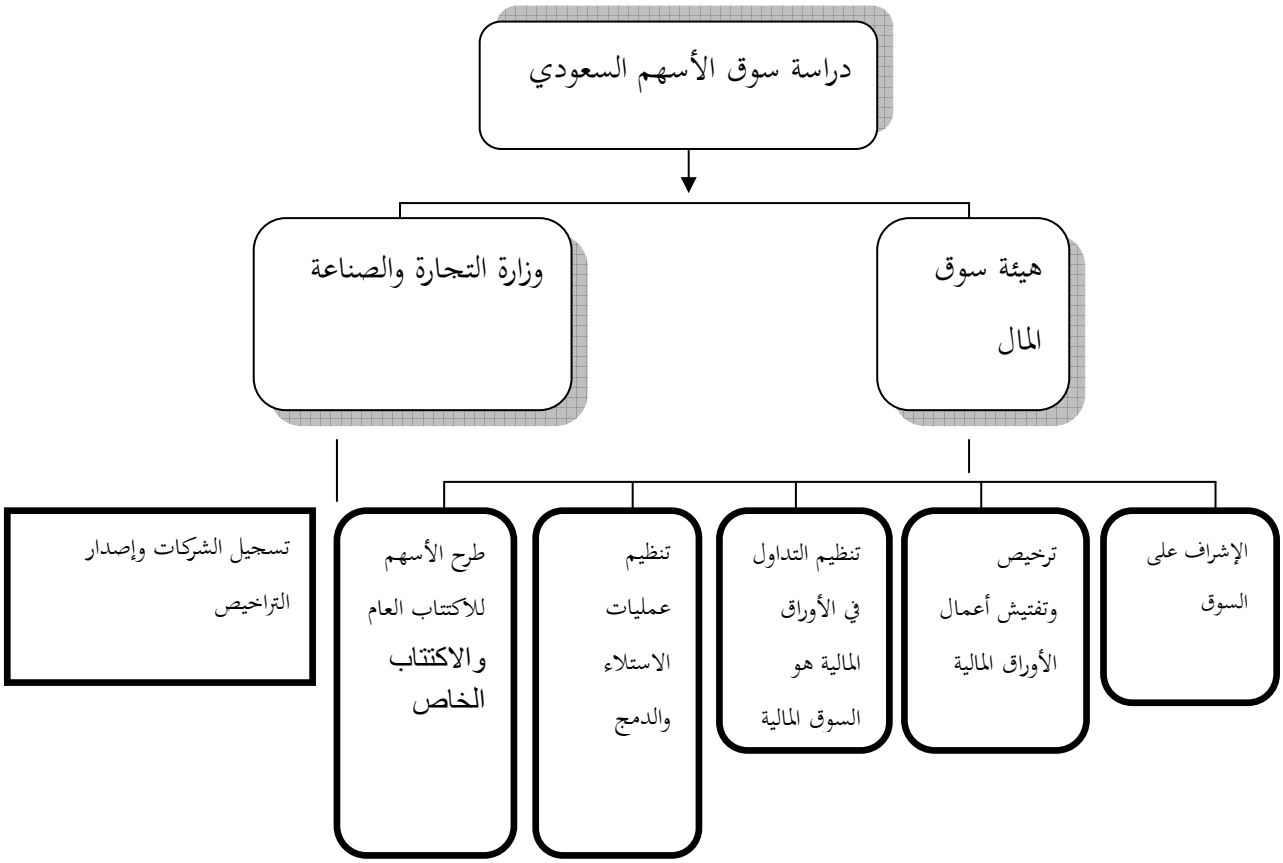
يلخص الشكل التالي مجالات كل من وزارة التجارة والصناعة وهيئة السوق المالية من حيث الوظائف والمسؤوليات:

[1] عمر عبو، مرجع سابق، ص 168.

[2] صايفي عمار، **محددات الاستثمار المحفظي في السوق المالية السعودية**، بحوث اقتصادية عربية، العدد 81، 2010، ص 132.

[3] هيئة السوق المالية، «التقرير السنوي2014" السعودية1435/1434هـ الموافق ل2014، ص 16.

الشكل (3–1): وظائف هيئة السوق المالية



المصدر: .عبد العزيز محمد الدخيل، **سوق الأسهم السعودي قراءة تاريخية واستشراف للمستقبل**، ص132 متاح على الموقع:
https://books.google.dz/books?isbn=9953715750

❖ **أجهزة هيئة السوق المالية:** تتمثل أجهزة السوق في[1]:

1. سوق الأسهم السعودي:

سوق الأسهم السعودي لديه السلطة لاقتراح الأنظمة والقواعد التنظيمية والتوجيهات اللازمة للتشغيل. أما الأمور التي تأتي تحت نطاق مهام السوق فهي تشمل:

- النشر في الوقت المناسب للمعلومات المتعلقة بالصفقات المنفذة في الأسهم التي يتم تداولها في السوق والتزامات المصدرين والمساهمين والأعضاء نحو الإفصاح عن تلك المعلومات للسوق؛

[1] أحمد الفريح، **الأزمة المالية وانعكاساتها على السوق المالي السعودي**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: الإدارة المالية للمؤسسات جامعة الجزائر 3، 2014، ص ص 129-130.

- معايير السلوك المهني المطبقة على أعضاء السوق والعاملين معهم وأعضاء مجالس الإدارة والمدير التنفيذي للسوق وموظفي السوق ويشمل ذلك الإجراءات والعقوبات التأديبية المطبقة في حق من يخالفون تلك المعايير؛
- تسوية المنازعات التي تنشأ بين أعضاء السوق وفيما بين الأعضاء وعملائهم؛
- شروط ومتطلبات نيل عضوية السوق والقيود والإجراءات الملائمة التي تسمح لشركات الوساطة المرخصة، ولكن ليس لأعضاء السوق، بتنفيذ صفقاتهم في السوق؛
- تحديد الرسوم والعمولات التي يفرضها الوسطاء نظير خدماتهم؛

2. مركز إيداع الأوراق المالية:

سوف ينشئ مجلس إدارة الهيئة إدارة تسمى مركز إيداع الأوراق المالية ستكون هي الكيان الوحيد في المملكة المرخص له بممارسة عمليات إيداع ونقل ملكية وتسوية ومقاصه وتسجيل ملكية الأسهم السعودية التي يتم تداولها في السوق.

3. لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية:

ينص قانون السوق المالية أيضا على إنشاء لجنتين لتسوية الأوراق المالية إحداهما لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية.

4. لجنة الاستئناف:

لجنة الاستئناف التي سوف تشكلها الهيئة سوف تستمع إلى الاستئنافات التي تقدم ضد القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، ويمكن الاستئناف ضد القرار الذي تصدره لجنة الفصل في المنازعات أمام لجنة الاستئناف في غضون ثلاثين يوما من تاريخ الإخطار بذلك.

ثانيا: خصائص السوق المالية السعودية

تتميز سوق الأسهم السعودية بحداثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية، أو اليابان، أو دول الاتحاد الأوروبي، كذلك يتصف بقلة عدد الشركات المدرجة أسهمها في السوق بالنظر إلى حجم الاقتصاد السعودي الكبير، ويعد حجم المعاملات في السوق محدودا نسبيا بالمقارنة بعدد الأسهم المصدرة في السوق وهو ما يعبر عنه بضيق السوق، الذي يؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم.

وتؤثر جملة من العوامل والمتغيرات في أسعار الأسهم المتداولة في السوق من ضمنها الأوضاع الاقتصادية المحلية والنمو الاقتصادي، وكذلك المشكلات التي قد يعاني من جرائها الاقتصاد مثل التضخم والبطالة؛ كذلك تؤثر فيه ربحية الشركات المساهمة والتطورات الجارية في أسواق الأسهم العالمية؛ إضافة إلى السياسات الاقتصادية المحلية التي تتبعها الدولة من ناحية الصرف والإنفاق الحكومي على الخدمات والمشاريع، وكمية النقود والسيولة المتداولة في الاقتصاد[1].

المطلب الثاني: أنظمة التداول في سوق الأسهم السعودية

مرت عملية التداول في سوق الأسهم السعودية بعدة تغيرات منذ نشأتها. فإلى غاية بداية شهر ديسمبر من عام 1984 كان الاتصال بين البائع والمشتري يتم عن طريق مجموعة من الأشخاص يتولون مهمة الوساطة المالية التي لممارستها تتطلب أي تصريح أو رأس مال أو كفاءات محددة. وقد كان غياب اللوائح المنظمة لأنشطة السماسرة وعدم توفر البيئة القانونية الرسمية التي تتم ضمنها عملية التداول عند هذا التاريخ دافعا وراء صدور المرسوم الملكي في أفريل من عام 1984 الذي نص على إقامة لجنة مشتركة مهمتها تحديد تفاصيل النظام المؤطر للسوق. وقد كان من بين أهم ملامح هذا النظام الذي دخل حيز التنفيذ في 23ديسمبر من العام ذاته، توكيل لجنة تضم في عضويتها ممثلين عن وزارة المالية والاقتصاد، ومؤسسة النقد العربي السعودي للإشراف على كافة نشاطات التعامل في السوق، إضافة إلى البنك، وتعبئة نموذج طلب يحدد القيمة والأسعار المرغوبة. وفي المقابل تقوم البنوك التجارية بالتوفيق بين طلبات البيع والشراء ضمن شبكاتها الخاصة، ومن ثم وحدة التنسيق المركزية للبنوك الأخرى عن طريق مكتب المقاصة في مؤسسة النقد العربي السعودي. وتتقاضى البنوك مقابل خدمات الوساطة من البائع فقط عمولة بنسبة واحد في المائة كحد أقصى من قيمة الأسهم التي يتم التعامل بها[2].

وقد أدى هذا النظام إلى زيادة رقابة الجهات على السوق المالية، كما أنه عمل على إلغاء دور السماسرة غير المسجلين الذين أدوا دورا هاما في صنع السوق قبل 1984. وقد ظل هذا النظام ساري المفعول حتى مايو عام 1987. ونظرا للمشاكل التي نجمت عنه، أخذت لجنة الإشراف على السوق في دراسة بدائل النظام القائم. وقد تبلورت هذه البدائل في خيارين؛ يتمثل الأول في تأسيس صالة رئيسية لتداول الأسهم تتيح للمتعاملين

[1] هيئة السوق المالية السعودية، **الاستثمار في سوق الأسهم، تاريخ الاطلاع 2017/05/12 متاح على الموقع:** http://cma.org.sa/IA/default.html

[2] رفيق مزاهدية، **كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات–دراسة حالة سوق الأسهم السعودية–**، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة باتنة، 2007/2006، ص 188.

إمكانية التواجد في مكان واحد لتنفيذ الصفقات. وقد عرف هذا النظام بنظام الصالة الرئيسية للتداول. في حين تمثل البديل الثاني في طرح نظام التعامل الالكتروني، بحيث يتم ربط كافة السماسرة بشبكة واحدة للحاسب الآلي كما هو معمول به في نظام ناسداكNASDAQ.

غير أن ضخامة تكلفة تنفيذ البديل الأخير قد رجحت الكفة لصالح البديل. وتأسيسا على ذلك قامت لجنة الإشراف في 11 مايو 1987 يتبنى الخيار الأول، وتم تجميع ممثلي كافة البنوك في مكان واحد وتنفيذ الصفقات بطريقة المزاد. وتمثلت ملامح هذا النظام في إبقاء سلطة الإشراف على أنشطة التعامل في الأسهم في يد البنوك، على أن تتم هذه الأنشطة في قاعة التعامل المركزية تحت رقابة دائرة الإشراف على الأسهم التابعة لمؤسسة النقد العربي السعودي. وقد أسندت للشركة السعودية لتسجيل الأسهم مهمة تسهيل عملية تسجيل الأسهم وإصدار شهادات الملكية الجديدة.

إلا أن هذا النظام لم يعمر طويلا، إذ أوقف التعامل به بعد مضي أقل من شهر من تطبيقه لصعوبات فنية، ليعود التعامل في الأسهم مرة أخرى عن طريق الهاتف والفاكس في الدوائر المختصة للبنوك التجارية. ومع بداية 1990 شهد نظام التعامل في سوق الأسهم السعودية نقلة نوعية باعتمادها لأول مرة في منطقة الشرق الأوسط لأنظمة التداول الالكتروني[1]، المتمثلة في:

أولا: النظام الآلي لتداول الأسهم السعودية

تعد المملكة العربية السعودية من بين الدول الرائدة في العالم، بإنشاء سوق آلية بالكامل للأسهم، حيث شهد سوق الأسهم السعودية في عام 1990 ميكنة عملية تداول الأسهم عن طريق النظام الآلي لتداول الأسهم المعروف باسم "ESIS" (Equity Services & Information System)، وقد تم تحديث نظام (ESIS) منذ تطبيقه تسع مرات.

يعتبر نظام التداول (ESIS) نظام إلكتروني متكامل للتداول والتسوية والمعلومات، وهو يقوم بربط وحدات التداول المركزي بالبنوك(وهي الجهات التي تقوم بدور السمسار في صناعة تداول الأسهم في المملكة) بالحاسب المركزي في مؤسسة النقد، مما يمكن الوسطاء في هذه الوحدات من إدخال أوامر العملاء مباشرة في النظام، ويتم تنفيذ الصفقات عندما تتطابق إلكترونيا عروض البائعين مع طلبات المشترين، وبعد تنفيذ الصفقة يطبع النظام

[1] رفيق مزاهدية، **كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات–دراسة حالة سوق الأسهم السعودية–**، مرجع سابق، ص 189.

إيصال تأكيد تنفيذ الصفقة للعميل، ويتم تحويل الصفقة آليا إلى نظام التسويات، ويقوم نظام التسويات بمتابعة كل الصفقات التي ترد خلال أوقات التعامل في اليوم استعدادا لمقاصتها وتسويتها آليا في بداية اليوم[1].

ثانيا: نظام التداول الإلكتروني "Tadawul" وتطويره

بدأ العمل بهذا الإصدار في الربع الأخير من عام 2001 وبالتحديد في 06اكتوبر 2001، وهو من أحدث وأرقى الأنظمة الشاملة على مستوى العالم والذي تتم عبره عمليات التداول عمليا بفتح الحسابات الإلكترونية والبيع والشراء الآني والتداول بواسطة الإنترنت ونشر معلومات وأسعار السوق بواسطة الإنترنت والهاتف النقال، ويعتبر هذا النظام نقلة نوعية مهمة في أنظمة التداول الإلكترونية لما يوفره من مزايا وخصائص جديدة ومتنوعة للسوق والمستثمرين.

مع بداية العمل بهذا النظام أصبحت معلومات التداول تبث بشكل حي ومباشر عبر موقع نظام" تداول " على شبكة الإنترنت، الذي يظهر أسعار الأسهم المتداولة وكمياتها، وأفضل طلبات الشراء وعروض البيع، وكذلك تضمن الموقع إحصائيات السوق، بالإضافة إلى أهم المعلومات عن الشركات[2].

ثالثا: أعمال الرقابة الإلكترونية

تسعى هيئة السوق المالية السعودية إلى تطوير الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية، ومراقبتها لحماية المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أو التي تنطوي على غش أو تدليس أو تلاعب، وتقوم الهيئة بمراقبة تداول (الأسهم، والصكوك والسندات، وصناديق المؤشرات المتداولة)، وواصلت الهيئة عملها لتعزيز أدائها الرقابي على عمليات التداول من خلال تكثيف المتابعة لعمليات التداول للتأكد من التزام المشاركين في السوق لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، وتتم عملية الرقابة على التداولات وفق التالي[3]:

- يصدر النظام الرقابي الإلكتروني تنبيهات على أي ممارسات أو تعاملات قد يشتبه في مخالفتها لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية؛

[1] محمد بن إبراهيم السحيباني، **آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية**، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بجامعة أم القرى بمكة المكرمة، مارس 2003 ، ص ص47 -48.

[2] حسام مسعودي، مرجع سابق، ص 119.

[3] هيئة السوق المالية، **أعمال الرقابة الإلكترونية**، التقرير السنوي 2010، ص ص 64-67.

- يجرى بحث مكثف بشأن التداولات والتعاملات اليومية من خلال تحليل بيانات السوق ومراجعة الأوامر والصفقات المنفذة وتحليلها؛
- يعد تقرير عن أي اشتباه في مخالفة نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، ويحال إلى الإدارة المعنية بمخالفات نظام السوق المالية للتحري والتحقيق وإصدار القرارات اللازمة حياله؛
- يجرى استفسار رقابي عن أي سلوك أو ممارسة يشتبه في مخالفتها لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية.

المطلب الثالث: تطور أداء مؤشرات سوق الأسهم السعودي خلال الفترة(2005-2016)

من أجل الوقوف على تطور أداء السوق المالي السعودي سوف نتتبع أداء السوق خلال الفترة 2005-2016.

الجدول رقم(3–1): تطورات مؤشرات سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2005-2016

سوق السهم السعودي	2005	2006	2007	2008	2009	2010
عدد الشركات المدرجة.	77	86	111	126	135	146
القيمة السوقية (م.د.أ)♦	646120.80	326869	518984	246337	318751	353400
أحجام التداول(م.د.أ)	1103582.78	1402953	682287	523129	337041	202432
عدد الأسهم المتداولة(م)♦	12281.32	54439.7	57886.0	58831.0	56739.7	33208
معدل دوران السهم%	200.09	429.2	131.4	212.3	105.7	59.7
عدد أيام التداول	299	265	248	251	250	249
سوق السهم السعودي	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
عدد الشركات المدرجة.	150	158	163	166	172	176
القيمة السوقية (م.د.أ)	338873	373365	467341	482896	420656	448305
أحجام التداول(م.د.أ)	293760	507680	365206	572164	442258	308435
عدد الأسهم المتداولة(م)	48596.9	85983.1	52324.5	123464.4	59345.6	67721.8
معدل دوران السهم%	85.7	134.1	88.2	109.2	90.6	77.4
عدد أيام التداول	248	247	248	250	251	249

المصدر: النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية، للسنوات(2005–2016)، تاريخ التحميل: 2017/10/12، متاح على الخط: http://www.amf.org.ae/ar.

من خلال الجدول نلاحظ:

سنة 2005: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق السهم السعودي 77 شركة في نهاية 2005. أما فيما يتعلق بأحجام السوق فقد بلغت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2005 نحو 646120.80 مليون دولار أمريكي، وبالنسبة لأحجام التداول، فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2005 نحو1103582.78 مليون دولار أمريكي، كما قدرت عدد الأسهم المتداولة 12281.32 مليون سهم في حين بلغ معدل دوران السهم 200.09%.

♦م.د.أ: مليون دولار أمريكي.

♦م: مليون سهم.

سنة 2006: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي 86 شركة في نهاية عام 2006 مقارنة ب عام 2005. فيما يتعلق بأحجام السوق فقد إنخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2006لتبلغ نحو326869مليون دولار أمريكي مقارنة بعام 2005 أين بلغت 646120.80 مليون دولار أمريكي. وبالنسبة لأحجام التداول، فقد إرتفعت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2006 مقارنة بعام 2005 لتبلغ 1402953 مليون دولار أمريكي خلال العام الماضي، كما إرتفعت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2006 مقارنة بعام 2005 لتبلغ 54439.7مليون دولار أمريكي مقارنة مع12281.32 مليون دولار أمريكي خلال العام الماضي. في حين بلغت عدد الأسهم المتداولة 54439.7 مليون سهم.

سنة 2007: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق السهم السعودي المالي111شركة في نهاية 2007. فيما يتعلق بأحجام السوق فقد ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2007 لتبلغ نحو 518984مليون دولار أمريكي مقارنة بعام 2006 أين بلغت 326869 مليون دولار أمريكي. أما بالنسبة لأحجام التداول، فقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2007 مقارنة بعام 2006 لتبلغ 682287 مليون دولار أمريكي مقارنة مع 402953 1 مليون دولار أمريكي خلال العام الماضي، وانخفض معدل دوران السهم من 249.2% خلال عام 2006 إلى 131.4% عام 2007.

سنة 2008: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق السهم السعودي المالي 126 شركة في نهاية عام 2008. فيما يتعلق بأحجام السوق فقد انخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2008 لتبلغ نحو 246337 مليون دولار أمريكي مقارنة بعام 2007 أين بلغت 518984 مليون دولار أمريكي، بسبب الأزمة المالية العالمية. وبالنسبة لأحجام التداول، فقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2008 مقارنة بعام 2007 لتبلغ 523129 مليون دولار أمريكي مقارنة مع682287 مليون دولار أمريكي خلال العام الماضي وإرتفع معدل دوران السهم من 131.4% خلال عام 2007 إلى 212.3% عام 2008.

سنة 2009: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق السهم السعودي المالي 135 شركة في نهاية عام 2009. فيما يتعلق بأحجام السوق فقد ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2009 لتبلغ نحو 318751مليون دولار أمريكي مقارنة بعام 2008 أين بلغت 246337 مليون دولار أمريكي وبالنسبة لأحجام

التداول، فقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2009 مقارنة بعام 2008لتبلغ 337041 مليون دولار أمريكي مقارنة مع 523129 مليون دولار أمريكي خلال العام الماضي.

سنة 2010: إرتفعت عدد الشركات المدرجة في السوق السهم السعودي المالي إلى 146 في نهاية عام 2010 أما فيما يتعلق بأحجام السوق فقد ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2010 لتبلغ 353400 مليون دولار أمريكي مقارنة بعام 2008 أين بلغت 318751 مليون دولار أمريكي. وبالنسبة لحجم التداول فقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2010 مقارنة بعام 2009 لتبلغ 202432 مليون دولار أمريكي مقارنة مع 337041 مليون دولار أمريكي خلال العام الماضي. كما إنخفضت عدد الأسهم المتداولة ليبلغ 33208 مليون سهم مقابل 56739.7 مليون سهم خلال العام الماضي، كما نلاحظ الانخفاض المستمر لمعدل دوران الأسهم إلى 59.7% خلال 2010 أين كان 249.2% في عام 2006.

سنة 2011: ارتفعت عدد الشركات المدرجة في السوق السهم السعودي المالي إلى 150 شركة في نهاية عام 2011 مقابل 146 شركة خلال العام الماضي، وفيما يتعلق بحجم السوق فقد ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2011 لتبلغ 338873 مليون دولار أمريكي مقارنة بعام 2010 أين بلغت 353400 مليون دولار أمريكي، وبالنسبة لحجم التداول فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2011 مقارنة بعام 2010 لتبلغ 202432 مليون دولار أمريكي خلال العام الماضي، كما ارتفعت عدد الأسهم المتداولة ليبلغ 48596.9 مليون سهم مقابل 33208 مليون سهم خلال العام الماضي.

سنة 2012: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق السعودي المالي 158 شركة في نهاية 2012، فيما يتعلق بحجم السوق، فقد ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2012 لتبلغ 373365 مليون دولار أمريكي مقارنة بعام 2011 أين بلغت 338873 مليون دولار أمريكي، بالنسبة لحجم التداول فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2012 مقارنة بعام 2011 لتبلغ 293760 مليون دولار أمريكي خلال العام الماضي، كما ارتفعت عدد الأسهم المتداولة ليبلغ 85983.1 مليون سهم مقابل 48596.9 مليون سهم خلال عام 2011.

سنة 2013: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي 163 شركة في نهاية عام 2013 مقابل 158 شركة مدرجة في العام الماضي. فيما يتعلق بحجم السوق، فقد إرتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات

المدرجة في نهاية عام2013 لتبلغ 467341مليون دولار أمريكي مقارنة بعام 2013 أين بلغت 373365 مليون دولار أمريكي. بالنسبة لأحجام التداول، فقد إنخفضت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2013 مقارنة بعام 2012 لتبلغ 365206 مليون دولار أمريكي مقابل 507680 مليون دولار أمريكي خلال العام الماضي. كما انخفضت عدد الأسهم المتداولة ليبلغ 52324.5 مليون سهم مقابلا 85983.1 مليون سهم خلال العام الماضي.

سنة2014: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي 166 شركة في نهاية عام 2014 مقابل 163 شركة مدرجة في عام 2013. فيما يتعلق بحجم السوق، فقد إرتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2014 لتبلغ 482896 مليون دولار أمريكي مقارنة بعام 2013 أين بلغت467341مليون دولار أمريكي. بالنسبة لحجم التداول، فقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2014لتبلغ 572164 مليون دولار أمريكي مقارنة بعام 2013 أين بلغت 467341 مليون دولار أمريكي.

سنة 2015: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق السعودي المالي 172 شركة في نهاية عام 2015 مقابل 166 شركة عام 2014، أما فيما يتعلق بأحجام السوق، فقد انخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2015 لتبلغ 420656 مليون دولار أمريكي مقارنة بعام 2014 أين بلغت 482896 مليون دولار أمريكي، وبالنسبة لحجم التداول، فقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2015 مقارنة بعام 2014 لتبلغ 572164 مليون دولار أمريكي خلال العام الماضي، كما انخفضت عدد الأسهم المتداولة ليبلغ 59345.6 مليون سهم مقابلا 123464.4 مليون سهم خلال العام الماضي.

سنة 2016: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق السهم السعودي المالي 176 شركة في نهاية عام 2016 أما فيما يتعلق بأحجام السوق فقد ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2016لتبلغ نحو 448305 مليون دولار أمريكي مقارنة بعام 2015 أين بلغت 420665 مليون دولار أمريكي، وبالنسبة لحجم التداول فقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2016 مقارنة بعام 2015 لتبلغ 308435 مليون دولار أمريكي خلال العام الماضي. كما إرتفعت عدد الأسهم المتداولة في نهاية 2016ليبلغ 67721.8 مليون سهم مقارنة بنحو 59345.6 مليون سهم خلال العام الماضي. كما يلاحظ أن هناك تذبذب مستمر لمعدل دوران الأسهم خلال الفترة(2010-2016)، بالإضافة إلى أننا نلاحظ أن هناك إرتفاع مستمر لعدد الشركات المدرجة في السوق السهم السعودي خلال فترة الدراسة حيث كانت 77 شركة خلال عام 2005 إلى أن وصلت

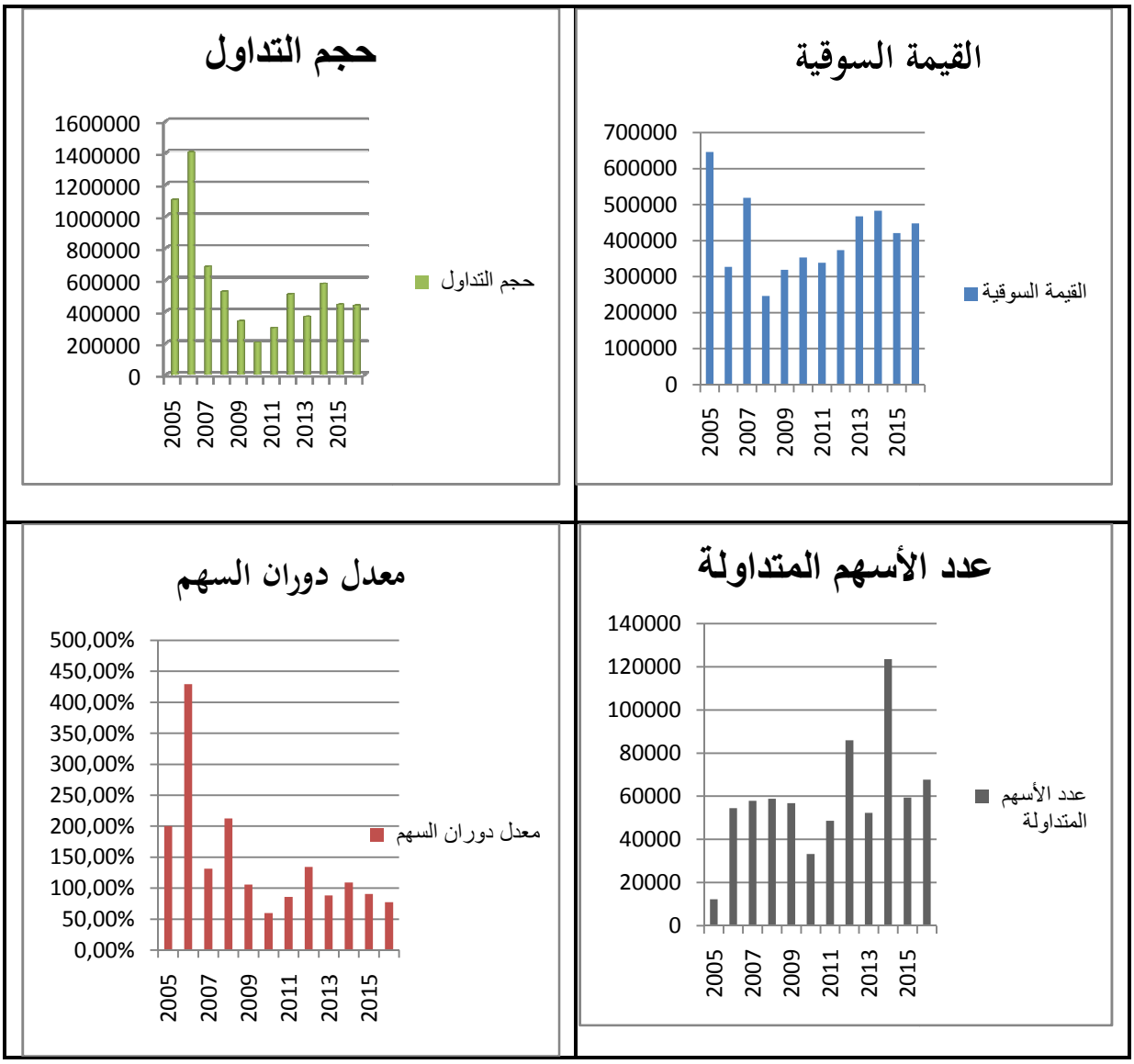
إلى 176 شركة خلال سنة 2016. في حين سجلت السوق المالية السعودية في عام 2016 أداءنا متباينا في مؤشراتها، ومتجاوزا أثار تراجع أسعار النفط على الاقتصاد السعودي، بالإضافة إلى التطورات العالمية المتقلبة في تباطئ تعافي الاقتصاد العالمي، وخروج المملكة من الاتحاد الأوروبي وإرتفاع معدلات أسعار الفائدة، فقد شهد السوق من حيث القيمة السوقية انتعاش قليل عن سنة 2015 بنسبة 6.57 %.

وعلى العموم يظهر من خلال الجدول (3-1) إرتفاع عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة ليبلغ 176شركة سنة 2016 بعد أن كان لا يتجاوز 77 شركة فقط سنة 2005 والذي يعد محصلة لقيد شركات جديدة والتي إلتزمت بشروط ومعايير القيد بالبورصة وذلك بعدما كان عدد الشركات المدرجة منخفضا بسبب الشروط الصعبة والصارمة المطلوبة لتحويل الشركات إلى شركات مساهمة مؤهلة للإدراج في السوق المالي السعودي، ويظهر هذا التزايد في عدد الشركات المدرجة إتساع حجم السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة وزيادة قاعدته الاستثمارية وهذا ما يؤثر إيجابا على درجة كفاءته.

يظهر الجدول أعلاه إرتفاع القيمة السوقية في السوق المالي السعودي ومعدل نموها خلال الفترة 2005-2016 إعتمادا على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي وهذا راجع إلى زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق وزيادة الإستثمارات وإرتفاع حجم الإدارات الجديدة، إن تحسن مؤشر القيمة السوقية بفضل زيادة عدد الشركات المدرجة والذي يؤدي إلى إتساع حجم السوق وتحسن قدرته على تعبئة الإدخارات وتمويل الإستثمارات.

ويمكن توضيح تطورات مؤشرات السوق المالي السعودي في الشكل التالي:

الشكل رقم (3–2): تطورات مؤشرات سوق الأسهم السعودية



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (3–1)

المبحث الثـــــاني: الســـــوق المالـــي المصـــري

تعتبر الأسواق المالية في مصر من أقدم الأسواق المالية في العالم أجمع وأقدم الأسواق على الإطلاق في منطقة الشرق الأوسط، وقد نشأت تلك الأسواق في مصر وتطورت عبر سنوات عديدة وواجهت عدة مشكلات في بعض السنوات نتيجة للتغيرات السياسية والاقتصادية في البلاد وفي المنطقة العربية وفي العالم أكبر سوق للأوراق المالية في القاهرة سنة1890 ثم أصدرت الحكومة أولى لوائح الأسواق المالية سنة 1909، حيث أن الأسواق المالية تعتبر دعامة من دعامات الاقتصاد في أي دولة وتطورها يعد خطوة للتقدم، فإن هذا المبحث يتناول الأسواق المالية في مصر.

المطلب الأول: لمحة عن بورصة مصر

إتجه الاهتمام في مصر منذ فترة مبكرة بالاستثمار عن طريق بورصة الأوراق المالية، إذ أنشئت أول بورصة في الإسكندرية سنة 1883. تلتها بورصة القاهرة سنة 1890.كما أن تطور الأسواق المالية في مصر يعد انعكاسا وبدرجة كبيرة للأوضاع الاقتصادية التي مرت بها هذه السوق.

أولا: التطور التاريخي والتشريعي للأسواق المالية في مصر:

1. التطور التاريخي للأسواق المالية في مصر:

تعد البورصة المصرية أول بورصة للأوراق المالية ظهرت داخل الوطن العربي حيث تعود نشأتها إلى نهايات القرن التاسع عشر، فقد أنشئت أول سوق للأوراق المالية في الإسكندرية سنة 1883، وأنشئت وبسبب تغير الظروف الاقتصادية تم الاتفاق على وضع لائحة جديدة للسوق سنة 1933 وعدلت هي الأخرى سنة 1940 ثم صدر قانون رقم 329 سنة 1953 والذي اشترط اقتصار التعامل في الأوراق المالية على السماسرة المقيدين بالسوق[1].

وقد شهدت الفترة مابين(1914-1952) تطورا كبيرا في السياسات الاقتصادية المصرية نظرا للتقدم الاقتصادي، وقد صاحبها تطورا هائلا في بورصة الأوراق المالية وأصبحت القاهرة من خلال بورصتها مركزا ماليا إقليميا ودوليا واسع النشاط، وقد بلغ نشاط بورصتها ذروته في نهاية سنة 1958وبداية الأسبوع الأول من سنة

[1] صلاح الدين حسن السيسي، **بورصات الأوراق المالية(الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)**، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة القاهرة، ط1، 2003، ص 43.

1959 أين بلغ حجم التعاملات في بعض الأيام حوالي6.19 مليون جنيه بالأسعار السائدة في ذلك الوقت. وقد كان لصدور القانون رقم 11 سنة 1959 المتعلق بوضع الحد الأقصى لنسبة الأرباح الموزعة أثره البالغ في انتكاسة النشاط الملحوظ لبورصة الأوراق المالية المصرية، باعتباره أولى خطوات تدخل الحكومة في النشاط الاقتصادي الذي كان قائما على آليات السوق. وجاءت قرارات وإجراءات التأميم فقلصت نشاط القطاع الخاص تماما. وقضت على ثقة المستثمرين في الحكومة[1].

2. التطور التشريعي للأسواق المالية في مصر:

لم يتم تنظيم أعمال البورصة بشكل رسمي إلا عام 1910 وذلك بصدور تعديل تشريعي لقانون التجارة الأهلي والمختلط رقم 23، 24 لسنة 1909، حيث تم بموجب التعديل تنظيم عمل البورصة وتقنين شروط التعامل على الأوراق المالية فيها.

وبموجب هذه التعديلات أصحبت البورصات المصرية أسواقا رسمية تفتح بترخيص من الحكومة وتنظم شؤونها مراسيم ولا يعتبر التعامل فيها صحيحا إلا إذا تم طبقا لأحكامها وانعقد بواسطة سماسرة معتمدين، كما يقوم على رعاية القانون والنظام فيها مندوبون من قبل الحكومة.

ولم تكن أعمال البورصة بعد هذا التنظيم حتى اندلعت الحرب العالمية الأولى فأغلقت البورصة عام 1914 ثم أعيد افتتاحها عام 1916 بعد انتهاء الحرب وعن تطور الأوضاع الاقتصادية في مصر وتأسيس بنك مصر عام 1920 وقيامه بإنشاء العديد من شركات المساهمة ظهرت الحاجة إلى إعادة تنظيم أعمال البورصة فصدرت عام 1933 اللائحة العامة لبورصتي القاهرة والإسكندرية.

وقد صدر بعد ذلك القانون رقم 326 لسنة 1903 ملغيا المرسوم الصادر في 1933 وأصبح تنظيم البورصات يتم بموجب قوانين بعد أن كان التعديل وقد استمر العمل بهذا القانون إلى أن أعيد تنظيم البورصة عام 1957.

وفي عام 1957 صدر القانون رقم 121 لسنة 1957 باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية الذي استمر تطبيقه ما يقرب من أربع وعشرين عاما دون تعديل جوهري ويعد أحسن القوانين التي صدرت لتنظيم كافة شؤون البورصة.

---

[1] حسين عبد المطلب الأسرج، **دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر، مارس 2002 ، ص 75.

وعلى أثر صدور قانون الشركات رقم 26 لسنة 1954ثم قوانين تمصير البنوك وشركات التأمين والوكالات التجارية في فبراري 1957زادت أعداد الشركات المساهمة المصرية وحل المصريون محل الأجانب في ملكية أسهمها فانتعشت حركة تداول الأوراق المالية.

وقد ظل العمل بقانون 121 لسنة 1957 إلى أن تبنت الهيئة العامة لسوق المال مشروعا بقانون لتعديل بعض مواده في إطار مجهوداتها لإعادة تنشيط العمل بالبورصات وصدر بالفعل القانون رقم 131لسنة 1981 بهذه التعديلات الذي استمر العمل به حتى صدور القانون 95 لسنة 1992 الخاص بسوق رأس المال المصري.

ففي عام 1992 صدر قانون سوق رأس المال المصري رقم 90 لسنة 1992 ثم صدرت لائحته التنفيذية رقم 135 لسنة 1993، وفي قانون التجارة رقم 17 لسنة 1999 نظم المشرع في مواده من 44-46 بعض أحكام البورصة، وفي عام 2000 صدر القانون 93 بشأن الإيداع المركزي للأوراق المالية وقد تعاقبت التعديلات على تلك التشريعات من أجل الرقي بالبورصة المصرية إلى أعلى المستويات.

ويجرى حاليا الإعداد لوضع قانون جديد لتنظيم سوق رأس المال بما يتماشى مع المتغيرات الدولية أو الظروف المحلية الداخلية[1].

ثانيا: مراحل تطور بورصة مصر

يمكن تقسيم المراحل التي مر بها السوق المالي بمصر إلى ما يلي:

1. **المرحلة الأولى(من نشأة البورصة إلى ما قبل التأميم 1961):**

تميزت بداية نشاط البورصة المصرية في نهاية القرن التاسع عشر بقلة عدد المستثمرين، والتركيز على الأنشطة الزراعية وغياب الرقابة على الشركات وعدم تنظيم شروط قيدها في البورصة كما إتسمت تلك الفترة بالإفتقار[2] إلى قواعد تنظيم التعامل في الأسهم.

وفي عام 1900 بلغ عدد الشركات المساهمة التي تم التعامل على أسهمها 79 شركة رأسمالها 29 مليون جنيه وعن زيادة النشاط الإقتصادي في عام 1903 فقد إتفق الوسطاء فيما بينهم على تنظيم أعمالهم من خلال

[1] حسين محمد مصلح محمد، عوني سالم النقراشي، **التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية وعلاقته بآليات السوق دراسة مقارنة طبقا لأحكام القانون الفرنسي–المصري–الكويتي**، جامعة بنها، ط1، 2016، ص 51.

[2] يسرى جرجس بسطا، **دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ، تخصص فلسفة في الاقتصاد، جامعة القاهرة، دفعة 1997، ص64.

نقابة أنشئت بالإتفاق مع البنك الأهلي المصري، وفي عام 1907 وصل عدد الشركات المساهمة 328 شركة برأسمال 91 مليون جنيه وزادت العمليات في البورصة وبلغ عدد الوسطاء في ذلك الحين 73 وسيط.

وعنيت الحكومة المصرية بتنظيم البورصة تنظيما شاملا، حتى صدر الأمر العالي لسنة 1909، حيث تم تنظيم عمل البورصة وتقنين شروط التعامل على الأوراق المالية فيها، والذي نص على العمل بها إعتبارا من أول سبتمبر 1910 ولكن تم إغلاق البورصة في عام 1914 بسبب الحرب العالمية الأولى ثم بدأت تستعيد نشاطها في عام 1917 وكانت البورصة في هذه المرحلة تتميز بوجود عنصر المضاربة التي كان يوجهها ويشعل نارها العناصر الأجنبية التي كانت تسيطر على البورصة قبل صدور القوانين الإشتراكية وتمصير جهاز البورصة.

و في 31 ديسمبر 1933 صدرت لائحة جديدة للبورصات بموجب مرسوم ملكي ثم عدلت بمرسوم آخر في 24 أفريل 1940 ثم صدر القانون رقم 326 لسنة 1953 في شأن التعامل في الأوراق المالية والذي قصر التعامل في الأوراق المالية على الوسطاء المقيدين بالبورصات حيث بلغ عدد مكاتب الوسطاء 21 مكتب يمثلون الأعضاء العاملين بالقاهرة بالإضافة إلى 14 بنك يمثلون الأعضاء المنضمين وبلغ سنة 1953 عدد الشركات المقيدة 211 شركة بلغ حجم التعامل على أوراقها 110.7 مليون جنيه[1].

2. مرحلة ما بعد صدور القوانين الإشتراكية:

كان ينظر للبورصة المصرية أن تتسع وتنموا وتنطلق في آدائها بدورها التنموي، لولا أن الأحداث اللاحقة والتي تمثلت في الأخذ بالنظام الإشتراكي والذي حد من هذا الدور و أرجع السوق إلى الوراء، فقد صدرت قوانين التأميم عام 1961 وما بعدها وبمقتضاها تمت سيطرت القطاع العام على وسائل الإنتاج على أن تعطي لأصحابها سندات على الدولة لمدة 15 سنة و بفائدة 4 % مما أدى إلى مزيد من فقدان الحوافز الإستثمارية وإنخفاض عدد الشركات المساهمة وإنخفاض رؤوس أموالها الموزعة وقد كان من نتائج هذا كله تراجع حركة التعامل في بورصة القاهرة والإسكندرية وبشكل كبير[2].

[1] سعيدي فاطمة الزهراء، **الأسواق المالية العربية في ظل العولمة المالية**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر03، 2013، ص ص 70-71.

[2] محمد حلمي عبد التواب، ، **البورصة المصرية والبورصات العالمية**، مؤسسة الطوبجي، مصر، د ط، 2004. ص11.

3. مرحلة سياسة الإنفتاح:

عقب حرب أكتوبر سنة 1973 مباشرة إتجه تفكير القيادة السياسية إلى الخروج بالإقتصاد المصري من دائرة الإنغلاق للإنفتاح الإقتصادي على العالم الخارجي، مما مكن من الإستفادة من رؤوس الأموال العربية والأجنبية في تمويل خطط التنمية، والتغلب على كثير من المشاكل التي كان الإقتصاد المصري يعاني منها آنذاك ولجذب هذه الأموال كان لابد من توفير مناخ إستثماري مطمئن لرأس المال.

وبعد تطبيق سياسة الإنفتاح الإقتصادي ظهرت نظرة جديدة إلى سوق المال، والتي بدأت بصدور القانون رقم 43 لسنة 1974 والخاص بنظام إستثمار رأس المال العربي والأجنبي والمناطق الحرة. من أهم ما تضمنه السماح بتداول أسهم الشركات والمزروعات الخاضعة لقانون الإستثمار في البورصات العربية بالعملة الأجنبية وكذلك السماح بقيام البنوك بعمليات الوساطة في شراء السندات والأسهم العالمية ليتم تداولها في سوق الأوراق المالية، مما وضع الأساس لقيام سوق مالية في مصر ذات صلة بالأسواق المالية العالمية، حيث بلغ عدد الأسهم المقيدة في السوق نهاية 1975 نحو 286796 سهم وقرضين إثنين بخلاف سندات التأمين وسندات التعويض وسندات الجهاد قيمتها الأساسية 45 مليون جنيه، كما صدر القانون 111 لسنة 1975 الذي ألغى المؤسسات العامة وألزم الشركات العامة التي يسهم فيها الأفراد بدعوتهم إلى حضور الجمعيات العمومية لمناقشة تقارير مجلس الإدارة، وأصبح من حق المساهمين أن يحصلوا على الأرباح من شركاتهم عكس ما كان عليه الحال من قبل.

وفي عام 1979 تم صدور القرار الجمهوري رقم 520 لسنة 1979 والخاص بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال من أجل تنظيم وتنمية الأموال ومراقبة قيامها بوظائفها، وتوجيه رؤوس الأموال للمساهمة في عملية التنمية الإقتصادية وتقوم هذه الهيئة بالمراقبة على إنشاء الشركات وتتبعها خلال قيامها بالعملية الإنتاجية هذا مع الرقابة على تداول الأوراق المالية للشركات المساهمة عن طريق الإشراف على بورصتي القاهرة والإسكندرية.

وفي ماي 1987 وقعت مصر إتفاقية مع صندوق النقد الدولي لعلاج الإختلالات الهيكلية التي يعاني منها الإقتصاد المصري من خلال الإتجاه نحو تطوير سوق رأس المال وعملية الخوصصة[1].

[1] محمود نحمده على إبراهيم، **التكامل الإقتصادي بين الأسواق المالية في الدول العربية و أثره في تدعيم التعاون الإقتصادي العربي مع إشارة خاصة لسوق المال في مصر**، رسالة ماجستير، تخصص إقتصاد، جامعة القاهرة، دفعة 2001 ، ص ص78-76.

وجاء القانون رقم 95 لسنة 1992 الخاص بسوق رأس المال، والذي هدف إلى تنظيم السوق من خلال تناوله المؤسسات العامة في مجال الأوراق المالية في البورصة مع السماح بإنشاء صناديق للإستثمار في الأوراق المالية وإعطاء الهيئة العامة الحق في تطبيق القانون.

كما يعد عام 1993 نقطة تحول كبيرة في نشاط سوق المال المصرية، بمعنى أنه تم البدء بالتنظيم الفعلي لهذه السوق من خلال برنامج الإصلاح الإقتصادي، منذ صدور اللائحة التنفيذية لقانون المال رقم 95 لسنة 1992 خلال شهر أفريل 1993، وما يلي ذلك من عدة تنظيمات سواء فيما يتعلق بتحديث أسلوب العمل بالسوق عن طريق إدخال النظام الآلي، ليتم العمل إلكترونيا من خلال الحاسوب وليس يدويا كما كان في السابق، بما يضمن السرعة والدقة في تنفيذ وتسجيل العمليات والبيانات.

وكذا تطوير نشاط مهنة الوساطة المالية من خلال إلزام القانون للقائمين بهذا النشاط من خلال تكوين شركات تأخذ شكل شركات المساهمة لا يقل رأسمال الشركة عن 26 ألف جنيه، بما فتح الباب لقيام العديد من الشركات للعمل في هذا المجال وبالتالي الدخول إلى السوق.

وأخيرا تم الربط الفعلي بين بورصتي القاهرة والإسكندرية إعتبارا من 1993/11/26، بحيث تم العمل بالبورصتين معا من خلال برنامج إلكتروني واحد بإستخدام الحاسبات الآلية، وهذا يعني توحيد سعر الإقفال لكافة الأوراق المالية المقيدة في البورصتين معا، وفي عام 1996 تم إلغاء الضريبة على الأرباح الرأسمالية على الأسهم[1].

[1] سعيدي فاطمة الزهراء، مرجع سابق، ص79.

المطلب الثاني: تنظيم الأسواق المالية في مصر

تُعد بورصة الأوراق المالية المصرية أقدم البورصات العربية نشأة ومن أكثرهم سرعة في النماء والتطور، تمتلك هيكلا تنظيميا يضم أقساما إدارية عديدة تسعى إلى تحقيق الأهداف والرؤى الإستراتيجية لها.

أولا: الهيكل التنظيمي

تقسم البورصة المصرية من الناحية التنظيمية إلى سوقين رئيسين، فالأولى وتسمى بسوق داخل المقصورة أي السوق المنظمة، والثانية هي السوق خارج المقصورة أي السوق الموازية، فالأسواق المنظمة هي تلك الأسواق التي تحتوي على الشركات المقيدة في البورصة والتي تخضع لشروط التسجيل والإفصاح، في حين أن السوق الموازية هي تلك السوق التي تتداول أسهمها خارج السوق المنظمة ولا تخضع لشروط التسجيل أو الإفصاح.

ويتم تنظيم الأسواق المالية في مصر بتظافر مجموعة من الهيئات الفاعلة التي يمكن إدراجها فيما يلي:

1. الهيئة العامة للرقابة المالية:

أنشئت هذه الهيئة في سنة 2009 بموجب القانون رقم 10، لتحل محل الهيئة العامة لسوق المال كجهة رقابية على السوق في حد ذاته، مع تمتَعها بمختلف الصلاحيات التي تمكّنها من حماية المستثمرين من جهة ومن تنظيم وتنمية الأسواق المالية في مصر من جهة أخرى[1].

2. شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيد المركزي:

تأسست هذه الشركة في سنة 1992 تحت تسمية شركة مصر للمقاصة وتسوية المعاملات المالية، برأسمال يبلغ 30 مليون جنيه مصري موزَع على 30ألف سهم بقيمة اسمية 100 جنيه مصري للسهم الواحد وبدأت نشاطها الفعلي في سنة 1996 أين تم قيد أول جهة مصدرة للأوراق المالية ألا وهو بنك مصر الدولي.

وأوكلت لهذه الشركة مسؤولية إتمام عمليات نقل الملكية الخاصة بعمليات الشراء والبيع التي تتم في البورصة، حفظ الأوراق المالية لتسريع تنفيذها وإجراء التسويات اللازمة عليها، بالإضافة إلى القيام بعمليات المقاصة بين شركات السمسرة لتسوية ناتج عمليات الشراء والبيع على الأوراق المالية.

[1] الهيئة العامة للرقابة المالية، تقرير حول ملامح تطوير سوق المال المصري خلال خمسة عشر عاما 1996-2010، مصر، 2010، متاح على الموقع: http://www.efsa.gov.eg/jtags/efsa_ar/index.jsp

كما تم إصدار قانون الإيداع والقيد المركزي رقم 93 في سنة 2000، الذي ينظم أنشطة الشركة ويحدد شكلها القانوني[1].

وفي سنة 2005 تم تعديل تسمية الشركة إلى شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيد المركزي، وأصبحت مملوكة لأعضائها والمستفيدين من خدماتها، كما تم إعادة توزيع رأسمال الشركة بشكل تصبح فيه ملكية العضو لا تتجاوز 5% من أسهم رأس المال كالتالي[2]:

- بورصة الأوراق المالية بنسبة 5%
- البنوك بنسبة% 50، على اعتبار وجود عشرة (10) بنوك أعضاء في الشركة، الذين حصلوا على ترخيص للمزاولة النشاط من قبل الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية في مصر.
- شركات الوساطة في الأوراق المالية بنسبة% 45، والتي تقدَر بتسعة (9) وسطاء الذين حصلوا على ترخيص من قبل الهيئة العامة للسوق.

كما عرف رأسمال الشركة ارتفاعات متزايدة إلى أن وصل إلى 250 مليون جنيه في سنة 2008 ومن بين الأهداف التي تصبو إليها الشركة ما يلي:

- ✓ تقليل المخاطر الناجمة عن تنفيذ عمليات المقاصة والتسوية فيما بين الوسطاء البائعين والمشترين؛
- ✓ سرعة دوران الأوراق المالية من خلال تنفيذ عملية نقل الملكية في التوقيت المحدد لها؛
- ✓ تطبيق نظام التسليم مقابل الدفع؛
- ✓ تجنب مخاطر السرقة والضياع الناتجة عن التعامل في الأوراق المالية المادية؛
- ✓ إنشاء قاعدة بيانات موحدة للأوراق المالية المقيَدة بنظام الإيداع المركزي؛

3. سماسرة الأوراق المالية:

السماسرة عبارة عن أشخاص لديهم خبرة ودراية في الشؤون المالية وتتمثل مهمتهم في بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة في البورصة المصرية لحساب عملائهم في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة معينة، ولا يجوز لهم عقد صفقات لحسابهم أو لحساب أحد من أقاربهم، حتى لا يقومون باستغلال عملاءهم عن طريق البيع لهم أو الشراء منهم لصالحه أو لصالح أي من أقاربه.

[1] الأغا تغريد، مرجع سابق، ص65.

[2] www.egx.com.eg/, Consulter le02/10/2017

4. نظام التداول:

يتم التداول في البورصة المصرية وفق النظام الالكتروني ابتداء من سنوات التسعينات، حيث شهد تحسينات متعددة حتى يواكب التطور السريع الذي تشهده البورصة، وهذا ما أدى إلى تسهيل عملية تداول الأوراق المالية من جهة، وجذب الاستثمارات الأجنبية من جهة أخرى[1]:

5. لجان البورصة المصرية:

يتوفر السوق المالي في مصر على مجموعة من اللجان يتم تعيينها بقرار من مجلس إدارة البورصة وبرئاسة رئيس البورصة، وتتمثل هذه اللجان فيما يلي[2]:

- **لجنة القيد:** تقوم هذه اللجنة بالتأكد من استيفاء الأوراق المالية المصدرة للشروط المالية والقانونية المنصوص عنها، بالإضافة إلى تعزيز عملية الإفصاح عن المعلومات؛
- **لجنة التداول:** تهتم هذه اللجنة بدراسة العمليات الخاصة التي تم استثنائها من قواعد التداول، والتي لا يمكن تنفيذها مباشرة في السوق بل تخضع لشروط ومعايير محددة، حيث تقوم اللجنة بالتأكد من جدَية تلك العمليات وأنها لا تهدف إلى التلاعب والإضرار بمصالح المتعاملين؛
- **لجنة العضوية بالبورصة:** تختص هذه اللجنة بفحص طلبات العضوية في البورصة والتحقق من استيفائها للشروط والمعايير المنصوص عليها، بالإضافة إلى استقبال ودراسة شكاوى الأعضاء واتخاذ قرارات بشأنها؛
- **لجنة مؤشرات البورصة:** تتولى هذه اللجنة الإشراف على إدارة المؤشرات البورصية والتعديلات الخاصة بها، فضلا عن إضفاء المزيد من الشفافية عليها، وضمان توافق قواعد المؤشر مع المعايير العالمية؛

ثانيا: الأوراق المالية في البورصة المصرية

يجب أولا أن تتقدم الشركة أو المنشأة بطلب قيد أوراقها المالية في جميع البورصات (الكائنة في الدولة) وذلك خلال سنة من تاريخ إصدارها ويتم عرض الطلب على لجنة للفحص والدراسة، ثم قبولها. وتتمثل مراحل إصدار وتداول الأوراق المالية على الشكل التالي[3]:

[1] www.egx.com.eg/, Consulter le 01/05/2017

[2] الأغا تغريد، مرجع سابق، ص ص 65-66.

[3] صلاح الدين شريط، **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية" مع إمكانية تطبيقها في الجزائر**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع: نقود ومالية، جامعة الجزائر 03، 2012/2011، ص ص 244-245.

1. كيفية إصدار الأوراق المالية في البورصة المصرية:

أ. يتم إصدار الأوراق المالية في حالتين:

✓ في حالة تأسيس شركة جديدة.

✓ في حالة قيام شركة قائمة لزيادة رأسمالها.

ب. يتم إصدار في السوق الأولى من خلال مؤسسة متخصصة وعادة ما تكون أحد البنوك.

ت. شروط القيام بالاكتتاب:

- **الشرط الأول**: ألا يقل رأس المال المصدر للشركة المساهمة أو التوصية البسيطة عند التأسيس عن مليون جنيه.
- **الشرط الثاني**: ألا يقل ما يكتتب فيه المؤسسون عن نصف رأس المال المصدر.
- **الشرط الثالث**: أن تتم الدعوة للاكتتاب العام بواسطة" نشرة الاكتتاب "التي تكون معتمدة من قبل الهيئة العامة لسوق المال، للتأكد من قدرة المشروع على تحقيق نتائج معينة وأن تكون على النماذج التي تقرها الهيئة، وعلى نشرة الاكتتاب أن تتضمن عدة بيانات تختلف باختلاف العرض من إصدار الورقة المالية:

- عند الاكتتاب العام في حالة التأسيس يجب أن تتضمن البيانات العامة؛
- عند إصدار أسهم عينية يجب أن تتضمن بيانات إضافية؛

2. الشروط المطلوبة لقيد الورقة المالية:

تتوقف الشروط تبعا لنوع الأوراق المالية من حيث كونها سهم أو سند

أ. **الشروط المطلوبة لقيد الأسهم في البورصة المصرية:**

- ألا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن خمسين ألف جنيه.
- أن تكون الأسهم في شكل صكوك من فئة خمسة أسهم أو مضاعفاتها على ألا يجاوز الصك الواحد (ألف سهم).
- أن تقدم الشركة المصدرة للسهم ثلاث ميزانيات مرضية عن ثلاث سنوات متتالية سابقة لطلب قيدها في البورصة، أو أن تكون الأسهم قد طرحت في اكتتاب عام.
- أن يتم الاكتتاب في أسهم الشركة بالكامل.
- في حالة تقسيم قيمة الأسهم، لا يقل المدفوع عن ربع تلك القيمة وفي تلك الحالة تقييد السهم في

جدول الأسعار المؤقتة لحين سداد القيمة بالكامل.

ب. الشروط المطلوبة لقيد أسهم الشركات الأجنبية في البورصة المصرية:

- يجب أن تكون الشركة مقيدة منذ سنتين في جداول بورصات البلاد التي تسري تشريعاتها على الشركة.
- ألا تقل القيمة الاسمية لكل سهم بالعملة الأجنبية عما يعادل جنيه مصري واحد تقريبا.
- أن تكون الأسهم صادرة لحاملها ما لم يكن للشركة في مصر مكتب لنقل الملكية.

ت. الشروط المطلوبة لقيد السندات في البورصة المصرية:

- ✓ بالنسبة لسندات الشركات المصرية يجب أن تكون الشركة قد تم قبولها وقيدت أسهمها بالبورصة فعلا.
- ✓ بالنسبة للسندات الصادرة من الحكومة والهيئات العامة والأوراق المالية التي تضمنها الحكومة فتقبل للقيد بالبورصة بقرار من وزير الاقتصاد.
- ✓ بالنسبة للسندات الخاصة بالشركات الأجنبية فيتطلب توافر نفس الشروط اللازمة لقبول الأسهم الخاصة بالشركات الأجنبية.
- ✓ أن تكون السندات صادرة لحاملها ما لم يكن للشركة في مصر مكتب لنقل الملكية.

المطلب الثالث: تطور أداء مؤشرات السوق المالي المصري خلال الفترة(2005-2016)

نتيجة للتطورات التي شهدها السوق والإجراءات التي تم اتخاذها فقد ظهر ذلك في نشاط السوق كما هو مبين في الجدول رقم(**3-2**) وعلى النحو التالي:

الجدول رقم (3-2): تطورات مؤشرات السوق المالي المصري خلال الفترة 2005-2016

السوق المصري	2005	2006	2007	2008	2009	2010
عدد الشركات المدرجة.	744	603	435	373	306	212
القيمة السوقية (م.د.أ)	79507.56	93496	138828	85923	91092	84109
أحجام التداول(م.د.أ)	27720.38	48954	64772	87958	81173	57920
عدد الأسهم المتداولة(م)	5310.2	9013.2	15752.3	22151	36654	27950
معدل دوران السهم%	42.57	52.6	47.3	100.6	90.0	72.2
عدد أيام التداول	248	244	251	255	254	247
السوق المصري	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
عدد الشركات المدرجة.	214	213	212	215	222	222
القيمة السوقية (م.د.أ)•	48679	61621	61517	69908	54913	34463
أحجام التداول(م.د.أ)	32608	29860	22128	40528	31759	23041
عدد الأسهم المتداولة(م)•	62053	36743	29165	57230	49193	68754
معدل دوران السهم%	53.1	49.2	41.2	58.8	57.7	60.2
عدد أيام التداول	208	247	242	249	251	250

المصدر: النشرة الفصلية لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للسنوات (2005-2016)، مرجع سابق.

من خلال الجدول نلاحظ أن:

سنة 2005: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري 744 شركة في نهاية 2005. أما فيما يتعلق بأحجام السوق، فقد قدرت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2005 لتبلغ 79507.56مليون دولار أمريكي. وبالنسبة لأحجام التداول، فقد قدرت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام

• م.د.أ: مليون دولار أمريكي

• م: مليون سهم

2005 ب 27720.38 مليون دولار أمريكي. كما بلغت عدد الأسهم المتداولة في نهاية عام 2005 نحو5310.2 مليون سهم، في حين بلغ معدل دوران السهم 42.57 %.

سنة 2006: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري 603 شركة في نهاية عام 2006 مقارنة بعام 2005 أين كان عددها 744 شركة حيث نلاحظ هناك انخفاض بنسبة 81.04%. أما فيما يتعلق بأحجام السوق فقد إرتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2006 لتبلغ 93496 مليون دولار أمريكي مقارنة بعام 2005 أين بلغت 79507.56 مليون دولار أمريكي. وبالنسبة لحجم التداول فقد إرتفعت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2006 لتبلغ 48954 مليون دولار أمريكي مقارنة بعام 2005 أين بلغت 27720.38 مليون دولار أمريكي. كما إرتفعت عدد الأسهم المتداولة في نهاية 2006 لتبلغ 9013.2 مليون سهم مقارنة بنحو 5310.2 مليون سهم خلال العام الماضي.

سنة 2007: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري 435 شركة في نهاية عام 2007 مقارنة بعام 2006 أين كان عددها 603 شركة. أما فيما يتعلق بأحجام السوق فقد إرتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2007 لتبلغ 138828 مليون دولار أمريكي مقارنة بعام 2006 أين بلغت 93496 مليون دولار أمريكي، نلاحظ من خلال البيانات الواردة في الجدول تطورا ملحوظا في مؤشر القيمة السوقية خلال الفترة 2005-2007، ويمكن إرجاع هذا التطور إلى إدخال الإصلاحات الاقتصادية واستجابة السوق لبرنامج الخوصصة الحكومية ومن ثم زيادة اهتمام المؤسسات الأجنبية بالسوق المصري، والأداء الأفضل للشركات والذي انعكس في زيادة الأرباح، الأمر الذي أدى بدوره إلى إرتفاع أسعار أسهم الشركات ومن ثم إرتفاع كبير في القيمة السوقية. وبالنسبة لحجم التداول فقد إرتفعت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2007 مقارنة بالعام الماضي لتبلغ 64772 مليون دولار أمريكي مقارنة ب 48954 مليون دولار أمريكي عام 2006. كما إرتفعت عدد الأسهم المتداولة في نهاية 2007 لتبلغ 15752.3 مليون سهم مقارنة بنحو 9013.2 مليون سهم خلال العام الماضي.

سنة 2008: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري 373 شركة في نهاية عام 2008. أما فيما يتعلق بأحجام السوق فقد إنخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2008 لتبلغ 85923 مليون دولار أمريكي مقارنة بعام 2007 أين بلغت 138828 مليون دولار أمريكي، وسبب هذا التراجع في مؤشر القيمة السوقية الأزمة المالية العالمية مما أدى إلى عزوف المتعاملين عن شراء الأوراق المالية داخل البورصة. بالنسبة لحجم التداول فقد عرفت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2008 إنتعاش قليل جدا مقارنة بعام 2007.

كما إرتفعت عدد الأسهم المتداولة في نهاية 2008 بشكل طفيف لتبلغ 22151 مليون سهم مقارنة بعام 2007.

سنة 2009: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري 306 شركة في نهاية عام 2009. أما فيما يتعلق بأحجام السوق فقد إرتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2009 بشكل طفيف لتبلغ 91092 مليون دولار أمريكي، وبالنسبة لحجم التداول فقد إنخفضت قيمة الأسهم المتداولة مقارنة بعام 2008 لتبلغ 81173 مليون دولار أمريكي. كما إرتفعت عدد الأسهم المتداولة في نهاية 2009 لتبلغ 81173 مليون سهم مقارنة ب 87958 مليون سهم عام 2009.

سنة 2010: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري 212 شركة في نهاية عام 2010. أما فيما يتعلق بأحجام السوق فقد إنخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2010 لتبلغ 84109 مليون دولار أمريكي مقارنة بعام 2009 أين بلغت 91092 مليون دولار أمريكي، وسبب هذا التراجع في مؤشر القيمة السوقية الأزمة المالية العالمية ومن ثم ثورة الربيع العربي سنة 2010 مما أدى إلى عزوف المتعاملين عن شراء الأوراق المالية داخل البورصة. وبالنسبة لحجم التداول فقد إنخفضت قيمة الأسهم المتداولة مقارنة بعام 2009 لتبلغ نحو 57920 مليون دولار أمريكي. كما نلاحظ إنخفاض عدد الأسهم المتداولة لتبلغ 27950 مليون سهم مقارنة ب 36654 مليون سهم خلال عام 2009. في حين بلغ معدل دوران السهم 72.2%.

سنة 2011: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري214 شركة في نهاية عام 2011. فيما يتعلق بأحجام السوق فقد إنخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2011 لتبلغ 48679 مليون دولار أمريكي مقارنة بعام 2010 أين بلغت 57920 مليون دولار أمريكي، ويمكن إرجاع ذلك إلى الأزمة الداخلية التي شهدتها مصر والتي عرفت بأزمة 25 يناير 2011 التي أطاحت بالنظام القديم وهذا ما كان له بالغ الأثر على الأداء العام للبورصة، لكن بعد هذه السنة شهدت الرسملة إرتفاعا متتاليا، وبالنسبة لحجم التداول فقد إنخفضت قيمة الأسهم المتداولة إنخفاض طفيف جدا مقارنة بعام 2010 لتبلغ نحو 32608مليون دولار أمريكي. كما إرتفعت عدد الأسهم المتداولة في نهاية 2011 لتبلغ 62053 مليون سهم مقارنة ب 27950 مليون سهم خلال عام 2010. في حين إنخفض معدل دوران السهم إلى53.1 % مقارنة بعام 2010.

سنة 2012: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري 213 شركة في نهاية عام 2012. فيما يتعلق بأحجام السوق فقد إرتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2012 لتبلغ61621 مليون

دولار أمريكي مقارنة بعام 2011 أين بلغت48679 مليون دولار أمريكي، وبالنسبة لحجم التداول فقد إنخفضت قيمة الأسهم المتداولة إنخفاض طفيف جدا مقارنة بعام 2011 لتبلغ نحو29860 مليون دولار أمريكي. كما إنخفضت عدد الأسهم المتداولة في نهاية 2012 لتبلغ 36743 مليون سهم مقارنة ب 62053 مليون سهم خلال عام 2011.

سنة 2013: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري 212 شركة في نهاية عام 2013. فيما يتعلق بأحجام السوق فقد إنخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2012 لتبلغ 61517 مليون دولار أمريكي. وبالنسبة لحجم التداول فقد إنخفضت قيمة الأسهم المتداولة إنخفاض طفيف جدا مقارنة بعام 2012 لتبلغ 22128 مليون دولار أمريكي. كما إنخفضت عدد الأسهم المتداولة في نهاية 2013 لتبلغ 29165 مليون سهم مقارنة ب 36743 مليون سهم خلال عام 2012.

سنة 2014: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري 215 شركة في نهاية عام 2014. فيما يتعلق بأحجام السوق فقد إرتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2014 لتبلغ 69908 مليون دولار أمريكي. وبالنسبة لحجم التداول فقد إرتفعت قيمة الأسهم المتداولة لتبلغ 57230 مليون سهم مقارنة بالعام الماضي.

سنة 2015: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري222 شركة في نهاية عام 2015. فيما يتعلق بأحجام السوق فقد إنخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2015 لتبلغ 54913 مليون دولار أمريكي مقارنة بعام 2014 أين بلغت 69908 مليون دولار أمريكي. وبالنسبة لحجم التداول فقد إنخفضت قيمة الأسهم المتداولة إلى 31759 مليون دولار أمريكي. كما إنخفضت عدد الأسهم المتداولة في نهاية عام 2015 لتبلغ 49193 مليون سهم مقارنة ب 57230 مليون سهم خلال عام 2014.

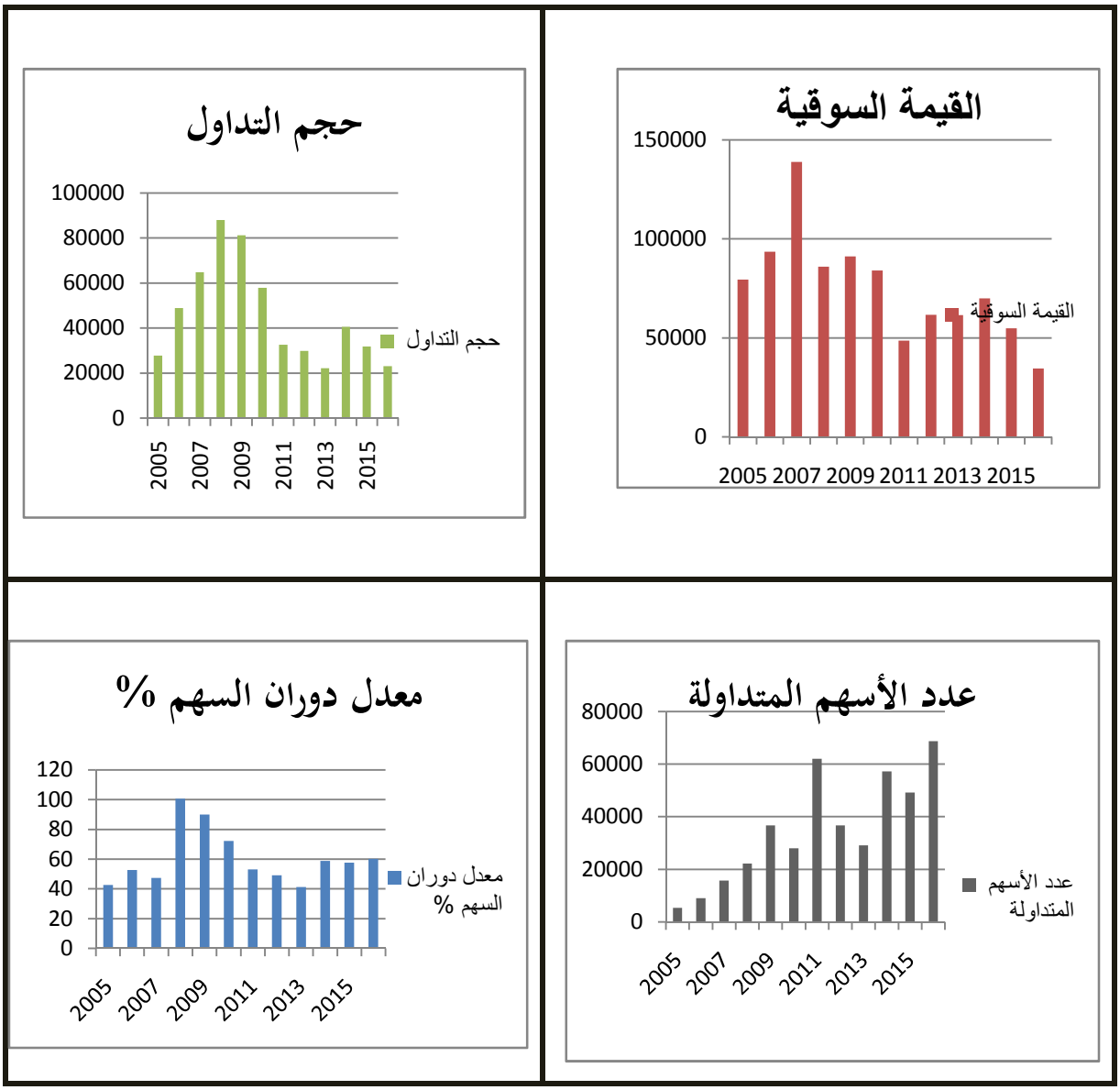
سنة 2016: بقيت عدد الشركات المدرجة في السوق المصري نفسها المسجلة في العام الماضي. فيما يتعلق بأحجام السوق فقد إنخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2016 لتبلغ 34463 مليون دولار أمريكي. وبالنسبة لحجم التداول فقد إنخفضت قيمة الأسهم المتداولة مقارنة بعام 2015 لتبلغ 23041 مليون دولار أمريكي. كما إرتفعت عدد الأسهم المتداولة في نهاية عام 2016 لتبلغ 68754 مليون سهم.

وعلى العموم يظهر من خلال الجدول رقم **(3-2)** انخفاض عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري خلال فترة الدراسة ليبلغ 222شركة سنة 2016 بعد أن كان عدد الشركات 744 شركة سنة 2005. إذ يعود السبب في هذا الانخفاض إلى خروج العديد من الشركات نتيجة لتأثيرات الأزمة المالية العالمية وللأسباب السياسية التي شهدتها السوق المصرية، في حين بدأ مؤشر القيمة السوقية يتراجع بسبب الأزمة المالية العالمية ومن ثم ثورة الربيع العربي سنة 2010.

يعد مؤشر معدل دوران السهم من المؤشرات المهمة والمعتمدة في أغلب الدراسات المالية، يشير إلى سيولة السوق المالية، مستوى تكاليف إتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق، بوصفه يمثل قيمة الأسهم المتداولة (حجم التداول) إلى القيمة السوقية، فإذا ما ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بمعدلات أكبر من ارتفاع القيمة السوقية تعاظمت قيمة هذا المؤشر وليشير بدوره إلى ارتفاع درجة السيولة للسوق المالية، والملاحظ أن معدل دوران الأسهم شهد ارتفاعا وتذبذبا في القيمة.

ويمكن توضيح تطورات مؤشرات السوق المالي السعودي في الشكل التالي:

الشكل رقم (3-3): تطورات مؤشرات سوق مصر



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم(3-2)

المبـــحث الثالـــث: الســـوق المـــالي الجـــزائري

تعتبر السوق المالية الجزائرية حديثة النشأة مقارنة بنظيراتها العالمية، فإن أغلب النصوص التشريعية التي أصدرت في هذا الإطار عملت على تنظيمها ووضع إطارها القانوني، ومن خلال هذا المبحث نهدف إلى التعرف على ظروف ومراحل نشأتها والهيئات العاملة فيها. بالإضافة إلى أداء وتطور مؤشرات كفاءتها وأهم معوقاتها.

المطلب الأول: لمحة عن بورصة الأوراق المالية الجزائرية

تم تأسيس بورصة الجزائر في09 ديسمبر 1990 برأسمال إجمالي قدره 32000.00 دج تحت اسم " **شركة القيم المنقولة SVM**" و هذا إستنادا للمادة 01 من القانون رقم 03/88 الصادر بتاريخ 02 جانفي 1988 و سميت شركة القيم المنقولة تحاشيا لكلمة بورصة التي لها دلالة إيديولوجية من حيث رأس المال هذا من جهة ومن جهة أخرى إنعدام النص القانوني في ذلك الوقت والذي ينظم عمليات البورصة لأن التشريع التجاري الساري المفعول لم يتطرق إلى هذه النشاطات.

أولا: نشأة بورصة الأوراق المالية في الجزائر

بدأت فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر بإعلان الإصلاحات الإقتصادية سنة 1988 بصدور عدة قوانين إقتصادية عن إستقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، إذ يدخل إنشاؤها ضمن إصلاح نظام التمويل بصفة عامة، لاسيما القانون 06/88 الصادر في 12 جانفي 1988، الذي اعتبر إصلاح نظام التمويل من الإصلاحات الإقتصادية الشاملة، وقد إكتسبت بورصة الجزائر الصفة الرسمية والعملية بعد أن مرَّ تأسيسها بالمراحل التالية:

1. إنشاء شركة" القيم المنقولة SVM" (1990-1992):

اتخذت الحكومة في هذه المرحلة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها مع إنشاء صناديق المساهمة، وبهدف التحضير المادي لأدنى شروط تشغيل سوق تهتم بالأنشطة البورصية في انتظار توفر الشروط الإقتصادية والقانونية، تم إنشاء مؤسسة سمِّيت" شركة القيم المنقولة "مهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول المتقدمة، وقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية، وقدر رأسمالها بمبلغ

3200.00 دينار ويتولى مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء(كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة الثمانية) إدارة هذه الشركة[1].

2. رفع رأس مال الشركة وتغيير أسمها إلى" بورصة الأوراق المالية BVM" (1992–1993):

مرت شركة القيم المنقولة بوضعية حرجة ناجمة عن ضعف رأسمالها الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، ورغبة في رفع بعض هذه العقبات تم في شهر فيفري 1992 اتخاذ القرار برفع رأس مالها ليصل إلى مبلغ 9.320.00 دج، وكذا تعديل قوانينها الأساسية وعلى الخصوص البنود المتعلقة بتسميتها وموضوعها من أجل التحديد الدقيق والواضح بصفتها بورصة للقيم المتداولة، وقد أخذت هذه الشركة رسميا تسمية بورصة الأوراق المالية[2].

وتم تحضير هذه البورصة لأن تكون جاهزة للتشغيل على المستوى المادي أواخر سنة 1992، يضاف إلى ذلك أنه تم صدور ثلاثة مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1988تختص بتبادلات القيم المتداولة، أنواع وأشكال القيم المتداولة، وكذا شروط إصدارها وأيضا لجنة البورصة، وبالرغم من كل ما سبق فإن هذه البورصة لم تشتغل حيث اعترضت انطلاقتها العديد من الصعوبات منها[3]:

- المحيط الإقتصادي غير المشجع والمتميز بمعدل التضخم وأسعار فائدة مرتفعة.
- الإطار القانوني الضيق والمتميز بتردد السلطات العمومية بشأن خصخصة المؤسسات العمومية الاقتصادية.
- 01 ينص القانون 88-01 في مادته 22 على أن بيع أسهم المؤسسات العمومية الإقتصادية لا يمكن أن يكون إلا بين هذه المؤسسات نفسها.
- الوضعية المالية السيئة لمعظم المؤسسات العمومية الإقتصادية، التي تمنعها من الدخول في البورصة.

---

[1] أحمد مداني، **متطلبات تحويل سوق الأوراق المالية الجزائرية إلى سوق مالية إسلامية**، المؤتمر الدولي الأول حول الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، يومي 17-18 نوفمبر 2015، ص ص 03-04.

[2] شمعون شمعون،" **البورصة –بورصة الجزائر**"، الطبعة الثانية، دار هومة ، الجزائر، 1888 ، ص80.

[3] براق محمد، " **بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني** " الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة 22-23 أفريل 2003، ص 05.

- غياب هيئات ومؤسسات التي من اللازم أن تكون أطرافاً في البورصة، ساهم بشكل كبير في تأخير تشغيل البورصة.
- غياب الثقافة البورصية.

3. وضع الإطار القانوني والتشريعي والتنظيمي للبورصة(1993-1996):

تم خلال هذه المرحلة بروز الوضع القانوني التشريعي والتنظيمي للبورصة، ففي غضون سنة 1993 تم إصدار مرسومين تشريعيين هما[1]:

- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المتمم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة.
- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة.

وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر، إذ نص المرسوم التشريعي رقم 93-10 على إنشاء هيأة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة.

4. إكتمال أسس وتنظيم بورصة الجزائر وإفتتاحها(1996-1998):

شهدت هذه المرحلة الظهور الفعلي لمؤسسة البورصة ممثلة في شركة إدارة بورصة القيم ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وكذا وسطاء عمليات البورصة، وتم الافتتاح الرسمي لها في 17 ديسمبر 1997.

5. إنطلاق عملية القيد والإدراج والتداول (1998 وما بعدها):

شكّلت هذه المرحلة البداية الفعلية في قبول المؤسسات الإقتصادية وإدراجها في البورصة، وكذا الشروع في عملية تداول القيم المنقولة على مستوى بورصة الجزائر، حيث تم دخول أربع مؤسسات وطنية للأسهم والسندات ويتعلق الأمر برياض سطيف، مجمع صيدال، المركب السياحي الأوراسي، إضافة إلى سونطراك وحاليا (2017) توجد04 شركات مدرجة ببورصة الجزائر:

[1] رشيد بوكساني، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر03، 2006، ص 228.

–شركات مصدرة للأسهم :مجمع صيدال ، المركب السياحي الأوراسي، أليانس للتأمينات، أن.سي.أ. الرويبة التي حصلت على تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتاريخ 2013/02/06، وكان أول تداول لأسهمها في 2013/06/03[1].

ثانيا: تعريف بورصة الجزائر

بالقانون رقم 04-03 الصادر بتاريخ 17 فيفري 2000. تعرفها المادة 01منه" تعد بورصة القيم المنقولة إطار لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرين من القانون العام والشركات ذات الأسهم"[2].

ثالثا: الهيئات المسيرة لبورصة الجزائر:

تُسير بورصة الجزائر من خلال كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة والمؤتمن المركزي على الأوراق المالية:

1. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB♦)

تم تشكيل هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة وتم تثبيتها رسميا في فيفري 1996، كما تم إجراء عدد من التعديلات عليها من خلال القانون رقم 03-04 من خلال المواد 06، 13، 12، 14. تتمتع هذه اللجنة بالإستقلالية المالية والإدارية وتتمثل مهمتها في تسيير ومراقبة القيم المنقولة وهذا بالسهر على حماية المستثمرين، وضمان حسن سير العمل وشفافية السوق.[3] وتتكون من رئيس وستة(06)أعضاء حيث يعين رئيس اللجنة بمرسوم رئاسي، في حين يتم تعيين أعضاءها بقرار من وزير المالية لمدة (04)سنوات وتتولى اللجنة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها من خلال ما يلي[4]:

---

[1] زهير غراية، مرجع سابق، ص 199.

[2] رياض ب" :**ندوة حول :المخاطر المحدقة ببورصة الجزائر**"؛29-30 سبتمبر2004،متاح على الموقع: www.algeria-inteface.com

♦ **COSOB**: La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse.

[3] رشيد بوكساني، نسيمة أوكيل، **مقومات تطوير بورصة الجزائر**،حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية،مجلة محكمة تصدر عن جامعة 8 ماي 1945 قالمة، العدد رقم 05، ديسمبر، 2010، ص03.

[4] لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي، 2009، ص ص 9-10 على الموقع: www.cosob.com

أ. حماية المستثمرين في القيم المنقولة:

تسهر اللجنة على حماية المستثمرين بتسليم تأشيرة على المذكرة الإعلامية التي تعدها كل مؤسسة تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار بمناسبة إصدار قيم منقولة أو إدخال سندات في البورصة أو بمناسبة إجراء عمليات عروض عمومية. ولا تشمل تأشيرة اللجنة تقييما لنوعية العملية التي يقررها المصدر، بل تعني أن المعلومة التي تتضمنها المذكرة الإعلامية صحيحة وكاملة وكافية لتمكين المستثمر من اتخاذ قراره بالاكتتاب في هذه القيم أو باقتنائها عن سابق علم ودراية.

ب. حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها:

تهدف مراقبة السوق أساسا إلى ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وأمنها. وتنصب على مراقبة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، وماسكي الحسابات–حافظي السندات، وشركة تسيير بورصة القيم، والمؤتمن المركزي على السندات، وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة. وتسمح هذه المراقبة للمكلف بالضبط بالتأكد مما يأتي:

- احترام الوسطاء في عمليات البورصة للقواعد الرامية إلى حماية السوق من كل سلوك تدليسي أو غير منصف؛
- سير السوق حسب القواعد التي تضمن الشفافية وحماية المستثمر؛
- القيام بتسيير السندات وفق الأحكام التشريعية والتنظيمية التي تحكمها؛

2. شركة تسيير بورصة القيم (SGBV♦)

هي عبارة عن شركة أسهم مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة تتكفل بضمان سير المعاملات على القيم المنقولة المتداولة في البورصة، وتسهر في إطار احترام قواعد تنظيم السوق وسيره على شرعية العمليات المنجزة من قبل الوسطاء في عمليات البورصة أو من طرف الأشخاص الذين يتصرفون لحساب هذه الشركات.

ومهام شركة تسيير بورصة القيم محددة بالمادتين 15 و18 من المرسوم التشريعي رقم 93–10 الصادر في 23 ماي 1993، حيث يحدد الوسائل والقدرة على أخذ القرارات المعطاة لهذه الشركة بغرض السماح لها بالقيام بمهامها على أحسن وجه. ويمكن إجمال ضمان سير الصفقات على القيم المالية المقبولة في البورصة.

- تنظيم الصفقات وحصص البورصة؛
- تسيير نظام المفاوضة والتسعيرة؛

♦ **SGBV**: la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs.

_نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات و إصدار النشرة الرسمية للتسعيرة تحت رقابة اللجنة.

مهام شركة تسيير القيم فيما يلي[1]:

- ✓ ضمان سير الصفقات على القيم المالية المقبولة في البورصة.
- ✓ تنظيم الصفقات وحصص البورصة.
- ✓ تسيير نظام المفاوضة والتسعيرة.
- ✓ نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات و إصدار النشرة الرسمية للتسعيرة تحت رقابة اللجنة.

3. الوسطاء في عمليات البورصة (IOB♦)

إن المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 1993/05/23والمتعلق ببورصة القيم المنقولة و يخصص حق التفاوض في القيم المنقولة لأعوان مختصين و المدعوين بالوسطاء في عمليات البورصة المادة05 من المرسوم التشريعي تنص على أنه لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول فيها قيم منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء ماليين في عمليات البورصة، وهذا يعني أن المشتريات والمبيعات للقيم المنقولة المسعرة تتم بالحضور الإجباري لهؤلاء الوسطاء في عمليات البورصة حسب الشروط التي تحددها اللجنة[2].

4. **المؤتمن المركزي للسندات (DCT♦):** يعتبر المؤتمن المركزي على السندات هيئة جديدة جاء بها قانون 04-03 المتعلق ببورصة القيم المنقولة والصادر في17 فيفري 2003، حيث يعد المؤتمن المركزي على السندات هيئة أسست على شكل شركة ذات أسهم تم ترخيصها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة[3]، تتمثل مهام شركة المؤتمن المركزي للسندات في الآتي[4]:
   - حفظ السندات من خلال فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين؛
   - متابعة حركة السندات من خلال عمليات التسوية من حساب لآخر؛
   - إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها؛

---

[1] ابتسام ساعد" **تقييم كفاءة النظام المالي الجزائري ودوره في تمويل الاقتصاد**"رسالة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود وتمويل،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009، ص147.

♦ **IOB**: Les Intermédiaires en Opérations de Bourse.

[2] لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، تاريخ التحميل: 2016/03/12، متاح على الموقع: **www.cosob.org**

♦ DCT: Le Dépositaire Central des Titres.

[3] جمال الدين سحنون، **شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر**"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر03، 2008/2007، ص 249.

[4] عمر عبو، مرجع سابق، ص 225.

- الترقيم القانوني للسندات؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق والمتمثلة في تنفيذ الأوامر وحركية الأسعار؛

5. **ماسكوا الحسابات حافظوا السندات (TCC♦)**: هم البنوك والمؤسسات المالية وشركات التجارة التي تمتلك صفة الوسطاء في عمليات البورصة. ويوفر ماسكو الحسابات حافظو السندات للمستثمرين خدمات فتح وتسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية والمكتسبة في السوق الثانوية[1].ويتولى ماسكو السندات المهام الآتية[2]:

- حفظ وإدارة السندات التي يعهد له بها باسم أصحابها؛
- تنفيذ التعليمات التي يستلمها(التداول، الرهن، التحويل)؛
- تطبيق العمليات على السندات(دفع الفوائد، نقل الحقوق)؛
- إشعار أصحاب السندات بالتنفيذ، حركات حساباتهم والعمليات على السندات؛

رابعا: نظام التسعير في بورصة الجزائر[3]:

تقام حصص البورصة في مقصورة التداول يومي الاثنين والأربعاء من الساعة 9:30 إلى الساعة 11:00 بالنسبة للأسهم والسندات للشركات المدرجة، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية. وتتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام الكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت.

ويتمثل نظام التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول، وينتج هذا النوع من التسعير:

- ✓ تضخيم حجم السندات المتبادلة؛
- ✓ تقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع؛
- ✓ تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للتداول؛

يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم والسندات وفقا للسعر المحدد في السوق.

♦ TCC: Les Teneurs de Compte-Conservateurs de titres.

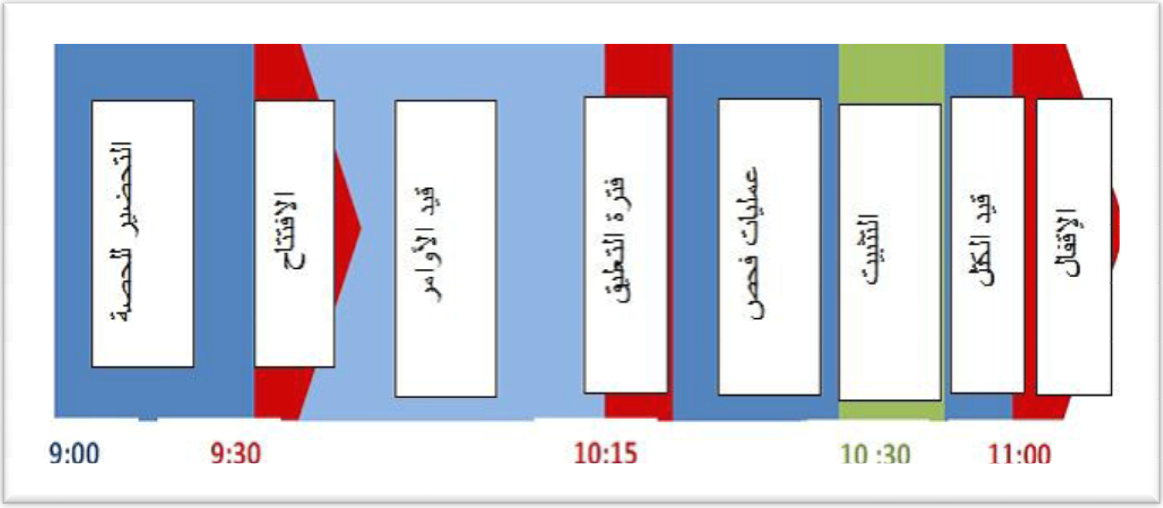
[1] تعريف بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع 2017/03/12، متاع على الموقع: http://www.sgbv.dz

[2] نسرين معياش، **إشكالية تفعيل الأسواق المالية الناشئة: محاولة لدراسة واقع السوق المالي الجزائري**، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية تخصص مالية المؤسسات، جامعة باجي مختار –عنابة–، 2016/2015، ص 264.

[3] شركة تسيير البورصة، تاريخ الاطلاع: 2017/05/12، متاع على الموقع: **www .sgvb.dz/ar/?page=rubrique&mod=163**

ويمكن تلخيص مسار حصة التداول على النحو التالي:

الشكل رقم (3-4): مسار حصة التداول ببورصة الجزائر

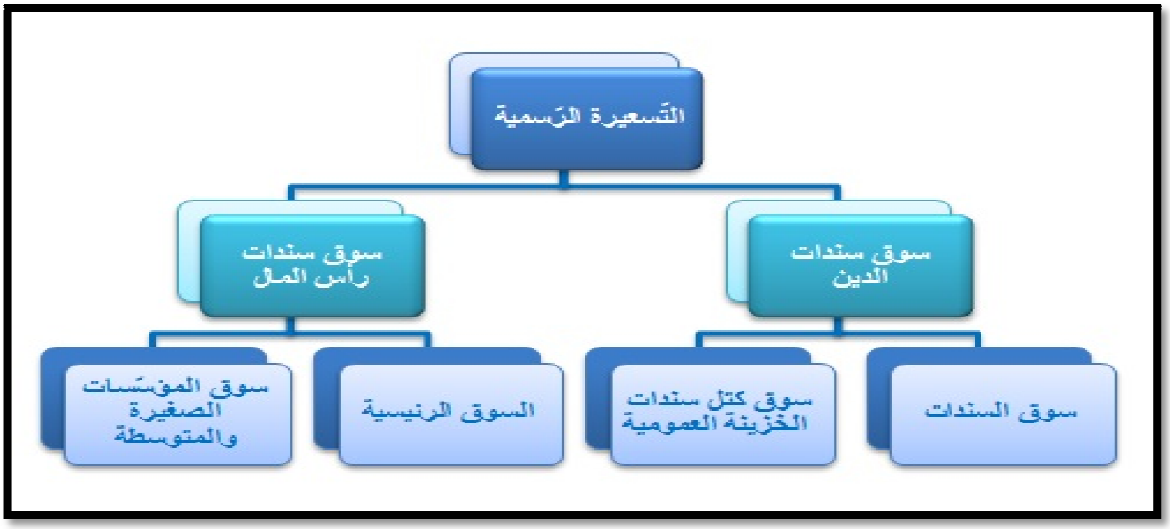


Source: Mansour Mansouri, La bourse des valeurs mobilières d'Alger, Ed. Houma, Alger, 2002, p112.

خامسا: أسواق بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر للقيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال وسوقا لسندات الدين كل سوق يتفرع إلى سوقين فرعيين، كما هو موضح في الشكل:

الشكل رقم (3-5): أسواق بورصة الجزائر



المصدر: موقع بورصة الجزائر: www.sgbv.dz

- **السوق الرئيسية** :موجهة للشركات الكبرى .ويوجد بها حاليا أربع(4) شركات مدرجة.
- **سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة** :مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، تم إنشاؤها في 2012 بموجب نظام لجنة عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير المعدّل والمتّمم

للنظّام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلّق بالنظّام العام لبورصة القيم المنقولة

- **سوق سندات الدين** :تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة، يوجد سند واحد وفقط هو خاص ب" مجموعة دحلي "والتي من المقرر أن يحل تاريخ استحقاق سندها في سنة 2016.

- **سوق كتل سندات الخزينة العمومي(OAT)**: مخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. تأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حاليا 26 سند تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاما من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة" المتخصصين في قيم الخزينة "بمعدل خمس حصص في الأسبوع[1].

[1] شقبقب عيسى، أزغار يحي، **محاولة قياس كفاءة الأسواق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية**، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 07، 2016، ص 60.

المطلب الثاني: تطور أداء مؤشرات السوق المالي الجزائري خلال الفترة 2005-2016

نستعرض في هذا المطلب نشاط وأداء مؤشرات بورصة الجزائر للأوراق المالية قصد الوقوف على بعض النقاط التي تخص نشاطها والتي يمكن من خلالها إبداء الرأي حول كفاءتها.

الجدول رقم (3-3): تطور أداء مؤشرات بورصة الجزائر خلال الفترة (2005-2016)

السوق الجزائري	2005	2006	2007	2008	2009	2010
عدد الشركات المدرجة.	3	2	2	2	2	2
القيمة السوقية (م.د.أ)•	90.82	95.7	92.2	92.2	91.1	106.1
أحجام التداول(أ.د.أ)•	47.7	334.4	206.6	313.0	187.5	161.4
عدد الأسهم المتداولة(أ)•	43.7	63.6	49.6	34.6	34.6	27.3
معدل دوران السهم%	0.05	0.3541	0.31	0.21	0.21	0.16
عدد أيام التداول	24	85	49.6	34.6	103	102
السوق الجزائري	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
عدد الشركات المدرجة.	2	2	2	2	2	2
القيمة السوقية (م.د.أ)	136.5	279.3	124.7	110.7	90.6	88.0
أحجام التداول(أ.د.أ)	2132.8	1351.4	1061.3	931.9	676.6	793
عدد الأسهم المتداولة(أ)	223.8	157.7	202.3	126.4	135.3	6225.9
معدل دوران السهم%	1.59	1.05	0.85	0.78	0.7	0.89
عدد أيام التداول	102	99	99	96	97	96

المصدر: النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للسنوات(2005-2016)، مرجع سابق.

من خلال الجدول نلاحظ:

سنة 2005: قدرت عدد الشركات المدرجة في السوق المالي الجزائري 3 شركات في نهاية عام 2005، أما فيما يتعلق بأحجام السوق فقد بلغت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام 2005 نحو90.82 مليون دولار أمريكي وذلك راجع إلى انخفاض معدل النمو في السيولة المحلية حيث قدرت بما نسبته 10.94%. وبالنسبة لأحجام التداول، فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة 47.7 ألف دولار أمريكي.

• (م.د.أ): مليون دولار أمريكي.

•(أ.د.أ): ألف دولار أمريكي.

•(أ): ألف سهم.

سنة 2006: إنخفضت عدد الشركات المدرجة في السوق المالي الجزائري في نهاية عام 2006 لتصبح شركتين ويمكن إرجاع ذلك إلى انسحاب مؤسسة الرياض-سطيف من البورصة. أما فيما يتعلق بأحجام السوق فقد ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام2006 لتبلغ 95.7 مليون دولار أمريكي. وبالنسبة لأحجام التداول، لقد ارتفع حجم التداول إلى334.4 ألف دولار أمريكي نظرا لاستئناف الجلسة الثانية للتسعير. فيما يتعلق بمعدل دوران السهم فلم يتعدى نسبة 2 % خلال فترة الدراسة 2005-2016 وسجل أقصى قيمة له سنة 2011 بنسبة 1.59% هذا يدل على عدم سيولة السوق بسبب انخفاض عدد أيام التداول وعدد الشركات المدرجة التي اقتصرت على ثلاثة ثم اثنين مما يعكس ضآلة السوق.

الفترة 2007-2009: عرفت القيمة السوقية نوع من الاستقرار خلال الفترة 2007-2009 نظرا للتذبذب الضعيف لأسعار الأسهم. وبالنسبة لأحجام التداول، فقد عرفت قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة نوع من الاستقرار بسبب تدني عدد الشركات المدرجة.

الفترة 2010-2013: لقد عرفت القيمة السوقية ارتفاعا إلى106.1 مليون دولار أمريكي في عام 2010 نظرا لدخول شركة اليانس للتأمينات إلى البورصة، والتي كانت لها الأثر السريع على القيمة السوقية لسنتي 2011 2012 على التوالي التي بلغت 136.5 مليون دولار أمريكي في سنة 2011و 279.3 مليون دولار أمريكي عام 2012، ليشهد بعدها سوق الأوراق المالية انخفاضا في القيمة السوقية أين بلغت 124.7 مليون دولار أمريكي في سنة 2013. وبالنسبة لأحجام التداول، فقد عرفت قيمة الأسهم المتداولة نوعا من التذبذب بين الارتفاع والانخفاض خلال الفترة 2010-2013.

الفترة 2014-2016: لقد عرفت القيمة السوقية نوعا من الاستقرار خلال الفترة 2014-2016. أما فيما يتعلق بأحجام التداول كان هناك إنخفاض طفيف خلال الفترة 2014-2016، حيث بلغ حجم التداول 931.9 ألف دولار أمريكي خلال الفترة 2014- في حين بلغ 676.6، 793 على التوالي سنتي 2015، 2016.

وأخيرا نستنتج من المؤشرات السابقة أن بورصة الجزائر مازالت بعيدة جدا بالمقارنة بالبورصات المجاورة فقوة البورصة تستمد من حجم وعدد الشركات المدرجة وقوتها الإقتصادية في تمويل النشاط الإقتصادي، ويتضح أن بورصة الجزائر تعد أصغر بورصة مقارنة مع نظيراتها، وبالتالي فمن حيث مؤشر عدد الشركات المدرجة، تبقى بورصة

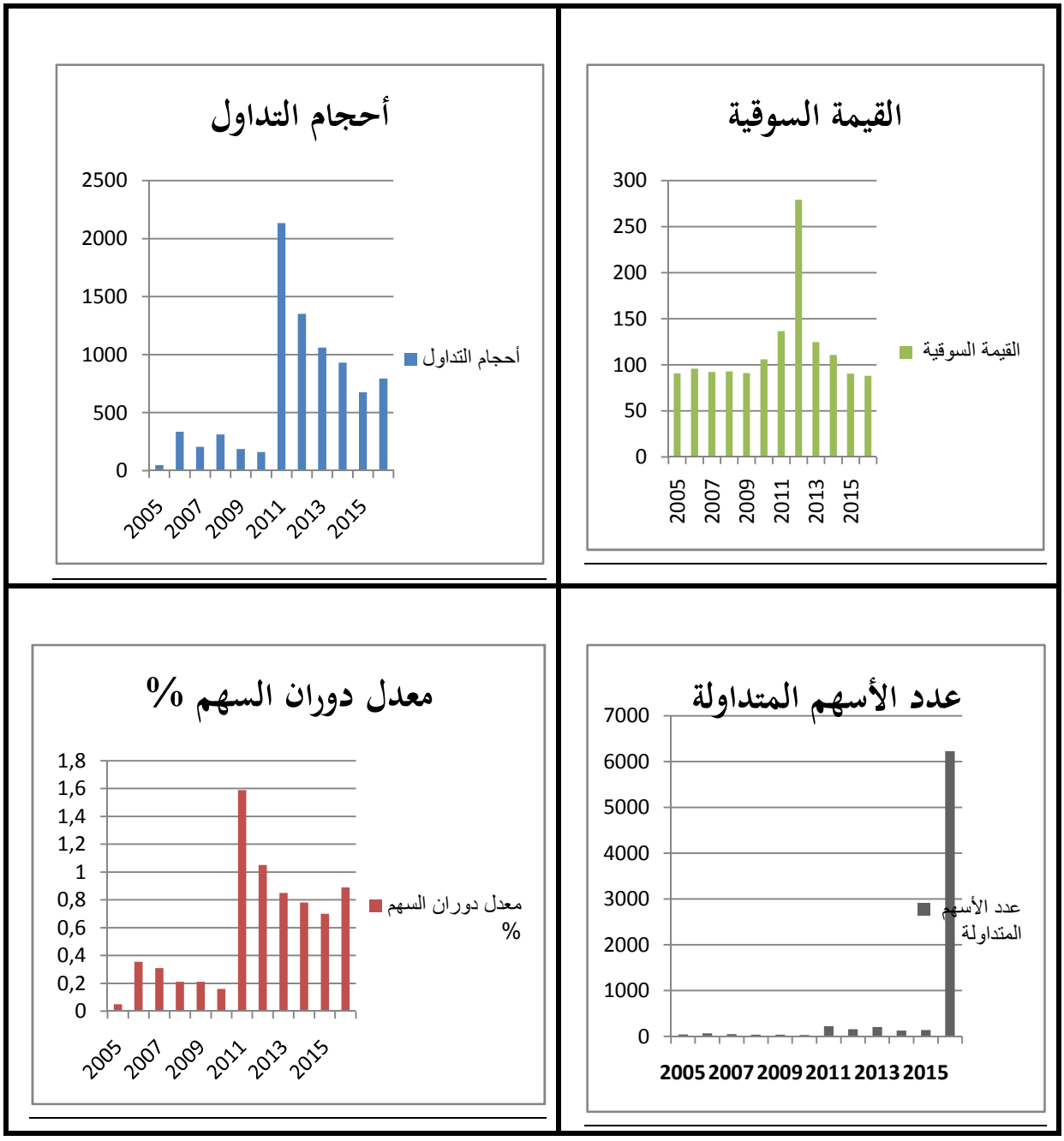
الجزائر بعيدة عما وصل إليه سوقي السعودية ومصر، وكل البعد عن بورصة السعودية على اعتبار أنها تتوفر على أكبر حجم تبعا للشركات المدرجة فيها.

وعلى العموم تظل بورصة الجزائر هي الأقل من حيث القيمة السوقية المحققة، على الرغم من الارتفاع الذي شهدته خلال الفترة المدروسة. ولكن على الرغم من انخفاض قيمة التداول في الأسواق المالية محل الدراسة إلا أن بورصة الجزائر هي التي تحتل أقل قيمة تداول نظرا لمحدودية الأسهم المتداولة فيها وغياب التنويع في الأوراق المالية المتداولة، فضلا عن الإقبال الضعيف عليها من قبل المستثمرين.

بحيث أن نسبة انخفاض في سيولة السوق تعكس انخفاض معدل دوران السهم كما أن أيام التداول في بورصة الجزائر محصورة في يومين فقط لا غير الاثنين والأربعاء، وهذا دليل على عدم فعاليتها في قيامها بالدور الاقتصادي الذي أنشئت من أجله. لهذا وجب على الجزائر أن تفعل هذا السوق بتبني سياسة تنموية على عدة مستويات فهي لابد أن تأخذ في الحسبان عدة أبعاد ذات العلاقة بالمناخ الاستثماري الملائم، الذي يحقق من خلال توليفة من الإجراءات الاستعجالية على المدى المتوسط والطويل، تستند هذه الإجراءات أساسا على أدوات تمس في آن واحد آليات داعمة للأداء والنمو الاقتصادي المستقر وأخرى داعمة للنشاط لتنشط السوق المالية.

ويمكن توضيح تطورات مؤشرات السوق المالي الجزائري في الشكل التالي:

الشكل رقم(3-6): تطورات مؤشرات بورصة الجزائر خلال الفترة (2005-2016)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (3-5)

المطلب الثالث: عراقيل وشروط إعادة حيوية بورصة الجزائر

يعتبر تطوير الأسواق المالية جزءا من عملية تطوير القطاع المالي التي شرعت فيها الجزائر، حيث يحتاج هذا التطوير إلى اعتماد منهجية سليمة وعلمية تعتمد على خلق بيئة اقتصادية ملائمة لجذب الاستثمار وتعمل على توفير المقومات الأساسية اللازمة لعمل هذه السوق بكفاءة عالية، ولمواجهة مختلف المعوقات التي تعترض الأسواق المالية في الجزائر، لا بد من توفر شروط لإعادة حيوية البورصة.

أولا: معوقات بورصة الجزائر

تواجه بورصة الجزائر على غرار البورصات العربية على مجموعة من العوائق حالت دون الرقي بها أو الوصول إلى المستوى المطلوب، فمنذ إنشائها سنة 1993 لم يشهد لها أي تطورا يذكر، صحيح أن إنشائها جاء لاستكمال متطلبات اقتصاد السوق لكن دورها كأسلوب حديث للتمويل لم يكن مستبعدا، إلا أنه تضافرت عوامل حالت دون قيامها بدورها المطلوب فامتزجت بين عوائق سياسية، اجتماعية، دينية، وأخرى إقتصادية بدرجة كبيرة.

1. **المعوقات الاقتصادية:**

أ. **التضخم:** تأثير على الادخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار، بل وتقليل حجم المدخرات فعلا، حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخول الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية، رغبة منهم في المحافظة على مستويات إستهلاكهم في حالة ما إذا دخولهم النقدية الجارية لا تكفي لتحقيق مستويات الإستهلاك التي اعتادوا عليها[1].

ب. **الاقتصاد الموازي:** الاقتصاد الموازي، أو ما يسمى الظل(الخفي) لا يشمل الأنشطة غير المشروعة فقط وإنما يشمل أيضا أشكال الدخل التي يصرح بها والناتجة عن إنتاج السلع والخدمات المشروعة والمعاملات التي تتم بنظام المقايضة، ومن ثم فإن الاقتصاد الموازي يشمل جميع الأنشطة الاقتصادية التي تخضع بشكل عام للضريبة إذا ما أبلغت بها السلطات الضريبية[2].

ت. **ضعف الحوافز الجبائية:** ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 30% من الأرباح، هذه النسبة

[1] أسماء بلميهوب، **البورصة كمصدر تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة–دراسة تجارب أجنبية–**، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، ط1، 2016، ص 243.

[2] فريديريك ، دومنيك انستي، " **الاختباء وراء الضلال، نمو الاقتصاد الخفي، قضايا اقتصادية**"، صندوق النقد الدولي، العدد 30، 2002، ص 5.

تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، كل هذه الضرائب تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية الجزائرية، لذا فإن هذا الضغط الجبائي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الادخاري والاستثماري[1].

ث. **ضعف الجهاز الإنتاجي والخوصصة:** إن التحول من اقتصاد ريعي إلى اقتصاد منتج تماشيا مع نظرية القيمة يعني أن المجهود الإنساني هو المصدر الوحيد لخلق القيمة بدلا من النقود التي هي بمثابة عاملا قياسيا للثروة، وليس هو الحال بالنسبة للاقتصاد الجزائري الذي توجه نحو اقتصاد السوق الذي يتسم بضعف الإنتاجية مقابل كتلة نقدية متداولة أكبر تفوق في أغلب الأحوال 70%، إذ يمثل القطاع العمومي للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80% من مجموع الاستثمارات، تتميز أساسا بعمال غير مؤهلين وبضعف مردودية العمل، وهي مؤسسات في مجملها غير متوازية ماليا.

2. المعوقات السياسية والتشريعية والثقافية:

يعترض تطور بورصة الجزائر العديد من المعوقات، منها سياسية، قانونية وثقافية نتناولها في النقاط الآتية.

أ. المعوقات السياسية:

هناك صلة بين الأوضاع السياسية والأوضاع المحيطة بالبورصة فتقدم البورصات مرهون بالاستقرار السياسي وحسن قيام السلطة التنفيذية والتشريعية برسالتها من جهة، ومن جهة أخرى تأثير تطور البورصات على الأوضاع السياسية، فالإستقرار السياسي في الدول الأكثر تقدما مثل أمريكا، اليابان وألمانيا، يظهر في تطور بورصاتها، وفيما يتعلق ببورصة الجزائر فإنه من المعروف أنها افتتحت في مناخ سياسي غير مستقر بتاريخ 23 ماي 1993، حيث تعاقبت عدة حكومات منذ ذلك التاريخ إلى يومنا، ونحن نعلم أن معظم المستثمرين يبحثون عن الأمن، وهذا الأخير مرتبط بالاستقرار السياسي، وعليه فإن السياسة المستقرة تمثل عاملا مهما في بورصة عملية ذات مصداقية سواء بالنسبة للمستثمر المحلي أو المستثمر الأجنبي[2].

[1] بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 287.

[2] أسماء بلميهوب، مرجع سابق، ص 247.

ب. **المعوقات التشريعية:**

طبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط وجوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم، إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، ضف إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إلا أن تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 1995/12/27، أما التنصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفري من عام 1996، كما أن شركة إدارة بورصة القيم انعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 1997/05/21رغم أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 قد نص صراحة على إنشائها، نفس الشيء يمكن ذكره عند التطرق للوسطاء في عمليات البورصة حيث نجد صدور نظام cosob رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بهم، إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان في سنة 1999[1].

ت. **المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية:** وتتمثل فيما يلي[2]:

❖ **العائق الاجتماعي والثقافي:**

أن العامل الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية، باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان وهذا ما يؤدي إلى إعاقة عمل البورصة بالجزائر.

كما نجد أن غياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع وذلك لجهل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة وأهميتها التي تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة.

❖ **العامل الديني:**

لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية، غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعتريها بعض الحرج

[1] عزيزة بن سمينة، مريم طبني، **دور الإفصاح المحاسبي والشفافية في تفعيل بورصة الجزائر**، مجلة تاريخ العلوم، العدد السابع، مارس 2017.

[2] عزيزة بن سمينة، مريم طبني، المرجع السابق، ص 335.

من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي، وإذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة من 4/9 ماي 1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة كل هذا من شأنها أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لابد أن تصب في خانة الكسب الحلال.

كما إن للثقافة والوعي الاستثماري مكانة هامة نوجزها في النقاط الآتية في ظل غياب[1]:

- الممارسات السوقية لدى الأفراد المستثمرين عند اختيار الأصول؛
- ثقافة المؤسسة؛
- ثقافة الخطر والفرصة المالية البديلة؛
- الممارسات الدينية والاجتماعية التي تحد من ثقافة الادخار، فكرة ربوية، وبالتالي يطرح التساؤل عن مدى نجاعة السوق المالية في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة؛

ث. المعوقات التنظيمية: تتمثل في:[2]

✓ **قلة المؤسسات المدرجة:**

تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح. وما يلاحظ الآن في بورصة الجزائر هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة، ذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات، وهذا ما يعيق نمو البورصة.

✓ **عدم تنوع الأوراق المالية:**

يعد التنويع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة و متعددة من الأوراق المالية، تفسح لهم المجال واسعا لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم أهدافهم و

[1] Chabha Bouzar (2010), **Les contraintes de développement du marché financier Algérie**, Revue Campus n°18, p14

[2] زيدان محمد، نورين بومدين، **دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والأفاق** مداخلة ضمن الملتقى الدولي "حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات –دراسة حالة الجزائر والدول النامية–"يومي 22/21 نوفمبر بسكرة 2006 ص 18.

ميولاتهم الشخصية، و التنويع من هذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطر. أما البورصة الجزائرية فهي حديثة النشأة و لا نتداول فيها إلا ثلاثة أصناف من الأوراق المالية، مما يجعلها بذلك تفتقر للكفاءة التقنية كما و سبق الإشارة إليه، الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر، و يحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية.

✓ **غياب الشفافية:**

سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصداقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور، بحيث يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع اقتصادي مالي، محاسبي... الخ وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية للمؤسسة. و في حالة الجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعمليها يضاف إليه صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر.

✓ **سير عمل البورصة:**

حيث نجد أن شركة إدارة بورصة القيم كانت تنظم حصص التفاوض مرة واحدة في الأسبوع وذلك كل اثنين من الساعة 09:30 إلى الساعة 10:30 صباحا. ضف إلى ذلك أن عملية التسوية تتم خلال أسبوعا كاملا مما يعرقل السير الحسن للتعاملات فإذا كان أمر المساهم غير منفذ كليا وهناك مدة طويلة ليستلم شهادة السهم فهذا الوقت الطويل سيحط من رغبته في القيام بأمر بيع أو شراء آخر.

ثانيا: شروط إعادة حيوية بورصة الجزائر:

حتى تستعيد بورصة الجزائر حيويتها لابد من توافر الشروط التالية:[1]

1. توافر مناخ استثماري مستقر يتمثل في حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي، فإذا قامت بورصة الأوراق المالية في ظروف اقتصادية ملائمة فإنها تعتبر من أكبر الوسائل التي تتيح الفرص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للاستثمارات طويلة الأجل ويستطيع المستثمر من خلال ذلك أن ينقل جزء أو كل استثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع إلى أي نوع من أنواع الهزات التي تحدث عادة عند تغير ملكية المشروع.
2. عدم وجود قيود تشريعية على الدخول أو الخروج من السوق.

[1] بن شعيب فاطمة الزهراء، بوزاهر سيف الدين، **إدراج المؤسسات وإعادة حيوية بورصة الجزائر: الفعالية والأداء**، مجلة المالية والأسواق(جامعة مستغانم)، المجلد2، العدد 3، 2015، ص ص 137-139.

3. توافر هياكل متكاملة من المؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة، بالإضافة إلى وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق حيث أن قرارات أي منهم لا يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم.

4. تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من استثماراتهم وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للاكتساب أو إعفاء العائد من الضرائب.

5. انخفاض تكلفة المعاملات على النحو الذي يسمح للمستثمرين من تحقيق أرباح إضافية عند بيعهم للأوراق المالية التي يمتلكونها حيث أن انخفاض تكلفة المعاملات تساهم في رفع كفاءة السوق من خلال تحقيق مايلي:

- المنافسة الحرة بين العرض والطلب حتى يكون السوق متوازنا.
- توفير إمكانية تبادل القيم المتداولة بصفة مستمرة، وإنهاء مختلف العمليات بسرعة.
- المرونة حيث يجب أن تتسم الأوراق المالية بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق من مستثمر لآخر.

6. توافر الإفصاح والعلانية، حيث تتاح المعلومات لجميع أطراف السوق وبدون أي تكلفة ومن ثم تتماثل توقعات كل المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة أمامهم، وفي حالة عدم تماثل المعلومات يمكن استعمال وسائل تخفض من ذلك ومن بين هذه الوسائل مايلي:

- **نماذج بإشارات مالية:** تتمثل في النماذج المستعملة عندما تكون المؤسسة مدركة جيدا لنوعية مشاريعها وبالتالي تعمل على بعث إشارات لمختلف الأعوان، للتعريف بالميزات الجيدة للمؤسسة فمن خلال متغير مالي (الإشارة) المؤسسات الجيدة لها مصلحة في الإفصاح للعامة عن معلومات تسمح للمساهمين والدائنين بالتفرقة بين مشاريعها والمشاريع الأقل نوعية.
- **نماذج بميكانيزمات محرضة:** ضمن شروط العقد الذي يربط المؤسسة بمختلف الأعوان ويشترط معرفة نوعية المؤسسة على حقيقتها، ويتعلق الأمر بالضمانات ومعدل الفائدة والعلاقة مع العملاء حيث أن الضمان يعتبر سلطة مقنعة تحد من الخطر المعنوي من جهة ومن جهة أخرى الضمان ومعدل الفائدة يعتبران سلطة تقريرية ذاتية بالنسبة للمؤسسة وعلاقاتها مع العملاء.
- **نظرية الإشارة** :تعتبر من أهم الآليات الحديثة التي توصل إليها الفكر المالي للقضاء على مشكل عدم تماثل المعلومات وذلك باستعمال أدوات للإشارة مثل هيكل رأس المال كأن يرسل مسير المؤسسة إشارة إلى السوق أن المؤسسة قادرة على تسديد ديونها بدون أي صعوبة وهذا ما يدل على كفاءة المؤسسة، أو

أن يرسل المسير إشارة بالرفع في رأس المال إذا كان السهم المقيم بأقل من قيمته أو التخفيض من رأس المال أي إعادة شراء الأسهم في حالة غياب فرص الاستثمار 138بنسبة المردودية المطلوبة .كما يمكن للمسير استعمال سياسة توزيع الأرباح كإشارة على مردودية المؤسسة والصورة التي تظهر بها المؤسسة تعبر عن الحقيقة.

7. **السيولة:** ويقصد بها إمكانية شراء أو بيع الورقة المالية وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية، حيث أن للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وحتى يتسم السوق بالسيولة لابد من توافر الخصائص التالية:

- **عمق السوق:** حيث تكون حركة التعاملات فيها نشيطة ويتحقق مع ذلك وجود أوامر بيع وشراء بصفة مستمرة للورقة المالية.
- **اتساع السوق:** وذلك بوجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية ويحقق ذلك الاستقرار النسبي في سعرها ويقلل من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية، كما لا يوجد دافع لدى المشتري أو البائع لتأجيل قرارات الشراء أو البيع.
- سرعة استجابة السوق ويقصد القدرة على معالجة أي اختلالات في الكميات المطلوبة والكميات المعروضة من الأوراق المالية بسرعة، من خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار ويضمن ذلك تدنية الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية.

خاتـــمة الفصل:

تأسيسا لما سبق، ومن خلال الدراسات التحليلية التي تناولناها في ضوء هذا الفصل وبعد التطرق إلى ملامح الأسواق المالية العربية محل الدراسة (السعودية، مصر، الجزائر) وتنظيمها وبعد القيام بدراسة أداء التطورات الحاصلة وتحليل أهم المؤشرات المتمثلة في: القيمة السوقية، حجم التداول، عدد الشركات المدرجة، عدد الأسهم المتداولة، ومعدل دوران الأسهم..، توصلنا إلى الحكم عن مدى كفاءة سوقي مصر والسعودية للأوراق المالية وفعاليتها على المستوى العربي، على عكس الجزائر التي لم نجد أي مجال للمقارنة بين مختلف المؤشرات التي تستخدم في هذا المجال.

بعد التطرق إلى الأسواق المالية العربية محل الدراسة من حيث التأسيس والتطور التاريخي وأداء هذه الأسواق باستخدام عدد من المؤشرات سوف نتطرق في الفصل الرابع إلى العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية باستخدام مجموعة من الاختبارات الإحصائية.

الفصـــــــل الرابـــع:

نتائج تقدير العلاقة القياسية بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة (2005-2017)

تمهيد:

يقوم تحليل العلاقة بين عوائد الأسهم السوقية وحجم التداول في الأسواق المالية العربية محل الدراسة (السعودية، مصر، الجزائر) على إجراء الاختبارات الإحصائية الأساسية للسلاسل الزمنية للمتغيرين والتي تعتبر ضرورية من أجل التوصل إلى نتائج ذات مصداقية.

وللقيام بذلك تم من خلال هذا الفصل إجراء دراسة تطبيقية لاختبار أهم فرضيات الدراسة والتحقق من مدى صحتها، حيث خصص المبحث الأول لعرض منهجية وأدوات الدراسة القياسية؛ في حين تناول المبحث الثاني الدراسة القياسية للعلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل من خلال دراسة الإحصاءات الوصفية واختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية لكل من حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية، إضافة إلى إثبات أو نفي علاقة التكامل المشترك بينها باستخدام نموذج ARDL لاختبار منهج الحدود في الأجلين الطويل والقصير مع بيان مدى تحقق فرضيات الدراسة؛ لمعرفة ما إذا كان أي من المتغيرين مستقرا أم لا وبعد ذلك يتم تحليل العلاقة الارتباطية والعلاقة السببية بين المتغيرين واتجاهها. و قصد التعرف أكثر على هذه المفاهيم تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كما يلي:

- **المبحث الأول**: البيانات والاختبارات الإحصائية المستخدمة
- **المبحث الثاني**: نتائج الاختبارات الإحصائية

المبحث الأول: البيانات والاختبارات الإحصائية المستخدمة

أصبح الاتجاه العام للدراسة في البحوث الاقتصادية هو استخدام طرق القياس الكمية، وذلك لتحديد الخصائص وإبراز الاتجاهات العامة للظواهر الاقتصادية، وتحليل العلاقات المتشابكة بينها، على أساس موضوعي غير متحيز. وتعتبر السلاسل الزمنية من بين أهم الأساليب الإحصائية الحديثة التي يمكن من خلالها معرفة طبيعة التغيرات التي تطرأ على قيم الظاهرة مع الزمن وتحديد الأسباب والنتائج.

عند إستخدام السلاسل الزمنية في الدراسات القياسية عادة ما نميز بين نوعين من السلاسل سلاسل مستقرة Stationary، وأخرى تفتقر للاستقرارNon-Stationary و في حالة غياب صفة الإستقرار فإن الإنحدار الذي نحصل عليه يكون غالبا زائفا Spurious بالرغم من ارتفاع معامل التحديد R.

المطلب الأول: نموذج الدراسة والتعريف بالمتغيرات

إن أيجاد نموذج مناسب تنطبق عليه متسلسلة زمنية مشاهدة، يعتبر من المهام الصعبة التي تحتاج إلى الكثير من البحث والخبرة، فالنموذج القياسي يعتمد على دراسة وتفسير العلاقة بين المتغيرات استنادا إلى النظرية الاقتصادية بشأن المتغيرات التي تدخل في قياس وتفسير سلوك المتغير التابع.

أولا: نماذج الدراسة التطبيقية

تستخدم العديد من الدراسات الاقتصادية المناهج البحثية الحديثة التي تعتمد على الأساليب الكمية المتطورة وذلك بغرض الحصول على نتائج تتصف بالفعالية والدقة العالية، ومن بين الأساليب الإحصائية المستخدمة اقتصاديا بشكل واسع أساليب تحليل الانحدار لقياس العلاقة والتأثير بين المتغيرات الاقتصادية ولكن لكل نوع من البيانات الأساليب الخاصة التي تناسبها وربما يكون هناك أكثر من أسلوب إحصائي لتقدير نموذج اقتصادي أو قياس علاقة اقتصادية بين بعض المتغيرات، ولكن يجب اختيار الأسلوب الأكثر ملاءمة ودقة لوصف وتحليل البيانات المطلوبة.

ومن أجل إختبار العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة (السعودية، مصر، الجزائر)، سيتم إستخدام النماذج القياسية التالية:

1. النموذج القياسي الذي يقيس العلاقة الارتباطية

$V_t=\alpha+\beta R_t+\varepsilon.....1$

حيث: α يمثل المقطع الثابت β: المعلمة المقدرة V_t: يمثل حجم التداول في الفترة t وRt: يمثل عوائد الأسهم السوقية في الفترة t وε : يمثل حد الخطأ العشوائي والنموذج في المعادلة يمثل اختبار العلاقة الارتباطية بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية وذلك من خلال تقدير المعلمة β فإذا كان المعلم المقدر معنوي إحصائيا فإن ذلك يعني وجود علاقة ترابط بين عوائد الأسهم السوقية وحجم التداول وعندها حسب الاختبار رفض الفرضية البديلة القائلة بعدم وجود علاقة ترابط بين المتغيرين.

2. النماذج القياسية التي تقيس اختبار السببية (Causality)

تقوم هذه الدراسة على استخدام نموذج العلاقة السببية المقترح من طرف الإحصائي جرانجر، والذي يستخدم للتأكد من مدى وجود علاقة تغذية مرتدة(Feedback) أو علاقة تبادلية بين المتغيرات الاقتصادية المراد دراستها، والذي يؤكد على أهمية المعلومات الحالية والماضية لأحد المتغيرين في التنبؤ بقيمة المتغير الآخر[1]. ويبنى النموذج الذي يقيس العلاقة السببية في المعادلتين التاليتين:

$$V_t=\lambda_0+\sum_{i=1}^{m}\lambda_i R_{t-1}+\sum_{j=1}^{n}\delta_{ji} V_{t-1}+\varepsilon_{1t}.....\mathbf{2}$$

$$R_t=\gamma_0+\sum_{i=1}^{m}\gamma_i R_{t-1}+\sum_{i=1}^{n}\beta_i V_{t-j}+\varepsilon_{2t}.....\mathbf{3}$$

حيث: λ_0و γ_0 : تمثل المقطع الثابت في المعادلتين وλ_i، γ_i، δ_j، B_j، تمثل المعالم المرافقة، Vt: يمثل حجم التداول في الفترة tو R_t: يمثل عوائد الأسهم السوقية في الفترة tو nو m: تمثل فترات التباطؤ وε: يمثل حد الخطأ العشوائي والنموذج رقم (2)في المعادلة يختبر العلاقة السببية التي تتجه من عوائد الأسهم السوقية إلى حجم التداول، أي فيما إذا كانت العوائد تسبب حجم التداول وذلك من خلال اختبار المعنوية الإحصائية للمعلمة λ_0 فإذا كان المعلم المقدر معنوي إحصائيا يمكن القول إن عوائد الأسهم السوقية تسبب حجم التداول أما إذا كان

[1] جيلالي شرفي، **تحليل العلاقة وتحديد اتجاه السببية بين الإنتاج الصناعي والنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1970– 2013**، مجلة الإحصاء والاقتصاد التطبيقي، المجلد 12، العدد 2، 2015، ص 7.

غير معنوي بمعنى أن اختبار f لم يرفض الفرضية القائلة بأن (λ_0=0) لكل قيم j فإن العوائد لا تسبب حجم التداول، أما أن النموذج في المعادلة رقم (3)، فيختبر اتجاه العلاقة بين حجم التداول إلى عوائد الأسهم السوقية فإذا كان المعلم المقدر B_j معنوي إحصائيا ويختلف عن الصفر عندها فأن حجم التداول تسبب عوائد الأسهم أما إذا كان المعلم المقدر غير معنوي إحصائيا فان حجم التداول لا يسبب عوائد الأسهم وكذلك إذا كانت المعالم B_j وλ_0 معنوية إحصائيا وتختلف عن الصفر فإن العلاقة تكون سببية ثنائية بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية.

ثانيا: التعريف بالمتغيرات

من خلال استعراضنا للجوانب النظرية الخاصة بالموضوع وكذا دراسة وتحليل الدراسات السابقة تم تحديد المؤشرات التي يمكن من خلالها الحكم على أداء السوق المالي والمتمثلة في[1]:

1. **مؤشر حجم التداول:**

ويعبر هذا المؤشر عن القيمة الكلية للأسهم التي تم تداولها في الأسواق المالية ويكشف لنا هذا المؤشر أيضا عن سيولة السوق فهو مقياس مكمل للقيمة السوقية، وفي الوقت نفسه يعبر تعبيرا جيدا عن نشاط السوق بوصفه يعبر عن كميات الأسهم المتداولة (بيع وشراء) خلال اليوم أو الأسبوع أو الشهر أو السنة.

2. **معدل دوران السهم:**

يعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة والمعتمدة في أغلب الدراسات المالية، يشير إلى سيولة السوق المالية، مستوى تكاليف إتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق، بوصفه يمثل قيمة الأسهم المتداولة (حجم التداول) إلى القيمة السوقية، فإذا ما ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بمعدلات أكبر من ارتفاع القيمة السوقية تعاظمت قيمة هذا المؤشر وليشير بدوره إلى ارتفاع درجة السيولة للسوق المالية.

[1] كمال زيتوني، كمال بن دقفل، **محاولة صياغة دالة أداء الكلي للسوق المالي في الأردن خلال الفترة 1978–2014** مداخلة ضمن اليوم الدراسي حول: أهمية استخدام الأساليب الكمية والنماذج الإحصائية في الأسواق المالية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، يوم 06 ديسمبر 2016. ص 13.

3. مؤشر القيمة السوقية:

يمثل هذا المؤشر إجمالي القيمة السوقية للأسهم الخاصة بالشركات المدرجة في الأسواق المالية ويعكس هذا المؤشر سيولة السوق ونشاطه، كما يعبر هذا المؤشر تعبيرا جيدا عن حجم السوق المالي. وهو المؤشر الذي نعتمد عليه من أجل استخراج عائد السهم.

ثالثا: تهيئة البيانات

تم الإعتماد في الحصول على البيانات المالية على الموقع الرسمي لنشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للسنوات 2005 إلى 2017، امتدت السلسلة اثنتي عشر سنة لكل من الأسواق، وقد تم حساب عائد السهم السوقي بإستخدام أسعار الإغلاق(أسعار الأسهم السوقية) الربع سنوية للأسواق المالية محل الدراسة وحسب المعادلة التالية[1]:

$$R_t = [\ln(P_t) - \ln(P_{t-1})] \dots\dots\dots\dots 4$$

حيث:

R_t: معدل العائد الربع سنوي في الفترة (t) .

$\ln(P_t)$: تشير إلى اللوغاريتم الطبيعي لسعر الإغلاق الربع سنوي (الفصلي) الحالي(t)

$\ln(P_{t-1})$: تشير الى اللوغاريتم الطبيعي لسعر الإغلاق في الربع سنوي السابق (t-1)

وقد تم إستخدام معدل دوران السهم (دوران السوق) وهي عبارة عن نسبة قيمة الأسهم المتداولة على القيمة السوقية كمقياس لحجم التداول، بسبب عدم تحيز أو تأثر هذا المقياس بالأحداث التي تؤدي إلى زيادة عدد الأسهم المتداولة مثل تجزئة الأسهم، حقوق الإصدارات وتوزيعات الأسهم والتي قد تؤثر على الاختبارات الإحصائية إذا لم تؤخذ بعين الاعتبار.

[1] عبد الله عويد مفلح طويرش، **العلاقة بين أحجام التداول وعوائد الأسهم في الأسواق المالية العربية الناشئة**، أطروحة دكتوراه في الإدارة المالية كلية العلوم الإدارية والمالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2006، ص 88 .

المطلب الثاني: اختبار جذر الوحدة(Unit Root test)

يعتبر اختبار جذر الوحدة خطوة أساسية لمعرفة استقرار السلاسل الزمنية موضع الدراسة وتحديد درجة تكامل هذه السلاسل، لما لها من أهمية قصوى للوصول إلى نتائج سليمة وتجنبا لظاهرة الانحراف الزائف والذي يعني أن العلاقة بين متغيرين أو عدد من المتغيرات الاقتصادية تعبر عن علاقة زائفة.

و نقصد **بالاستقرارية** ما إذا كان تغير مستوياتها مع الزمن دون تغير متوسطها، و ذلك من خلال فترة زمنية طويلة نسبيا، أما السلسلة الغير مستقرة فإن متوسطها يتغير باستمرار سواء بالزيادة أو بالنقصان.[1]

من أجل اختبار الفرضيات التالية: السلسلة الزمنية غير مستقرة: H_0

السلسلة الزمنية مستقرة: H_1

ولاختبار الإستقرارية توجد عدة اختبارات إحصائية، يطلق عليها اختبارات الجذر الوحدوي، حيث تساعدنا على كشف مركبة الاتجاه العام، بالإضافة إلى تحديد الطريقة المناسبة لجعل السلسة مستقرة، وللقيام بذلك ينبغي التفريق بين نوعين من النماذج غير المستقرة:

- **النموذج Trend Statioary (TS):** يبرز هذا النوع من النماذج عدم استقرارية تحديدية (deterministic) ولجعله مستقر نقوم بتطبيق طريقة المربعات الصغرى العادية، ذلك أن استخدام الفروقات يخلق اضطرابات اصطناعية في السلسلة.
- **النموذج Differency Stationary (DS):** يبرز هذا النوع من النماذج عدم استقرارية عشوائية (Stochastic) ولجعله مستقر نقوم باستخدام الفروقات من الدرجة الأولى[2].

ورغم تعدد اختبارات جدر الوحدة، إلا أنه في هذه الدراسة تم الإعتماد على اختبارين من أجل اختبار سكون السلاسل الزمنية من عدمها، وهما اختبار ديكي-فولر الموسع(Dickey and Fuller,1979) واختبار فيلبس-بيرون (Phillips-Perron,1988).

[1] صالح تومي، **مدخل لنظرية الاقتصاد القياسي**، ديوان المطبوعات الجامعية، ج2، الجزائر، 1999، ص 193.

[2].Règis Bourbonnais, Michel Terraza, Analyse Des Sèries Temporelles: Applications à l'économie et à la gestion, 3e èdition, DUNOD, Paris, 2010, p154.

أولا: اختبار جذر الوحدة لديكي –فولر Dickey-Fuller Unit Root Test

يتفرع اختبار الإستقرارية المقترح من طرف الإحصائيين ديكي وفولر إلى نوعين، وهما: اختبار ديكي–فولر البسيط، واختبار ديكي–فولر الموسع.

1. اختبار ديكي–فولر:

لاختبار درجة تكامل السلاسل الزمنية ومعرفة درجة استقرارها، اقترح ديكي وفولر اختبارا عرف باسمهما Dickey – Fuller Test (DF Test) ، ويتألف هذا الاختبار من التحقق من وجود جذر الوحدة في نماذج الانحدار الذاتي المعطاة بالصيغ الثلاثة التالية[1]:

- النموذج (1): نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى AR(1): $\gamma_t = \varphi\, \gamma_{t-1} + \delta_t$
- النموذج (2): نموذج الانحدار الذاتي AR(1) بحد ثابت: $\gamma_t = \mu + \varphi\, \gamma_{t-1} + \delta_t$
- النموذج (3): نموذج الانحدار الذاتي AR(1) بحد ثابت واتجاه عام t: $\gamma_t = \mu + \beta_t + \varphi\, \gamma_{t-1} + \delta_t$

ويجرى اختبار DF بالتحقق من الفرضتين الخاصة بمعنوية المعلمة φ المقدرة للنماذج الثلاثة. وتصاغ الفرضتين على الشكل[2]:

فرضية العدم ← السلسلة غير مستقرة: $H_0: \varphi = 1$

الفرضية البديلة← السلسلة مستقرة: $H_0: \varphi < 1$

تختبر فرضية العدم(وجود جذر الوحدة) بمقارنة القيمة المحسوبة لإحصائية (τ) *tau* غير المعيارية($\tau = \frac{\delta - 1}{SE(\delta)}$)للمعلمة المقدرة φ مع القيمة الجدولية الحرجة Critical Value لإحصائية (τ) لديكي- فولر المطورة بواسطة Mackinnon. ومن الناحية الإجرائية، يمكن قبول فرضية العدم ($\varphi = 0$) أي عدم استقرارية السلسلة إذا كانت القيمة المحسوبة لإحصائية (τ) أكبر من القيمة الجدولية الحرجة (τ) لديكي–فولر عند مستوى معنوية محددة (10%، 5%، 1%).

[1] رفيق مزاهدية ، مرجع سابق، ص 146.

[2] Chris Brooks, **Introductory Econometrics for Finance**, 2nd Edition (New York: Cambridge University Press, 2008*),* p. 327.

2. اختبار ديكي فولر الموسعAugmented DickeyFuller (ADF) test (1981)

يعمل اختبار ديكي فولر الموسع والذي جاء على أنقاض اختبار ديكي فولر البسيط على إدراج فرضية احتمال ارتباط الأخطاء، والتي أهملها ديكي فولر البسيط(لأنه يفترض أن النموذج ε_tعبارة عن صدمات عشوائية)، ويقوم اختبار ديكي فولر المطور على اختبار المعنوية الإحصائية المقدرة للنماذج المحسوبة بطريقة المربعات الصغرى العادية[1].

يتضمن هذا الاختبار المعادلات التالية[2]:

- نموذج الإنحدار الذاتي من الدرجة P $AR_{(P)}$ بدون الثابت و الاتجاه العام:

$$M(4) : \Delta\gamma_t = \lambda\gamma_{t-1} - \sum_{j=2}^{P} \phi_1 \Delta\gamma_{t-j+1} + \varepsilon_t$$

- نموذج $AR_{(P)}$ مع مجود الثابت

$$M(5) : \Delta\gamma_{t-} = \lambda\gamma_{t-1} - \sum_{j=2}^{P} \phi_1 \Delta\gamma_{t-j+1} + c + \varepsilon_t$$

- نموذج $AR_{(P)}$ مع مجود الثابت و الاتجاه العام:

$$M(5): \Delta\gamma_{t-} = \lambda\gamma_{t-1} - \sum_{j=2}^{P} \phi_1 \Delta\gamma_{t-j+1} + BT + c + \varepsilon_t$$

ويتم اختبار فرضية العدم H_0 والتي تفترض وجود جذر الوحدة و يتحقق ذلك إذا كانت القيمة المطلقة لtالمحسوبة أصغر من القيمة المطلقة ل t الجدولية، وهو ما يتطلب إعادة الاختبار مرة أخرى لكن بعد أخذ الفروق، والفرضية البديلةH_1 و التي تفترض عدم وجود جذر الوحدة أي استقرار السلسلة وذلك إذا كانت القيمة المطلقة لt المحسوبة أكبر من القيمة المطلقة لt الجدولية، وإذا تحقق ذلك عند المستوى فإنه يقال أنها

[1] عائشة بخالد، **اختبار كفاءة سوق نيويورك عند المستوى الضعيف دراسة حالة مؤشر داوجونز الصناعي خلال الفترة من 1928 إلى 2014**، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم المالية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015، ص 94.

[2] بوبكر شماخي، عبد الغني دادن، **تقييم أداء محافظ القيمة في ظل كفاءة الأسواق المالية–دراسة اختبارية في سوق سنغافورة المالي خلال الفترة(2003–2016)**، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد 03، 2017، ص 55.

متكاملة من الدرجة الصفر (0) I أما إذا تطلب الانتقال إلى الفروق(d) لجعلها مستقرة نقول أنها متكاملة من الدرجة I(d).[1]

❖ **بالنسبة للقرار:**[2]

1- إذا كانت τ_c المحسوبة$<\tau_t$ المجدولة: نرفض فرضية العدم H_0: Ø=0 أوλ =0 ،ونقبل الفرضيةH_1 Ø≠ 0، (أو $\lambda \neq 0$) وبالتالي تكون السلسلة مستقرة.

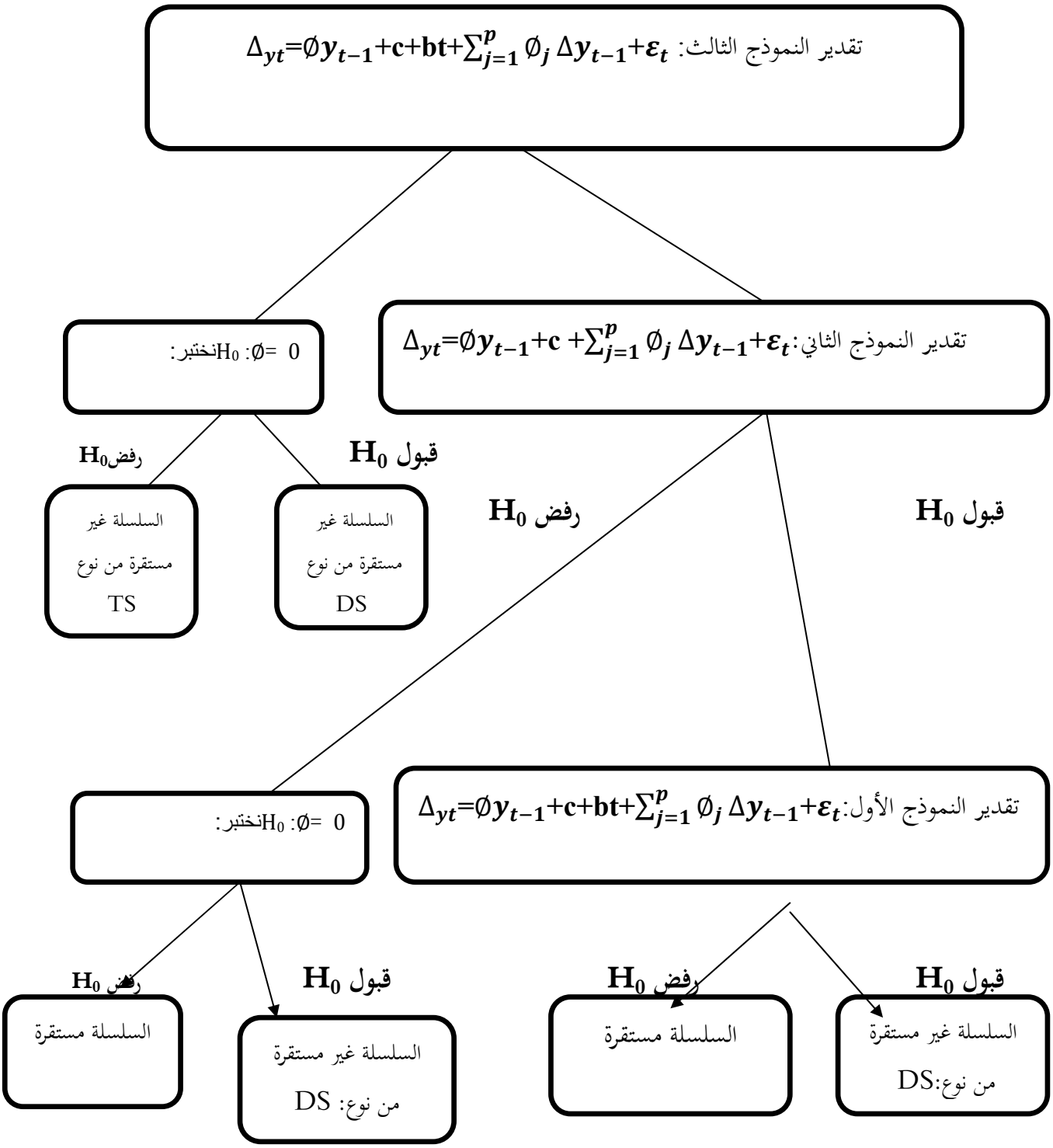
2-إذا كانت τ_c المحسوبة $>\tau_t$ المجدولة: نقبل فرضية العدمH_0 :Ø=0 ونرفض الفرضية البديلة H_1:Ø≠0، وفي هذه الحالة تكون السلسلة غير مستقرة.

❖ **إستراتجية ديكي فولر في تحليل الإستقرارية:** فيما يلي صورة مبسطة لمنهجية ديكي فولر في اختبار جذر الوحدة:

[1] عبد الغني دادن، راضية كروش، **دراسة محددات تكامل أسواق الأوراق المالية حالة دول شمال إفريقيا(مصر، تونس، الجزائر، المغرب)**، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 06، 2015، ص 52.

[2] **محمد** شيخي، **طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات**، دار مكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2012، ص 208.

الشكل رقم(4-1): منهجية ديكي فولر في تحليل الإستقرارية



Source : Régis Bourbonnais, Michel Trarza, OP, Cit, P. 234.

تقوم منهجية ديكي فولر في تحليل الإستقرارية على إتباع الخطوات التالية[1]:

نقوم أولا بتقدير النموذج الثالث أي الصيغة التي تحتوي على الحد الثابت والاتجاه الزمني، حيث نقوم باختبار معنوية مركبة الاتجاه العام، فإذا وجدنا أنها تقع في منطقة رفض فرضية العدم بعد مقارنة قيمتها المحسوبة بالقيمة الجدولية المأخوذة من جداول معدة خصيصا من قبل ديكي فولر، ننتقل إلى اختبار معنوية معامل جذر الوحدة فإذا وجدنا أن قيمته المحسوبة تقع في منطقة قبول فرضية العدم فإن السلسلة الزمنية غير مستقرة من نوع(DS) ويتم إزالة عدم الإستقرارية بالفروقات، أما إذا وجدنا أنها تقع في منطقة رفض فرضية العدم فإن السلسلة غير مستقرة من نوع(TS) ونجعلها مستقرة بالانحدار.

أما إذا قمنا باختبار معنوية مركبة الاتجاه العام فوجدنا أنها تقع في منطقة قبول فرضية العدم، ننتقل مباشرة إلى تقدير النموذج الثاني حيث نقوم باختبار معنوية الحد الثابت. إذا وجدنا أنها تقع في منطقة رفض فرضية العدم ننتقل إلى اختبار معنوية معامل جذر الوحدة فإذا وجدنا أنه يقع في منطقة قبول فرضية العدم فإن السلسلة غير مستقرة من نوع (DS) أما إذا تم رفض فرضية العدم فإن السلسلة مستقرة وبالتالي الخطوات الباقية.

وفي حالة اختبار معنوية الحد الثابت فوجدنا أنها تقع في منطقة قبول فرضية العدم ننتقل مباشرة إلى اختبار النموذج الأول حيث نختبر معنوية معامل جذر الوحدة. وإذا تم قبول فرضية العدم فإن السلسلة غير مستقرة من نوع (DS) أما إذا تم رفض فرضية العدم فإننا نقبل الفرضية البديلة التي توحي باستقرار السلسلة الزمنية.

ثانيا: اختبار جذر الوحدة لفيليبس وبيرون Phillips and Perron test (1988)

يختلف اختبار (Phillips & Perron,1988) على الاختبار السابق في أنه لا يحتوي على قيم متباطئة للفروق، والذي يأخذ في الاعتبار الارتباط في الفروق الأولى في السلسلة الزمنية[2] باستخدام التصحيح غير المعلمي والذي يأخذ في الاعتبار الارتباط في الفروق الأولى في السلسلة الزمنية باستخدام التصحيح غير

[1] وردة شيبان، مرجع سابق، ص 162.

[2] عبد الغني دادن، راضية كروش، مرجع سابق، ص 53.

المعلمي، ويسمح بوجود متوسط لا يساوي صفرا واتجاه خطي للزمن[1]، إذ نميز بين ثلاث نماذج (ثابت، ثابت واتجاه عام ودون ثابت واتجاه عام)، حيث أن النموذجين الآخرين هما الأكثر استعمالا، كما إن نماذج هذا الاختبار تخضع لنفس الشروط التي يخضع لها اختبار ديكي فولر لاختبار الفرضية الصفرية[2] كما أن له قدرة اختباريه أفضل وأدق في حالة حجم العينات الصغيرة لذا فإنه في حالة عدم توافق نتائج اختبار (ADF)و (PP)فإنه يتم تفضيل نتائج اختبار (PP)لقدرته على إعطاء تقديرات قوية في حالة السلاسل التي لها ارتباط متسلسل وتباين غير ثابت[3].ويجرى هذا الاختبار في أربعة مراحل[4]:

1. تقدير بواسطة OLS النماذج الثلاثة القاعدية لاختبار Fuller-Dickey، مع حساب الإحصائيات المرافقة.

- **النموذج الأول:** بدون ثابت أو اتجاه زمني : $\Delta y_t = \rho y_{t-1} + \varepsilon_t$
- النموذج الثاني: بحد ثابت دون اتجاه زمني: $\Delta y_t = \rho y_{t-1} + C + \varepsilon_t$
- النموذج الثالث: بحد ثابت واتجاه زمني: $\Delta y_t = \rho y_{t-1} + C + B + \varepsilon_t$

2. تقدير التباين قصير المدى: $\hat{\sigma}^1 = \frac{1}{T}\sum_{i=1}^{T} \hat{\varepsilon}_i^2$

3. تقدير المعامل المصحح، المسمى التباين طويل المدى، والمستخرج من خلال التباينات المشتركة لبواقي النماذج السابقة حيث :

$$s_1^2 = \frac{1}{T}\sum_{t=1}^{T} \hat{\varepsilon}_i^2 + 2\sum_{i=1}^{l}\left(1 - \frac{i}{l+1}\right)\frac{1}{T}\sum_{t=i+1}^{T} \hat{\varepsilon}_t \hat{\varepsilon}_{t-i}$$

[1] عماد الدين أحمد المصبح، **محددات التضخم في سورية خلال الفترة 1970–2004**، **مجلة العلوم الاجتماعية**، جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي، 34(4):45-71، ص 14.

[2] Éric DOR, Économétrie -Synthèse de cours & Exercices corrigés-, Pearson Education France, Paris, 2009, P p166-167.

[3] Mamta Chowdhury, **Currency Crisis and Stock Prices in East Asian Countries: an Applicatin of Cointegratin Granger Causality,** School of Economics and Finance, Working paper **series, N°2004/01**

[4] محمد شيخي، مرجع سابق، ص 212.

من أجل تقدير هذا التباين يجب من الضروري إيجاد عدد التباطؤات المقدر بدلالة عدد المشاهدات الكلية على النحو التالي:

4. حساب إحصائية فليبس وبيرون:

$$t_{\emptyset}^{*} = \sqrt{k} \times \frac{(\widehat{\emptyset} - 1)}{\hat{\sigma}_{\emptyset}} + \frac{T(k-1)\hat{\sigma}_{\widehat{\emptyset}}}{\sqrt{k}}$$

مع $k = \frac{\hat{\sigma}^2}{s_1^2}$، والذي يساوي 1- في الحالة التقاربية (asymptotic)- عندما تكون $\hat{\varepsilon}_t$ تشويشا أبيض. هذه الإحصائية تقارن مع القيمة الحرجة لجدول ماك كينون Mackinnon

ثالثا: اختبار (KPSS)

اقترح كل من (Kwiatkowski) و(Al) سنة 1992استلدا مضاعف لاغرانج Multiplicateur (de Lagrange) لاختبار فرضية العدم التي تقرر استقرارية السلسلة أو عدم استقرارها، ويكون اختبار بإتباع المراحل التالية[1]:

- تقدير النماذج القاعدية (كما انطلق الاختبار السابق)، مع حساب المجموع الجزئي للبواقي: $S_{t=\sum_{i=1}^{t} e_i}$
- نقدر التباين طويل الأجل s_1^2 بنفس طريقة اختبار فليبس وبيرون.
- نحسب إحصائية اختبار: **(KPSS)** من العلاقة: $\text{LM}=\frac{1\sum_{t=1}^{n} s_t^2}{s_1^2 n^2}$

- نرفض فرضية العدم (فرضية الاستقرار): إذا كانت الإحصائية المحسوبة(L-M) أكبر من القيمة الحرجة المستخرجة من الجدول المعد من طرف(Kwiatkowski) و(Al)
- نقبل بفرضية الاستقرار: إذا كانت الإحصائية (L-M) أصغر من القيمة الحرجة.

[1] بروك داودي، **دراسة تحليلية وقياسية لتأثير الصادرات على النمو الاقتصادي–حالة الجزائر، الفترة من 1967 إلى 2014**–، أطروحة دكتوراه علوم في الاقتصاد التطبيقي، جامعة باجي مختار –عنابة–، 2018/2017، ص 258.

المطب الثالث: العلاقة الارتباطية (معامل الارتباط البسيطr)

أولا: تقدير نموذج الانحدار الخطي البسيط

نموذج الانحدار البسيط، وهو النموذج الذي يتكون من متغير مستقل واحد. يكون هذا النموذج خطيا إذا كانت العلاقة بين المؤشرين المدروسين معبر عنها في شكل معادلة خط مستقيم ويكون غير خطي إذا كانت العلاقة من نوع آخر(معادلة منحنى).

لنفرض أنه كان لدينا مؤشرين (Y،X) يمثلان ظاهرة ما(y) والعنصر الأساسي المؤثر فيها هو (X).

-(y): هو المتغير التابع أو المفسر وهو يعبر عن القيم الفعلية أو الناتج.

-(X): هو المتغير المستقل أو المفسر وهو يعبر عن القيم المسببة.

أن العلاقة الخطية البسيطة بين مؤشرين هي العلاقة المستقيمة التي يعبر عنها بواسطة معادلة مستقيم من الشكل:

$$y=a+bx+\varepsilon$$

وهي تعبر عن أبسط العلاقات الرياضية التي تمثل بها العلاقة بين مؤشرين[1].

قبل استخدام النموذج القياسي المقدر يجب التأكد من جودة الأداء العام لهذا النموذج أي يجب تحليل معادلة التمثيل المقترحة وتقييم مدى الدقة التي تمثل فيها هذه المعادلة العلاقة المفروضة بين المؤشرين(Y،X). لكن قبل إجراء هذا التحليل وتقييم نوعية تمثيل نموذج الانحدار للعلاقة التي تربط بين الظاهرة المدروسة والعوامل المسببة لها يجب أولا دراسة وقياس درجة العلاقة الارتباطية بينهما[2].

ثانيا: معامل الارتباط البسيطr

يقصد بالارتباط وجود علاقة بين ظاهرتين أو أكثر، ويسمى المقياس الذي تقاس به درجة الارتباط بمعامل الارتباط والذي يرمز له بالرمز r. حيث أن تحليل الارتباط يعامل أي متغيرين بشكل متماثل(Symmetrically)، ولا يوجد تمييز بين المتغير التابع والمتغير أو المتغيرات المستقلة. تأسيسا على يفترض

[1] علي مكيد، **الاقتصاد القياسي دروس ومسائل محلولة**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر،دط، 2007، ص ص 17-18.

[2] علي مكيد،مرجع سابق، ص 43.

تحليل الارتباط أن كلا المتغيرين عشوائي Random، أو تصادفي Stochastic، وهذا يتطلب احتمالية التوزيع الطبيعي. ويمكن حسابه على النحو التالي[1]:

$$\mathbf{r}= \left[\sqrt{\frac{\sum {X_i}^2}{\sum {Y_i}^2}}\right] \hat{\beta}$$

أو

$$r= \frac{\sum X_i Y_i}{\sqrt{(\sum {X_i}^2)(\sum {Y_i}^2)}} \text{ أو } r=\pm\sqrt{R^2}$$

$\pm$: تعتمد على إشارة $\hat{\beta}$

وتتراوح قيمة r بين +1، -1 أي أن: $-1 \leq r \leq +1$

وقد يكون الارتباط بين ظاهرتين أو أكثر موجبا أو سالبا والإشارة تدل على وجود علاقة طردية أو عكسية ولا تدل على قوة العلاقة التي تحدد من خلال الأرقام.

المطلب الرابع: اختبار السببية (Causahty test)

يرتبط مفهوم السببية بالفكرة التي قدمها كل من David HUME وGalileo GALILEI والمتعلقة بربط الأثر المترتبة عن ظاهرة ما بعوامل أو أسباب حدوثها (ثنائية السبب والأثر)، حيث يمكن القول في هذا السياق أن المتغير x يمكن أن يسبب في حدوث المتغيرy في حال ما إذا أمكن تفسير x على أنه سبب في حدوث y و أو تفسير y على أنها الأثر المترتب عن المتغيرx وفق المقاربة القائلة أن السبب دائما يسبب الأثر على حد تعبير David HUME[2].

أولا: اختبار السببية لجرانجر(Granger Causahty test)

وانطلاقا مما تقدم يعرف"جرانجر**Granger**"العلاقة السببية بين المتغيرات في الاقتصاد بأنها" :التغير في القيم الحالية والماضية لمتغير ما يسبب التغير في متغير آخر، أي أن التغير في القيم الحالية والماضية للمتغير(xt)

[1] حسين علي بخيت، حر فتح الله، **الاقتصاد القياسي**، الباروزي للنشر والتوزيع ، عمان(الأردن)،دط، 2007، ص ص 96- 97.

[2] : Clive.W. J. GRANGER, Testing For Causality "A Personal Viewpoint" , Journal Of Economic Dynamics And Control , Vol. 2, Issue 1 -June, 1980, P349

يسبب التغير في قيم(Yt)". اقترح جرانجر (Granger) (1969) معايير تحديد العلاقة السببية التي ترتكز على العلاقة الديناميكية الموجودة بين السلاسل الزمنية، فإذا كان لدينا المتغيرين(y_1) و(y_2)نقول أن المتغير (y_1) يسبب المتغير (y2)إذا كانت السلسلة(y_1) تحتوي على المعلومات التي من خلالها يمكن تحسين التوقعات بالنسبة للسلسلة (y2) [1].

كما يعرف Granger للسببية: نقول عن المتغير العشوائي X أنه يسبب المتغير العشوائي Y إذا كانت هناك معلومات في ماضي X مقيدة في التنبؤ ب Y. وهذه المعلومات غير موجودة في ماضي Y [2] .

كما أن الزمن لا يرجع إلى الخلف، مما يعني أنه إذا وقع الحدث A قبل الحدث B، فإنه من الممكن أن يكون A هو سبب حدوث B، لكن من المستحيل أن يكون B هو سبب A، فالأحداث الماضية تسبب في وقوع الأحداث الحالية، لكن الأحداث المستقبلية لا يمكنها ذلك، وهي الفكرة الأساسية التي يرتكز عليها تعريف (Granger)للسببية[3].

إن اختبار سببية Granger يتم في حالة المتغيرينY_t وXt مستقرين إذ يشمل كخطوة أولى على تقدير العلاقتين (1) و(2) والمعبر عنها بنماذج VAR والموضحة كالآتي[4]:

$$y_t = \alpha + \sum_{i=1}^{n} \beta_i x_{t-i} + \sum_{j=1}^{m} \gamma_j y_{t-j} + \varepsilon_{1t} \quad \ldots\ldots 1$$

$$X_t = \alpha_2 + \sum_{i=1}^{n} \theta_i x_{t-i} + \sum_{j=1}^{m} \delta_j y_{t-j} + \varepsilon_{2t} \quad \ldots\ldots 2$$

حيث ε_{xt}وε_{yt} عبارة عن بواقي غير مرتبطة للنموذج أعلاه ونميز الحالات التالية:

[1] وردة شيبان، **العلاقة السببية بين كمية النقود والناتج المحلي الإجمالي في الجزائر دراسة قياسية(1990–2011)**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد مالي، جامعة باتنة1، 2016/2015.

[2] 12 GOURIEROUX C. et MONFORT A, "Séries Temporelles et Modèles Dynamiques " Ed. Economica-Paris, (1990), pp. 442-446.

[3] Kirchgässner G., and J. wolters,: **introduction to modern time series analysis**, Springer-Verlag, Berlin Heidelberg, New York, 2007

[4] بركنو قوسام، **دراسة قياسية لتكامل الأسواق المالية العالمية في ظل تقلبات مؤشراتها دراسة حالة داوجونز– نيكاي 225–فوتسي 100**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاد كمي، جامعة الجزائر 03، 2018/2017، ص ص 36-37.

- ✓ حالة ما إذا كانت القيم المؤخرةX في العلاقة (1) قد تختلف عن الصفر في حين القيم المؤخرةY لا تختلف عن صفر في هذه الحالة Xt تسببYt؛
- ✓ إن القيم المؤخرة Y في العلاقة رقم (2) تختلف عن الصفر والقيم المؤخرة X لا تختلف عن صفر في هذه الحالة YtتسببXt؛
- ✓ كلتا الصيغتين Yو X يختلفان عن الصفر في العلاقتين (1) و(2) في هذه الحالة تكون علاقة السببية في الاتجاهين (ثنائية)؛
- ✓ كلتا الصيغتين Yو X لا يختلفان عن الصفر في العلاقتين (1) و(2) في هذه الحالة تكون Xt مستقلة عنYt؛

ثانيا: السببية ل "سيمس" (Causalité au sens de Sims)

قام" سيمس" 1980 بوضع اختبار يختلف قليلا عن اختبار جرانجر، وذلك باعتبار أنه إذا سمحت القيم المستقبلية ل X_{1t} بتفسير القيم الحالية X_{2t} هي سبب X_{1t} [1] وهذا يترجم بالصيغة التالية[2]:

$$y_{1t=a_{1+}^{0}} \sum_{t=1}^{p} a_{1i}^{1}\, y_{1t-i} + \sum_{t=1}^{p} a_{1i}^{2}\, y_{2t-i} + \sum_{t=1}^{p} b_{i}^{2}\, y_{2t+i} + \varepsilon_{1t}$$

$$y_{1t=a_{2}^{0}} \sum_{t=1}^{p} a_{2i}^{1}\, y_{1t-i} + \sum_{t=1}^{p} a_{2i}^{2}\, y_{2t-i} + \sum_{t=1}^{p} b_{i}^{1}\, y_{2t+i} + \varepsilon_{1t}$$

وينتج لدينا الحالتان التاليتان:

- X_{1t} لا تسبب X_{2t} إذا تحققت الفرضية التالية: $H0: b_1^2 = b_2^2 = \cdots = b_p^2 = 0$
- X_{2t} لا تسبب X_{1t} إذا تحققت الفرضية التالية: $H0: b_1^1 = b_2^1 = \cdots = b_p^1 =$

[1] Sims. C.A., (1972): **Money, income, and Causality**, American Economic Review, Vol.62, No. 4, pp 540-552.
[2] Règis Bourbonnais, èconomètrie Cours et exercies corrigès, 9e èdition, (Paris: Dunod, 2015), P. 293

المبحث الثاني: نتائج الاختبارات الإحصائية

نسعى في هذه الدراسة القياسية إلى اختبار العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة(السعودية، مصر، الجزائر) خلال الفترة(2005-2017) باستخدام العلاقة الارتباطية منهجية "جرانجرGranger" في تحليل السببية ومنهجية التكامل المشترك باستخدام اختبار الحدود في إطار ARDL، حيث تحصلنا على البيانات الإحصائية من النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

المطلب الأول: دراسة المقاييس الإحصائية لمتغيرات الدراسة

أولا: التحليل الوصفي للمتغيرات

يسمح التحليل الوصفي للمتغيرات تكوين فكرة عن كيفية تطور مختلف قيم البيانات أثناء الفترة المدروسة وكذا درجة تجانس مستوياتها بحساب مختلف الإحصائيات الوصفية للبيانات (القيمة العظمى، القيمة الدنيا، القيمة الوسطية، القيمة المتوسطة، الإنحراف المعياري)، بالإضافة إلى إحصائية "arque-Bera"، التي تسمح باختبار فرضية التوزيع الطبيعي للسلاسل المدروسة. وهذا من أجل تقديم صورة وصفية تحليلية للمسار الذي أخذته خلال الفترة المدروسة بالوقوف عند أبرز المحطات التي مرت بها مع استعراض للوقائع والأحداث التي كان لها بالغ الأثر على أداء هذه الأسواق، حيث يعرض الجدول التالي المقاييس الإحصائية الوصفية للمتغيرات حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية للأسواق المالية محل الدراسة(سوق السعودية للأوراق المالية، السوق المالي المصري بورصة الجزائر) خلال الفترة2005-2017.

الجدول رقم(4–1): نتائج التحليل الإحصائي لعوائد الأسهم السوقية وحجم التداول في الأسواق المالية العربية محل الدراسة.

اسم السوق	*Portolios المتغيرات*	*Mean المتوسط الحسابي*	*Median*	*Maximum القيمة الأعلى*	*Minimum القيمة الدنيا*	*Std. Dev. الإنحراف المعياري*	*Skewness معامل الالتواء*	*Kurtosis معامل التطاول*	*J-Bera اختبار جارك بيرا*	*Prob*	*Obs.*
السوق السعودي	**V**	0.311829	0.250500	0.819000	0.099000	0.177795	1.152077	3.495345	12.03473	0.002436	52
	R	0.007449	0.033452	0.378584	-0.449818	0.152431	-0.400074	3.875651	3.048504	0.217784	52
السوق المصري	**V**	0.143792	0.133000	0.348000	0.076000	0.054187	1.618441	5.968571	41.79462	0.00000	52
	R	0.003026	0.009394	0.295031	-0.517553	0.164492	-0.557473	3.442901	3.118408	0.210303	52
السوق الجزائري	**V**	0.152273	0.190000	0.450000	0.000800	0.112588	0.626033	2.881266	3.427165	0.180219	52
	R	-0.009724	-0.000803	0.835398	-0.838298	0.209190	-0.092224	11.74270	165.6826	0.000000	52

المصدر: من إعداد الطالبة بناءا على معطيات الدراسة ومخرجات برنامج **Eviews 9**

يلاحظ من الجدول فيما يخص حجم التداول إن أعلى وسط حسابي لحجم التداول كان في سوق السعودية وبلغ (0.311829) بانحراف معياري مقداره (0.177795)، ويليه سوق الجزائر بوسط حسابي بلغ(0.152273) وانحراف معياري مقداره(0.112588) وجاء مصر في المرتبة الثالثة بوسط حسابي مقداره (0.143792).وانحراف معياري(0.054187)، أما القيمة الوسيطة(Median) لحجم التداول فقد كان أعلاه في سوق السعودي المالي وبلغ(0.250500) في حين كانت أقل قيمة في سوق مصر للأوراق المالية بلغ(0.133000)،كذلك تبين النتائج أن هناك التواء وتفرطحا في توزيع حجم التداول مقارنة بالتوزيع الطبيعي وبالتالي تم رفض فرضية سلسلة حجم التداول تتبع التوزيع الطبيعي بموجب اختبار (Jargue-bera) على مستوى معنوية 5% باستثناء سوق الجزائر حيث تم قبول الفرضية العدمية بأن حجم التداول يتبع التوزيع الطبيعي.

أما فيما يتعلق بعوائد الأسهم السوقية فإن أعلى وسط حسابي للعوائد كان في سوق المالي السعودي وبلغ (0.007449) بانحراف معياري مقداره (0.152431) ويليه سوق مصر للأوراق المالية بوسط حسابي بلغ (0.003026) وانحراف معياري مقداره (0.164492) بينما جاء السوق المالي الجزائري المرتبة الثالثة بوسط حسابي مقداره (0.009724-) وانحراف معياري (0.209190) وتجدر الإشارة إلى أن الوسط الحسابي لعوائد

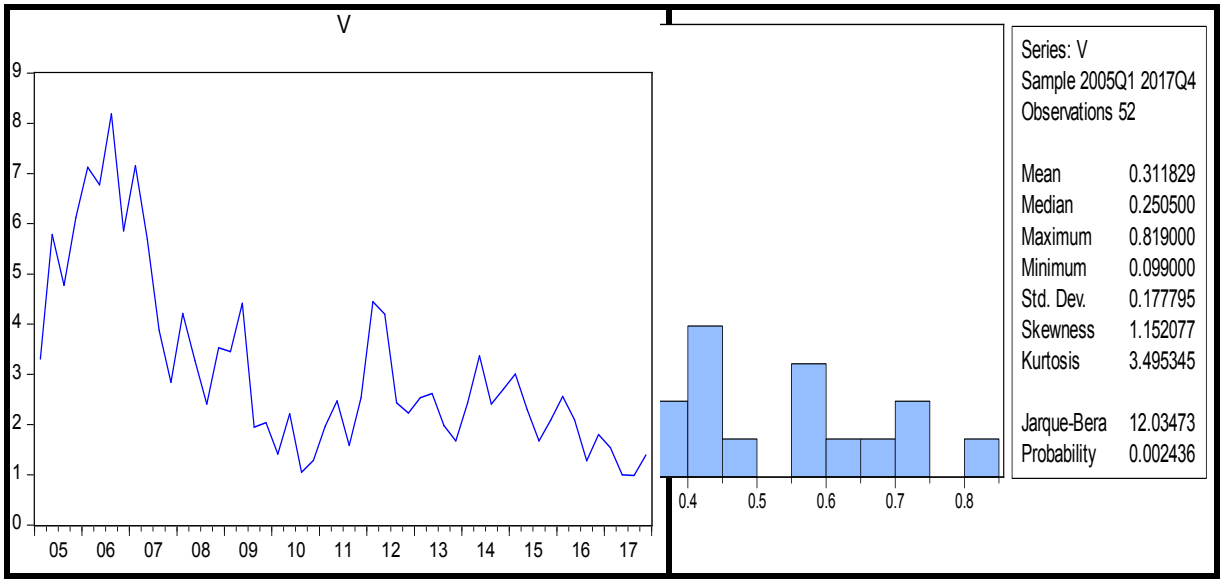
الأسهم السوقية كان موجبا لكل الأسواق ما عدى السوق المالي الجزائري إذ بلغ (0.009724-) ، أما القيمة الوسيطة (Median) لعوائد الأسهم السوقية فقد كان أعلاه في سوق السعودية في حين كانت أقل قيمة في سوق الجزائر. كذلك تبين النتائج أن هناك التواء وتفرطحا في توزيع العائد مقارنة بالتوزيع الطبيعي وبالتالي تم رفض فرضية سلسلة عوائد الأسهم السوقية تتبع التوزيع الطبيعي بموجب اختبار (Jargue-bera) على مستوى معنوية 5% باستثناء كل من سوق مصر والسعودي للأوراق المالية، حيث تم قبول الفرضية العدمية بأن عوائد الأسهم تتبع التوزيع الطبيعي. ويمكن التطرق إلى كل سوق على حدى كما يلي:

1. السوق المالي السعودي:

أ. تحليل سلسلة حجم التداول في السوق السعودي

خلال الفترة المدروسة بلغ متوسط متغير حجم التداول 0.311، حيث سجل أدنى قيمة له سنة 2010 والمقدرة ب 0.099، بينما سجلت أعلى قيمة له سنة 2006 والمقدرة ب 0.891، في حين سجلت قيمة وسطية قدرها 0.25، كان تشتت السلسلة يبدو من خلال انحرافها المعياري عن متوسطها 0.177حيث كان السوق المالي السعودي الأكثر تقلبا خلال فترة الدراسة بالمقارنة مع سوقي مصر والجزائر وبالتالي ارتفاع درجة المخاطرة فيها وهذا راجع للأزمة المالية 2008، بالإضافة إلى توزع قيمها توزيعا غير طبيعيا، كما تظهره المعنوية الإحصائية لإحصائية الاختبار «J-B» والمقدرة ب0.002 =Prob)، والذي يقل عن مستوى معنوية 0.05.

الشكل رقم(4-2): التمثيل البياني للسلسلة "V" في السوق المالي السعودي



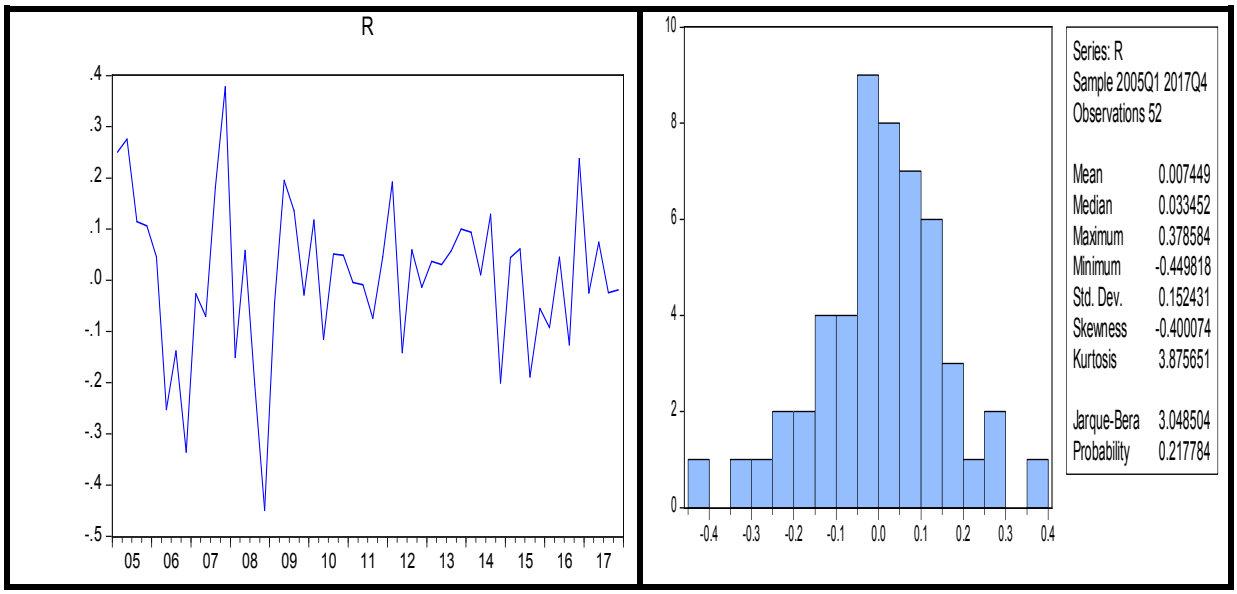
المصدر: تم إعداد الشكل اعتمادا على مخرجات **Eviews07**

ب. **تحليل سلسلة عوائد الأسهم السوقية في السوق السعودي**

بالنسبة لمتغير عوائد الأسهم السوقية في السوق المالي السعودي فإن أدنى مستوى لها خلال الفترة المدروسة 2005-2017 سُجل مع الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 والمقدر ب0.44-، بينما سجل أعلى قيمة له في نهاية 2006 وبداية 2007 والمقدرة ب 0.378، في حين سجل مستوى متوسط للفترة ككل، مقدر ب 0.007، ومستوى وسطي مقدر 0.033.

يعبر عن قيم تشتت قيم السلسلة"R" بانحراف معياري قدره 0.15، بالمقابل نجد أن السلسلة تتوزع توزيعا طبيعيا، من خلال مستوى المعنوية الكبير لإحصائية "J-B" للسلسلة (Prob(J-B) =0.217) والذي يفوق 0.05

الشكل رقم(4–3): التمثيل البياني للسلسلة "R" في السوق المالي السعودي



المصدر: تم إعداد الشكل اعتمادا على مخرجات **Eviews07**

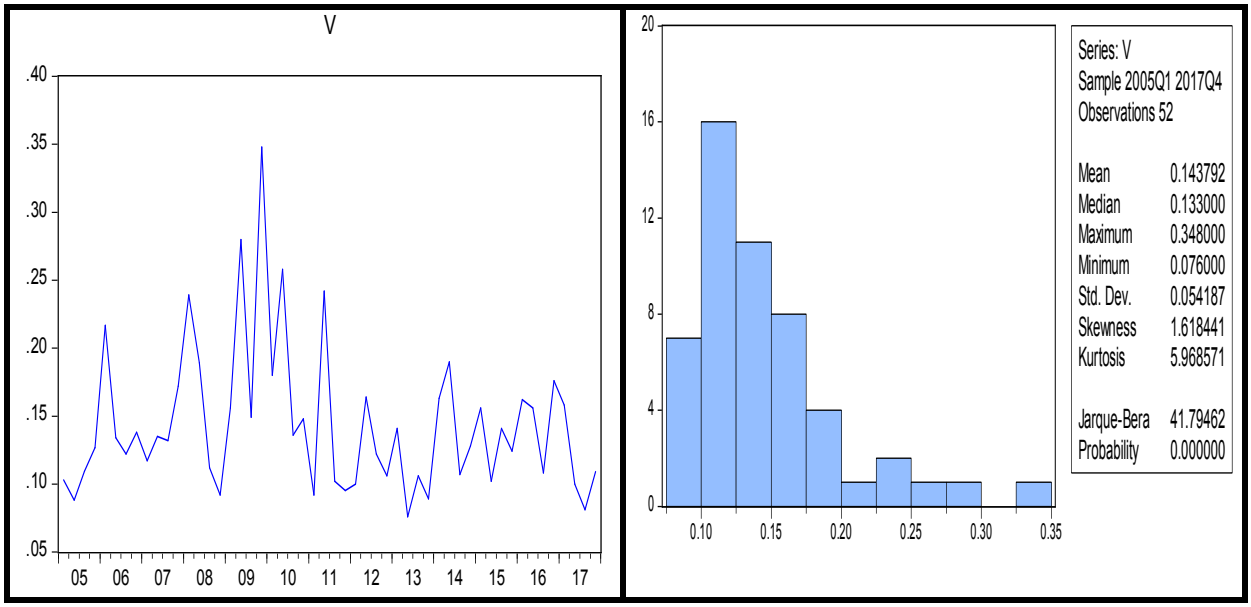
2. السوق المالي المصري:

أ. تحليل سلسلة حجم التداول في السوق المصري:

بالنسبة لمتغير حجم التداول في السوق المالي المصري فإن أدنى مستوى له خلال الفترة المدروسة سُجلت في سنة 2013 والمقدر ب0.07، بينما سُجلت أعلى قيمة له مع نهاية 2009 وبدية 2010 والمقدر ب 0.34، في حين سُجل مستوى متوسط للفترة ككل، مقدر ب 0.14، ومستوى وسطي مقدر ب0.13.

يُعبر عن تشتت قيم السلسلة بانحراف معياري قدره 0.054، وبالمقابل نجد أن السلسلة لا تتوزع توزيعا طبيعيا، من خلال مستوى المعنوية لإحصائية "J-B" للسلسلة (Prob(J-B) =0.000) ، والذي يقل عن 0.05.

الشكل رقم(4-4): التمثيل البياني للسلسلة "V" في السوق المالي المصري



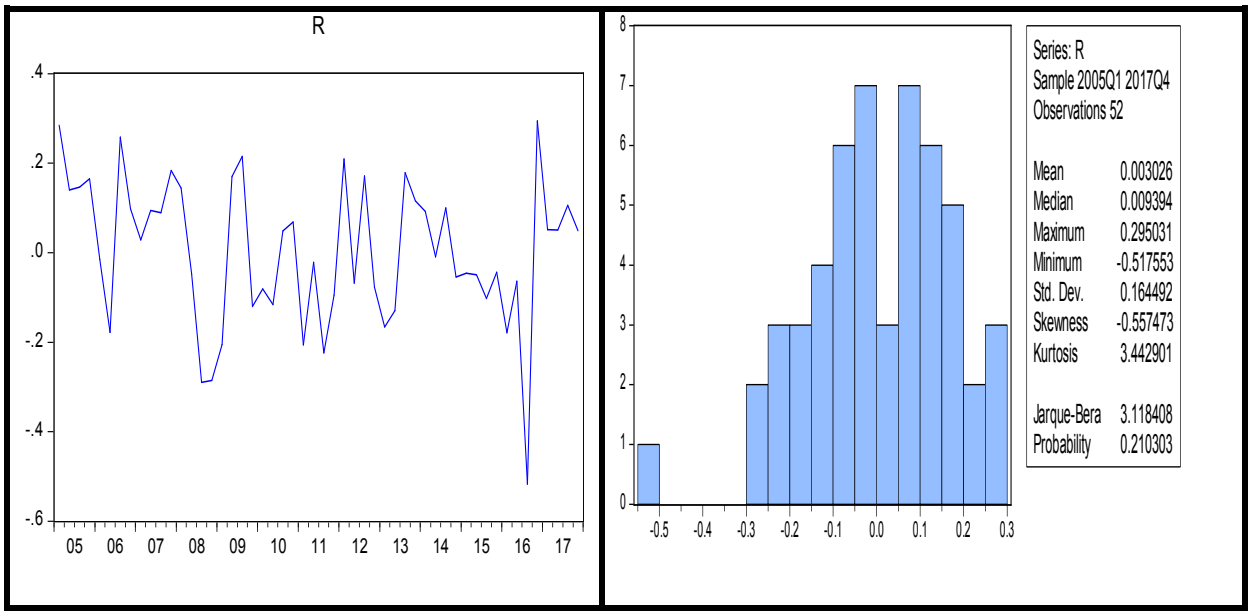
المصدر: تم إعداد الشكل اعتمادا على مخرجات **Eviews07**

ب. **تحليل سلسلة عوائد الأسهم السوقية في السوق المصري:**

بالنسبة لمتغير عوائد الأسهم السوقية في السوق المالي المصري فإن أدنى مستوى لها خلال الفترة المدروسة 2005-2017 سُجل لسنة 2016 والمقدر ب0.44-، بينما سجل أعلى قيمة له في نهاية 2006 وبداية 2007 والمقدرة ب 0.378، في حين سجل مستوى متوسط للفترة ككل، مقدر ب 0.007، ومستوى وسطي مقدر 0.033.

يعبر عن قيم تشتت قيم السلسلة"R" بانحراف معياري قدره 0.15، بالمقابل نجد أن السلسلة تتوزع توزيعا طبيعيا، من خلال مستوى المعنوية الكبير لإحصائية "J-B" المقدرة ب (0.217= (Prob(J-B والذي يفوق 0.05.

الشكل رقم(4-5): التمثيل البياني للسلسلة "R" في السوق المالي المصري



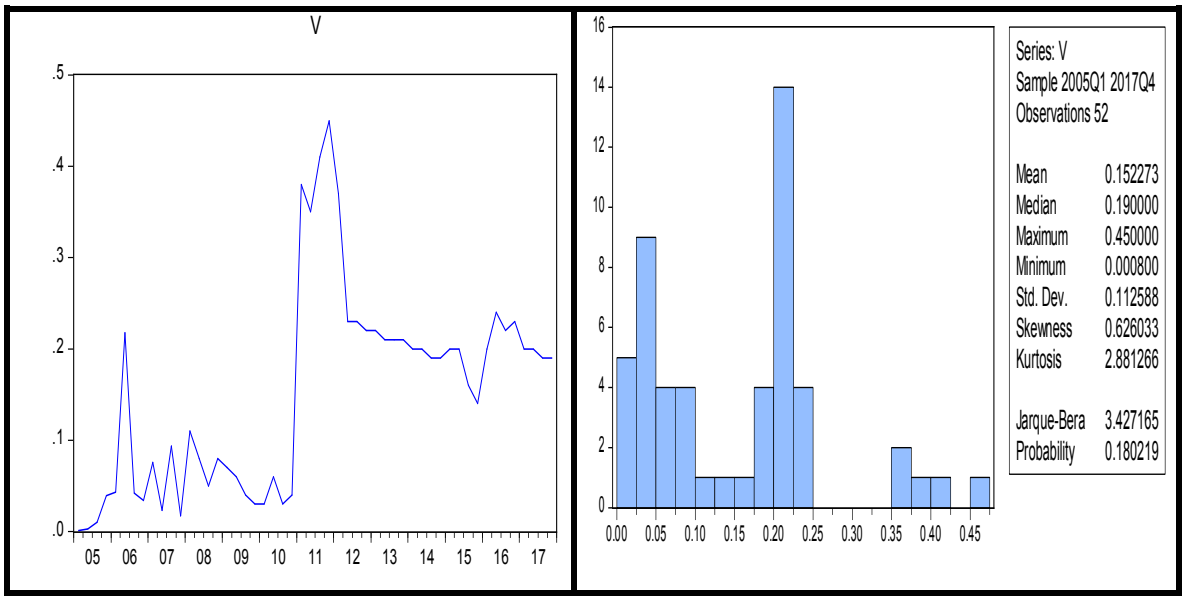
المصدر: تم إعداد الشكل اعتمادا على مخرجات **Eviews07**

1. السوق المالي الجزائري:

أ. تحليل سلسلة حجم التداول في السوق المالي الجزائري:

خلال الفترة المدروسة بلغ متوسط متغير حجم التداول ما قيمته 0.15، حيث سُجلت أدنى قيمة له سنة 2005 والمقدرة ب 0.0008، بينما سُجلت أعلى قيمة مشاهدة في بداية سنة 2012 والمقدرة ب0.45، في حين سُجلت قيمة وسطية قدرها 0.19، بالإضافة إلى توزع قيمها توزيعا طبيعيا، كما تظهره المعنوية الإحصائية العالية لإحصائية الاختبار "J-B" والمقدرة ب(Prob(J-B) =0.18) والذي يفوق 0.05.

الشكل رقم(4–6): التمثيل البياني للسلسلة "V" في السوق المالي الجزائري



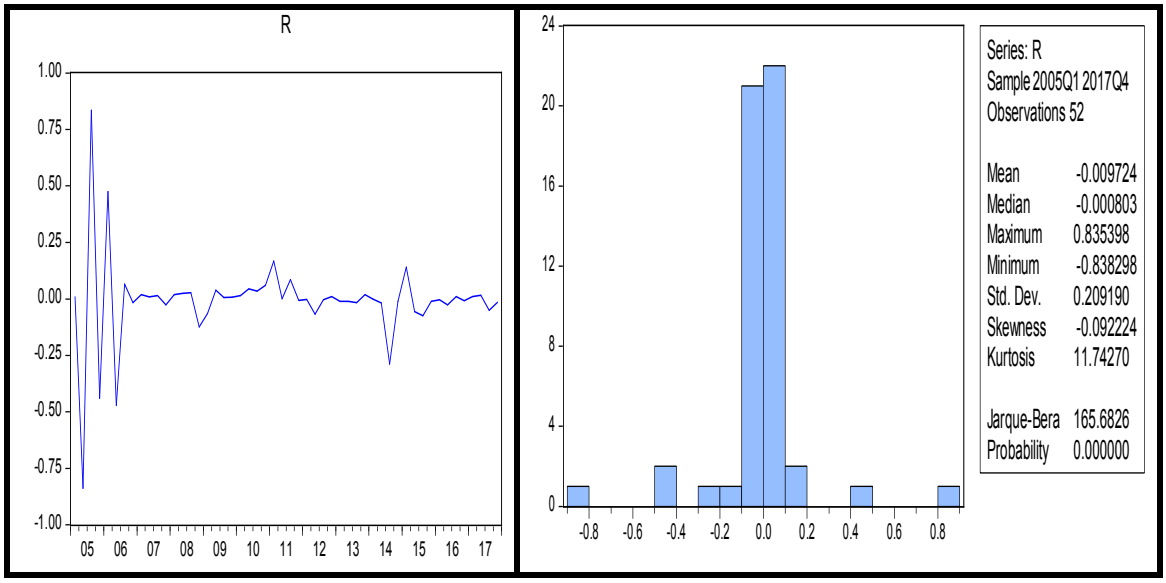
المصدر: تم إعداد الشكل اعتمادا على مخرجات **Eviews07**

ب. **تحليل سلسلة عوائد الأسهم السوقية في السوق المالي الجزائري:**

بالنسبة لمتغير عوائد الأسهم السوقية في السوق المالي الجزائري فإن أدنى مستوى لها خلال الفترة المدروسة 2005-2017 سُجل لسنة 2005 والمقدر ب0.83-، بينما سجل أعلى قيمة له في بداية 2006 والمقدرة ب 0.83، في حين سجل مستوى متوسط للفترة ككل، مقدر ب 0.009-، ومستوى وسطي مقدر – 0.0008.

يعبر عن قيم تشتت قيم السلسلة"R" بانحراف معياري قدره 0.20، بالمقابل نجد أن السلسلة لا تتوزع توزيعا طبيعيا، من خلال مستوى المعنوية لإحصائية "J-B" المقدرة ب (0.000= (Prob (J-B والذي يقل عن 0.05.

الشكل رقم(4–7): التمثيل البياني للسلسلة "R" في السوق المالي الجزائري



المصدر: تم إعداد الشكل اعتمادا على مخرجات **Eviews07**

المطلب الثاني :نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة

كما جرت العادة في حالة التعامل مع السلاسل الزمنية لابد أولا من المرور على اختبارات جذر الوحدة للتعرف على درجات تكامل المتغيرات قيد الدراسة للتعرف على النموذج الأمثل والاختبار الأمثل لتقدير العلاقة بين المتغيرات، ولهذا الغرض سيتم استخدام اختبار ديكي فولر، وللتأكد أكثر من استقرارية السلاسل الزمنية سيتم أيضا تطبيق اختبار فيليبس بيرون (P.P). وبتطبيق هذين الاختبارين على السلاسل الزمنية المستخدمة في الدراسة للفترة 2005-2017، تم الحصول على نتائج التقدير المبينة بالجدول التالي:

الجدول رقم (4–2): نتائج اختبار جذر الوحدة لاستقرار السلاسل الزمنية

النموذج	المتغير		ADF			PP			القرار
			3	2	1	3	2	1	
السوق المالي السعودي	V	المستوى	-3.45 -3.50 (0.055)	-2.20 -1.94 (0.028)	-2.04 -2.91 (0.269)	-3.53 -3.50 (0.0464)	-1.07 -1.94 (0.252)	-1.88 -2.91 (0.336)	
		الفرق 1	-3.77 -3.50 0.026	-3.58 -1.94 (0.0006)	-3.78 -2.92 (0.0057)	-10.80 -3.50 (0.0000)	-9.86 -1.94 (0.0000)	-10.93 -2.92 (0.0000)	I(1)
	R	المستوى	-6.03 -3.50 (0.0000)	-6.17 -1.94 (0.000)	-6.10 -2.91 (0.0000)	-6.003 -3.50 (0.0000)	-6.14 -1.94 (0.0000)	-6.07 -2.91 (0.0000)	I(0)
السوق المالي المصري	V	المستوى	-6.06 -3.50 (0.0000)	-0.83 -1.94 (0.3479)	-5.94 -2.91 (0.0000)	-6.03 -3.50 (0.0000)	-1.69 -1.94 (0.084)	-5.94 -2.91 (0.0000)	I(1)
		الفرق1	-13.15 -3.50 (0.0000)	-13.35 -1.94 (0.0000)	-13.21 -2.92 (0.0000)	-44.33 -3.50 (0.0001)	-29.53 -1.94 (0.0000)	-29.08 -2.92 (0.0001)	
	R	المستوى	-6.26 -3.50 (0.0000)	-6.30 -1.94 (0.0000)	-6.24 -2.91 (0.0000)	-6.24 -3.50 (0.0000)	-6.29 -1.94 (0.0000)	-6.21 -2.91 (0.0000)	I(0)
السوق المالي الجزائري	V	المستوى	-2.80 -3.50 (0.2022)	-1.13 -1.94 (0.2311)	2.50- -2.91 (0.1195)	-2.91 -3.50 (0.1674)	-1.04 -1.94 (0.2648)	-2.51 -2.91 (0.1189)	I(1)
		الفرق1	-8.41 -3.50 (0.0000)	-8.52 -1.94 (0.0000)	-8.46 -2.92 (0.0000)	-8.42 -3.50 (0.0000)	-8.52 -1.94 (0.0000)	-8.47 -2.92 (0.0000)	
	R	المستوى	-8.41 -3.50 (0.0000)	-8.52 -1.94 (0.0000)	-8.46 -2.92 (0.0000)	-8.42 -3.50 (0.0000)	-8.52 -1.94 (0.000)	-8.47 -2.92 (0.0000)	I(0)

المصدر: من إعداد الطالبة بناءا على معطيات الدراسة ومخرجات برنامج**Eviews09**

ملاحظة: حيث تظهر القيم المحسوبة لإحصائية ستيودنت في السطر الأول في الخانات الموافقة لمتغيرات الدراسة في حين تشير القيم المضللة إلى القيم الحرجة (الجدولية) الموافقة لنماذج ADF وPP وهي نفس القيم لكل متغيرات الدراسة، أما القيم الموجودة بين قوسين فتدل على الاحتمال الحرج.

أوضحت نتائج التقدير المتعلقة بالسوق المالي السعودي التي تم الحصول عليها من خلال اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)، عدم سكون القيم الأصلية للسلسلة الزمنية للمتغير(V) عند المستوى(Level)، مما يدل على أن المتغير غير متكامل من الرتبة I(0) إلا أنها استقرت عند أخذ الفرق الأول (1stDifference)، وكذلك الحال بالنسبة لسلسلة المتغير(R)، فهي مستقرة عند المستوى I(0). وبالتالي نستنتج أن السلسلتين، استقرت إحداهما (V)في الفرق الأول I(1)، والأخرى عند المستوى I(0) ولغرض التحقق من النتائج التي تم الحصول عليها عن طريق اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)، تم تطبيق اختبار فيلبس بيرون (P.P) الذي أكدت نتائجه الموضحة بالجدول رقم (4-2) على أن السلسلة الزمنية للمتغير(V) لم تكن مستقرة في المستوى(Level) واستقرت عند تحويلها إلى الفرق الأول(1)I، في حين ظهرت السلسلة الزمنية الخاصة بالمتغير(R) أنها مستقرة في المستوى(0)I أي أنها سلسلة مستقرة عبر الزمن (stationary).

أما نتائج السوق المالي المصري فتبين أن حجم التداول (V) لا يتصف بخاصية السكون عند مستوى (Level)، في نتائج الاختبار (ADF) و اختبار فيلبس (P.P) الذي أكدت نتائجه الموضحة بالجدول على أن السلسلة الزمنية للمتغير حجم التداول (V) لم تكن مستقرة في المستوى(Level) وهي بقيمها المطلقة أعلى من القيم الحرجة ل (mackinnon) عند مستوى المعنوية (0.05)، مما يدل على أن المتغير غير متكامل من الرتبة I(0)، إلا أنها استقرت عند أخذ الفرق الأول (1stDifference)، أما متغير عوائد الأسهم السوقية(R) فهي مستقرة عند المستوى(0)I أي يتصف المتغير(R)بخاصية الإستقرارية (stationary).

في حين أشارت نتائج الاختبار في السوق المالي الجزائري عدم استقرارية القيم الأصلية للسلسلة الزمنية للمتغير(V) عند المستوى(Level)، مما يدل على أن المتغير غير متكامل من الرتبة I(0)إلا أنها استقرت عند أخذ الفرق الأول (1stDifference)، أما متغير عوائد الأسهم السوقية (R)فهي مستقرة عند المستوى I(0).

من خلال نتائج اختباري ديكي فولر الموسع (ADF) وفيلبس بيرون (P.P)، تبين لنا أن السلاسل الزمنية الخاصة بمتغيرات الدراسة غير مستقرة عند نفس الرتبة. ومنه فإن سلاسل متغيرات الدراسة تنقسم إلى قسمين و هما سلاسل مستقرة عند المستوى و أخرى مستقرة من الدرجة الأولى.

ولكن بعد أخذ الفروق الأولى استقر متغير حجم التداول في الأسواق المالية محل الدراسة عند مستوى المعنوية 5%. في حين أن السلسلة الزمنية للمتغير R أظهرت نتائج اختبار جذر الوحدة أنها ساكنة عند المستوى بمعنوية 5% مما يعني أنها متكاملة عند المستوى I(0)، ومنه يمكن في هذه الحالة إجراء المنهجية الأفضل للتكامل المشترك هي منهجية التكامل المشترك باستخدام اختبار الحدود في إطار ARDL.

هذا النموذج يعتبر كبديل لاختبارات التكامل المشترك المعروفة، بحيث يمتاز هذا الاختبار المطور عن باقي الاختبارات لأنه لا يتطلب أن تكون السلاسل الزمنية جميعها متكاملة من الدرجة I(0)أوI(1). فالشرط الوحيد لتطبيق هذا الاختبار هو أن لا تكون درجة تكامل أيا من المتغيرات I(2).

" نموذج ARDL يمكننا من فصل تأثيرات الأجل القصير عن الأجل الطويل حيث نستطيع من خلال هذه المنهجية تحديد العلاقة التكاملية للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة في المديين الطويل والقصير في نفس المعادلة، بالإضافة إلى حجم تأثير كل من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع. أيضا في هذه المنهجية نستطيع تقدير معلمات المتغيرات المستقلة في المديين القصير والطويل. وتعد معلماته المقدرة في المدى القصير والطويل أكثر اتساقا من تلك التي في الطرق الأخرى"[1].

ومنه نموذج ARDL للمعادلة يكتب على الشكل التالي:

$$\Delta V=\alpha_0+\beta_1 V_{t-1}+\beta_2 R_{t-1}+\sum_{i=1}^{n}\gamma_i\,\Delta(V)_{t-i}+\sum_{j=0}^{m}\delta_j\,\Delta(R)_{t-j}+\mu_t$$

حيث:

n عدد فترات إبطاء المتغير التابع.

[1] حكيمة العوفي، زليخة بصدار، **سوق العمل والنمو الاقتصادي نموذج ARDL**، مجلة التنظيم والعمل، المجلد 6، العدد2، 2017، ص63.

m عدد إبطاء المتغير المستقل ويتحدد عدد فترات الإبطاء الأمثل على أساس اقل قيمة لمعيار SC أو أقل قيمة لمعيار AIS وبالتالي فان النموذج يكتب ARDL (n, m) أي أن نموذج ARDL من الرتبة(n, m) .

أولا: اختبار علاقة التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود في الأسواق المالية محل الدراسة:

1. السوق المالي السعودي:

قيمة إحصائية التكامل المشترك هي F= 2.039161 وحدود القيم الحرجة عند مختلف درجات المعنوية المقترحة من قبل Pesaran and al (2001) هي موضحة في الجدول التالي:

جدول رقم (4-3): طريقة منهج الحدود لاختبار التكامل المشترك في السوق المالي السعودي

F-Statistic=2.039161			النتيجة
القيم الحرجة			عدم وجود علاقة تكامل المشترك
	الحد السفلي	الحد العلوي	
%10	4.04	4.78	
%5	4.94	5.73	
%2.5	5.77	6.68	
%1	6.84	7.84	

المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج **Eviews09**

يوضح الجدول أنF-Statistic=2.039161 هي أصغر من الحد العلوي للقيمة الحرجة عند مختلف درجات معنوية(1%، 2.5%، 5%، 10%)، و بالتالي نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة بوجود علاقة توازنية طويلة الأجل.

2. السوق المالي المصري:

قيمة إحصائية التكامل المشترك هيF=6.304552 وحدود القيم الحرجة عند مختلف درجات المعنوية المقترحة من قبل (2001) Pesaran and al هي موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (4-4): طريقة منهج الحدود لاختبار التكامل المشترك في السوق المالي المصري

F-Statistic=6.304552			النتيجة
القيم الحرجة			وجود علاقة تكامل المشترك
	الحد السفلي	الحد العلوي	
%10	4.04	4.78	
%5	4.94	5.73	
%2.5	5.77	6.68	
%1	6.84	7.84	

المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج **Eviews09**

تشير نتائج اختبار الحدود إلى أن إحصائية فيشر المحسوبة أكبر F-statistic =6.304552من القيم الحرجة للحدّ الأعلى عند مستوى معنوية 5%، 10%. وهو ما يجعلنا نرفض فرض العدم القاضي ب" عدم وجود تكامل مشترك "ونقبل الفرض البديل الذي ينص أن" هناك علاقة توازنية طويلة المدى "بين متغيرات الدراسة.

❖ تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)

بعد التأكد من وجود علاقة طويلة الأجل بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في السوق المالي المصري، سوف نقوم بتقدير معالم هذه العلاقة وفقا لمنهجيةARDL. اعتمادا على معيار (Schwarz Bayesian Criterion)تم تحديد فترات التباطؤ، وتبين أن النموذج(2,0) هو النموذج الأمثل .نتائج التقدير في المديين القصير و الطويل هي موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (4–5): تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة(2,0)

ARDL Cointegrating And Long Run Form
Dependent Variable: V
Selected Model: ARDL(2, 0)
Date: 08/09/18 Time: 19:08
Sample: 2005Q1 2017Q4
Included observations: 50

Cointegrating Form

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V(-1))	-0.272996	0.144265	-1.892326	0.0648
D(R)	0.047258	0.048380	0.976821	0.3338
CointEq(-1)	-0.599506	0.188726	-3.176598	0.0027

Cointeq = V - (0.0788*R + 0.1462)

Long Run Coefficients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R	0.078829	0.089630	0.879492	0.3837
C	0.146219	0.012564	11.637658	0.0000

المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج **Eviews09**

3. السوق المالي الجزائري:

قيمة إحصائية التكامل المشترك هي F=6.464071 وحدود القيم الحرجة عند مختلف درجات المعنوية المقترحة من قبل Pesaran and al (2001) هي موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (4–6): طريقة منهج الحدود لاختبار التكامل المشترك في السوق المالي الجزائري

النتيجة	**F-Statistic=6.464071**		
وجود علاقة تكامل المشترك	**القيم الحرجة**		
	الحد العلوي	الحد السفلي	
	4.78	4.04	**%10**
	5.73	4.94	**%5**
	6.68	5.77	**%2.5**
	7.84	6.84	**%1**

المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج **Eviews09**

تشير نتائج اختبار الحدود إلى أن إحصائية فيشر المحسوبة أكبر F-statistic =6.304552من القيم الحرجة للحدّ الأعلى عند مستوى معنوية 5%، 10%. وهو ما يجعلنا نرفض فرض العدم القاضي ب" عدم وجود تكامل مشترك "ونقبل الفرض البديل الذي ينص أن" هناك علاقة توازنية طويلة المدى "بين متغيرات الدراسة حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في السوق المالي الجزائري، وجود هذا الارتباط بين المتغيرين على المدى الطويل يدلّ على ضعف الأسواق المالية (بورصة الجزائر) في الجزائر وهو ما يتماشى ومعطيات الواقع.

❖ تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)

بعد التأكد من وجود علاقة طويلة الأجل بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في السوق المالي الجزائري، سوف نقوم بتقدير معالم هذه العلاقة وفقا لمنهجيةARDL. اعتمادا على معيار (Schwarz Bayesian Criterion)تم تحديد فترات التباطؤ، وتبين أن النموذج(1,1) هو النموذج الأمثل .نتائج التقدير في المديين القصير و الطويل هي موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (4–7): تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة(1,1)

ARDL Cointegrating And Long Run Form
Dependent Variable: V
Selected Model: ARDL(1, 1)
Date: 08/09/18 Time: 19:29
Sample: 2005Q1 2017Q4
Included observations: 51

Cointegrating Form

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(R)	0.101928	0.058244	1.750020	0.0866
CointEq(-1)	-0.210017	0.079003	-2.658332	0.0107

Cointeq = V - (1.2458*R + 0.1814)

Long Run Coefficients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R	1.245803	0.688358	1.809819	0.0767
C	0.181411	0.044042	4.119031	0.0002

المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج **Eviews09**

المطلب الثالث: نتائج اختبار العلاقة الترابطية (Contemporaneous)

يبين الجدول رقم (4-8)نتائج اختبار العلاقة الارتباطية بين متغير حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة (السعودية، مصر، الجزائر) وذلك بتقدير المعادلة التالية:

$$V = \alpha + \beta R + \varepsilon \ldots\ldots 1$$

الجدول رقم (4–8): نتائج اختبار العلاقة الارتباطية بين متغيري حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة.

المتغيرات		A	B	R^2	$r= \sqrt{R^2}$
السوق المالي السعودي	V	0.312891	-0.142522 (-0.870536*) (0.3882) **	0.014930	**0.1221**
	R				
السوق المالي المصري	V	0.143773	0.006411 (0.137651)* (** 0.8911)	0.000379	**0.01946**
	R				
السوق المالي الجزائري	V	0.152244	-0.002986 (-0.039228)* (0.9689)**	0.000031	**0.0055**
	R				

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews 7.

* قيمة Tالمحسوبة

** قيمة الاحتمال الموافقة لT عند مستوى المعنوية 1%، 5%، 10%.

حيث تُظهر النتائج أنه لا توجد علاقة ارتباط بين متغير حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة(السوق المالي السعودي، السوق المالي المصري، السوق المالي الجزائري) خلال الفترة المدروسة 2005-2017 عند مستوى المعنوية1%، 5%، 10%، حيث أن قيمة T المحسوبة أقل من قيمة T المجدولة(قيمة الاحتمال الموافقة ل T) عند مستويات المعنوية السابقة أي أن قيمة الاحتمال

الموافقة لT أكبر من 1%، 5%، 10%، وهذا يعني قبول الفرضية العدمية القائلة بعدم وجود علاقة ارتباط بين المتغيرين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية ورفض الفرضية البديلة بوجود علاقة ارتباطية بين المتغيرين.

ويمكن التأكد من ذلك من خلال مصفوفة الارتباط التالية:

- ✓ **مصفوفة الارتباط Corrélatio**: هدف مصفوفة الارتباط هو معرفة مدى قوة ارتباط متغيرات الدراسة فيما بينها.

أ. السوق المالية السعودية:

الشكل رقم(4–9): مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة في السوق المالي السعودي

	V	**R**
V	1	**-0.128**
R	-0.128	**1**
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج **Eviews7**		

من الجدول أعلاه نلاحظ أن علاقة الارتباط بين حجم التداولV و عوائد الأسهم السوقيةR ضئيلة أو معدومة، حيث بلغت درجة الارتباط بينهما 0.12- ، أي أنها تقع في مجال -0.3، +0.3، بالتالي أن مصفوفة الارتباط تثبت عدم وجود أي علاقة ارتباط بين متغير V وR في السوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من 2005-2017.

ب. السوق المالي المصري:

الشكل رقم(4–10): مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة في السوق المالي المصري

	V	**R**
V	1	**0.046**
R	0.046	**1**
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews7		

من الجدول أعلاه نلاحظ أن علاقة الارتباط بين حجم التداولV و عوائد الأسهم السوقيةR ضئيلة أو معدومة، حيث بلغت درجة الارتباط بينهما 0.046 ، أي أنها تقع في مجال -0.3، +0.3، بالتالي أن مصفوفة الارتباط تثبت عدم وجود أي علاقة ارتباط بين متغير V وR في السوق المالي المصري خلال الفترة الممتدة من 2005-2017.

ت. السوق المالي الجزائري:

الشكل رقم(4–11): مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة في السوق المالي الجزائري

	V	**R**
V	1	**-0.005**
R	-0.005	**1**
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews7		

من الجدول أعلاه نلاحظ أن علاقة الارتباط بين حجم التداولV و عوائد الأسهم السوقيةR ضئيلة أو معدومة، حيث بلغت درجة الارتباط بينهما 0.005- ، أي أنها تقع في مجال -0.3، +0.3، بالتالي أن مصفوفة الارتباط تثبت عدم وجود أي علاقة ارتباط بين متغير V (حجم التداول) وR (عوائد الأسهم السوقية) في السوق المالي الجزائري خلال الفترة الممتدة من 2005-2017.

المطلب الرابع: نتائج اختبار العلاقة السببية

بعد أن تم تحليل العلاقة الارتباطية بين متغيرات الدراسة سيتم في هذا الجزء تحليل العلاقة السببية واتجاهها بين المتغيرات وذلك باستخدام اختبار "جرانجر**Granger**" وبناءا على ما تم طرحه في فرضيات الدراسة فإن العلاقة السببية تأخذ أحد الأشكال التالية:

- إن حجم التداول يسبب التغير في عوائد الأسهم السوقية أي أن العلاقة السببية تتجه من حجم التداول إلى عوائد الأسهم.
- إن عوائد الأسهم تسبب التغير في حجم التداول أي أن العلاقة السببية تتجه من عوائد الأسهم السوقية إلى حجم التداول.
- إن هناك علاقة سببية ثنائية بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية.

ويتم تحليل العلاقة السببية من خلال تقدير المعادلتين التاليتين:

$$V_t = \lambda_0 + \sum_{i=1}^{m} \lambda_i R_{t-1} + \sum_{j=1}^{n} \delta_{ji} V_{t-1} + \varepsilon_{1t} \quad \ldots\ldots 2$$

$$R_t = \gamma_0 + \sum_{i=1}^{m} \gamma_i R_{t-1} + \sum_{i=1}^{n} \beta_i V_{t-j} + \varepsilon_{2t} \quad \ldots\ldots 3$$

وتقوم المعادلة رقم (1) بتحديد ما إذا كانت العلاقة السببية تتجه من المتغير (عائد السهم) إلى المتغير حجم التداول في حين أن المعادلة رقم (2) تستخدم في تحديد ما إذا كانت العلاقة السببية تتجه من المتغير حجم التداول إلى المتغير عائد السهم ويتم استخدام إحصائية (F) لتحديد العلاقة السببية بين المتغيرين.

إن اختبار السببية لجرانجر يسمح بتحديد اتجاه العلاقة السببية بين متغيري الدراسة، ويعتمد على اختبار فرضي العدم التاليين: H_0 : V لا يسبب R و H_0 :R لا يسبب V، وتقبل فرضية العدم عندما تكون قيمة الاحتمال الموافقة لإحصائية فيشر أكبر من 1%، 5%، 10%. ويبين الجدول رقم(4-12) نتائج اختبار العلاقة السببية بين متغير حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة (السعودية، مصر، الجزائر) خلال الفترة (2005-2017).

الجدول رقم(4–12): نتائج اختبار العلاقة السببية بين متغيري حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة.

اسم السوق المالي	فرضية العدم	قيمة F المحسوبة	قيمة الاحتمال الموافقة لـ F	النتيجة
السوق المالي السعودي	V لا يسبب R	0.5440	0.6379	نقبل H_0
	R لا يسبب V	0.26390	0.7692	نقبل H_0
السوق المالي المصري	V لا يسبب R	0.3096	1.2034	نقبل H_0
	R لا يسبب V	0.27127	0.7636	نقبل H_0
السوق المالي الجزائري	V لا يسبب R	1.15051	0.3256	نقبل H_0
	R لا يسبب V	2.13885	0.1296	نقبل H_0

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات **Eviews 9**.

و يتم الحكم على نتائج اختبار السببية بالإعتمادعلى القيمة الاحتمالية، و من خلال استقراء النتائج الموضحة في الجدول رقم (4-12)، فإن نتائج اختبار السببية لجرانجر كانت كما يلي:

حيث تشير النتائج إلى عدم وجود علاقة سببية تتجه من عوائد الأسهم السوقية إلى حجم التداول في الأسواق المالية العربية محل الدراسة(سوق السعودية للأوراق المالية، سوق مصر للأوراق المالية، سوق الجزائر للأوراق المالية) عند مستوى المعنوية 1%، 5%، 10%، مما يعني قبول الفرضية العدمية المتمثلة بعدم وجود علاقة سببية بين المتغيرين ورفض الفرضية البديلة بوجود علاقة سببية تتجه من عوائد الأسهم السوقية إلى حجم التداول في الأسواق المالية العربية محل الدراسة.

أما فيما يتعلق باتجاه العلاقة السببية من حجم التداول إلى عوائد الأسهم السوقية فتظهر النتائج المبنية في الجدول أنه لا يوجد علاقة تتجه من حجم التداول إلى عوائد الأسهم السوقية في أي من الأسواق الثلاث عند مستوى المعنوية 1%، 5%، 10% وهذا يؤدي إلى قبول الفرضية العدمية القائلة بعدم وجود علاقة سببية بين المتغيرين ورفض الفرضية البديلة بوجود علاقة سببية تتجه من حجم التداول إلى عوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة.

وهي نتيجة منطقية حيث أن معدلات النمو في الأسواق المالية العربية مازالت منخفضة مقارنة مع الدول الغربية، حيث تتميز الأسواق المالية العربية بخصائص مشتركة من حيث ضيق نطاقها وقصور هياكلها المؤسسية وأطرها التشريعية وافتقارها إلى متطلبات الشفافية، بإسقاط هذه النتائج على واقع الأسواق المالية المصرية حيث عرف السوق انخفاض عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري خلال فترة الدراسة. إذ يعود السبب في هذا الانخفاض إلى خروج العديد من الشركات نتيجة لتأثيرات الأزمة المالية العالمية وللأسباب السياسية التي شهدتها السوق المصرية، في حين بدأ مؤشر القيمة السوقية يتراجع بسبب الأزمة المالية العالمية ومن ثم ثورة الربيع العربي سنة 2010.

وبإسقاط هذه النتائج على واقع الأسواق المالية الجزائرية يتضح مدى الركود الذي يعرفه هذا القطاع الحيوي، الذي من المفروض أن يكون بمثابة القوة الدافعة للاقتصاد والتنمية من أجل تقليل الاعتماد على النفط، وهذا دليل على عدم فعالية الأسواق المالية الجزائرية في قيامها بالدور الاقتصادي الذي أنشئت من أجله. بالإضافة أن بورصة الجزائر تحتل أقل قيمة تداول نظرا لمحدودية الأسهم المتداولة فيها وغياب التنويع في الأوراق المالية المتداولة، فضلا عن الإقبال الضعيف عليها من قبل المستثمرين. لهذا وجب على الجزائر أن تفعل هذا السوق بتبني سياسة تنموية على عدة مستويات فهي لابد أن تأخذ في الحسبان عدة أبعاد ذات العلاقة بالمناخ الاستثماري الملائم، الذي يحقق من خلال توليفة من الإجراءات الاستعجالية على المدى المتوسط والطويل.

خاتمة الفصل:

خُصص هذا الفصل للجانب التطبيقي لهذا البحث، حيث أنصب محور اهتمام هذا الفصل على تناول استقرارية سلاسل متغيرات الدراسة حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية باعتبارها شرطا أساسيا قبل القيام بأي دراسة قياسية مع تقديم صورة وصفية للمسار الذي سلكته سلاسل متغيراتها الرئيسية الممثلة لها كانت مدعومة بتحليل إحصائي من خلال الاعتماد على المقاييس الإحصائية الوصفية الموجهة لهذا الغرض، بحيث تم التوصل إلى استقراريتها، حيث استقر حجم التداول بعد إجراء الفرق الأول على عكس عائد السهم استقر عند المستوى. وبتطبيق نموذج ARDL باستخدام اختبار الحدود تبين أنهما متكاملين تكاملا مشتركا وتوجد بينهما علاقة توازنية طويلة الأجل وهذا في كل من سوقي مصر والجزائر للأوراق المالية على عكس السوق المالي السعودي، كما أظهرت النتائج أنه لا توجد علاقة ارتباط بين متغير حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة(السوق المالي السعودي، السوق المالي المصري، السوق المالي الجزائري) خلال الفترة المدروسة 2005-2017، في حين كشف اختبار جرانجر للسببية عن عدم وجود علاقة سببية بين المتغيرين. وبإسقاط هذه النتائج على واقع الأسواق المالية العربية محل الدراسة يمكن إرجاع هذه الاختلافات في النتائج إلى حجم السوق وإلى التقييدات التي تفرضها بعض الدول على حركة التداول والتغير في الأسعار في أسواقها المالية.

خاتـــــــمة

مما لاشك فيه أن التحولات الاقتصادية العالمية التي شهدتها المنظومة الاقتصادية العالمية منذ العقود الأربعة الماضية قد أعطت دفعا قويا لوتيرة العولمة الاقتصادية كسمة مميزة لها وظاهرة تلاشت معها الحدود واختصرت المسافات بفعل التطور الكبير الذي عرفته وسائل النقل وتكنولوجيات المعلومات والاتصال وتم تحرير تدفقات رؤوس الأموال بمختلف أشكالها والسلع والخدمات بين مختلف الدول والمناطق، ومن ثم خلفت ورائها واقعا جديدا تجسد في تنامي حدة التحرر وانفتاح الاقتصاديات ومعها الأسواق المالية التي أضحت مرتبطة ببعضها البعض بشكل أوثق من ذي قبل وكأنها سوق عالمية وحيدة ومتكاملة.

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصا متنوعة لتوظيف مدخراتهم وتسهل للشركات إيجاد مصادر تمويل متنوعة.

رغم أن لكل سوق من أسواق المال العربية خصوصية تنبثق من ظروف نشأتها، إلا أنها تتميز بخصائص مشتركة من حيث ضيق نطاقها وقصور هياكلها المؤسسية وأطرها التشريعية وافتقارها إلى متطلبات الشفافية، مما جعل أدائها يتسم بالتدني وعدم تحقيق الأهداف المنتظرة منها مقارنة بنظيراتها من الأسواق المالية المتقدمة.

أولا: نتائج الدراسة

وقد كانت النتائج المتوصل إليها من خلال العرض النظري والاختبارات الإحصائية ما يدعم الفرضيات المصاغة وما يتناقض معها، بعد الاستعراض الوصفي والتحليلي للإطار النظري للدراسة من خلال إعطاء نظرة حول الأسواق المالية عامة والأدوات المتداولة فيها وأهمية المعلومات في السوق المالي وعلاقتها بالكفاءة، وكذا كيفية تقييم الأسهم ومفهوم حجم التداول والعوامل المؤثرة فيه، إضافة إلى إعطاء نظرة حول الأسواق المالية محل الدراسة المتمثلة في سوق السعودية، سوق مصر و سوق الجزائر، حيث تبين من خلال تطبيق المؤشرات المعتمدة، ومنها عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية، أحجام التداول، عدد الأسهم المتداولة ومعدل دوران سهم. وبعد أخذ صورة مبسطة حول تلك الأسواق حاولنا دراسة العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية، حيث تم التأكد من النتائج بالاعتماد على مجموعة من الأدوات الإحصائية والقياسية ذات الصلة بالموضوع المتمثلة في اختبار جذر الوحدة من خلال اختبار ADF،PP، إضافة إلى إثبات أو نفي علاقة التكامل المشترك بينها

باستخدام نموذج ARDL لاختبار منهج الحدود في الأجلين الطويل والقصير، وبعد ذلك تم تحليل العلاقة الارتباطية والعلاقة السببية بين المتغيرين واتجاهها.

و خلصت الدراسة إلى جملة من النتائج هي:

❖ **نتائج الدراسة التحليلية:**

- يمكن التعبير عن حجم التداول بعدة مقاييس وهي: قيمة الأسهم المتداولة، عدد أيام التداول، عدد الأسهم المتداولة، عدد الصفقات ومعدل دوران السهم.
- عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية محل الدراسة يعرف نموا من سنة لأخرى، مما يدل على اتجاه نحو زيادة حجم السوق بشكل يساهم مستقبلا في زيادة كفاءتها، هذه النتيجة تم تسجيلها بالنسبة للسوق المالي السعودي.
- بالنسبة لمؤشر القيمة السوقية فيمكن القول أن كل من سوق السعودية وسوق مصر المدروسة كانت تتمتع بقدر من السيولة في حين كانت نسبة السيولة تتفاوت من سوق لآخر. أما فيما يخص حجم التداول فقد سجلت على العموم نمو ايجابي في معظم الأسواق المالية محل الدراسة وبقيم متفاوتة.
- نستنتج من مؤشرات كفاءة الأسواق المالية أن بورصة الجزائر مازالت بعيدة جدا بالمقارنة بالبورصات المجاورة فقوة البورصة تستمد من حجم وعدد الشركات المدرجة وقوتها الإقتصادية في تمويل النشاط الإقتصادي ويتضح أن بورصة الجزائر تعد أصغر بورصة مقارنة مع نظيراتها، وبالتالي فمن حيث مؤشر عدد الشركات المدرجة تبقى بورصة الجزائر بعيدة عما وصل إليه سوقي السعودية ومصر.

❖ **نتائج الدراسة القياسية:**

- تم استخدام اختبار جذر الوحدة لفحص خواص السلسلة الزمنية للمتغيرين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية محل الدراسة(السعودية، مصر، الجزائر) للفترة من 2005-2017 وتبين أن السلسلة الزمنية لحجم التداول للأسواق الثلاث غير مستقرة في المستوى ولكنها مستقرة في الفرق الأول. على عكس السلسلة الزمنية الخاصة بعوائد الأسهم السوقية فهي مستقرة عند المستوى.
- بتطبيق نموذج ARDL باستخدام اختبار الحدود تبين أن المتغيرين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية متكاملين تكاملا مشتركا وتوجد بينهما علاقة توازنية طويلة الأجل وهذا في كل من سوقي مصر والجزائر للأوراق المالية على عكس السوق المالي السعودي.

- أظهرت النتائج أنه لا توجد علاقة ارتباط بين متغير حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة(السوق المالي السعودي، السوق المالي المصري، السوق المالي الجزائري) خلال الفترة المدروسة 2005-2017.
- بينت الدراسة عدم وجود علاقة سببية (Causality) تتجه من حجم التداول إلى عوائد الأسهم السوقية أو من عوائد الأسهم السوقية إلى حجم التداول في الأسواق المالية محل الدراسة الثلاث: السوق المالي السعودي، السوق المالي المصري، بورصة الجزائر.

وخلصت الدراسة إلى أن الاختلاف في النتائج التي تم التوصل إليها في الأسواق المالية العربية محل الدراسة مع النتائج التي تم التوصل إليها في الأسواق المتطورة قد يرجع إلى صغر حجم هذه الأسواق وإلى القيود التي تفرضها بعض الدول على حركة التداول والتغير في الأسعار.

ثانيا: اختبار الفرضيات

بالنسبة **للفرضية الأولى** تتصف الأسواق المالية العربية محل الدراسة بكفاءة مؤشراتها خلال الفترة المدروسة فهي **خاطئة** حيث لاحظنا من خلال بحثنا هذا أن الفرضية الأولى محققة في السوق المالي السعودي وذلك من خلال إرتفاع عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة ليبلغ 176شركة سنة 2016 بعد أن كان لا يتجاوز 77 شركة فقط سنة 2005 والذي يعد محصلة لقيد شركات جديدة، ويظهر هذا التزايد في عدد الشركات المدرجة إتساع حجم السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة وزيادة قاعدته الاستثمارية وهذا ما يؤثر إيجابا على درجة كفاءته. أما في السوق المالي المصري فإن الفرضية الأول غير محققة خلال الفترة المدروسة حيث نجد انخفاض عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري خلال فترة الدراسة ليبلغ 222شركة سنة 2016 بعد أن كان عدد الشركات 744 شركة سنة 2005، إذ يعود السبب في هذا الانخفاض إلى خروج العديد من الشركات نتيجة لتأثيرات الأزمة المالية العالمية وللأسباب السياسية التي شهدتها السوق المصرية. أما في السوق المالي الجزائري الفرضية الأولى غير محققة وهذا راجع لقلة عدد الشركات المدرجة، و هي التي تحتل أقل قيمة تداول نظرا لمحدودية الأسهم المتداولة فيها وغياب التنويع في الأوراق المالية المتداولة، فضلا عن الإقبال الضعيف عليها من قبل المستثمرين.

وفيما يخص **فرضية** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية و موجبة بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة فهي **خاطئة** لأن ما توصلنا إليه من خلال إختبار العلاقة الارتباطية

باستعمال برنامج **Eviews 7** أنه لا توجد علاقة ارتباط بين متغير حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة(السوق المالي السعودي، السوق المالي المصري، السوق المالي الجزائري) خلال الفترة المدروسة2005-2017.

وفي **فرضية** لا يسبب حجم التداول أي عوائد للأسهم السوقية في الأسواق المالية العربية محل الدراسة **صحيحة** هذا ما توصلنا إليه من خلال استخدام اختبار "جرانجر**Granger**" للسببية ضمن برنامج **Eviews 9**

.

أما **فرضية** لا تسبب عوائد الأسهم السوقية أي تأثير على حجم التداول في الأسواق المالية العربية محل الدراسة **صحيحة** حيث تم التوصل إلى أن عوائد الأسهم السوقية لا يسبب أي حجم التداول في الأسواق المالية الثلاث وهذا ما تم تأكيده من خلال استخدام اختبار "جرانجر**Granger**" للسببية ضمن برنامج **Eviews 9**.

ثالثا: التوصيات

- إجراء المزيد من الدراسات على الأسواق المالية العربية بالأخد بعين الاعتبار الفترة الزمنية للدراسة ونطاق البيانات وزيادة حجم العينة وإضافة متغيرات أخرى إلى المتغيرات الحالية.
- دراسة العلاقة بين أحجام التداول وعوائد الأسهم السوقية في الأسواق المالية باستخدام منهجيات إحصائية أخرى مختلفة عما أستخدم في هذه الدراسة.
- العمل على زيادة قدرة الأسواق العربية في الاقتصاد، حيث أن معدلات النمو مازالت منخفضة مقارنة مع الدول الغربية وذلك بتعديل التشريعات التنظيمية للعملية الاستثمارية وزيادة معايير الشفافية والإفصاح بشكل يؤدي إلى زيادة ثقة المتعاملين.
- تنويع الاستثمار في الأدوات المالية المختلفة وخاصة بالنسبة للأدوات النقدية والمشتقات حيث إن الخطوات في هذا الاتجاه لازالت متواضعة.
- الحرص المستمر على تحديث الأنظمة التقنية للسوق بهدف تقديم خدمات ذات كفاءة عالية في تنفيذ عمليات التداول، والتسجيل والإيداع والمراقبة وأنظمة توزيع بيانات ومعلومات السوق.

رابعا: أفاق الدراسة

بما أنه لا يمكن الإلمام بمختلف جوانب الموضوع المتشابكة والواسعة، نترك آفاق البحث مفتوحة لدراسات أخرى مستقبلا والتي يمكن أن تتناول الإشكاليات التالية:

- أثر حجم التداول على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة الجزائر؛
- إعادة إجراء هذه الدراسة بتوسيع فترة الدراسة أو تحديد قطاع معين(المالي)للعينة المدروسة؛
- العوامل المؤثرة في حجم التداول في الأسواق المالية العربية–دراسة قياسية– ؛
- إعادة إجراء هذه الدراسة من خلال إضافة متغيرات أخرى إلى المتغيرات الحالية؛
- دراسة دور تطوير واختبار استراتيجيات التداول في تفعيل آلية التداول في الأسواق المالية العربية .

قائـــــمة المراجـــــع

أولا: قائمة المراجع باللغة العربية

1-الكتب:

1. أحمد صالح عطية، **مشاكل المراجعة في أسواق المال**، دار الجامعية، بدون طبعة، 2003.
2. أحمد محمد لطفي، **معاملات البورصة بين النظم النوعية و الأحكام الشرعية**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية مصر، 2006.
3. أدهم إبراهيم جلال الدين، **الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورهما في تمويل التنمية الاقتصادية**، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، القاهرة(مصر)، ط1، 2014.
4. أرشد فؤاد التميمي"**الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**"، دار الباروزي، عمان، ط1، 2010.
5. أرشد فؤاد التميمي، أسامة سلام، **الاستثمار بالأوراق المالية– تحليل وإدارة**، دار الميسر للنشر والطباعة، دط الأردن، 2004.
6. أسماء بلميهوب، **البورصة كمصدر تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة–دراسة تجارب أجنبية–**، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، ط1، 2016.
7. إسماعيل السيدة عبد الفتاح، **الأسواق المالية**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر،دط، 2009
8. إيهاب الدسوقي، **اقتصاديات كفاءة البورصة**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2000
9. بن الضيف محمد عدنان، **مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية**، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط1 2013.
10. حسنى عبد السميع إبراهيم، **أحكام البورصة والتورق من منظور الفقه الإسلامي والاقتصاد المعاصر–دراسة فقهية مقارنة**–دار الفكر الجامعي، الإسكندرية(مصر)، ط1، 2013.
11. حسين بني هاني، **الأسواق المالية طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة**، دار مكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان ط1، 2014.
12. حسين علي بخيت، حر فتح الله، الإقتصاد القياسي، الباروزي للنشر والتوزيع، عمان(الأردن)، 2007.
13. حسين محمد مصلح محمد، عوني سالم النقراشي، **التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية وعلاقته بآليات السوق دراسة مقارنة طبقا لأحكام القانون الفرنسي–المصري–الكويتي**، جامعة بنها، ط1، 2016.
14. حمدى عبد العظيم، **اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم**، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية (مصر)، دط، 2012.
15. خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، **مدخل إلى الأسواق المالية**، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة العربية، ، 2013.
16. دريد كمال آل شبيب، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، الباروزي، الأردن عمان، الطبعة العربية 2،2009.

17. رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، خالد أحمد فرحان المشهداني، **إدارة المؤسسات المالية والمصرفية**، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة العربية، 2015.
18. رائد محمود أبو طربوش، **الاحتيال والبورصة العالمية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2010.
19. زياد رمضان، مروان شموط، **الأسواق المالية**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، ط3، 2014.
20. سيد طه عبد، بدوي محمد،" **عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية، والآجلة من الوجهة القانونية**"، دار النهضة العربية، مصر، 2001.
21. السيد عليوه، **تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية**، دار الأمين للنشر والتوزيع،الإسكندرية، دط، 2006.
22. شقيري نوري موسى وآخرون، **المؤسسات المالية المحلية والدولية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، ط2 2011.
23. شمعون شمعون،" **البورصة –بورصة الجزائر**"، الطبعة الثانية، دار هومة ، الجزائر، 1998.
24. صالح تومي، مدخل لنظرية الاقتصاد القياسي، ديوان المطبوعات الجامعية، ج2، الجزائر، 1999.
25. صلاح الدين حسن السيسي، **بورصات الأوراق المالية(الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)**، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، القاهرة، ط1، 2003.
26. طارق عبد العال حماد، **دليل التعامل في البورصة**، الدار الجامعية، الإسكندرية، دط، 2007.
27. الطاهر حردان، **أساسيات الاستثمار**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، 2012.
28. الطاهر لطرش، **تقنيات البنوك**، دار المطبوعات الجامعية، بن عكنون (الجزائر)، ط6، 2006
29. عادل عبد الفضيل عيد، **الصكوك الاستثمارية الإسلامية دراسة مقارنة**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، دط 2015.
30. عاطف وليم اندرواس، **أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2007.
31. عباس حيدر، عبد الله الجنابي، **الأسواق المالية والفشل المالي**، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان(الأردن)، ط1 2016.
32. عبد الحميد عبد المطلب، **مبادئ وسياسات الاستثمار**، الدار الجامعية، الأردن ط1، 2001
33. عبد الرحمان توفيق، **استراتيجيات الاستثمار وإدارة الأموال، مركز الخبرات المهنية للإدارة**، بيميك، 2016.
34. عبد الرحمان توفيق، **البورصات المالية وتكوين محافظ الاستثمار**، خبراء مركز الخبرات المهنية للإدارة، بيمك، دط 2016.
35. عبد الغفار حنفي" **الاستثمار في الأوراق المالية (الأسهم ، السندات ، وثائق الاستثمار و الخيارات** "الدار الجامعية ، الإسكندرية ،مصر ،2000.

36. عبد الغفار حنفي، رسيمة قرياقص، **السوق والمؤسسات المالية**، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، دط مصر،2001

37. عبد القادر السيد متولي، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، دار الفكر، عمان، ط1، 2010.

38. عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية(البورصة)**، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2007

39. عصران جلال عصران، **الاستثمار والتمويل واستراتيجيات تسعير الأوراق المالية**، دار التعليم الجامعي،الإسكندرية ،دط، 2012..

40. عصران جلال عصران، **تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية مدخل مقارن**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، دط، 2010.

41. علاء الدين احمد جبر، **بورصة الأوراق المالية**، الهيئة المصرية العامة للكتاب، بدون طبعة، مصر، 2007.

42. علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، **إدارة البورصات المالية**، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، الأردن(عمان) الطبعة العربية1، 2012.

43. علي مكيد، **الاقتصاد القياسي دروس ومسائل محلولة**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.

44. فاخر عبد الستار حيدر، **التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي**، دار المريخ للنشر الرياض، المملكة العربية السعودية، 2002.

45. فيصل محمود الشواوره، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية مع مدخل مقترح لتقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية في بورصة الأوراق المالية بالتطبيق على بورصة عمان**، دار وائل للنشر، عمان ط1، 2008.

46. قيصر عبد الكريم الهيتي، **أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)**، دار رسلان سوريا(دمشق)، دط، 2009.

47. محمد الحناوي، وآخرون، **الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر**، المكتب الجامعي الحديث، دط، الإسكندرية 2007.

48. محمد السيد البدوي الدسوقي طلحة، **قواعد الاستثمار الناجح**، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، د ط، 2012.

49. محمد حلمي عبد التواب، ، **البورصة المصرية والبورصات العالمية**، مؤسسة الطوبجي، مصر، د ط، 2004.

50. محمد شيخي ، **طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات**، دار مكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، ط1 2012

51. محمد صالح الحناوي وآخرون، **الاستثمار في البورصة مدخل اتخاذ القرارات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون طبعة 2009.

52. محمد صالح الحناوي وآخرون، **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،دط، 2002.

53. محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، **الاستثمار في سوق الأوراق المالية**، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2013.

54. محمد صالح الحناوي، وآخرون، **تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية**، المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية ، دط، 2007.

55. محمد عبد الحميد عطية، **الاستثمار في البورصة** ، دار التعليم الجامعي،الإسكندرية(مصر)، ، د ط، 2011.

56. محمد عبده، محمد مصطفى،" **تقييم الشركات والأدوات المالية لأغراض التعامل في البورصة**"، الدار الجامعية، مصر ط1، 1998.

57. محمد علي إبراهيم العامري، **إدارة محافظ الإستثمار**، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013.

58. محمد علي إبراهيم العامري، **إدارة محافظ الإستثمار**، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013.

59. محمد علي سويلم، **أدوات الاستثمار في البورصة(دراسة مقارنة)**، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، ط1 2013.

60. محمد محمود الخطيب، **الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات**، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط1 2010.

61. محمد مطر، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2005.

62. محمد مطر، **الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل للنشر، الأردن عمان، ط1 2016.

63. محمد وجيه حنيني، **تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية**، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2009.

64. محمد يوسف ياسين، **البورصة: عمليات البورصة، تاريخ القوانين، اختصاص المحاكم**، منشورات الحلبي الحقوقية لبنان، ط1، 2004.

65. مصطفى رشيد شريحة، **الاقتصاد و البنوك وبورصات الأوراق المالية**، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، ط1 1993.

66. مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، **بورصات الأوراق المالية**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1 2009.

67. نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، **السياسات الاقتصادية: الايطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي**، دار الباروزي العلمية للنشر والتوزيع، عمان(الأردن)، الطبعة العربية الثانية، 2015.

68. نسرين عبد الحميد نبيه، **البورصة(ماهيتها–تاريخها–مستقبلها) ومدى تأثر التداول بها خلال ثورات الدول العربية** المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية(مصر)، دط، 2012.

69. نهاد فريد وآخرون، **أسواق المال والمؤسسات المالية(أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة، تحديد أسعار الأوراق المالية في البورصة، أسواق الإصدار والتداول، مؤشرات السوق–صناديق الاستثمار–البنوك التجارية–شركات التامين)**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، د ط، 2014.

70. هوشيار معروف، **الاستثمار بالأوراق المالي**، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان- الأردن، 2003 .

71. وليد صافي، **الأسواق المالية والدولية**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012.

72. يوسف حسن يوسف، **الصكوك المالية وأنواعها، الاستثمار، الصناديق الاستثمارية، الأوراق المالية والتجارية**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، دط، 2014.

2- الأطروحات والرسائل:

73. الأغا تغريد، **دراسة تحليلية لمعوقات وسبل تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية:تخصص الاقتصاد المالي، جامعة الجزائر 03، 2016/2015.

74. أنس علي يوسف القضاة، **تقييم العلاقة بين العائد والمخاطرة في الأسهم المتداولة في بورصة عمان(دراسة حالة في قطاع الصناعة)**، أطروحة دكتوراه في الإدارة المالية، جامعة العلوم المالية والمصرفية. 2012.

75. اياد فلاح حسن الزيدي، **دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي، رسالة ماجستير** في العلوم الاقتصادية، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنيمارك، 2009.

76. بروك داودي، **دراسة تحليلية وقياسية لتأثير الصادرات على النمو الاقتصادي–حالة الجزائر، الفترة من 1967 إلى 2014**–، أطروحة دكتوراه علوم في الاقتصاد التطبيقي، جامعة باجي مختار –عنابة–، 2018/2017.

77. بن أعمر بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية**، أطروحة دكتوراه، تخصص: نقود بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013-2012.

78. جمال الدين سحنون، **شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر**"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر.

79. حليمة بزار، **المشتقات المالية ومكانتها في إدارة مخاطر الصيرفة الإسلامية**، أطروحة دكتوراه علوم في الاقتصاد، كلية الشريعة والاقتصاد: قسم الاقتصاد والإدارة، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، 2016/2015.

80. خالد سعود القضاة، **أثر الإستثمار على كل من سعر السهم السوقي وحجم تداوله في بورصة عمان دراسة تطبيقية على قطاع المصارف للفترة(2000–2007)**، أطروحة دكتوراه في العلوم الإدارية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2008.

81. خيرة بلحمري، **تحليل كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة قياسية لعدد من البورصات العربية(الكويت وتونس والكويت خلال الفترة 20007–2014)**، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2016/2015.

82. رشيد بوكساني، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.

83. زهير غراية، **دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03.

84. سليم قسط، **مفاضلة الاستثمار في سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية–دراسة مقارنة–**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، 2016/2015.

85. صلاح الدين شريط، **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية" مع إمكانية تطبيقها في الجزائر**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع: نقود ومالية، جامعة الجزائر 03 2012/2011.

86. الطاهر أحمد الكردي، **مدى مقدرة المعلومات المحاسبية المنشورة على التنبؤ بأسعار الأسهم–دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2005، ص 20.

87. عائشة بخالد، **اختبار كفاءة سوق نيويورك عند المستوى الضعيف دراسة حالة مؤشر داوجونز الصناعي خلال الفترة من 1928 إلى 2014**، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم المالية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015.

88. عبد الله عويد مفلح طويرش، **العلاقة بين أحجام التداول وعوائد الأسهم في الأسواق المالية العربية الناشئة** أطروحة دكتوراه في الإدارة المالية كلية العلوم الإدارية والمالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2006.

89. عمر عبو، **الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار–دراسة تجارب دولية–**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2016/2015 .

90. فاطمة الزهراء سعيدي، **الأسواق المالية العربية في ظل العولمة المالية**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر03، 2013.

91. فاطمة قادم، **طرق تحليل وتقييم حركة أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة(دراسة حالة الأوراق المالية المتداولة في بورصتي الجزائر والمغرب من 2004 إلى 2014)، أطروحة دكتوراه LMD**، تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية، جامعة الجزائر 03 .

92. فريدة همال، **دراسة سلوك أهم مؤشرات الأسواق المالية المتطورة من 01 جانفي 1991 إلى غاية 31 ديسمبر 2015**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع: اقتصاد كمي، جامعة الجزائر 03، 2017/2016.

93. قوسام بركنو، **دراسة قياسية لتكامل الأسواق المالية العالمية في ظل تقلبات مؤشراتها دراسة حالة داوجونز–نيكاي 225–فوتسي 100**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاد كمي، جامعة الجزائر 03 2018/2017.

94. مأمون ياسين أحمد شخاتره، **المحددات الرئيسية لتطور سوق الأسهم(دراسة تطبيقية عن بورصة عمان) 1997–2003**، أطروحة دكتوراه الفلسفة، تخصص: الإدارة المالية، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2005.

95. مأمون ياسين أحمد شخاتره، **المحددات الرئيسية لتطور سوق الأسهم(دراسة تطبيقية عن بورصة عمان) 1997–2003**، أطروحة دكتوراه الفلسفة، تخصص: الإدارة المالية، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2005.

96. مريم سحنون، **السلوك المالي وأثره على كفاءة الأسواق المالية محاولة لدراسة سلوك العوائد في سوق المحافظ المالية الأوروبية**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: مالية دولية، جامعة تلمسان، 2016/2015.

97. مونية سلطان، **كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني–دراسة حالة ماليزيا**–، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية،جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014–2015.

98. نسرين معاشي، **إشكالية تفعيل الأسواق المالية الناشئة: محاولة لدراسة واقع السوق المالي الجزائري**، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية ، تخصص مالية المؤسسات، جامعة باجي مختار –عنابة–، 2016/2015.

99. نعيمة العربي، **دور الوساطة المالية خلال فترة الأزمات المالية–مع الإشارة إلى الأزمة المالية العالمية لعام 2008**، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر 03، 2015/2014.

100. وردة شيبان، **العلاقة السببية بين كمية النقود والناتج المحلي الإجمالي في الجزائر دراسة قياسية(1990–2011)**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد مالي، جامعة باتنة1، 2016/2015.

101. يحي أزغار، **محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية 2008**، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، تخصص: مالية ومحاسبة، جامعة الجزائر 03، 2017/2016.

102. يسرى جرجس بسطا، **دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ، تخصص فلسفة في الاقتصاد، جامعة القاهرة، دفعة 1997.

103. ابتسام ساعد" **تقييم كفاءة النظام المالي الجزائري ودوره في تمويل الاقتصاد**"رسالة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود وتمويل،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،جامعة محمد خيضر،بسكرة.

104. أحمد الفريح، **الأزمة المالية وانعكاساتها على السوق المالي السعودي**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: الإدارة المالية للمؤسسات جامعة الجزائر 3، 2014 .

105. الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر، مارس .

106. حسام مسعودي، **واقع التداول الالكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000–2009**، رسالة ماجستير في علوم التسيير: ؛تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2012/2011.

107. حسين عبد المطلب الأسرج، **دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، قسم

108. حليمة عطية، **دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008–2013)**، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة بسكرة 2015/2014.

109. حياة زيد، **دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية(الأردن، السعودية، فلسطين)**، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات جامعة بسكرة، 2015/2014.

110. رفيق مزاهدية، **كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات–دراسة حالة سوق الأسهم السعودية–**، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة باتنة، 2007/2006.

111. سعيد حسين زعرب، **تحليل حجم تداول الأسهم في قطاع البنوك الوطنية المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج السلاسل الزمنية**، رسالة ماجستير في قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، 2012.

112. سعيدة تلي، **التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس**، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، 2009.

113. محمد هاني، **أثر استخدام شركات المساهمة العامة لأساليب المحاسبة الإدارية الحديثة على حجم تداول أسهمها في بورصة فلسطين، مذكرة ماجستير**، جامعة الأزهر، غزة، 2015.

114. محمود نحمده على إبراهيم، **التكامل الإقتصادي بين الأسواق المالية في الدول العربية و أثره في تدعيم التعاون الإقتصادي العربي مع إشارة خاصة لسوق المال في مصر**، رسالة ماجستير، تخصص إقتصاد، جامعة القاهرة، دفعة 2001 .

115. منال محمد تيسير سرور، **العوامل المؤثرة في سوق العملات الأجنبية–دراسة تطبيقية على مؤشر الدولار الأمريكي** رسالة ماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2014 .

116. ناهد سعيد حسين زعرب، **تحليل حجم تداول الأسهم في قطاع البنوك الوطنية المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج السلاسل الزمنية**، رسالة ماجستير في قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، 2012.

3– المجلات:

117. بشار ذنون الشكرجي وآخرون، **التحليل الفني ودوره في اتخاذ قرار الاستثمار بالأوراق المالية دراسة تحليلية في عينة من أسواق المال في الخليج العربي**، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، **المجلد 6، العدد 17، 2010**.

118. بن عمر بن حاسين وآخرون، **كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب**، مجلة المؤسسات الجزائرية، العدد2، 2013.

119. بوبكر شماخي، عبد الغني دادن، **تقييم أداء محافظ القيمة في ظل كفاءة الأسواق المالية–دراسة اختبارية في سوق سنغافورة المالي خلال الفترة(2003–2016)**، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد 03، 2017.

120. جيلالي شرفي، **تحليل العلاقة وتحديد اتجاه السببية بين الإنتاج الصناعي والنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1970– 2013**، مجلة الإحصاء والاقتصاد التطبيقي، المجلد 12، العدد 2،2015

121. حسين قبلان، **مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية**، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، 2011.

122. حكيمة العوفي ، زليخة بصدار ، **سوق العمل والنمو الاقتصادي نموذج ARDL**، مجلة التنظيم والعمل، المجلد 6 العدد2، 2017، ص63.

123. رشيد بوكساني،نسيمة أوكيل، **مقومات تطوير بورصة الجزائر**،حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية،مجلة محكمة تصدر عن جامعة 8 ماي 1945 قالمة، العدد رقم 05، ديسمبر، 2010.

124. سليمان موصلي، **دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية**، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد29، العدد02، 2013

125. صالح مفتاح، فريدة معارفي، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية–دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها**، مجلة الباحث، العدد07، 2010/2009.

126. عبد الغني دادن، راضية كروش، **دراسة محددات تكامل أسواق الأوراق المالية حالة دول شمال إفريقيا(مصر تونس، الجزائر، المغرب)**، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 06، 2015.

127. عبد القادر بريش، **دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية بالإشارة إلى حالة الجزائر**، مجلة اقتصاديات شمال أفريقيا، العدد التاسع.

128. عزيزة بن سمينة، مريم طبني، **دور الإفصاح المحاسبي والشفافية في تفعيل بورصة الجزائر**، مجلة تاريخ العلوم، العدد السابع، مارس 2017.

129. عماد الدين أحمد المصبح، **محددات التضخم في سورية خلال الفترة 1970–2004، مجلة العلوم الاجتماعية** جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي، 34(4):45-71.

130. عمار صايفي، **محددات الاستثمار المحفظي في السوق المالية السعودية**، بحوث اقتصادية عربية، العدد 81 2010.

131. عيسى شقبقب ، يحي أزغار ، **محاولة قياس كفاءة الأسواق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية**، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 07، 2016.

132. فاطمة الزهراء ، بن شعيب بوزاهر سيف الدين، **إدراج المؤسسات وإعادة حيوية بورصة الجزائر: الفعالية والأداء** مجلة المالية والأسواق(جامعة مستغانم)، المجلد2، العدد 3، 2015.

133. فريديريك ، دومنيك انستي، " **الاختباء وراء الضلال، نمو الاقتصاد الخفي، قضايا اقتصادية**"، صندوق النقد الدولي، العدد 30، 2002.

134. قايدي خميسي، لحسين عبد القادر، **دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق –حالة الدول الصناعية العشر–**، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد06 ..2015

135. ياسر المشعل وآخرون ، **أثر تقلبات عائد الأسهم على حجم التداول في الأسواق المالية" دراسة تطبيقية في سوق دمشق المالي"**، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية- سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد 37 العدد 4، .2015

4– الملتقيات:

136. أحمد مداني، **متطلبات تحويل سوق الأوراق المالية الجزائرية إلى سوق مالية إسلامية**، المؤتمر الدولي الأول حول الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، يومي 17-18 نوفمبر 2015.

137. بضياف عبد المالك، عنتر بوتيارة، **استخدام نماذج السلاسل الزمنية في التحليل الفني للأسواق المالية في ظل الاقتصاد المعلوماتي–دراسة حالة البنك الإسلامي الأردني في بورصة عمان–** مداخلة ضمن الملتقى الوطني حول عولمة أسواق رأس المال في ظل المعلوماتية: فرص وتحديات، جامعة 08 1945(قالمة) ، يومي 29-30 أفريل 2012 .

138. زيدان محمد، نورين بومدين، **دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والأفاق** مداخلة ضمن الملتقى الدولي "حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات –دراسة حالة الجزائر والدول النامية-"يومي 22/21 نوفمبر بسكرة 2006 .

139. سليمة حشايشي، **التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية**، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر، 2009.

140. عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، **التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية،هيئة الأوراق المالية والسلع**، ورقة عمل مقدمة خلال ندوة الأسواق المالية المنظمة من طرف هيئة الأسواق المالية والسلع، بورصة أبو ظبي-دبي-الشارقة، 2006.

141. كمال زيتوني، كمال بن دقفل، **محاولة صياغة دالة أداء الكلي للسوق المالي في الأردن خلال الفترة 1978–2014** مداخلة ضمن اليوم الدراسي حول: أهمية استخدام الأساليب الكمية والنماذج الإحصائية في الأسواق المالية جامعة محمد بوضياف المسيلة، يوم 06 ديسمبر 2016.

142. ليلى بوشنين، **دور منتجات الهندسة المالية في استقرار الأسواق المالية–حالة صناديق استثمار السوق المالي السعودي**–بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية يومي 5و6ماي 2014.

143. محمد براق، " **بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني** " الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة 22–23 أفريل 2003.

144. محمد بن إبراهيم السحيباني، **آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية**، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بجامعة أم القرى بمكة المكرمة، مارس2003.

145. نصيرة عقبة، لحسن دردوري، **دور المشتقات المالية الحديثة في تثمين الموارد المالية للبنوك والصناعة المالية المصرفية** مداخلة ضمن الملتقى الدولي الرابع للمالية الإسلامية: الهندسة المالية بين الضوابط الشرعية والمستحقات الربحية والمقاصد التنموية، جامعة الزيتونة(تونس)، يوم 27 أفريل 2016.

5– التقارير:

146. إبراهيم الكراسنة، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، **إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات**، أبو ظبي 2010.

147. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي، 2009،

148. النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للسنوات(2005–2016)

149. هيئة السوق المالية، «التقرير السنوي2014" السعودية1435/1434هـ الموافق ل2014م.

150. هيئة السوق المالية، **أعمال الرقابة الإلكترونية**، التقرير السنوي 2010.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

I. Les Livers :

151. Chris Brooks, **Introductory Econometrics for Finance**, 2nd Edition (New York: Cambridge University Press, 2008*)*.
152. Éric DOR, Économétrie -Synthèse de cours & Exercices corrigés-Pearson Education France, Paris, 2009
153. GOURIEROUX C. et MONFORT A, "Séries Temporelles et Modèles Dynamiques " Ed. Economica-Paris, 1990.
154. Jeff Madura, "**Financial Markets and Institutions**", 03th Edition, West Publishing, Minneaplis, 1995
155. Mansour Mansouri, **La bourse des valeurs mobilières d'Alger**, Ed. Houma, Alger, 2002.

156. Philippe Gillet, **l'Efficience des Marchées Financiers**, 2e Edition, (Paris: Economica, 2006. Francis J. Clarch: **"Management of Investment "**; Mc. Graw; Hill; inc; Japan; 1983.
157. Règis Bourbonnais, Michel Terraza, **Analyse Des Sèries Temporelles: Applications à l'économie et à la gestion**, 3e èdition, DUNOD, Paris 2010
158. Règis Bourbonnais, **èconomètrie Cours et exercies corrigès**, 9e èdition (Paris: Dunod, 2015).
159. Vailles, Rodolphe**, Savoir investir en bource interne**t, 2eme édition Vuibert, France, 2005.

II. Les Articles :

160. Chabha Bouzar (2010), **Les contraintes de développement du marché financier Algérie**, Revue Campus n°18
161. Clive.W. J. GRANGER, Testing For Causality "A Personal Viewpoint" Journal Of Economic Dynamics And Control , Vol. 2, Issue 1 -June, (1980).
162. Eugene Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," **Journal of Finance**, Vol.25, Issue 2 (May 1970).
163. Kirchgässner G., and J. wolters,: **introduction to modern time series analysis**, Springer-Verlag, Berlin Heidelberg, New York, (2007)
164. Sims. C.A., Money**, income, and Causality, American Economic Review**, Vol.62, No. 4, (1972)

III. Les Seminaires:

164. Mamta Chowdhury, **Currency Crisis and Stock Prices in East Asian Countries: an Applicatin of Cointegratin Granger Causality,** School of Economics and Finance, Working paper **series, N°2004/01**
165. Steve Ambler, **L'efficience des marchés financiers**, working paper, université du Québec a Montréal, Département des sciences Economiques, 2005.

ثالثا: المواقع والمراجع الإلكترونية

166. www.egx.com.eg

167. إبراهيم اونور، **خصائص أسواق الأسهم العربية**، المعهد العربي للتخطيط، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، الكويت، العدد 80، 2009، ص: 05، تاريخ التحميل:2017/02/15: متاح على الموقع: www.arab-api.org/develop_1.htm

168. أهمية حجم التداول في تحليل الأسعار، تاريخ التحميل 2017/07/12، متاح على الموقع: *www.analyzerqa.com/.../showthread.php?*

169. تعريف بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع 2017/03/12، متاع على الموقع: http://www.sgbv.dz

170. رياض ب" :**ندوة حول :المخاطر المحدقة ببورصة الجزائر**" سبتمبر2004، متاح على الموقع: www.algeria-inteface.com

171. سامح محمد ، **القوائم المالية وتقييم المشروعات** ،ماجستير إدارة أعمال، هذه المقال تم نشرها في موقع الدارة والهندسة الصناعية متاح على الموقع: http://samehar.wordpress.com

172. شركة تسيير البورصة، تاريخ الاطلاع: 2017/05/12، متاع على الموقع: **www =163 .sgvb.dz/ar/?page=rubrique&mod**

173. عبد العزيز محمد الدخيل، **سوق الأسهم السعودي قراءة تاريخية واستشراف للمستقبل**، متاح على الموقع: *https://books.google.dz/books?isbn=9953715750*

174. لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، تاريخ التحميل: 2016/03/12، متاح على الموقع: **www.cosob.org**

175. لهيئة العامة للرقابة المالية، تقرير حول ملامح تطوير سوق المال المصري خلال خمسة عشر عاما 1996-2010، مصر، 2010، متاح على الموقع: http://www.efsa.gov.eg/jtags/efsa_ar/index.jsp

176. موقع بورصة الجزائر: www.sgbv.dz

177. هيئة السوق المالية السعودية، **الاستثمار في سوق الأسهم، تاريخ الاطلاع 2017/05/12 متاح على الموقع:** http://cma.org.sa/IA/default.html

178. Achelis & Steven B., "Introduction - Technical Analysis: Introduction - Support & Resistance," Page Downloaded from: http://www.marketscreen.com/help/atoz/default.asp?hideHF=&Num=9

الملاحـــــــق

الملحق رقم(1):

البيانات الربع سنوية(الفصلية) المعتمدة في الدراسة

❖ تطور القيمة السوقية وحجم التداول في السوق المالي السعودي

تطور القيمة السوقية **الوحدة: مليون دولار أمريكي**

السنوات	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
2005	393322.59	518241	580902	646120.80
2006	676099.91	525040	457381	1225858
2007	318336	296638	355416	518984
2008	446389	473247	386263	246337
2009	235766	286475	328101	318751
2010	358614	319560	336427	353400
2011	351719	348636	323752	338873
2012	410529	356555	378359	373365
2013	387292	399199	422849	467341
2014	513307	51637	589991	482896
2015	504786	536881	444498	420656
2016	383306	401041	353328	448305
2017	437295	470962	459607	451150

تطور حجم التداول: **مليون دولار أمريكي**

السنوات	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
2005	131014.75	299666	277275	395627.03
2006	481463.55	355372	374640	191477
2007	227838	168986	137898	147565
2008	188000	155083	93074	86953
2009	81244	126757	63916	65124
2010	50672	70842	35457	45461
2011	69403	86136	51472	85989
2012	182575	149858	91880	83367
2013	98257	104610	83807	78532
2014	124891	174607	141987	130679
2015	151852	126006	74685	89715
2016	98207	85270	45099	79861
2017	67387	49316	45617	61155

المصدر: النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية، للسنوات(2007-2016)، تاريخ التحميل: 2017/10/12، متاح على الخط:

http://www.amf.org.ae/ar

❖ تطور القيمة السوقية وحجم التداول في السوق المالي المصري

القيمة السوقية: **مليون دولار أمريكي**

السنوات	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
2005	50598.43	58217.35	67400.00	79507.56
2006	78315.51	65508	84785	93496
2007	96195	105719	115546	138828
2008	160362	152817	114341	85923
2009	69960	82890	102750	91092
2010	83989	74780	78516	84109
2011	68435	66994	53529	48679
2012	60011	56059	66528	61621
2013	52192	45849	54810	61517
2014	67434	66785	73817	69908
2015	66776	63554	57361	54913
2016	45917	43052	25658	34463
2017	36288	38176	42437	44567

تطور حجم التداول: **مليون دولار أمريكي**

السنوات	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
2005	5126.59	5136.81	7371.77	10085.21
2006	16979.12	8751	10349	12874
2007	11265	14281	15301	23924
2008	38316	28769	12810	7948
2009	10932	23194	15311	31735
2010	15078	19325	10677	12480
2011	6328	16191	5443	4646
2012	5996	9207	8125	6532
2013	7375	3478	5805	5470
2014	11022	12670	7876	8960
2015	10384	6461	8109	6805
2016	7444	6737	2783	6077
2017	5739	3801	3452	4859

المصدر: النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية، للسنوات(2007-2016)، تاريخ التحميل: 2017/10/12، متاح على الخط: http://www.amf.org.ae/ar

❖ تطور القيمة السوقية وحجم التداول في السوق المالي الجزائري

القيمة السوقية **الوحدة: مليون دولار أمريكي**

السنوات	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
2005	141.59	61.23	141.18	90.82
2006	146.09	91.2	97.4	95.7
2007	97.5	98.4	99.9	97.2
2008	99.1	101.5	104.3	92.2
2009	86.4	89.8	90.4	91.1
2010	92.4	96.5	99.9	106.1
2011	125.4	125.4	136.5	135.6
2012	135.3	126.5	125.9	127.2
2013	125.8	124.4	122.3	124.7
2014	124.5	122.2	91.5	90.6
2015	104.3	98.7	91.5	90.6
2016	90.2	87.8	88.7	88.0
2017	88.9	90.4	85.9	84.6

حجم التداول **الوحدة: مليون دولار أمريكي**

السنوات	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
2005	0.0011	0.0036	0.0074	0.0356
2006	0.0628	0.1983	0.0408	0.0324
2007	0.0738	0.0228	0.0934	0.0165
2008	0.1044	0.0814	0.1043	0.0922
2009	0.0648	0.0560	0.0366	0.0302
2010	0.0249	0.0582	0.0322	0.0461
2011	0.4709	0.4947	0.5542	0.6130
2012	0.4964	0.2908	0.2849	0.2793
2013	0.2722	0.2645	0.2612	0.2634
2014	0.2511	0.2408	0.1448	0.1237
2015	0.2101	0.1980	0.1448	0.1237
2016	0.1814	0.2117	0.1966	0.2033
2017	0.1754	0.1779	0.1612	0.1585

المصدر: النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية، للسنوات(2007-2016)، تاريخ التحميل: 2017/10/12، متاح على الخط: http://www.amf.org.ae/ar

الملحق رقم (2)

نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر الموسع(ADF) في السوق المالي السعودي

Null Hypothesis: V has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.040228	0.2693
Test critical values:	1% level	-3.565430	
	5% level	-2.919952	
	10% level	-2.597905	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 14:35
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
V(-1)	-0.165487	0.081112	-2.040228	0.0467
C	0.048416	0.029287	1.653160	0.1047

R-squared	0.078298	Mean dependent var	-0.003745
Adjusted R-squared	0.059488	S.D. dependent var	0.105200
S.E. of regression	0.102023	Akaike info criterion	-1.688813
Sum squared resid	0.510025	Schwarz criterion	-1.613055
Log likelihood	45.06472	Hannan-Quinn criter.	-1.659863
F-statistic	4.162532	Durbin-Watson stat	2.170482
Prob(F-statistic)	0.046736		

Null Hypothesis: V has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.202306	0.0280
Test critical values:	1% level	-2.615093	
	5% level	-1.947975	
	10% level	-1.612408	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 14:37
Sample (adjusted): 2006Q2 2017Q4
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
V(-1)	-0.084809	0.038509	-2.202306	0.0332
D(V(-1))	-0.268852	0.138880	-1.935860	0.0596
D(V(-2))	-0.144841	0.139797	-1.036080	0.3061
D(V(-3))	-0.081109	0.141617	-0.572735	0.5699
D(V(-4))	0.218427	0.128471	1.700211	0.0965

R-squared	0.223558	Mean dependent var	-0.012177
Adjusted R-squared	0.149612	S.D. dependent var	0.098641
S.E. of regression	0.090964	Akaike info criterion	-1.856429
Sum squared resid	0.347523	Schwarz criterion	-1.659604
Log likelihood	48.62607	Hannan-Quinn criter.	-1.782362
Durbin-Watson stat	2.078610		

Null Hypothesis: V has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.452890	0.0557
Test critical values:	1% level	-4.148465	
	5% level	-3.500495	
	10% level	-3.179617	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 14:39
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
V(-1)	-0.371840	0.107690	-3.452890	0.0012
C	0.204430	0.063719	3.208288	0.0024
@TREND("2005Q1")	-0.003499	0.001289	-2.715381	0.0092

R-squared	0.201028	Mean dependent var	-0.003745
Adjusted R-squared	0.167738	S.D. dependent var	0.105200
S.E. of regression	0.095972	Akaike info criterion	-1.792493
Sum squared resid	0.442112	Schwarz criterion	-1.678857
Log likelihood	48.70858	Hannan-Quinn criter.	-1.749070
F-statistic	6.038618	Durbin-Watson stat	1.995259
Prob(F-statistic)	0.004579		

Null Hypothesis: D(V) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.781843	0.0057
Test critical values:	1% level	-3.577723	
	5% level	-2.925169	
	10% level	-2.600658	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(V,2)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 14:41
Sample (adjusted): 2006Q2 2017Q4
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V(-1))	-1.389075	0.367301	-3.781843	0.0005
D(V(-1),2)	0.082726	0.301475	0.274404	0.7851
D(V(-2),2)	-0.094507	0.227557	-0.415312	0.6800
D(V(-3),2)	-0.195757	0.133665	-1.464528	0.1505
C	-0.017230	0.014102	-1.221841	0.2286

R-squared	0.672216	Mean dependent var	-0.001255
Adjusted R-squared	0.640998	S.D. dependent var	0.157567
S.E. of regression	0.094409	Akaike info criterion	-1.782072
Sum squared resid	0.374349	Schwarz criterion	-1.585248
Log likelihood	46.87869	Hannan-Quinn criter.	-1.708006
F-statistic	21.53326	Durbin-Watson stat	2.014686
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: D(V) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.585651	0.0006
Test critical values:	1% level	-2.615093	
	5% level	-1.947975	
	10% level	-1.612408	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(V,2)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 14:42
Sample (adjusted): 2006Q2 2017Q4
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V(-1))	-1.295305	0.361247	-3.585651	0.0009
D(V(-1),2)	0.016674	0.298284	0.055900	0.9557
D(V(-2),2)	-0.134586	0.226467	-0.594287	0.5554
D(V(-3),2)	-0.208539	0.134017	-1.556069	0.1270

R-squared	0.660565	Mean dependent var	-0.001255
Adjusted R-squared	0.636883	S.D. dependent var	0.157567
S.E. of regression	0.094949	Akaike info criterion	-1.789697
Sum squared resid	0.387655	Schwarz criterion	-1.632238
Log likelihood	46.05788	Hannan-Quinn criter.	-1.730444
Durbin-Watson stat	2.002645		

Null Hypothesis: D(V) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.775196	0.0268
Test critical values:	1% level	-4.165756	
	5% level	-3.508508	
	10% level	-3.184230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(V,2)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 14:44
Sample (adjusted): 2006Q2 2017Q4
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V(-1))	-1.390706	0.368380	-3.775196	0.0005
D(V(-1),2)	0.079721	0.302376	0.263648	0.7934
D(V(-2),2)	-0.096739	0.228236	-0.423854	0.6739
D(V(-3),2)	-0.200612	0.134173	-1.495181	0.1425
C	-0.042117	0.031935	-1.318829	0.1945
@TREND("2005Q1")	0.000887	0.001020	0.869183	0.3898

R-squared	0.678146	Mean dependent var	-0.001255
Adjusted R-squared	0.638896	S.D. dependent var	0.157567
S.E. of regression	0.094685	Akaike info criterion	-1.757777
Sum squared resid	0.367576	Schwarz criterion	-1.521588
Log likelihood	47.30777	Hannan-Quinn criter.	-1.668898
F-statistic	17.27741	Durbin-Watson stat	2.043224
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: R has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.104742	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.565430	
	5% level	-2.919952	
	10% level	-2.597905	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(R)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:14
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	-0.838155	0.137296	-6.104742	0.0000
C	0.001401	0.020950	0.066890	0.9469

R-squared	0.432002	Mean dependent var	-0.005270
Adjusted R-squared	0.420410	S.D. dependent var	0.196258
S.E. of regression	0.149413	Akaike info criterion	-0.925782
Sum squared resid	1.093884	Schwarz criterion	-0.850024
Log likelihood	25.60745	Hannan-Quinn criter.	-0.896833
F-statistic	37.26787	Durbin-Watson stat	2.074529
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: R has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.171316	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.611094	
	5% level	-1.947381	
	10% level	-1.612725	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(R)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:14
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	-0.837676	0.135737	-6.171316	0.0000

R-squared	0.431950	Mean dependent var	-0.005270
Adjusted R-squared	0.431950	S.D. dependent var	0.196258
S.E. of regression	0.147918	Akaike info criterion	-0.964907
Sum squared resid	1.093984	Schwarz criterion	-0.927028
Log likelihood	25.60512	Hannan-Quinn criter.	-0.950432
Durbin-Watson stat	2.075404		

Null Hypothesis: R has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.035226	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.148465	
	5% level	-3.500495	
	10% level	-3.179617	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(R)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:16
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	-0.837441	0.138759	-6.035226	0.0000
C	-0.004429	0.042960	-0.103085	0.9183
@TREND("2005Q1")	0.000224	0.001437	0.155938	0.8767

R-squared	0.432289	Mean dependent var	-0.005270
Adjusted R-squared	0.408635	S.D. dependent var	0.196258
S.E. of regression	0.150923	Akaike info criterion	-0.887073
Sum squared resid	1.093330	Schwarz criterion	-0.773436
Log likelihood	25.62036	Hannan-Quinn criter.	-0.843649
F-statistic	18.27506	Durbin-Watson stat	2.077271
Prob(F-statistic)	0.000001		

الملحق رقم (3)

نتائج اختبار جذر الوحدة لفليبس بيرون(PP) في السوق المالي السعودي

Null Hypothesis: V has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-1.884886	0.3367
Test critical values:	1% level	-3.565430	
	5% level	-2.919952	
	10% level	-2.597905	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.01000...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.00851...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:17
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
V(-1)	-0.165487	0.081112	-2.040228	0.0467
C	0.048416	0.029287	1.653160	0.1047

R-squared	0.078298	Mean dependent var	-0.003745
Adjusted R-squared	0.059488	S.D. dependent var	0.105200
S.E. of regression	0.102023	Akaike info criterion	-1.688813
Sum squared resid	0.510025	Schwarz criterion	-1.613055
Log likelihood	45.06472	Hannan-Quinn criter.	-1.659863
F-statistic	4.162532	Durbin-Watson stat	2.170482
Prob(F-statistic)	0.046736		

Null Hypothesis: V has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-1.072654	0.2527
Test critical values:	1% level	-2.611094	
	5% level	-1.947381	
	10% level	-1.612725	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.01055...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.00736...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:18
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
V(-1)	-0.048431	0.040246	-1.203382	0.2345

R-squared	0.026891	Mean dependent var	-0.003745
Adjusted R-squared	0.026891	S.D. dependent var	0.105200
S.E. of regression	0.103776	Akaike info criterion	-1.673754
Sum squared resid	0.538471	Schwarz criterion	-1.635875
Log likelihood	43.68073	Hannan-Quinn criter.	-1.659279
Durbin-Watson stat	2.330040		

Null Hypothesis: V has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-3.532977	0.0464
Test critical values:	1% level	-4.148465	
	5% level	-3.500495	
	10% level	-3.179617	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.00866...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.00941...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:19
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
V(-1)	-0.371840	0.107690	-3.452890	0.0012
C	0.204430	0.063719	3.208288	0.0024
@TREND("2005Q1")	-0.003499	0.001289	-2.715381	0.0092

R-squared	0.201028	Mean dependent var	-0.003745
Adjusted R-squared	0.167738	S.D. dependent var	0.105200
S.E. of regression	0.095972	Akaike info criterion	-1.792493
Sum squared resid	0.442112	Schwarz criterion	-1.678857
Log likelihood	48.70858	Hannan-Quinn criter.	-1.749070
F-statistic	6.038618	Durbin-Watson stat	1.995259
Prob(F-statistic)	0.004579		

Null Hypothesis: D(V) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 7 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-10.93274	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.568308	
	5% level	-2.921175	
	10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.00907...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.00502...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(V,2)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:20
Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V(-1))	-1.252945	0.130959	-9.567454	0.0000
C	-0.009938	0.013765	-0.721959	0.4738

R-squared	0.656003	Mean dependent var	-0.004124
Adjusted R-squared	0.648837	S.D. dependent var	0.164089
S.E. of regression	0.097237	Akaike info criterion	-1.784145
Sum squared resid	0.453845	Schwarz criterion	-1.707664
Log likelihood	46.60363	Hannan-Quinn criter.	-1.755021
F-statistic	91.53617	Durbin-Watson stat	2.020194
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: D(V) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-9.862431	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.612033	
	5% level	-1.947520	
	10% level	-1.612650	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.00917...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.00786...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(V,2)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:21
Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V(-1))	-1.248771	0.130191	-9.591863	0.0000

R-squared	0.652268	Mean dependent var	-0.004124
Adjusted R-squared	0.652268	S.D. dependent var	0.164089
S.E. of regression	0.096761	Akaike info criterion	-1.813345
Sum squared resid	0.458773	Schwarz criterion	-1.775104
Log likelihood	46.33362	Hannan-Quinn criter.	-1.798783
Durbin-Watson stat	2.005657		

Null Hypothesis: D(V) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 7 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-10.80778	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.152511	
	5% level	-3.502373	
	10% level	-3.180699	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.00907...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.00494...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(V,2)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:21
Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V(-1))	-1.251928	0.132629	-9.439341	0.0000
C	-0.012841	0.029075	-0.441645	0.6608
@TREND("2005Q1")	0.000110	0.000965	0.113708	0.9100

R-squared	0.656098	Mean dependent var	-0.004124
Adjusted R-squared	0.641464	S.D. dependent var	0.164089
S.E. of regression	0.098253	Akaike info criterion	-1.744420
Sum squared resid	0.453720	Schwarz criterion	-1.629699
Log likelihood	46.61051	Hannan-Quinn criter.	-1.700734
F-statistic	44.83338	Durbin-Watson stat	2.022469
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: R has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-6.078418	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.565430	
	5% level	-2.919952	
	10% level	-2.597905	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.02144...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.01973...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(R)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:27
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	-0.838155	0.137296	-6.104742	0.0000
C	0.001401	0.020950	0.066890	0.9469

R-squared	0.432002	Mean dependent var	-0.005270
Adjusted R-squared	0.420410	S.D. dependent var	0.196258
S.E. of regression	0.149413	Akaike info criterion	-0.925782
Sum squared resid	1.093884	Schwarz criterion	-0.850024
Log likelihood	25.60745	Hannan-Quinn criter.	-0.896833
F-statistic	37.26787	Durbin-Watson stat	2.074529
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: R has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-6.147882	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.611094	
	5% level	-1.947381	
	10% level	-1.612725	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.02145...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.01970...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(R)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:28
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	-0.837676	0.135737	-6.171316	0.0000

R-squared	0.431950	Mean dependent var	-0.005270
Adjusted R-squared	0.431950	S.D. dependent var	0.196258
S.E. of regression	0.147918	Akaike info criterion	-0.964907
Sum squared resid	1.093984	Schwarz criterion	-0.927028
Log likelihood	25.60512	Hannan-Quinn criter.	-0.950432
Durbin-Watson stat	2.075404		

Null Hypothesis: R has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-6.003490	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.148465	
	5% level	-3.500495	
	10% level	-3.179617	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.02143...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.01955...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(R)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:30
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	-0.837441	0.138759	-6.035226	0.0000
C	-0.004429	0.042960	-0.103085	0.9183
@TREND("2005Q1")	0.000224	0.001437	0.155938	0.8767

R-squared	0.432289	Mean dependent var	-0.005270
Adjusted R-squared	0.408635	S.D. dependent var	0.196258
S.E. of regression	0.150923	Akaike info criterion	-0.887073
Sum squared resid	1.093330	Schwarz criterion	-0.773436
Log likelihood	25.62036	Hannan-Quinn criter.	-0.843649
F-statistic	18.27506	Durbin-Watson stat	2.077271
Prob(F-statistic)	0.000001		

الملحق رقم (4)

نتائج اختبار جذر لوحدة لديكي فولر الموسع(ADF) في السوق المالي المصري

Null Hypothesis: V has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.943679	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.565430	
	5% level	-2.919952	
	10% level	-2.597905	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 14:56
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
V(-1)	-0.836302	0.140704	-5.943679	0.0000
C	0.120942	0.021700	5.573381	0.0000

R-squared	0.418931	Mean dependent var	0.000118
Adjusted R-squared	0.407072	S.D. dependent var	0.070419
S.E. of regression	0.054224	Akaike info criterion	-2.952974
Sum squared resid	0.144070	Schwarz criterion	-2.877216
Log likelihood	77.30083	Hannan-Quinn criter.	-2.924024
F-statistic	35.32731	Durbin-Watson stat	2.085580
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: V has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.838024	0.3479
Test critical values:	1% level	-2.612033	
	5% level	-1.947520	
	10% level	-1.612650	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 14:57
Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
V(-1)	-0.045964	0.054849	-0.838024	0.4062
D(V(-1))	-0.547420	0.120978	-4.524939	0.0000

R-squared	0.333910	Mean dependent var	0.000416
Adjusted R-squared	0.320033	S.D. dependent var	0.071101
S.E. of regression	0.058630	Akaike info criterion	-2.795963
Sum squared resid	0.164999	Schwarz criterion	-2.719482
Log likelihood	71.89908	Hannan-Quinn criter.	-2.766839
Durbin-Watson stat	2.076435		

Null Hypothesis: V has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.064219	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.148465	
	5% level	-3.500495	
	10% level	-3.179617	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:04
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
V(-1)	-0.858101	0.141502	-6.064219	0.0000
C	0.139643	0.027033	5.165607	0.0000
@TREND("2005Q1")	-0.000598	0.000519	-1.153052	0.2546

R-squared	0.434592	Mean dependent var	0.000118
Adjusted R-squared	0.411033	S.D. dependent var	0.070419
S.E. of regression	0.054042	Akaike info criterion	-2.941080
Sum squared resid	0.140187	Schwarz criterion	-2.827443
Log likelihood	77.99754	Hannan-Quinn criter.	-2.897656
F-statistic	18.44721	Durbin-Watson stat	2.088119
Prob(F-statistic)	0.000001		

Null Hypothesis: D(V) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-13.21624	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.568308	
	5% level	-2.921175	
	10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(V,2)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 14:59
Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V(-1))	-1.570011	0.118794	-13.21624	0.0000
C	0.000165	0.008352	0.019779	0.9843

R-squared	0.784433	Mean dependent var	0.000856
Adjusted R-squared	0.779942	S.D. dependent var	0.125894
S.E. of regression	0.059057	Akaike info criterion	-2.781447
Sum squared resid	0.167411	Schwarz criterion	-2.704966
Log likelihood	71.53616	Hannan-Quinn criter.	-2.752322
F-statistic	174.6689	Durbin-Watson stat	2.096506
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: D(V) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-13.35353	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.612033	
	5% level	-1.947520	
	10% level	-1.612650	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(V,2)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:01
Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V(-1))	-1.570026	0.117574	-13.35353	0.0000

R-squared	0.784432	Mean dependent var	0.000856
Adjusted R-squared	0.784432	S.D. dependent var	0.125894
S.E. of regression	0.058452	Akaike info criterion	-2.821438
Sum squared resid	0.167413	Schwarz criterion	-2.783198
Log likelihood	71.53596	Hannan-Quinn criter.	-2.806876
Durbin-Watson stat	2.096462		

Null Hypothesis: D(V) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-13.15001	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.152511	
	5% level	-3.502373	
	10% level	-3.180699	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(V,2)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:02
Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V(-1))	-1.574048	0.119699	-13.15001	0.0000
C	0.010043	0.017589	0.570981	0.5707
@TREND("2005Q1")	-0.000373	0.000583	-0.639285	0.5257

R-squared	0.786292	Mean dependent var	0.000856
Adjusted R-squared	0.777198	S.D. dependent var	0.125894
S.E. of regression	0.059424	Akaike info criterion	-2.750104
Sum squared resid	0.165968	Schwarz criterion	-2.635383
Log likelihood	71.75261	Hannan-Quinn criter.	-2.706418
F-statistic	86.46292	Durbin-Watson stat	2.107501
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: R has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.244896	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.565430	
	5% level	-2.919952	
	10% level	-2.597905	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(R)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:06
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	-0.856875	0.137212	-6.244896	0.0000
C	-0.002793	0.022555	-0.123832	0.9020

R-squared	0.443174	Mean dependent var	-0.004614
Adjusted R-squared	0.431810	S.D. dependent var	0.213666
S.E. of regression	0.161058	Akaike info criterion	-0.775679
Sum squared resid	1.271043	Schwarz criterion	-0.699921
Log likelihood	21.77981	Hannan-Quinn criter.	-0.746730
F-statistic	38.99872	Durbin-Watson stat	2.042116
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: R has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.309455	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.611094	
	5% level	-1.947381	
	10% level	-1.612725	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(R)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:07
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	-0.857094	0.135843	-6.309455	0.0000

R-squared	0.442999	Mean dependent var	-0.004614
Adjusted R-squared	0.442999	S.D. dependent var	0.213666
S.E. of regression	0.159464	Akaike info criterion	-0.814582
Sum squared resid	1.271441	Schwarz criterion	-0.776703
Log likelihood	21.77184	Hannan-Quinn criter.	-0.800107
Durbin-Watson stat	2.041019		

Null Hypothesis: R has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.267554	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.148465	
	5% level	-3.500495	
	10% level	-3.179617	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(R)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 20:00
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	-0.882999	0.140884	-6.267554	0.0000
C	0.032469	0.046794	0.693881	0.4911
@TREND("2005Q1")	-0.001354	0.001573	-0.860760	0.3936

R-squared	0.451638	Mean dependent var	-0.004614
Adjusted R-squared	0.428790	S.D. dependent var	0.213666
S.E. of regression	0.161485	Akaike info criterion	-0.751781
Sum squared resid	1.251722	Schwarz criterion	-0.638144
Log likelihood	22.17041	Hannan-Quinn criter.	-0.708357
F-statistic	19.76671	Durbin-Watson stat	2.019487
Prob(F-statistic)	0.000001		

الملحق رقم (5)

نتائج اختبار جذر الوحدة لفيليبس بيرون (PP)في السوق المالي المصري

Null Hypothesis: V has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-5.943679	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.565430	
	5% level	-2.919952	
	10% level	-2.597905	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.00282...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.00282...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:40
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
V(-1)	-0.836302	0.140704	-5.943679	0.0000
C	0.120942	0.021700	5.573381	0.0000

R-squared	0.418931	Mean dependent var	0.000118
Adjusted R-squared	0.407072	S.D. dependent var	0.070419
S.E. of regression	0.054224	Akaike info criterion	-2.952974
Sum squared resid	0.144070	Schwarz criterion	-2.877216
Log likelihood	77.30083	Hannan-Quinn criter.	-2.924024
F-statistic	35.32731	Durbin-Watson stat	2.085580
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: V has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 25 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-1.697037	0.0847
Test critical values:	1% level	-2.611094	
	5% level	-1.947381	
	10% level	-1.612725	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.00461...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.00502...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:41
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
V(-1)	-0.101674	0.062299	-1.632033	0.1090

R-squared	0.050574	Mean dependent var	0.000118
Adjusted R-squared	0.050574	S.D. dependent var	0.070419
S.E. of regression	0.068615	Akaike info criterion	-2.501201
Sum squared resid	0.235400	Schwarz criterion	-2.463322
Log likelihood	64.78063	Hannan-Quinn criter.	-2.486727
Durbin-Watson stat	2.974913		

Null Hypothesis: V has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-6.038200	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.148465	
	5% level	-3.500495	
	10% level	-3.179617	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.00274...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.00258...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:41
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
V(-1)	-0.858101	0.141502	-6.064219	0.0000
C	0.139643	0.027033	5.165607	0.0000
@TREND("2005Q1")	-0.000598	0.000519	-1.153052	0.2546

R-squared	0.434592	Mean dependent var	0.000118
Adjusted R-squared	0.411033	S.D. dependent var	0.070419
S.E. of regression	0.054042	Akaike info criterion	-2.941080
Sum squared resid	0.140187	Schwarz criterion	-2.827443
Log likelihood	77.99754	Hannan-Quinn criter.	-2.897656
F-statistic	18.44721	Durbin-Watson stat	2.088119
Prob(F-statistic)	0.000001		

Null Hypothesis: D(V) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 45 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-29.08289	0.0001
Test critical values:	1% level	-3.568308	
	5% level	-2.921175	
	10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.00334...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.00045...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(V,2)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:42
Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V(-1))	-1.570011	0.118794	-13.21624	0.0000
C	0.000165	0.008352	0.019779	0.9843

R-squared	0.784433	Mean dependent var	0.000856
Adjusted R-squared	0.779942	S.D. dependent var	0.125894
S.E. of regression	0.059057	Akaike info criterion	-2.781447
Sum squared resid	0.167411	Schwarz criterion	-2.704966
Log likelihood	71.53616	Hannan-Quinn criter.	-2.752322
F-statistic	174.6689	Durbin-Watson stat	2.096506
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: D(V) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 45 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-29.53592	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.612033	
	5% level	-1.947520	
	10% level	-1.612650	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.00334...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.00045...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(V,2)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:43
Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V(-1))	-1.570026	0.117574	-13.35353	0.0000

R-squared	0.784432	Mean dependent var	0.000856
Adjusted R-squared	0.784432	S.D. dependent var	0.125894
S.E. of regression	0.058452	Akaike info criterion	-2.821438
Sum squared resid	0.167413	Schwarz criterion	-2.783198
Log likelihood	71.53596	Hannan-Quinn criter.	-2.806876
Durbin-Watson stat	2.096462		

Null Hypothesis: D(V) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 49 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-44.33711	0.0001
Test critical values:	1% level	-4.152511	
	5% level	-3.502373	
	10% level	-3.180699	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.00331...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.00018...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(V,2)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:44
Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V(-1))	-1.574048	0.119699	-13.15001	0.0000
C	0.010043	0.017589	0.570981	0.5707
@TREND("2005Q1")	-0.000373	0.000583	-0.639285	0.5257

R-squared	0.786292	Mean dependent var	0.000856
Adjusted R-squared	0.777198	S.D. dependent var	0.125894
S.E. of regression	0.059424	Akaike info criterion	-2.750104
Sum squared resid	0.165968	Schwarz criterion	-2.635383
Log likelihood	71.75261	Hannan-Quinn criter.	-2.706418

Null Hypothesis: R has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-6.219039	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.565430	
	5% level	-2.919952	
	10% level	-2.597905	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.02492...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.01897...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(R)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:50
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	-0.856875	0.137212	-6.244896	0.0000
C	-0.002793	0.022555	-0.123832	0.9020

R-squared	0.443174	Mean dependent var	-0.004614
Adjusted R-squared	0.431810	S.D. dependent var	0.213666
S.E. of regression	0.161058	Akaike info criterion	-0.775679
Sum squared resid	1.271043	Schwarz criterion	-0.699921
Log likelihood	21.77981	Hannan-Quinn criter.	-0.746730
F-statistic	38.99872	Durbin-Watson stat	2.042116
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: R has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-6.291798	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.611094	
	5% level	-1.947381	
	10% level	-1.612725	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.02493...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.01912...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(R)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:51
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	-0.857094	0.135843	-6.309455	0.0000

R-squared	0.442999	Mean dependent var	-0.004614
Adjusted R-squared	0.442999	S.D. dependent var	0.213666
S.E. of regression	0.159464	Akaike info criterion	-0.814582
Sum squared resid	1.271441	Schwarz criterion	-0.776703
Log likelihood	21.77184	Hannan-Quinn criter.	-0.800107
Durbin-Watson stat	2.041019		

Null Hypothesis: R has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-6.242771	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.148465	
	5% level	-3.500495	
	10% level	-3.179617	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.02454...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.01707...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(R)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:51
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	-0.882999	0.140884	-6.267554	0.0000
C	0.032469	0.046794	0.693881	0.4911
@TREND("2005Q1")	-0.001354	0.001573	-0.860760	0.3936

R-squared	0.451638	Mean dependent var	-0.004614
Adjusted R-squared	0.428790	S.D. dependent var	0.213666
S.E. of regression	0.161485	Akaike info criterion	-0.751781
Sum squared resid	1.251722	Schwarz criterion	-0.638144
Log likelihood	22.17041	Hannan-Quinn criter.	-0.708357
F-statistic	19.76671	Durbin-Watson stat	2.019487
Prob(F-statistic)	0.000001		

الملحق رقم (6)

نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر الموسع(ADF) في السوق المالي الجزائري

Null Hypothesis: V has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.508366	0.1195
Test critical values:	1% level	-3.565430	
	5% level	-2.919952	
	10% level	-2.597905	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:58
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
V(-1)	-0.209073	0.083350	-2.508366	0.0155
C	0.035391	0.015729	2.250112	0.0290

R-squared	0.113794	Mean dependent var	0.003710
Adjusted R-squared	0.095708	S.D. dependent var	0.070395
S.E. of regression	0.066942	Akaike info criterion	-2.531565
Sum squared resid	0.219578	Schwarz criterion	-2.455807
Log likelihood	66.55491	Hannan-Quinn criter.	-2.502616
F-statistic	6.291900	Durbin-Watson stat	2.187221
Prob(F-statistic)	0.015489		

Null Hypothesis: V has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.131990	0.2311
Test critical values:	1% level	-2.611094	
	5% level	-1.947381	
	10% level	-1.612725	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:59
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
V(-1)	-0.058470	0.051652	-1.131990	0.2630

R-squared	0.022226	Mean dependent var	0.003710
Adjusted R-squared	0.022226	S.D. dependent var	0.070395
S.E. of regression	0.069608	Akaike info criterion	-2.472451
Sum squared resid	0.242266	Schwarz criterion	-2.434572
Log likelihood	64.04750	Hannan-Quinn criter.	-2.457976
Durbin-Watson stat	2.310001		

Null Hypothesis: V has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.805185	0.2022
Test critical values:	1% level	-4.148465	
	5% level	-3.500495	
	10% level	-3.179617	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:59
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
V(-1)	-0.285889	0.101915	-2.805185	0.0072
C	0.020868	0.019244	1.084371	0.2836
@TREND("2005Q1")	0.001006	0.000779	1.292345	0.2024

R-squared	0.143593	Mean dependent var	0.003710
Adjusted R-squared	0.107909	S.D. dependent var	0.070395
S.E. of regression	0.066489	Akaike info criterion	-2.526553
Sum squared resid	0.212195	Schwarz criterion	-2.412916
Log likelihood	67.42710	Hannan-Quinn criter.	-2.483129
F-statistic	4.024054	Durbin-Watson stat	2.092741
Prob(F-statistic)	0.024229		

Null Hypothesis: D(V) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-8.464707	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.568308	
	5% level	-2.921175	
	10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(V,2)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 16:01
Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V(-1))	-1.197689	0.141492	-8.464707	0.0000
C	0.004496	0.009974	0.450758	0.6542

R-squared	0.598834	Mean dependent var	-3.60E-05
Adjusted R-squared	0.590477	S.D. dependent var	0.110054
S.E. of regression	0.070428	Akaike info criterion	-2.429266
Sum squared resid	0.238087	Schwarz criterion	-2.352785
Log likelihood	62.73166	Hannan-Quinn criter.	-2.400142
F-statistic	71.65127	Durbin-Watson stat	2.008923
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: D(V) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-8.522274	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.612033	
	5% level	-1.947520	
	10% level	-1.612650	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(V,2)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 16:01
Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V(-1))	-1.194266	0.140135	-8.522274	0.0000

R-squared	0.597136	Mean dependent var	-3.60E-05
Adjusted R-squared	0.597136	S.D. dependent var	0.110054
S.E. of regression	0.069853	Akaike info criterion	-2.465042
Sum squared resid	0.239095	Schwarz criterion	-2.426802
Log likelihood	62.62606	Hannan-Quinn criter.	-2.450480
Durbin-Watson stat	2.007145		

Null Hypothesis: D(V) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-8.412265	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.152511	
	5% level	-3.502373	
	10% level	-3.180699	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(V,2)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 16:02
Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V(-1))	-1.201666	0.142847	-8.412265	0.0000
C	0.013631	0.021052	0.647503	0.5205
@TREND("2005Q1")	-0.000344	0.000697	-0.493896	0.6237

R-squared	0.600905	Mean dependent var	-3.60E-05
Adjusted R-squared	0.583923	S.D. dependent var	0.110054
S.E. of regression	0.070990	Akaike info criterion	-2.394443
Sum squared resid	0.236857	Schwarz criterion	-2.279722
Log likelihood	62.86107	Hannan-Quinn criter.	-2.350756
F-statistic	35.38330	Durbin-Watson stat	2.011575
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: R has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-16.16700	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.565430	
	5% level	-2.919952	
	10% level	-2.597905	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(R)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 16:03
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	-1.684173	0.104174	-16.16700	0.0000
C	-0.016677	0.021815	-0.764462	0.4483

R-squared	0.842125	Mean dependent var	-0.000483
Adjusted R-squared	0.838903	S.D. dependent var	0.387736
S.E. of regression	0.155625	Akaike info criterion	-0.844305
Sum squared resid	1.186743	Schwarz criterion	-0.768547
Log likelihood	23.52977	Hannan-Quinn criter.	-0.815356
F-statistic	261.3719	Durbin-Watson stat	1.475207
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: R has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-16.21647	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.611094	
	5% level	-1.947381	
	10% level	-1.612725	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(R)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 16:04
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	-1.680517	0.103630	-16.21647	0.0000

R-squared	0.840242	Mean dependent var	-0.000483
Adjusted R-squared	0.840242	S.D. dependent var	0.387736
S.E. of regression	0.154977	Akaike info criterion	-0.871665
Sum squared resid	1.200896	Schwarz criterion	-0.833786
Log likelihood	23.22745	Hannan-Quinn criter.	-0.857190
Durbin-Watson stat	1.464712		

Null Hypothesis: R has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-16.01771	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.148465	
	5% level	-3.500495	
	10% level	-3.179617	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(R)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 16:04
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	-1.684682	0.105176	-16.01771	0.0000
C	-0.027920	0.044683	-0.624842	0.5350
@TREND("2005Q1")	0.000432	0.001495	0.289181	0.7737

R-squared	0.842399	Mean dependent var	-0.000483
Adjusted R-squared	0.835833	S.D. dependent var	0.387736
S.E. of regression	0.157101	Akaike info criterion	-0.806830
Sum squared resid	1.184679	Schwarz criterion	-0.693193
Log likelihood	23.57416	Hannan-Quinn criter.	-0.763406
F-statistic	128.2837	Durbin-Watson stat	1.476256
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (7)

نتائج اختبار جذر الوحدة لفليبس بيرون(PP) في السوق المالي الجزائري

Null Hypothesis: V has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-2.510686	0.1189
Test critical values:	1% level	-3.565430	
	5% level	-2.919952	
	10% level	-2.597905	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.00430...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.00431...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 16:06
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
V(-1)	-0.209073	0.083350	-2.508366	0.0155
C	0.035391	0.015729	2.250112	0.0290

R-squared	0.113794	Mean dependent var	0.003710
Adjusted R-squared	0.095708	S.D. dependent var	0.070395
S.E. of regression	0.066942	Akaike info criterion	-2.531565
Sum squared resid	0.219578	Schwarz criterion	-2.455807
Log likelihood	66.55491	Hannan-Quinn criter.	-2.502616

Null Hypothesis: V has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-1.040634	0.2648
Test critical values:	1% level	-2.611094	
	5% level	-1.947381	
	10% level	-1.612725	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.00475...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.00418...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 16:07
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
V(-1)	-0.058470	0.051652	-1.131990	0.2630

R-squared	0.022226	Mean dependent var	0.003710
Adjusted R-squared	0.022226	S.D. dependent var	0.070395
S.E. of regression	0.069608	Akaike info criterion	-2.472451
Sum squared resid	0.242266	Schwarz criterion	-2.434572
Log likelihood	64.04750	Hannan-Quinn criter.	-2.457976
Durbin-Watson stat	2.310001		

Null Hypothesis: V has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-2.912289	0.1674
Test critical values:	1% level	-4.148465	
	5% level	-3.500495	
	10% level	-3.179617	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.00416...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.00456...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 16:08
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
V(-1)	-0.285889	0.101915	-2.805185	0.0072
C	0.020868	0.019244	1.084371	0.2836
@TREND("2005Q1")	0.001006	0.000779	1.292345	0.2024

R-squared	0.143593	Mean dependent var	0.003710
Adjusted R-squared	0.107909	S.D. dependent var	0.070395
S.E. of regression	0.066489	Akaike info criterion	-2.526553
Sum squared resid	0.212195	Schwarz criterion	-2.412916

Null Hypothesis: D(V) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-8.470593	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.568308	
	5% level	-2.921175	
	10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.00476...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.00472...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(V,2)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 16:10
Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V(-1))	-1.197689	0.141492	-8.464707	0.0000
C	0.004496	0.009974	0.450758	0.6542

R-squared	0.598834	Mean dependent var	-3.60E-05
Adjusted R-squared	0.590477	S.D. dependent var	0.110054
S.E. of regression	0.070428	Akaike info criterion	-2.429266
Sum squared resid	0.238087	Schwarz criterion	-2.352785
Log likelihood	62.73166	Hannan-Quinn criter.	-2.400142
F-statistic	71.65127	Durbin-Watson stat	2.008923
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: D(V) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-8.525153	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.612033	
	5% level	-1.947520	
	10% level	-1.612650	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.00478...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.00476...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(V,2)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 16:10
Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V(-1))	-1.194266	0.140135	-8.522274	0.0000

R-squared	0.597136	Mean dependent var	-3.60E-05
Adjusted R-squared	0.597136	S.D. dependent var	0.110054
S.E. of regression	0.069853	Akaike info criterion	-2.465042
Sum squared resid	0.239095	Schwarz criterion	-2.426802
Log likelihood	62.62606	Hannan-Quinn criter.	-2.450480
Durbin-Watson stat	2.007145		

Null Hypothesis: D(V) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-8.421533	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.152511	
	5% level	-3.502373	
	10% level	-3.180699	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.00473...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.00467...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(V,2)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 16:11
Sample (adjusted): 2005Q3 2017Q4
Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V(-1))	-1.201666	0.142847	-8.412265	0.0000
C	0.013631	0.021052	0.647503	0.5205
@TREND("2005Q1")	-0.000344	0.000697	-0.493896	0.6237

R-squared	0.600905	Mean dependent var	-3.60E-05
Adjusted R-squared	0.583923	S.D. dependent var	0.110054
S.E. of regression	0.070990	Akaike info criterion	-2.394443
Sum squared resid	0.236857	Schwarz criterion	-2.279722

Null Hypothesis: R has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 12 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-17.89520	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.565430	
	5% level	-2.919952	
	10% level	-2.597905	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.02326...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.01750...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(R)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 16:11
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	-1.684173	0.104174	-16.16700	0.0000
C	-0.016677	0.021815	-0.764462	0.4483

R-squared	0.842125	Mean dependent var	-0.000483
Adjusted R-squared	0.838903	S.D. dependent var	0.387736
S.E. of regression	0.155625	Akaike info criterion	-0.844305
Sum squared resid	1.186743	Schwarz criterion	-0.768547
Log likelihood	23.52977	Hannan-Quinn criter.	-0.815356
F-statistic	261.3719	Durbin-Watson stat	1.475207
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: R has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 11 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-17.52145	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.611094	
	5% level	-1.947381	
	10% level	-1.612725	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.02354...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.01890...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(R)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 16:12
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	-1.680517	0.103630	-16.21647	0.0000

R-squared	0.840242	Mean dependent var	-0.000483
Adjusted R-squared	0.840242	S.D. dependent var	0.387736
S.E. of regression	0.154977	Akaike info criterion	-0.871665
Sum squared resid	1.200896	Schwarz criterion	-0.833786
Log likelihood	23.22745	Hannan-Quinn criter.	-0.857190
Durbin-Watson stat	1.464712		

Null Hypothesis: R has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 11 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-17.37191	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.148465	
	5% level	-3.500495	
	10% level	-3.179617	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.02322...
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.01845...

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(R)
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 16:13
Sample (adjusted): 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	-1.684682	0.105176	-16.01771	0.0000
C	-0.027920	0.044683	-0.624842	0.5350
@TREND("2005Q1")	0.000432	0.001495	0.289181	0.7737

R-squared	0.842399	Mean dependent var	-0.000483
Adjusted R-squared	0.835833	S.D. dependent var	0.387736
S.E. of regression	0.157101	Akaike info criterion	-0.806830
Sum squared resid	1.184679	Schwarz criterion	-0.693193

الملحق رقم (8)

نتائج علاقة التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود في السوق المالي السعودي

ARDL Bounds Test
Date: 08/09/18 Time: 19:32
Sample: 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51
Null Hypothesis: No long-run relationships exist

Test Statistic	Value	k
F-statistic	2.039161	1

Critical Value Bounds

Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	4.04	4.78
5%	4.94	5.73
2.5%	5.77	6.68
1%	6.84	7.84

Test Equation:
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/09/18 Time: 19:32
Sample: 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.048310	0.029868	1.617478	0.1123
R(-1)	0.002495	0.095490	0.026123	0.9793
V(-1)	-0.165214	0.082618	-1.999730	0.0512

R-squared	0.078311	Mean dependent var	-0.003745
Adjusted R-squar...	0.039908	S.D. dependent var	0.105200
S.E. of regressio...	0.103079	Akaike info criterion	-1.649611
Sum squared res...	0.510018	Schwarz criterion	-1.535974
Log likelihood	45.06509	Hannan-Quinn criter.	-1.606187
F-statistic	2.039161	Durbin-Watson stat	2.172024
Prob(F-statistic)	0.141261		

الملحق رقم (9)

نتائج علاقة التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود في السوق المالي المصري

ARDL Bounds Test
Date: 08/09/18 Time: 18:59
Sample: 2005Q3 2017Q4
Included observations: 50
Null Hypothesis: No long-run relationships exist

Test Statistic	Value	k
F-statistic	6.304552	1

Critical Value Bounds

Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	4.04	4.78
5%	4.94	5.73
2.5%	5.77	6.68
1%	6.84	7.84

Test Equation:
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/09/18 Time: 18:59
Sample: 2005Q3 2017Q4
Included observations: 50

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V(-1))	-0.262660	0.143966	-1.824462	0.0746
C	0.092360	0.027953	3.304162	0.0019
R(-1)	0.035268	0.047556	0.741619	0.4621
V(-1)	-0.632714	0.184990	-3.420265	0.0013

R-squared	0.469567	Mean dependent var	0.000416
Adjusted R-squar...	0.434974	S.D. dependent var	0.071101
S.E. of regressio...	0.053445	Akaike info criterion	-2.943695
Sum squared res...	0.131395	Schwarz criterion	-2.790733
Log likelihood	77.59238	Hannan-Quinn criter.	-2.885446
F-statistic	13.57389	Durbin-Watson stat	1.947220
Prob(F-statistic)	0.000002		

الملحق رقم (10)

نتائج علاقة التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود في السوق المالي الجزائري

ARDL Bounds Test
Date: 08/09/18 Time: 19:25
Sample: 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51
Null Hypothesis: No long-run relationships exist

Test Statistic	Value	k
F-statistic	6.464071	1

Critical Value Bounds

Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	4.04	4.78
5%	4.94	5.73
2.5%	5.77	6.68
1%	6.84	7.84

Test Equation:
Dependent Variable: D(V)
Method: Least Squares
Date: 08/09/18 Time: 19:25
Sample: 2005Q2 2017Q4
Included observations: 51

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(R)	0.101928	0.058244	1.750020	0.0866
C	0.038099	0.014954	2.547828	0.0142
R(-1)	0.261640	0.106889	2.447776	0.0182
V(-1)	-0.210017	0.079003	-2.658332	0.0107

R-squared	0.236472	Mean dependent var	0.003710
Adjusted R-squar...	0.187737	S.D. dependent var	0.070395
S.E. of regressio...	0.063444	Akaike info criterion	-2.602134
Sum squared res...	0.189182	Schwarz criterion	-2.450618
Log likelihood	70.35441	Hannan-Quinn criter.	-2.544235
F-statistic	4.852128	Durbin-Watson stat	2.207569
Prob(F-statistic)	0.005062		

الملحق رقم (11)

نتائج العلاقة الارتباطية في السوق المالي السعودي

Dependent Variable: V
Method: Least Squares
Date: 07/27/18 Time: 16:14
Sample: 2005Q1 2017Q4
Included observations: 52

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.312891	0.024745	12.64483	0.0000
R	-0.142522	0.163718	-0.870536	0.3882

R-squared	0.014930	Mean dependent var	0.311829
Adjusted R-squared	-0.004771	S.D. dependent var	0.177795
S.E. of regression	0.178219	Akaike info criterion	-0.573909
Sum squared resid	1.588094	Schwarz criterion	-0.498861
Log likelihood	16.92163	Hannan-Quinn criter.	-0.545137
F-statistic	0.757832	Durbin-Watson stat	0.372777
Prob(F-statistic)	0.388168		

الملحق رقم (12)

نتائج العلاقة الارتباطية في السوق المالي المصري

Dependent Variable: V
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 14:54
Sample: 2005Q1 2017Q4
Included observations: 52

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.143773	0.007589	18.94493	0.0000
R	0.006411	0.046578	0.137651	0.8911

R-squared	0.000379	Mean dependent var	0.143792
Adjusted R-squared	-0.019614	S.D. dependent var	0.054187
S.E. of regression	0.054716	Akaike info criterion	-2.935636
Sum squared resid	0.149690	Schwarz criterion	-2.860588
Log likelihood	78.32653	Hannan-Quinn criter.	-2.906864
F-statistic	0.018948	Durbin-Watson stat	1.650090
Prob(F-statistic)	0.891069		

الملحق رقم(13)

نتائج العلاقة الارتباطية في السوق المالي الجزائري

Dependent Variable: V
Method: Least Squares
Date: 08/21/18 Time: 15:57
Sample: 2005Q1 2017Q4
Included observations: 52

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.152244	0.015786	9.644474	0.0000
R	-0.002986	0.076113	-0.039228	0.9689

R-squared	0.000031	Mean dependent var	0.152273
Adjusted R-squared	-0.019969	S.D. dependent var	0.112588
S.E. of regression	0.113707	Akaike info criterion	-1.472689
Sum squared resid	0.646459	Schwarz criterion	-1.397641
Log likelihood	40.28991	Hannan-Quinn criter.	-1.443917
F-statistic	0.001539	Durbin-Watson stat	0.382415
Prob(F-statistic)	0.968865		

الملحق رقم (14)

نتائج العلاقة السببية في السوق المالي السعودي

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 07/27/18 Time: 16:05
Sample: 2005Q1 2017Q4
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
R does not Granger Cause V	50	0.26390	0.7692
V does not Granger Cause R		0.45406	0.6379

الملحق رقم (15)

نتائج العلاقة السببية في السوق المالي المصري

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 07/27/18 Time: 16:19
Sample: 2005Q1 2017Q4
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
R does not Granger Cause V	50	0.27127	0.7636
V does not Granger Cause R		1.20343	0.3096

الملحق رقم (16)

نتائج العلاقة السببية في السوق المالي الجزائري

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 07/27/18 Time: 16:21
Sample: 1 52
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
R does not Granger Cause V	50	2.13885	0.1296
V does not Granger Cause R		1.15051	0.3256