



كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم: المالية والمحاسبة الرقم التسلسلي:/ 2022

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم الثالث نظام LMD في علوم المالية والمحاسبة

دفعه: 2022

تخصص: مالية المؤسسة

عنوان الأطروحة:

**أثر كفاءة الأسواق المالية الناشئة على تحديد القيمة
السوقية للشركات
- دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية -**

إشرافه الأستاذ:

أ.د. زوزور براهمي

إعداد الطالبة:

• نرجس رزق الله

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة	مؤسسة الانتماء	الصفة
محمد الحميد حفظ	أستاذ محاضر أ	جامعة العربي التبسي - تبسة.	رئيساً
زوزور براهمي	أستاذ	جامعة العربي التبسي - تبسة.	مقرراً
سليم جابو	أستاذ محاضر أ	جامعة العربي التبسي - تبسة.	ممتحناً
رفيق يوسف	أستاذ محاضر أ	جامعة العربي التبسي - تبسة.	ممتحناً
محمد الشريف بن زاوي	أستاذ	جامعة العربي بن مهيدي - أو البواقي.	ممتحناً
أيمن فريد	أستاذ محاضر أ	جامعة محمد الشريف مساعدي - سوق أمراس.	ممتحناً

السنة الجامعية: 2022/2021

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وتقدير

أشكر الله العلي القدير الذي أنار لي درب العلم، وأحمده حمدا يليق بجلاله وعظيم سلطانه على توفيقه لي في إتمام هذا البحث، والصلاة والسلام على من لا نبي بعده سيدنا ونبينا محمد صلى الله عليه وسلم، خير المعلمين وسيد البشرية أجمعين.

وقوفا عند قوله صلى الله عليه وسلم:

"من لم يشكر الناس لم يشكر الله"

فلا يسعني إلا أن أتقدم بالشكر الخاص العميق مقرونا بجزيل العرفان والامتنان إلى كل من أعانني على إتمام البحث، وأخص بالذكر:

أستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور "زرزور براهمي" على قبوله وتفضله بالإشراف على هذا البحث، وعلى توجيهاته وتصويباته القيمة وتحفيزاته المتواصلة، فلك مني أستاذي الفاضل كل الشكر والتقدير والاحترام وجزاك الله عني خير الجزاء.

أساتذة كلية العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسيير-دون استثناء- على الجهودات الجبارة التي يقومون بها، وأخص بالذكر الدكتور "عبد الحميد حفيظ" لأخلاقه العالية ونصائحه القيمة.

ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر والعرفان إلى السادة أعضاء لجنة

المناقشة لتكرمهم بتخصيص جزء

من وقتهم لقراءة ومناقشة هذا العمل.

وإلى كل من قدّم لنا يد المساعدة من قريب أو بعيد ولو بالكلمة الطيبة.

إهداء

أحمد الله حمدا كثيرا يليق بجلال وجهه وعظيم سلطانه، والصلاة والسلام على خير خلق الله محمد صلى الله عليه وسلم.
أهدي ثمرة جهدي إلى من أوصاني ربي بها خيرا، إلى من ربّنتي وأنارت دربي وأعانتي بالصلوات والدعوات، إلى أعلى إنسان في الوجود، إلى من كرمها الله وجعل الجنة تحت أقدامها، إلى صنيع العطاء الخالد ونبع الحنان، إلى نور الحياة

أمي ثم أمي ثم أمي

كل المودة والحب والتقدير.. إلى رفيق دربي إلى من شجعني وشد أزري وخطى معي خطوات الصعاب.. إلى من سار معي نحو الحلم.. خطوة بخطوة.. بذرناه معا وحصدناه معا وسنبقى معا.. بإذن الله.. جزاك الله

خيرا

إلى روح فلذة كبدي طير الجنة "محمد زين الدين"
إلى خير مكسب لي في هذه الحياة، إلى اللتان أسند عليهما نفسي وقت الشداد.. إلى دفع البيت وسعادته أختاي العزيزتين "إيمان" و"نهلة"
إلى من أكن لهما كل الاحترام زوجا أخواتي "الصادق" و"سفيان"
إلى من أحبهم وأعزهم عزة أم لأولادها أحفاد العائلة "نايلة نجمة ونزيم"
إلى رفيقات المشوار اللواتي تقاسمت معهن حياة طالبة العلم.. إلى من أعتز وأفتخر بمعرفتي لهنم.. "نهاد، هند، سعيدة"
إلى من تمنوا لي النجاح والتوفيق إلى جميع أفراد عائلي العزيزة، إليكم جميعا أهدي ثمرة جهدي

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية كسوق مالية ناشئة على القيمة السوقية للأسهم المتداولة فيها خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2020، حيث تم في مرحلة أولى اختبار كفاءة بورصة قطر عند المستوى الضعيف من خلال تطبيق مجموعة من الاختبارات على السلسلة اليومية لعوائد مؤشر بورصة قطر (DLQSI20) والمتمثلة في: اختبارات الاستقرار (اختبار دالة الارتباط الذاتي ACF، واختبارات جذر الوحدة ADF، PP و KPSS) واختبارات فرضية السير العشوائي (اختبارات التوزيع الطبيعي Skewness، Kurtosis و Jarque-Bera، اختبارات الاستقلالية BDS و VR)، وفي مرحلة ثانية تم تقدير القيمة الحقيقية لعينة من الأسهم المتداولة في بورصة قطر شملت 18 سهم باستخدام نموذج مضاعف الربحية لـ Bates ومقارنتها مع قيمتها السوقية، أما المرحلة الأخيرة للدراسة فقد خصصت لاختبار أثر بعض المؤشرات التي تعكس كفاءة بورصة قطر والمتمثلة في معدل رسملة السوق، معدل حجم التداول ومعدل دوران الأسهم على أسعار إغلاق لعينة شملت أكبر 10 شركات مدرجة في بورصة قطر من حيث حجم التداول والاعتماد على بيانات ربع سنوية خلال الفترة (2014-2020)، من خلال تطبيق مجموعة من الاختبارات والمتمثلة في: اختبارات جذر الوحدة ADF و PP لتحديد مستوى استقرار متغيرات الدراسة ودرجة تكاملها، اختبار جوهانسن للتكامل المشترك Johansen Cointegration Test لتحديد مدى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات وكذا تقدير المتجه التكامل العام، اختبار تحليل مكونات التباين Variance Decomposition Test لوصف سلوك المتغيرات في المدى القصير التي لا يوجد بينها تكامل مشترك، اختبار نموذج تصحيح الخطأ VEC لتحديد العلاقة التوازنية قصيرة وطويلة الأجل بين المتغيرات التي يوجد بينها تكامل مشترك، وفي الأخير اختبار جرانجر للسببية Granger Causality Test لتحديد اتجاه السببية بين متغيرات الدراسة.

وقد خلصت الدراسة بناء على نتائج اختبارات الكفاءة إلى إمكانية التنبؤ بالعوائد المستقبلية لمؤشر بورصة قطر في المدى القصير باستخدام عوائده التاريخية مما يدل على عدم كفاءة سوق قطر للأوراق المالية في صيغتها الضعيفة خلال فترة الدراسة، فيما أثبتت نتائج تقدير القيمة الحقيقية للأسهم باستخدام نموذج مضاعف الربحية لـ Bates إلى وجود فجوة بين القيمة الحقيقية المقدرة والقيمة السوقية لجميع أسهم العينة، مما يدل على ضعف كفاءة التسعير في بورصة قطر وإمكانية المستثمرين لتحقيق أرباح غير عادية ناتجة عن التسعير الخاطئ للأسهم. كما توصلت الدراسة بناء على نتائج اختبار أثر مؤشرات كفاءة بورصة قطر على أسعار إغلاق الأسهم إلى عدم تأثير المتغيرات المستقلة للدراسة سواء كانت مجتمعة أو بصفة مستقلة على أسعار أسهم العينة في المدى القصير والطويل خلال فترة الدراسة، أي أن أسعار الأسهم لا تستجيب للتغيرات التي تحدث في كل من معدل رسملة السوق، معدل حجم التداول ومعدل دوران الأسهم مما يدل على عدم انعكاس المعلومات المتعلقة بأداء سوق قطر على أسعار الأسهم، وهو ما يفسر عدم كفاءتها عند المستوى الضعيف وكذا انحراف القيمة السوقية للأسهم عن قيمتها الحقيقية.

الكلمات المفتاحية: كفاءة الأسواق المالية الناشئة، القيمة السوقية للسهم، القيمة الحقيقية للسهم، سوق قطر للأوراق المالية، نموذج مضاعف الربحية لـ Bates، معدل رسملة السوق، معدل حجم التداول، معدل دوران الأسهم.

Abstarct

This study aims to measure the impact of Qatar Stock Exchange efficiency on shares market value traded in during the period (2014-2020), firstly the Qatar Stock Exchange efficiency was tested at the weak level by applying a set of tests on the daily series of the QSE Index returns (DLQSI20) which are: stability tests (Autocorrelation Function test ACF, Unit Root tests: ADF, PP, KPSS) and random walk hypothesis tests (Normality tests: Skewness, Kurtosis, Jarque-Bera, Independence tests: BDS, VR), then in the second stage of study the intrinsic value of a sample composed of 18 traded shares in QSE was estimated using the Bates Price-Earning Ratio Model, as for the last stage of study was devoted to testing the impact of some indicators reflecting the Qatar Stock Exchange efficiency represented by market capitalization ratio, traded volume ratio and shares turnover ratio on closing prices of a sample composed of top 10 traded shares in terms of traded volume based on quartly data during the period (2014-2020), using a set of tests: ADF and PP tests to determine the level satability and degree integration of the study variables, Johansen Cointegration test to determine long-term equilibrium relationship between the variables and estimate the general integrative vector, Variance Decomposition test to describe the behavior of variables in short-term that do not have common integration, Vector Error Correction Model test to determine long relationship and short-term equilibrium between variables that have common integration and finally Granger Causality test to determine causality direction between study variables.

Based on the efficiency tests results, the study concluded that the future returns of the QSE Index could be predicted in short-term using its historical returns data, indicating the QSE inefficiency at the weak level during the study period. The estimation results of shares intrinsic value using the Bates Model proved that there is a gap between intrinsic and market value for all shares of the sample, indicating weak pricing efficiency in QSE and the ability of investors to achieve extraordinary profits resulting from the wrong pricing of stocks. Based on testing results of QSE efficiency indicators impact on shares closing prices, the study found that the independent variables whether combined or independent did not affect stocks prices of the sample in the short and long term during the study period, meaning that stocks prices do not respond to changes in both the market capitalization ratio, traded volume ratio and shares turnover ratio indicating that the information related to QSE performance are not reflected on stocks prices, which explains the QSE inefficiency at weak level as well as the market value deviation of shares from their intrinsic value.

Keywords: Emerging stock market efficiency, Share market value, Share intrinsic value, Qatar Stock Exchange, Bates Price-Earning Ratio Model, Market capitalization ratio, Traded volume ratio, Shares turnover ratio.

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
XV-I	شكر وتقدير، إهداء، ملخص باللغة العربية، ملخص باللغة الإنجليزية، فهرس المحتويات، فهرس الجداول، فهرس الأشكال، فهرس الملاحق.
أ-ص	مقدمة عامة
78-01	الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة وكفاءتها
02	تمهيد
03	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
03	المطلب الأول: سوق الأوراق المالية وموقعها من السوق المالية
03	الفرع الأول: التطور التاريخي للسوق المالية وتعريفها
06	الفرع الثاني: تقسيمات السوق المالية
11	الفرع الثالث: مفهوم سوق الأوراق المالية
15	المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
15	الفرع الأول: أوراق الملكية
18	الفرع الثاني: أوراق الدين
22	الفرع الثالث: الأوراق المالية المحجينة
25	الفرع الرابع: الأوراق المالية المشتقة
31	المطلب الثالث: آلية التعامل في سوق الأوراق المالية
31	الفرع الأول: أوامر سوق الأوراق المالية
33	الفرع الثاني: تقنيات التسعير في سوق الأوراق المالية
33	الفرع الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية
38	المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول الأسواق المالية الناشئة
38	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية الناشئة Emerging markets
38	الفرع الأول: تعريف وخصائص الأسواق المالية الناشئة
40	الفرع الثاني: مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة
42	الفرع الثالث: عوامل نمو الأسواق المالية الناشئة
44	المطلب الثاني: متطلبات ترقية الأسواق المالية إلى ناشئة حسب مؤشرات التصنيف العالمية
44	الفرع الأول: متطلبات ترقية الأسواق المالية إلى ناشئة حسب مؤشرات مورغان ستانلي (MSCI)
49	الفرع الثاني: متطلبات ترقية الأسواق المالية إلى ناشئة حسب مؤشرات فوتسي راسل (FTSE)
55	الفرع الثالث: متطلبات ترقية الأسواق المالية إلى ناشئة حسب مؤشرات S&P Dow Jones

59	المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية
59	المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
59	الفرع الأول: تعريف وخصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة
61	الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية
62	الفرع الثالث: متطلبات سوق الأوراق المالية الكفؤة
64	المطلب الثاني: فرضيات كفاءة سوق الأوراق المالية
64	الفرع الأول: فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية
68	الفرع الثاني: فرضية الصيغة المتوسطة لكفاءة سوق الأوراق المالية
70	الفرع الثالث: فرضية الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية
72	المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية الناشئة
72	الفرع الأول: مؤشرات تحليل كفاءة الأسواق المالية الناشئة
74	الفرع الثاني: تطبيق فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية على الأسواق المالية الناشئة
76	الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على كفاءة الأسواق المالية الناشئة
78	خلاصة الفصل الأول
163-79	الفصل الثاني: أثر كفاءة الأسواق المالية الناشئة على القيمة السوقية لأسهم الشركات
80	تمهيد
81	المبحث الأول: مفهوم ومحددات القيمة السوقية للأسهم العادية
81	المطلب الأول: مفهوم القيمة والتقييم بالنسبة للأسهم العادية
81	الفرع الأول: مفهوم القيمة
83	الفرع الثاني: تعريف التقييم والعوامل المؤثرة عليه
85	الفرع الثالث: مفاهيم القيمة للأسهم العادية
87	المطلب الثاني: محددات القيمة السوقية للأسهم العادية
87	الفرع الأول: عائد السهم العادي
89	الفرع الثاني: مخاطرة السهم العادي
95	الفرع الثالث: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model
96	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم العادية
98	المبحث الثاني: المداخل المستخدمة في تحليل الأسهم العادية
98	المطلب الأول: مدخل التحليل الفني
98	الفرع الأول: مفهوم التحليل الفني

105	الفرع الثاني: أدوات التحليل الفني لغرض التنبؤ بحركة السوق
109	الفرع الثالث: أدوات التحليل الفني لغرض التنبؤ بحركة الأسهم
116	المطلب الثاني: مدخل التحليل الأساسي
116	الفرع الأول: مفهوم التحليل الأساسي
118	الفرع الثاني: مراحل التحليل الأساسي
133	المبحث الثالث: نماذج تقييم الأسهم العادية
133	المطلب الأول: نموذج خصم توزيعات الأرباح (Dividend Discount Model (DDM)
134	الفرع الأول: نموذج النمو الصفري The Zero Growth Model
135	الفرع الثاني: نموذج النمو الثابت The Constant Growth Model
136	الفرع الثالث: نموذج النمو المتعدد The Multiple Growth Model
138	المطلب الثاني: مدخل الربحية ونموذج التدفق النقدي لتقييم الأسهم العادية
138	الفرع الأول: مدخل الربحية
140	الفرع الثاني: نموذج التدفقات النقدية Cash Flows Model
141	المطلب الثالث: نماذج بديلة لتقييم الأسهم العادية
141	الفرع الأول: نموذج والتر للتقييم Walter's Valuation Model
142	الفرع الثاني: نموذج H The H-Model
143	الفرع الثالث: نموذج ليرنر وكارلتون Lerner & Carleton (L-C) Model
145	المبحث الرابع: علاقة كفاءة السوق المالية الناشئة بالقيمة السوقية للأسهم العادية
145	المطلب الأول: المعلومات لغرض تقييم الأسهم العادية
145	الفرع الأول: تعريف ومتطلبات المعلومات
147	الفرع الثاني: المعلومات الأساسية المستخدمة في السوق المالية لغرض التقييم
150	الفرع الثالث: مصادر المعلومات في السوق المالية لغرض التقييم
152	المطلب الثاني: المعلومات وكفاءة السوق المالية
152	الفرع الأول: أثر المعلومات على كفاءة السوق المالية
154	الفرع الثاني: أثر عدم تماثل المعلومات على كفاءة السوق المالية
157	المطلب الثالث: آلية تأثير كفاءة السوق المالية الناشئة على القيمة السوقية للأسهم العادية
162	خلاصة الفصل الثاني
164-279	الفصل الثالث: قياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات
165	تمهيد

فهرس المحتويات

166	المبحث الأول: تحليل تطور سوق قطر للأوراق المالية (بورصة قطر)
166	المطلب الأول: نظرة عامة حول سوق قطر للأوراق المالية
166	الفرع الأول: نشأة سوق قطر للأوراق المالية وأهدافها
169	الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي العام لسوق قطر للأوراق المالية
175	الفرع الثالث: الأوراق المالية المتداولة ونظام التداول في سوق قطر للأوراق المالية
180	الفرع الرابع: مؤشرات سوق قطر للأوراق المالية
184	المطلب الثاني: تطور المؤشر والقيمة السوقية لسوق قطر للأوراق المالية
184	الفرع الأول: تطور المؤشر العام والقطاعي لسوق قطر للأوراق المالية
189	الفرع الثاني: تطور القيمة السوقية (رسملة السوق) لسوق قطر للأوراق المالية
195	المطلب الثالث: تطور مؤشرات أداء سوق قطر للأوراق المالية
196	الفرع الأول: تطور مؤشر حجم السوق في بورصة قطر
198	الفرع الثاني: تطور مؤشر سيولة السوق في بورصة قطر
200	الفرع الثالث: تطور مؤشر درجة التركيز في بورصة قطر
202	المبحث الثاني: اختبار كفاءة سوق قطر للأوراق المالية عند المستوى الضعيف
202	المطلب الأول: تحليل السلسلة الزمنية اليومية لمؤشر بورصة قطر
202	الفرع الأول: توصيف البيانات المستخدمة
202	الفرع الثاني: دراسة الاحصاءات الوصفية لبيانات السلسلة الزمنية اليومية لمؤشر بورصة قطر
205	المطلب الثاني: اختبار استقرارية لوغاريتم السلسلة الزمنية اليومية لمؤشر بورصة قطر
205	الفرع الأول: اختبار معنوية معاملات دالة الارتباط الذاتي (ACF)
207	الفرع الثاني: اختبارات جذر الوحدة Unit Root Tests
212	المطلب الثالث: اختبار استقرارية السلسلة الزمنية اليومية لعوائد مؤشر بورصة قطر
212	الفرع الأول: تطور السلسلة الزمنية اليومية لعوائد مؤشر بورصة قطر
213	الفرع الثاني: اختبار دالة الارتباط الذاتي (ACF) على سلسلة عوائد مؤشر بورصة قطر
213	الفرع الثالث: اختبارات جذر الوحدة على سلسلة عوائد مؤشر بورصة قطر
215	المطلب الرابع: اختبارات فرضية السير العشوائي لسلسلة عوائد مؤشر بورصة قطر
215	الفرع الأول: اختبارات التوزيع الطبيعي Normality Tests
218	الفرع الثاني: اختبارات الاستقلالية Independence Tests
220	الفرع الثالث: تلخيص النتائج
222	المبحث الثالث: تقدير القيمة الحقيقية للأسهم المتداولة في بورصة قطر باستخدام نموذج مضاعف الربحية

فهرس المحتويات

222	المطلب الأول: توصيف البيانات المستخدمة في تقدير القيمة الحقيقية للأسهم المتداولة في بورصة قطر
222	الفرع الأول: عينة الدراسة
223	الفرع الثاني: مصادر البيانات
223	الفرع الثالث: خطوات الدراسة
225	المطلب الثاني: نتائج الدراسة
225	الفرع الأول: نتائج حساب العوائد السنوية للسوق والأسهم
226	الفرع الثاني: نتائج حساب معامل بيتا ومعدل العائد المطلوب للأسهم
228	الفرع الثالث: نتائج حساب مضاعف الربحية ل Bates
229	الفرع الرابع: نتائج تقدير القيمة الحقيقية للأسهم
231	المطلب الثالث: تلخيص النتائج
232	المبحث الرابع: الدراسة القياسية لأثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات
232	المطلب الأول: توصيف منهجية الدراسة القياسية
232	الفرع الأول: عينة الدراسة ومصادر البيانات
233	الفرع الثاني: تحديد متغيرات الدراسة
236	الفرع الثالث: تقديم المنهجية المستخدمة
240	المطلب الثاني: اختبار أثر كفاءة بورصة قطر على القيمة السوقية لعينة من أسهم الشركات
240	الفرع الأول: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة والتكامل المشترك بينها
251	الفرع الثاني: تحليل العلاقة بين المتغيرات في المدى القصير والطويل
272	الفرع الثالث: اختبار جرانجر للسببية Granger Causality Test
275	المطلب الثالث: تلخيص نتائج الدراسة القياسية
278	خلاصة الفصل الثالث
290-280	خاتمة عامة
310-291	قائمة المراجع
389-311	قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
27	أنواع الخيارات حسب الربحية	1-1
45	متطلبات الانضمام إلى مؤشرات MSCI لعام 2020	2-1
46	معايير مؤشرات MSCI للوصول إلى السوق	3-1
48	تصنيف الأسواق المالية العالمية حسب مؤشرات MSCI لعام 2020	4-1
49	مراجعة تصنيف الأسواق المالية من قبل MSCI خلال الفترة 1997/11-2019/05	5-1
51	مصنوفة متطلبات الانضمام إلى مؤشرات FTSE اعتباراً من جانفي 2020	6-1
53	تصنيف الأسواق المالية العالمية حسب مؤشرات FTSE (مارس 2020)	7-1
54	التسلسل الزمني لتغيرات تصنيف الأسواق المالية العالمية حسب مؤشرات FTSE	8-1
56	متطلبات الانضمام إلى مؤشرات S&P DJIA	9-1
58	تصنيف الأسواق المالية العالمية حسب مؤشرات S&P DJIA (جوان 2020)	10-1
110	شروط اتخاذ قرار شراء أو بيع الأسهم استناداً إلى خريطة المتوسط المتحرك	1-2
114	التغير في سعر سهم ما خلال فترة زمنية معينة	2-2
121	المؤشرات الاقتصادية المستخدمة في التنبؤ بالظروف الاقتصادية	3-2
126	مصنوفة مصادر واستخدامات الأموال	4-2
167	مراحل تطور سوق قطر للأوراق المالية	1-3
179	خصائص التداول في بورصة قطر	2-3
185	تطور المؤشر العام والمؤشر القطاعي لبورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)	3-3
190	تطور القيمة السوقية الإجمالية والقطاعية لبورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)	4-3
195	تطور مؤشرات أداء بورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)	5-3
203	الاحصاءات الوصفية للسلسلة الزمنية للمؤشر QSI20	6-3
205	الاحصاءات الوصفية للوغاريتم السلسلة الزمنية للمؤشر LQSI20	7-3
206	نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي ACF على السلسلة LQSI20	8-3
208	نتائج تحديد درجة التأخير المثلى	9-3
209	نتائج اختبار ADF على السلسلة LQSI20	10-3
210	نتائج اختبار PP على السلسلة LQSI20	11-3
211	نتائج اختبار KPSS على السلسلة LQSI20	12-3
213	نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي ACF على السلسلة DLQSI20	13-3

214	نتائج تحديد درجة التأخير المثلى	14-3
214	نتائج اختبار ADF على السلسلة DLQSI20	15-3
215	نتائج اختبار PP على السلسلة DLQSI20	16-3
215	نتائج اختبار KPSS على السلسلة DLQSI20	17-3
219	نتائج اختبار BDS على السلسلة DLQSI20	18-3
220	نتائج اختبار VR على السلسلة DLQSI20	19-3
222	مكونات عينة الدراسة	20-3
225	العائد السنوي لمؤشر بورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)	21-3
225	العائد السنوي لأسهم عينة الدراسة خلال الفترة (2014-2020)	22-3
226	نتائج حساب معامل بيتا لأسهم العينة خلال الفترة (2014-2020)	23-3
227	نتائج حساب معدل العائد المطلوب لأسهم العينة خلال الفترة (2014-2020)	24-3
228	نتائج حساب مضاعف الربحية لأسهم العينة خلال الفترة (2014-2020)	25-3
229	نتائج تقدير القيمة الحقيقية لأسهم العينة خلال سنة 2020	26-3
230	نتائج مقارنة القيمة الحقيقية لأسهم العينة مع قيمتها السوقية خلال سنة 2020	27-3
233	توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات	28-3
241	نتائج اختبار ADF على متغيرات الدراسة	29-3
242	نتائج اختبار PP على متغيرات الدراسة	30-3
243	نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين LMV1 والمتغيرات المستقلة	31-3
244	نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين LMV2 والمتغيرات المستقلة	32-3
245	نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين LMV3 والمتغيرات المستقلة	33-3
246	نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين LMV4 والمتغيرات المستقلة	34-3
247	نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين LMV5 والمتغيرات المستقلة	35-3
247	نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين LMV6 والمتغيرات المستقلة	36-3
248	نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين LMV7 والمتغيرات المستقلة	37-3
249	نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين LMV8 والمتغيرات المستقلة	38-3
250	نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين LMV9 والمتغيرات المستقلة	39-3
250	نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين LMV10 والمتغيرات المستقلة	40-3
252	نتائج تحليل التباين ل LMV1	41-3
253	نتائج تحليل التباين ل LMV4	42-3

254	نتائج تحليل التباين ل LMV5	43-3
255	نتائج تحليل التباين ل LMV6	44-3
255	نتائج تحليل التباين ل LMV7	45-3
256	نتائج تحليل التباين ل LMV9	46-3
259	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي بالنسبة ل LMV2	47-3
259	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي بالنسبة ل LMV2	48-3
260	نتائج اختبار عدم تجانس التباين بالنسبة ل LMV2	49-3
260	نتائج اختبار التأثير المشترك بالنسبة ل LMV2	50-3
262	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي بالنسبة ل LMV3	51-3
263	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي بالنسبة ل LMV3	52-3
263	نتائج اختبار عدم تجانس التباين بالنسبة ل LMV3	53-3
264	نتائج اختبار التأثير المشترك بالنسبة ل LMV3	54-3
266	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي بالنسبة ل LMV8	55-3
267	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي بالنسبة ل LMV8	56-3
267	نتائج اختبار عدم تجانس التباين بالنسبة ل LMV8	57-3
268	نتائج اختبار التأثير المشترك بالنسبة ل LMV8	58-3
270	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي بالنسبة ل LMV10	59-3
271	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي بالنسبة ل LMV10	60-3
271	نتائج اختبار عدم تجانس التباين بالنسبة ل LMV10	61-3
272	نتائج اختبار التأثير المشترك بالنسبة ل LMV10	62-3
272	نتائج اختبار جرانجر للسببية	63-3

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
06	أقسام السوق المالية	1-1
84	عملية تقييم الأسهم العادية	1-2
93	تحليل المخاطرة الكلية	2-2
99	التغير التدريجي لأسعار الأسهم	3-2
104	الهيكل الأساسي لموجة إبيوت	4-2
104	أنماط الموجات المتكررة لإبيوت	5-2
111	خريطة ارتفاع الأسعار من خلال المتوسطات المتحركة	6-2
111	خريطة انخفاض الأسعار من خلال المتوسطات المتحركة	7-2
113	خريطة مستويات الدعم والمقاومة	8-2
113	خريطة الرأس والأكتاف	9-2
115	خريطة النقطة والشكل	10-2
115	المنطقة المكذبة والخروج النزولي والصعودي لأسعار الأسهم	11-2
118	منهج التحليل الأساسي	12-2
124	دورة حياة الصناعة	13-2
142	تطور معدل النمو عبر الزمن في نماذج التقييم المختلفة	14-2
156	أثر عدم تماثل المعلومات على كفاءة السوق المالية	15-2
158	ردة فعل سعر السهم تجاه معلومة جديدة في سوق كفاءة وسوق غير كفاءة	16-2
171	الهيكل التنظيمي لهيئة قطر للأسواق المالية	1-3
186	تطور المؤشر العام لبورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)	2-3
186	تطور مؤشر جميع الأسهم لقطاعات بورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)	3-3
191	تطور القيمة السوقية الإجمالية لبورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)	4-3
191	نسبة مساهمة القطاعات في القيمة السوقية الإجمالية لبورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)	5-3
192	تطور مساهمة القطاعات في القيمة السوقية الإجمالية لبورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)	6-3
196	تطور معدل رسملة السوق لبورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)	7-3
197	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)	8-3
198	تطور معدل التداول في بورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)	9-3

فهرس الأشكال

199	تطور معدل دوران الأسهم في بورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)	10-3
200	تطور درجة التركيز في بورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)	11-3
203	تطور السلسلة الزمنية اليومية للمؤشر QSI20	12-3
204	تطور لوغاريتم السلسلة الزمنية اليومية للمؤشر LQSI20	13-3
212	تطور السلسلة الزمنية اليومية لعوائد المؤشر DLQSI20	14-3
217	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي على السلسلة DLQSI20	15-3
234	الخصائص الاحصائية لمتغير القيمة السوقية خلال الفترة (2014-2020)	16-3
235	الخصائص الاحصائية لمتغير معدل رسملة السوق خلال الفترة (2014-2020)	17-3
236	الخصائص الاحصائية لمتغير معدل حجم التداول خلال الفترة (2014-2020)	18-3
236	الخصائص الاحصائية لمتغير معدل دوران الأسهم خلال الفترة (2014-2020)	19-3

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
324-312	بيانات الدراسة المتعلقة باختبار كفاءة بورصة قطر عند المستوى الضعيف	الملحق (1)
333-325	بيانات الدراسة المتعلقة بتقدير القيمة الحقيقية للأسهم باستخدام نموذج مضاعف الربحية	الملحق (2)
338-334	بيانات الدراسة القياسية	الملحق (3)
389-339	نتائج اختبارات الدراسة القياسية	الملحق (4)



مقدمة عامة

1. أهمية الدراسة

أصبحت معظم الدول في العالم سواء المتقدمة منها أو النامية خلال العقود الأخيرة تركز جل اهتمامها على تطوير أسواقها المالية لقناعتها المتزايدة بأهمية الدور الذي يمكن أن تلعبه هذه الأخيرة في تحقيق التنمية الاقتصادية، وظهر هذا الاهتمام أيضا في ظل التوجيهات التي أسدتها مختلف المنظمات الدولية من أجل تعزيز دور هذه الأسواق في الأنظمة المالية للدول، كونها توفر إحدى أهم قنوات حشد المدخرات المحلية العاطلة بتوجيهها نحو القطاعات الاقتصادية الأكثر كفاءة ومردودية، كما تعمل على استقطاب رؤوس الأموال والاستثمارات الأجنبية كموارد مالية إضافية تساهم في التنمية المحلية للاقتصاد وتقلص من الحاجة إلى الاقتراض الخارجي.

وحتى تتمكن سوق الأوراق المالية من أداء دورها في التخصيص الكفء للموارد المتاحة لا بد أن تتوفر على مقومات الكفاءة التي تساهم في التقييم الحقيقي للأوراق المالية المتداولة فيها والذي يتم على أساسه اتخاذ القرار الاستثماري السليم، وتقتضي كفاءة السوق المالية أن تتمتع السوق بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين في السوق مما يؤدي في الأخير إلى تعادل القيمة السوقية للأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية.

ولا يمكن القول أن كل الأسواق المالية في مختلف الاقتصادات تتسم بنفس درجة الكفاءة في ترشيد الموارد المالية، حيث يختلف الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في الدول المتقدمة عن الدور الذي تؤديه هذه الأسواق في الدول الأقل تطورا، ففي الوقت الذي تمثل فيه أسواق الأوراق المالية الركيزة الأساسية في الهيكل الاقتصادي للدول المتقدمة لا تزال الأسواق في معظم الدول النامية تمر بمرحلة من النشوء والتطور، كما هو الحال بالنسبة للأسواق المالية الناشئة والتي تعرف على أنها أسواق الدول التي تحقق اقتصاديا عملية نمو سريعة وهي مرحلة الانتقال إلى اقتصاد السوق، وتوفر هذه الأسواق فرص لتحقيق عوائد أعلى من الأسواق المتقدمة، ومن أهم ملاحظتها صغر حجم الاقتصاد الذي تنتمي إليه، انخفاض نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي والانفتاح النسبي على الاستثمار الأجنبي.

وعلى الرغم من التطور والنمو المتسارع الذي شهدته الأسواق المالية الناشئة خلال العقد الماضيين واندماجها مع الأسواق العالمية، إلا أنها لا زالت تعاني من صغر حجمها فضلا عن محدودية أدواتها وآلية عملها، والقيود التي لا تزال مفروضة على الاستثمار الأجنبي، وقد أثبتت أغلب الدراسات السابقة عدم كفاءة معظم الأسواق المالية الناشئة في صيغتها الضعيفة.

وتعد سوق قطر للأوراق المالية واحدة من بين الأسواق المالية العربية التي تمكنت في فترة وجيزة من رفع تصنيفها إلى فئة الأسواق الناشئة، وذلك ابتداء من عام 2014 بحسب تصنيف ثلاثة من المؤشرات العالمية المعنية بذلك على رأسها مؤشر MSCI، مؤشر S&P Dow JONES ومؤشر FTSE، وتعتبر هذه الترقية بمثابة اعتراف من طرف تلك المؤسسات المالية العالمية بالمجهودات المبذولة خلال العقد الأخيرين من طرف دولة قطر، والتي سعت من ورائها إلى تحرير بورصة قطر وإنهاء القيود المفروضة على تدفقات الاستثمارات الأجنبية بشكل نسبي إيماناً منها بأن عملية تحرير سوق الأوراق المالية ستؤدي بشكل عام إلى زيادة حجم الاستثمارات في الدولة

وتوسيع قاعدة المستثمرين، ومن ثم زيادة السيولة وتوفير المزيد من رؤوس الأموال للشركات المحلية، إضافة إلى أن دخول المستثمرين الأجانب إلى السوق المحلية ومتابعة ما يجري فيها بتفحص وتدقيق سيرفع من مستوى الإفصاح والشفافية ويعزز من ممارسات الحكم الرشيد في الشركات المدرجة في البورصة، وبالتالي يتوقع أن تؤدي الجهود السابقة الذكر إلى تحسين أساليب الإفصاح وتعزيز بيئة المعلومات في بورصة قطر مما سيؤدي إلى زيادة عمق البورصة وكفاءتها.

وبناء على ما سبق ذكره ظهرت أهمية اختبار مستوى كفاءة بورصة قطر باعتبارها سوق مالية ناشئة منذ 2014، وقياس أثر ذلك على سلوك القيمة السوقية للأسهم المتداولة فيها وتحديد مدى انحرافها عن قيمتها الحقيقية، لذا جاءت هذه الدراسة لمعالجة موضوع: أثر كفاءة الأسواق المالية الناشئة على تحديد القيمة السوقية للشركات-دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية-.

2. أسباب اختيار الدراسة

لقد تم اختيار موضوع هذه الدراسة المعنونة بـ "أثر كفاءة الأسواق المالية الناشئة على تحديد القيمة السوقية للشركات-دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية-" بناء على جملة من الاعتبارات لعل أهمها:

- ارتباط موضوع الدراسة بمجال تخصص الطالبة؛
- رغبة الطالبة وميولها لتناول مواضيع كفاءة الأسواق المالية والتعمق فيها ومتابعة تطوراتها ومستجداتها؛
- الغموض الذي يكتنف موضوع تأثير كفاءة الأسواق المالية على تحديد القيمة السوقية للأسهم المتداولة فيها؛
- الرغبة في التحكم في النماذج والاختبارات القياسية لكفاءة أسواق الأوراق المالية؛
- إثراء المكتبة طالما قلت البحوث التي تناولت كفاءة الأسواق المالية الناشئة العربية وكيفية تحديد القيمة السوقية للأسهم المتداولة فيها.

3. الهدف من الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى ما يلي:

- محاولة التعريف بأسواق الأوراق المالية وتحديد إطارها النظري من حيث مفهوماها، الأدوات المالية المتداولة وآلية التعامل فيها؛
- محاولة التعريف بالأسواق المالية الناشئة من حيث خصائصها، مراحل تطورها ومتطلبات ترقيتها من سوق مبتدئة إلى سوق مالية ناشئة، إضافة إلى مؤشرات تحليل كفاءتها والعوامل المؤثرة على هذه الأخيرة؛
- التعرف على مختلف المفاهيم والمداخل والنماذج المستخدمة في تحليل وتقييم الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية للوصول إلى قيمتها الحقيقية؛
- محاولة فهم آلية تأثير كفاءة الأسواق المالية الناشئة على القيمة السوقية للأسهم المتداولة فيها؛
- الإطلاع على سوق قطر للأوراق المالية من حيث نشأتها، هيكلها التنظيمي، طبيعة الأوراق المتداولة ونظام التداول فيها، إضافة إلى أهم مؤشراتها؛
- تحليل أداء سوق قطر للأوراق المالية من حيث تطور مؤشرها العام، رسميتها السوقية ومؤشرات تحليل كفاءتها؛

– اختبار كفاءة سوق قطر للأوراق المالية عند المستوى الضعيف وفي حالة كفاءتها يتم اختبارها عند المستوى المتوسط؛

– محاولة تحديد القيمة الحقيقية لعينة من أسهم الشركات المتداولة فيها باستخدام أحد نماذج تقييم الأسهم ومقارنتها مع قيمتها السوقية؛

– استخدام أساليب التحليل القياسي لتحديد مدى تأثير كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية للأسهم المتداولة فيها.

4. إطار الدراسة

تقترح هذه الدراسة نموذجاً لقياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لعينة من الأسهم المتداولة فيها، حيث سيتم تحليل أداء بورصة قطر باعتبارها سوق مالية ناشئة واختبار كفاءتها عند المستوى الضعيف باستخدام اختبارات فرضية السير العشوائي، أيضاً سيتم الاعتماد على نموذج مضاعف الربحية لـ Bates من أجل تحديد القيمة الحقيقية لعينة من الأسهم المتداولة في بورصة قطر، كما سيتم استخدام بعض أساليب التحليل القياسي لاختبار مدى تأثير المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية لعينة من الأسهم والمعبر عنها بأسعار الإغلاق بالمتغيرات المستقلة والمتمثلة في معدل رصمة السوق، معدل حجم التداول ومعدل دوران الأسهم كمؤشرات لتحليل كفاءة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2020.

5. إشكالية الدراسة

ترتبط عملية التقييم العادل للأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية بمدى توفر هذه الأخيرة على مقومات الكفاءة، وقد أثبتت معظم الدراسات عدم كفاءة الأسواق المالية الناشئة أو اقتصرها على الصيغة الضعيفة للكفاءة، وعلى هذا الأساس يمكن صياغة التساؤل الرئيسي الذي تحاول هذه الدراسة الإجابة عليه كما يلي:

ما مدى تأثير كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على تحديد القيمة السوقية للأسهم المتداولة فيها خلال الفترة

الممتدة من 2014 إلى 2020؟

وللإجابة على هذا التساؤل يمكن الاستعانة بالأسئلة الفرعية الموالية:

- هل تتميز سوق قطر للأوراق المالية بالكفاءة عند المستوى الضعيف على الأقل خلال فترة الدراسة؟
- هل يتم تسعير الأسهم المتداولة في بورصة قطر بقيمتها الحقيقية خلال فترة الدراسة؟
- هل تؤثر مؤشرات كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية للأسهم المتداولة فيها خلال فترة الدراسة؟

6. فرضيات الدراسة

تنطلق هذه الدراسة من فرضية عامة مفادها: تؤثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية إيجاباً على القيمة السوقية للأسهم المتداولة فيها، وينتج هذا الأثر عن استجابة أسعار الأسهم للمعلومات الواردة إلى بورصة قطر وتغيرها وفق هذه الأخيرة، وهو ما يؤدي إلى تعادل القيمة السوقية للأسهم المتداولة فيها مع قيمتها الحقيقية.

انطلاقاً من الفرضية العامة يمكن صياغة بعض الفرضيات الفرعية التي سيتم اختبارها في هذه الدراسة كالآتي:

– تعتبر عوائد مؤشر بورصة قطر غير قابلة للتنبؤ على المدى القصير خلال فترة الدراسة، وبالتالي فهي كفؤة عند المستوى الضعيف.

– لا يوجد فرق بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للأسهم المتداولة في بورصة قطر خلال فترة الدراسة.

– يوجد أثر معنوي لمؤشرات كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على أسعار إغلاق الأسهم خلال فترة الدراسة.

ويمكن تجزئة الفرضية الأخيرة إلى ثلاث فرضيات جزئية كما يلي:

– يوجد أثر معنوي لمعدل رسملة السوق على أسعار إغلاق الأسهم خلال فترة الدراسة؛

– يوجد أثر معنوي لمعدل حجم التداول على أسعار إغلاق الأسهم خلال فترة الدراسة؛

– يوجد أثر معنوي لمعدل دوران الأسهم على أسعار إغلاق الأسهم خلال فترة الدراسة؛

7. منهج الدراسة

نظراً لطبيعة التساؤل المطروح وبغية الوصول إلى الأهداف المرجوة من هذه الدراسة والإمام بجوانبها، سيتم اعتماد المناهج المستخدمة في كل الدراسات المالية والاقتصادية، وعليه سيتم استخدام المنهج الوصفي في الفصل الأول والثاني كونهما يتطرقان إلى مفاهيم عامة حول أسواق الأوراق المالية بصفة عامة والأسواق المالية الناشئة بصفة خاصة وكذا كفاءتها، وآلية تأثير الكفاءة على القيمة السوقية للأسهم، كما سيتم اعتماد منهج دراسة حالة في الفصل الثالث من خلال الوقوف على واقع أداء سوق قطر للأوراق المالية خلال فترة الدراسة، إضافة إلى المنهج القياسي لتغطية باقي محاور الدراسة التطبيقية باستخدام مجموعة من النماذج والأدوات الرياضية والإحصائية.

8. الدراسات السابقة

يمكن استعراض بعض الدراسات التي تناولت موضوع الدراسة بشكل جزئي كالآتي:

– دراسة (Asma Mobarak & Keavin Keasey, 2000) بعنوان:

«Weak-Form Market Efficiency Of An Emerging Market: Evidence From Dhaka Stock Market Of Bangladesh»

عبارة عن ورقة بحثية مقدمة في مؤتمر ENBS المنعقد بمدينة أولسو النرويج، هدفت إلى اختبار كفاءة سوق مالية ناشئة وتحديد سوق دكا (بنغلادش) للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، باستخدام البيانات اليومية لمؤشرات الأسعار لجميع الأسهم المدرجة في سوق دكا خلال الفترة الممتدة من 1988 إلى 1997 بالاعتماد على مجموعة من الاختبارات غير المعلمية (اختبار Kolmogrov-Smirnov للتوزيع الطبيعي واختبار Run-Test) والمعلمية (الارتباط الذاتي، الانحدار الذاتي ونموذج ARIMA).

وقد خلصت الدراسة إلى أن سلسلة عوائد الأسهم لا تتبع نموذج السير العشوائي نتيجة وجود ارتباط بينها وأن سوق دكا للأوراق المالية غير كفؤة عند المستوى الضعيف.

– دراسة (Khalid Bakir, 2002) بعنوان:

«L'efficience Des Marchés Financiers Des Pays Emergents: L'exemple De La Bourse De Casablanca»

عبارة عن مقال منشور ضمن أعمال Laboratoire d'Economie d'Orléans، هدف إلى اختبار كفاءة سوق مالية افريقية ناشئة وتحديد سوق كازابلانكا (المغرب) للأوراق المالية باستخدام البيانات اليومية لأسعار إغلاق مؤشر كازابلانكا إضافة إلى كل الأسهم المدرجة خلال الفترة الممتدة من جانفي 1996 إلى غاية ديسمبر 2000، وقد تم الاعتماد على مجموعة من الأساليب الإحصائية تمثلت في: اختبارات التوزيع الطبيعي، اختبارات الاستقرار باستخدام اختبارات جذر الوحدة DF و ADF، اختبارات الاستقلالية باستخدام اختبار الارتباط الذاتي واختبار الأنماط الطارئة، كما تم اختبار تشوهات السوق من خلال اختبار أثر الحجم، أثر شهر السنة وأثر يوم الأسبوع.

وقد خلصت الدراسة إلى أن العوائد اليومية لمؤشر كازابلانكا وكذا عوائد الأسهم المغربية لا تتبع التوزيع الطبيعي، كما أنها مستقرة وغير مستقلة فيما بينها مما يجعلها قابلة للتنبؤ، كما أشارت النتائج إلى أن المحافظ المالية المكونة من أسهم ذات رسمية سوقية كبيرة تحتوي على مخاطر منتظمة أكثر مقارنة بالمحافظ المالية المكونة من أسهم ذات رسمية سوقية صغيرة، أيضا عدم وجود أثر معنوي لشهر السنة على الرغم من الارتفاع الذي يحققه مؤشر السوق خلال شهر مارس، أبريل وأوت، عدم وجود أثر معنوي لشهر رمضان، عدم وجود أثر معنوي ليوم الأسبوع على الرغم من ملاحظة عوائد مرتفعة يوم الاثنين والجمعة، ببطء سرعة تعديل السوق للمعلومات الجديدة الواردة إليها، وعليه أثبتت النتائج السابقة عدم كفاءة سوق كازابلانكا للأوراق المالية في صيغتها الضعيفة خلال فترة الدراسة.

– دراسة (M. Farid Ahmed, 2002) بعنوان:

«Market Efficiency In Emerging Stock Markets: The Case Of Dhaka Stock Exchange (DSE)»

عبارة عن مقال بمجلة Savings & Development هدف إلى فحص سلوك أسعار الأسهم والتحقق من الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق دكا (بنغلادش) للأوراق المالية باستخدام اختبار إحصائية Ljung-Box، ذلك لأن خصائص بنية الأسواق المالية الناشئة تجعلها إما غير كفؤة أو كفؤة عند المستوى الضعيف، ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على أسعار إغلاق مؤشر سوق دكا لفترة كاملة ممتدة من جانفي 1990 إلى أبريل 2001، ولاختبار مدى اتساق النتائج تم تقسيم فترة الدراسة إلى عينتين فرعيتين وتم تطبيق اختبار Ljung-Box لكل عينة فرعية على حده، حيث شملت الفترة الفرعية الأولى بيانات مؤشر دكا من جانفي 1990 إلى ديسمبر 1994، أما الفترة الفرعية الثانية امتدت من جانفي 1995 إلى أبريل 2001، وقد بلغ عدد المشاهدات اليومية للمؤشر للفترة الكاملة، الفترة الفرعية الأولى والفترة الفرعية الثانية بـ 2737، 1308 و 1429 مشاهدة على التوالي، وبلغ عدد المشاهدات الأسبوعية للفترات الثلاثة بـ 534، 259 و 284 مشاهدة على

التوالي، فيما بلغت عدد المشاهدات الشهرية بـ 125، 59 و 66 مشاهدة على التوالي، أيضا تم اتخاذ 30 تأخرا بالنسبة للبيانات اليومية و 10 فترات إبطاء بالنسبة للبيانات الأسبوعية والشهرية.

وقد خلصت الدراسة إلى رفض فرضية السير العشوائي عند مستوى معنوية 5% بالنسبة للفترات الثلاثة للدراسة مما يجعل عوائد الأسهم في سوق بنغلادش قابلة للتنبؤ بالاعتماد على المعلومات التاريخية بسبب الارتباط الذاتي بينها، كما أظهر اختبار إحصائية Ljung-Box قيم سالبة للارتباط الذاتي بين عوائد المؤشر في الفترة الكاملة والفترة الفرعية الثانية وقيم موجبة للارتباط في الفترة الفرعية الأولى، وحسب الباحث فإن القيم الموجبة للارتباط الذاتي تشير إلى أن رفض فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة قد يكون مرتبطا بظاهرة تأخر رد الفعل بينما تدل القيم السالبة للارتباط الذاتي على ظاهرة المبالغة في رد الفعل، وعليه نظرا للنتائج المتناقضة للفترتين الفرعيتين فإن استراتيجية الاستثمار المعاكس لن تكون فعالة في سوق بنغلادش، وقد يعزى التناقض في النتائج إلى بعض خصائص الأسواق المالية الناشئة.

— دراسة (سحيرة لطرش، 2010) بعنوان:

"كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم: دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية"

عبارة عن أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (جامعة منتوري، قسنطينة)، هدفت إلى معرفة ما إذا كان لكفاءة سوق رأس المال أثر على القيمة السوقية للسهم خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2008، وقد شملت الدراسة ستة أسواق مالية عربية (بورصة الأردن، سوق الأسهم السعودي، بورصة مصر، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة الجزائر) حيث تم استخدام في المرحلة الأولى مجموعة من المؤشرات لقياس كفاءة هاته الأسواق تمثلت في: عدد الشركات المدرجة، مؤشر السيولة ومؤشر رأس المال السوقي، كما تم استخدام طريقة الأنماط الطارئة لاختبار كفاءة الأسواق في شكلها الضعيف كمرحلة ثانية للدراسة، أيضا تم اختبار الارتباط بين مؤشرات هاته الأسواق ومجموعة من العوامل الاقتصادية: معدل البطالة، معدل التضخم ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من أجل تحديد سلوك الأسعار في الأسواق كمحاولة لاختبار كفاءة السوق في صيغتها المتوسطة.

وقد خلصت الدراسة إلى كفاءة كل من سوق عمان، السعودية والكويت عند المستوى الضعيف ذلك لأن الأسعار فيها تتحرك عشوائيا، وعدم كفاءة باقي الأسواق، كما تبين أن كل الأسواق غير كفؤة في صيغتها المتوسطة نظرا لعدم وجود ارتباط بين مؤشرات الأسواق والعوامل الاقتصادية، أي أن أسعار الأسهم لا تستجيب للتغير في العوامل الاقتصادية محل الدراسة.

— دراسة (مروان جمعة درويش، 2011) بعنوان:

"اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف"

عبارة عن مقال بمجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات هدف إلى اختبار المستوى الضعيف من الكفاءة في سوق فلسطين للأوراق المالية من خلال دراسة سلوك عوائد مؤشر القدس والمؤشرات القطاعية الخمسة

العاملة في السوق خلال الفترة الممتدة من 1997 إلى 2008، وقد تم تطبيق أربعة اختبارات مختلفة تمثلت في: الارتباط الذاتي، الأنماط الطارئة، جذر الوحدة ونسبة التباين. وقد أثبتت النتائج التي تم الحصول عليها من اختبار الارتباط الذاتي على رفض الفرضية الصفريية للسير العشوائي لعوائد مؤشر القدس والمؤشرات القطاعية الخمسة، إلا أنه بعد تعديل العوائد بأثر عدم تكرار (ضعف) التداول لم يتم رفض الفرضية الصفريية بالنسبة لقطاعات البنوك، الصناعة والاستثمار، كما بينت نتائج اختبار الأنماط الطارئة إلى رفض الفرضية الصفريية للسير العشوائي لعوائد مؤشر القدس ومؤشري البنوك والخدمات، واختلفت النتائج عند تعديل العوائد بأثر عدم تكرار التداول حيث لم يتم رفض فرضية السير العشوائي بالنسبة لجميع المؤشرات باستثناء عوائد مؤشر قطاع التأمين، أما نتائج اختبار جذر الوحدة بينت رفض الفرضية الصفريية للسير العشوائي سواء بالنسبة للعوائد الأصلية أو بالنسبة للعوائد المعدلة بأثر عدم تكرار (ضعف) التداول، وتوافقت هذه النتائج مع نتائج اختبار نسبة التباين، وبناء على النتائج السابقة استنتج الباحث عدم كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية في صيغتها الضعيفة وذلك نتيجة لخصائص السوق المتعلقة بضعف التداول وضعف السيولة.

— دراسة (كرار سليم عبد الزهرة وآخرون، 2013) بعنوان:

"قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية: دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"

عبارة عن مقال بمجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية هدف إلى توضيح مفهوم القيمة العادلة ومبررات استخدامها، واستعراض الطرق الممكنة لقياس القيمة العادلة للأسهم ومن بينها نموذج مضاعف الربحية، ولتحقيق هدف الدراسة تم تطبيق نموذج مضاعف الربحية على المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2012، حيث تم استخدام برنامج الحزمة الاحصائية SPSS لحساب متغيرات النموذج.

وقد خلصت الدراسة إلى أن معامل بيتا للمصارف العراقية الخاصة باستثناء مصرفين أقل من معامل بيتا للسوق والمساوي للواحد الصحيح مما يدل على أن مخاطرة تلك المصارف أقل من مخاطرة السوق، على عكس مصرفي الأهلي والاتحاد فإن مخاطرتهم أعلى من مخاطرة السوق، أيضا تبين أن معدل العائد المطلوب في سوق العراق أقل من معدل العائد الخالي من الخطر بسبب استمرار الانخفاض في أسعار الأسهم، والذي من شأنه أن لا يوفر حافزا إيجابيا للاستثمار في تلك المصارف، كما أشارت النتائج إلى انخفاض القيمة السوقية لجميع أسهم المصارف الخاصة عن قيمتها العادلة في سوق العراق للأوراق المالية، أي أن تلك الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها مما ينعكس بدوره على كفاءة السوق.

— دراسة (لياس يابسي، 2014) بعنوان:

"أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم: دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر، تونس والمغرب"

عبارة عن مقال بمجلة دراسات اقتصادية هدف إلى اختبار كفاءة كل من بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، بورصة تونس وبورصة الجزائر خلال الفترة (2005-2013)، باستخدام مجموعة من مؤشرات السوق التي تمكن من الحكم على مدى كفاءة الأسواق المالية والمتمثلة في: مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر سيولة السوق ومؤشر رأس المال السوقي، كما تم اختبار كفاءة الأسواق الثلاثة في صيغتها المتوسطة خلال الفترة (2007-2012) من خلال دراسة أثر كل من معدل التضخم، معدل البطالة ومعدل نمو الناتج المحلي على مؤشرات الأسواق.

وقد خلصت الدراسة إلى تطور مؤشر حجم السوق في كل من بورصة الدار البيضاء وبورصة تونس على الرغم من محدودية عدد الشركات المدرجة فيهما مقارنة مع باقي الأسواق المالية الناشئة، أي أنهما تتجهان نحو اتساع السوق بالشكل الذي سيساهم في زيادة كفاءتهما مستقبلا، أما بورصة الجزائر فهي لا تحقق ميزة الاتساع، كما أشارت النتائج إلى تطور مؤشر السيولة ومؤشر رأس المال السوقي في كل من بورصة المغرب وبورصة تونس، بينما شهدت بورصة الجزائر انخفاض في مؤشر السيولة ونمو بطيء في مؤشر ربحية السوق وهو ما يدل على عدم كفاءتها خلال فترة الدراسة، كما تم التوصل إلى عدم كفاءة الأسواق الثلاثة في صيغتها المتوسطة وذلك لعدم وجود أثر لكل من معدل التضخم، معدل البطالة ومعدل نمو الناتج المحلي على مؤشرات الأسواق، وبمعنى آخر لعدم استجابة مؤشرات الأسواق للتغيرات في المتغيرات الاقتصادية محل الدراسة.

— دراسة (Khoa Cuong Phan & Jian Zhou, 2014) بعنوان:

«Market Efficiency In Emerging Stock Markets: A Case Study Of The Vietnamese Stock Market»

عبارة عن مقال بمجلة IOSR Journal Of Business And Management، هدف إلى اختبار الصيغة الضعيفة للكفاءة في سوق مالية ناشئة هي سوق فيتنام للأوراق المالية من خلال التحقق من فرضية السير العشوائي لسلسلة العوائد الأسبوعية للأسهم، باستخدام ثلاث أساليب إحصائية تمثلت في: اختبار الارتباط الذاتي، اختبار نسبة التباين واختبار الأنماط الطارئة، وتم تجميع بيانات الدراسة للفترة الممتدة من 28 جويلية 2000 (أول جلسة تداول) إلى 28 جويلية 2013.

وقد خلصت الدراسة إلى رفض فرضية السير العشوائي في سوق فيتنام للأوراق المالية حيث أثبتت كل الاختبارات الثلاثة السابقة أن تغيرات الأسعار في السوق ليست عشوائية، وحسب الباحث عدم تحقق فرضية الكفاءة في صيغتها الضعيفة لا يعني بالضرورة عدم كفاءة السوق الفيتنامية، فالنتائج تشير أيضا إلى تحسن كفاءتها بعد 10 سنوات من التداول (منذ أول صفقة فيها)، وتتوافق النتائج في نفس الوقت مع واقع تحسن الاقتصاد الفيتنامي بصفة عامة والسوق المالية بصفة خاصة من عدة جوانب، كما أن المستثمرين في الأسهم أصبحوا تدريجيا أكثر احترافا في استثماراتهم، وبغض النظر عما إذا كان عدم تحقق الصيغة الضعيفة للكفاءة في سوق فيتنام للأوراق المالية هو نتيجة لعدم كفاءة هذه الأخيرة أم لا يوصي الباحث بضرورة إجراء المزيد من الدراسات حول احتمالات القدرة على التنبؤ بأسعار الأسهم في السوق الفيتنامية.

– دراسة (Hesham Almujaed, 2018) بعنوان:

«Predictable Returns In An Emerging Stock Market: Evidence From Qatar»

عبارة عن مقال بمجلة Cogent Business & Management، هدف إلى التحقق من أداء استراتيجيات المتوسط المتحرك واختبار كفاءة سوق قطر للأوراق المالية في صيغتها الضعيفة، وقد استخدمت هذه الدراسة اختبار الارتباط الذاتي، اختبار الأنماط الطارئة كما تبنت قاعدة المتوسط المتحرك المتغير أين تم توليد اشارات البيع والشراء من خلال مقارنة المتوسطات المتحركة قصيرة وطويلة المدى لسعر السهم، وشملت بيانات الدراسة على أسعار الإغلاق اليومية لأسهم 44 شركة مدرجة في بورصة قطر من جانفي 2004 إلى سبتمبر 2017.

وقد كشفت النتائج عن وجود أنماط واتجاهات في أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر مما يشير إلى عدم كفاءتها عند المستوى الضعيف، وعليه يمكن للمستثمرين أن يحققوا أرباحا من خلال تبنيهم استراتيجيات المتوسط المتحرك المبنية على الأسعار التاريخية للأسهم، بمعنى آخر تشير النتائج إلى أن تحقيق الربحية في بورصة قطر يتوقف على استراتيجية المتوسط المتحرك المختارة من طرف المستثمر، كما أظهر التحليل القطاعي في بورصة قطر أن أسهم كل من قطاع السلع الاستهلاكية والخدمات، الصناعة والتأمين تتميز بكفاءة التسعير خلال فترة الدراسة.

– دراسة (شهد على حسن البدارين، 2019) بعنوان:

"قياس قدرة مؤشرات الأداء المالي على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم"

عبارة عن رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة (جامعة آل البيت، الأردن)، هدفت إلى قياس مدى قدرة عدد من المؤشرات المالية على تفسير التغير في القيمة السوقية لأسهم 10 شركات تمثل قطاع الصناعات الاستخراجية والتعدينية في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2012 إلى 2018، حيث تم دراسة أثر المتغيرات المستقلة للدراسة والمتمثلة في: مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر حديث ومؤشرات الأداء التقليدية: العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية وربحية السهم الواحد على القيمة السوقية للأسهم كمتغير تابع، ولتحقيق ذلك تم استخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data، كما تم استخدام بعض الأساليب الاحصائية: الانحدار المتعدد واختبار هوسمان.

وقد خلصت الدراسة إلى أن مؤشر ربحية السهم الواحد أفضل مؤشرات الأداء من حيث القدرة على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأسهم، كما تتمتع مؤشرات الأداء التقليدية مجتمعة بقوة تفسيرية عالية لتغيرات القيمة السوقية للأسهم مما لو كانت منفردة، أيضا أشارت النتائج إلى أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يتميز عن المؤشرات التقليدية بأنه أكثر شمولية لمتغيرات هامة تعكس جودة الأداء كما أنه يجد من التلاعب بالأرباح.

– دراسة (معاذ محمود محمد منيزل، 2019) بعنوان:

"أثر المؤشرات المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2016)"

عبارة عن رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في التمويل والمصارف جامعة آل البيت، الأردن)، هدفت إلى اختبار أثر المؤشرات المالية والتي تمثل 5 متغيرات مستقلة وهي: القيمة الدفترية للسهم، نسبة السعر إلى العائد، عائد السهم الواحد، العائد على حقوق الملكية، معدل دوران الأسهم على القيمة السوقية لأسهم الشركات الصناعية الأردنية والتي تمثل المتغير التابع، وقد بلغت عينة الدراسة 51 شركة صناعية توفرت بياناتها المالية خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2016، ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data، كما تم اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد بالاعتماد على نموذج الأثر الثابت ونموذج الأثر العشوائي للكشف عن مدى ارتباط المؤشرات المالية بالقيمة السوقية لأسهم الشركات الصناعية الأردنية.

وقد خلصت الدراسة إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية لكل من عائد السهم الواحد، نسبة السعر إلى العائد والعائد على حقوق الملكية على القيمة السوقية لأسهم الشركات الصناعية الأردنية، ووجود أثر غير معنوي لكل من معدل دوران الأسهم والقيمة الدفترية للسهم على القيمة السوقية للأسهم.

— دراسة (عصام محمد الطويل، 2020) بعنوان:

"استخدام القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية للبنوك المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج مضاعف الربحية"

عبارة عن مقال بمجلة الاقتصاد والمالية هدف إلى التحقق من إمكانية استخدام القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية للبنوك المدرجة في بورصة فلسطين، حيث تم استخدام نموذج مضاعف الربحية كأحد النماذج الرياضية لقياس القيمة العادلة للأسهم من خلال التقارير المالية المنشورة للبنوك عينة الدراسة. وقد خلصت الدراسة إلى أن نموذج مضاعف الربحية قادر على قياس القيمة الحقيقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة فلسطين حيث أشارت النتائج إلى أن القيمة السوقية للأسهم أقل من قيمتها العادلة، أي أن الأسهم لا تعكس قيمتها الحقيقية ومسعرة بأقل من قيمتها وهو دليل على ضعف كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية.

9. مساهمة الدراسة

تميزت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة كونها حاولت قياس أثر كفاءة سوق مالية ناشئة وبالتحديد سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية للشركات، وقد جاءت هذه الدراسة للمساهمة في الأبحاث في هذا السياق من خلال:

— تقديم صورة حديثة عن واقع نشاط سوق قطر للأوراق المالية بعد ترقيتها إلى مصاف الأسواق الناشئة وذلك خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2020.

— اختبار كفاءة سوق قطر للأوراق المالية بعد أن أصبحت سوق مالية ناشئة.

– محاولة تقييم عينة من الأسهم المتداولة في بورصة قطر من خلال حساب قيمتها الحقيقية باستخدام نموذج مضاعف الربحية لـ Bates ومقارنتها مع قيمتها السوقية من أجل تحديد إن كانت الأسهم مقيمة بشكل عادل أم لا.

– محاولة تحديد طبيعة تأثير بعض مؤشرات تحليل كفاءة الأسواق المالية الناشئة المتمثلة في مؤشر حجم السوق (معدل رسملة السوق) ومؤشر سيولة السوق (معدل حجم التداول ومعدل دوران الأسهم) على القيمة السوقية لعينة من أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة (2014-2020).

– استخدام عدة أساليب قياسية لاختبار كفاءة بورصة قطر وتحديد أثر المتغيرات المستقلة للدراسة على القيمة السوقية لأسهم العينة من خلال استخدام اختبار الارتباط الذاتي، اختبارات جذر الوحدة ADF، PP وKPS، اختبار التوزيع الطبيعي Skewness، Kurtosis وJarque-Bera، اختبارات الاستقلالية BDS وVariance Ratio، اختبار جوهانسن للتكامل المشترك، اختبار تحليل مكونات التباين Variance Decomposition، اختبار نموذج تصحيح الخطأ VECM، اختبار جرانجر للسببية Granger Causality.

10. خطة الدراسة وهيكلها

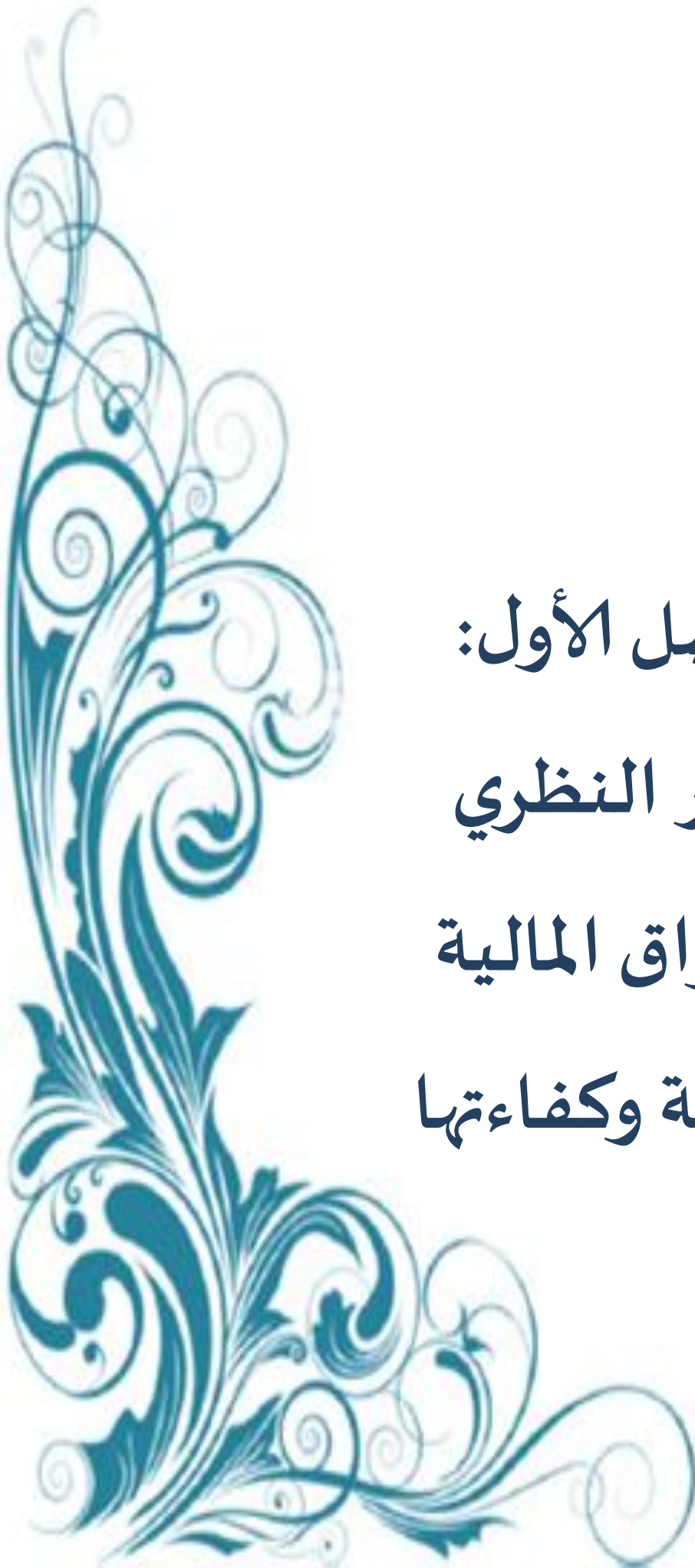
على ضوء ما سبق تم تقسيم الدراسة إلى فصلين نظريين وفصل تطبيقي، حيث استعرض الفصل الأول الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة وكفاءتها وذلك بالتطرق أولاً إلى ماهية سوق الأوراق المالية لتحديد موقعها ضمن السوق المالية من خلال عرض التطور التاريخي لهذه الأخيرة، تعريفها وتقسيماتها ومن ثم تقديم مفهوم لسوق الأوراق المالية، التعريف بالأدوات المالية المتداولة فيها والمتمثلة أساساً في أوراق الملكية، أوراق الدين، الأوراق المالية الهجينة والمشتقة، أيضاً تحديد آلية التعامل في سوق الأوراق المالية من خلال تعريف أوامر السوق، تقنيات التسعير فيها ومؤشراتها، كما تم التطرق في المبحث الثاني إلى مفاهيم أساسية حول الأسواق المالية الناشئة بتحديد مفهومها من خلال تعريفها وذكر بعض خصائصها، مراحل تطورها وعوامل نموها، أيضاً التعرف على متطلبات ترقية الأسواق المالية إلى ناشئة حسب أهم مؤشرات التصنيف العالمية المتمثلة في مورغان ستانلي MSCI، فوتسي راسل FTSE وS&P Dow Jones، أما المبحث الثالث فقد تم تخصيصه إلى موضوع كفاءة سوق الأوراق المالية من حيث عرض مفهومها من خلال تعريف سوق الأوراق المالية الكفؤة وأهم خصائصها، أنواع الكفاءة وكذا متطلباتها، أيضاً التعرف على مختلف صيغ الكفاءة وطرق اختبارها، كما خصص مطلب للتعرف على مفهوم الكفاءة في الأسواق المالية الناشئة من خلال عرض مجموعة من مؤشرات تحليل الكفاءة في هذه الأسواق، نتائج بعض الدراسات التي طبقت الكفاءة في الأسواق الناشئة وكذا عرض بعض العوامل التي تؤثر على الكفاءة في هذه الأخيرة.

بينما جاء الفصل الثاني لتسليط الضوء على كيفية تأثير كفاءة الأسواق المالية الناشئة على القيمة السوقية لأسهم الشركات وذلك بالطرق أولاً إلى مفهوم ومحددات القيمة السوقية للأسهم العادية من خلال عرض مفهوم القيمة والتقييم بالنسبة للأسهم العادية، وكذا مختلف المفاهيم المتعلقة بقيمة الأسهم العادية، أيضاً التعريف

بمحددات القيمة السوقية للأسهم العادية والمتمثلة في العائد والمخاطرة، وكذا التعريف بنموذج تسعير الأصول المالية كنظرية موازنة بين العائد والمخاطرة، ليتم بعدها تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم العادية، أما المبحث الثاني فقد تناول المداخل المستخدمة في تحليل الأسهم العادية والمتمثلة في مدخل التحليل الفني الذي تم عرض مفهومه وأهم أدواته لغرض التنبؤ بحركة السوق والتنبؤ بحركة الأسهم، ومدخل التحليل الأساسي والذي تم هو الآخر التعرف على مفهومه ومختلف مراحلها، كما تم تخصيص المبحث الثالث للتعريف بنماذج تقييم الأسهم العادية والمتمثلة في نموذج خصم توزيعات الأرباح والذي يتفرع بدوره إلى نموذج النمو الصفري، نموذج النمو الثابت ونموذج النمو المتعدد، مدخل الربحية (نموذج مضاعف الربحية ونموذج تقييم الربحية) ونموذج التدفقات النقدية، إضافة إلى نماذج بديلة لتقييم الأسهم والمتمثلة في نموذج والتر للتقييم، نموذج H ونموذج ليزنر وكارلتون، وقد تم تسليط الضوء على علاقة كفاءة السوق المالية الناشئة بالقيمة السوقية للأسهم العادية على مستوى المبحث الرابع وذلك بالتطرق إلى المعلومات لغرض تقييم الأسهم العادية من خلال تعريف المعلومات ومتطلباتها، التعرف على المعلومات الأساسية المستخدمة في السوق المالية لغرض التقييم وكذا مصادرها، أيضا تفسير العلاقة بين المعلومات وكفاءة السوق المالية من خلال تحديد أثر المعلومات وكذا أثر عدم تماثلها على كفاءة السوق المالية، ليتم في الأخير عرض آلية تأثير كفاءة السوق المالية الناشئة على القيمة السوقية للأسهم العادية.

أما الفصل الثالث والأخير فقد تم تخصيصه لقياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات من خلال تقسيمه إلى أربعة مباحث، حيث اهتم المبحث الأول بتحليل تطور سوق قطر للأوراق المالية وذلك بتقديم نظرة عامة حول بورصة قطر عبر التطرق إلى نشأتها وأهدافها، هيكلها التنظيمي، الأوراق المالية المتداولة ونظام التداول فيها وكذا مؤشراتنا، كما تم عرض تطور المؤشر العام والقطاعي لسوق قطر للأوراق المالية وتطور قيمتها السوقية، إضافة إلى تطور مؤشرات أداءها والمتمثلة في مؤشر حجم السوق (معدل رسملة السوق وعدد الشركات المدرجة)، مؤشر سيولة السوق (معدل حجم التداول ومعدل دوران الأسهم) ومؤشر درجة التركيز، بينما خصص المبحث الثاني إلى اختبار كفاءة سوق قطر للأوراق المالية عند المستوى الضعيف بدءا بتحليل السلسلة الزمنية اليومية لمؤشر بورصة قطر من خلال توصيف البيانات ودراسة احصاءاتها الوصفية، أيضا تم اختبار استقرارية لوغاريتم السلسلة الزمنية اليومية لمؤشر بورصة قطر من خلال اختبار معنوية معاملات دالة الارتباط الذاتي واختبارات جذر الوحدة، كما تم اختبار استقرارية السلسلة الزمنية اليومية لعوائد مؤشر بورصة قطر من خلال تحليل تطورها واختبار معنوية معاملات دالة الارتباط الذاتي واختبارات جذر الوحدة، ليتم بعدها اختبار فرضية السير العشوائي لسلسلة عوائد مؤشر بورصة قطر من خلال إجراء اختبارات التوزيع الطبيعي واختبارات الاستقلالية ومن ثم تلخيص النتائج، أما المبحث الثالث فقد اهتم بتقدير القيمة الحقيقية للأسهم المتداولة في بورصة قطر باستخدام نموذج مضاعف الربحية انطلاقا من توصيف البيانات من خلال التعريف بعينة الدراسة، مصادر البيانات وخطوات الدراسة، ليتم بعدها عرض نتائج الدراسة والمتمثلة في نتائج حساب العوائد السنوية للسوق وأسهم العينة، نتائج حساب معامل بيتا ومعدل العائد المطلوب للأسهم، نتائج حساب مضاعف الربحية لـ Bates ونتائج تقدير القيمة الحقيقية للأسهم ومن ثم تلخيص النتائج، أما المبحث الرابع والأخير فهو عبارة عن

دراسة قياسية لأثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات، حيث تم توصيف منهجية الدراسة القياسية من خلال التعريف بعينة الدراسة ومصادر البيانات، تحديد متغيرات الدراسة وتقديم المنهجية المستخدمة، ليتم بعدها اختبار أثر كفاءة بورصة قطر على عينة من أسهم الشركات بدءاً باختبار استقرارية متغيرات الدراسة والتكامل المشترك بينها، ثم تحليل العلاقة بين المتغيرات في المدى القصير والطويل ودراسة السببية بينها وفق اختبار جرانجر للسببية، ومن ثم تلخيص نتائج الدراسة القياسية. وفي الأخير، سيتم تخصيص خاتمة للدراسة كملخص شامل لها مع إبراز النتائج التي تم التوصل إليها بعد اختبار فرضيات الدراسة، ومن ثم تقديم الاقتراحات والتوصيات المستقبلية.



الفصل الأول:
الإطار النظري
للأسواق المالية
الناشئة وكفاءتها

تمهيد

تلعب الأسواق المالية دورا فعالا في عملية تمويل المشاريع الاقتصادية المختلفة لمعظم الاقتصادات العالمية مما يساهم في تحريك عجلة النمو الاقتصادي بها، وتتوافر على تشكيلة واسعة ومتنوعة من الأدوات المالية التي تمارس من خلالها هذه الأسواق دورها الرئيسي في تعبئة المدخرات والفوائض المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة. تختلف الأسواق المالية من اقتصاد إلى آخر باختلاف درجة تطورها، وتمثل الأسواق المالية الناشئة الفئة الثانية بعد فئة الأسواق المتقدمة من حيث درجة تطورها حسب معايير التصنيف الدولية، وتعرف على أنها تلك الأسواق التي تقع خارج فئة الأسواق المتقدمة والتي تنتمي إلى الاقتصادات النامية في مرحلة الانتقال نحو اقتصاد السوق. وقد شهدت هذه الأسواق في السنوات الأخيرة تطورا متسارعا تظهر ملامحه من خلال انفتاح هذه الأسواق وتحريرها من القيود التي كانت تضيق على نشاطها، وسعيها إلى استقطاب الاستثمارات الأجنبية وتحفيز الاستثمار المحلي وبالتالي تعزيز قدرتها التنافسية، وقد تمكنت بعض الأسواق المالية الناشئة المتقدمة من أداء دورها في تمويل اقتصادها المحلي والمساهمة في تحريك رؤوس الأموال في العالم، وتم ترقيتها إلى مصاف الأسواق المالية المتقدمة بعد أن استوفت جميع المتطلبات.

وحتى تقوم سوق الأوراق المالية بدورها ووظائفها سواء كانت متقدمة أو ناشئة يفترض أن تتوافر على جملة من الخصائص والمتطلبات التي تجعلها تتصف بالكفاءة. وللتعمق أكثر فيما تم ذكره تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كما يلي:

- المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية؛
- المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول الأسواق المالية الناشئة؛
- المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

تمثل السوق المالية حلقة الوصل بين الادخار والاستثمار من خلال قنوات رئيسية متمثلة في الأدوات المالية المتداولة فيها والمؤسسات المختصة المختلفة، فهي تقوم بتهيئة وتوجيه الفرص الاستثمارية لوحدة الفوائض المالية نحو وحدات العجز المالي، بما يضمن التخصيص الكفء للموارد المالية. وتعتبر سوق الأوراق المالية إحدى مكونات السوق المالية، وسيتم في هذا المبحث توضيح المفاهيم الأساسية المتعلقة بالسوق المالية وسوق الأوراق المالية من خلال المطالب الآتية:

المطلب الأول: سوق الأوراق المالية وموقعها من السوق المالية

نظرا للخلط بين مفهوم كل من السوق المالية وسوق الأوراق المالية جاء هذا المطلب لإبراز الفرق بينهما، إذ تحتل سوق الأوراق المالية موقعا واضحا ضمن هيكل السوق المالية، ولتوضيح ذلك سيتم التطرق إلى النقاط التالية:

الفرع الأول: التطور التاريخي للسوق المالية وتعريفها

يتم إبراز مراحل تطور السوق المالية وأهم تعاريفها فيما يلي:

1. التطور التاريخي للسوق المالية

ارتبط تطور الأسواق المالية تاريخيا بظهور مفهوم الإنتاج الواسع نتيجة التطور في الإنتاج الصناعي الذي أدى إلى بروز الحاجة إلى تمويل المشاريع الكبيرة والحديثة، وإنشاء مؤسسات مالية غير مصرفية يتمثل دورها في الحصول على رؤوس الأموال من أصحاب الفوائض المالية وتوظيفها في مختلف القطاعات الإنتاجية المختلفة¹. ترجع نشأة الأسواق حسب المؤرخين إلى عهد الرومان حيث كانوا أول من عرف الأسواق في القرن الخامس قبل الميلاد، ومن ثم انتشرت الأسواق وتطورت مع مرور الزمن وفق الحاجات الانسانية، لكن قبل ذلك لا بد من الإشارة إلى أنه في عام 527 قبل الميلاد انتشرت مهنة ما يعرف الآن بالصرافة وتطورت بشكل سريع بسبب تعدد النقد، حيث كان حكام اليونان القديمة يقومون بتبديل عملات الزائرين للمدن المتواجدين فيها. كما اتسمت أسواق العرب في الجاهلية بأهمية بالغة، حيث كانت لقريش رحلات شتوية إلى اليمن وصيفية إلى الشام، تعقد فيها الصفقات وتباع وتشترى السلع، لذلك فهي ملتقى البائعين والمشترين منذ القدم².

ويعتبر الباحثون عام 1339م بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة³، بالتحديد في مدينة Bruges بلجيكا والتي أصبحت من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية، بسبب انتعاش الحركة التجارية في تلك الفترة، حيث أصبحت محطة للتجار ورجال الأعمال، وقيل أنهم كانوا يجتمعون لتبادل الصفقات في فندق يملكه شخص

¹ أسماء كسري، الشفافية المالية ودورها في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية (رماح)، عمان، الأردن، ط1، 2016، ص.24.

² قيصر عبد الكريم الهبتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، ط1، 2006، ص.206-207.

³ نفس المرجع، ص.208.

اسمه Van Der Bourse، والذي اكتسب اسمه من الشعار الذي كان يزين واجهة فندقه دلالة على مهنته، والذي كان عبارة عن عملة عليها ثلاث أكياس من النقود، وذلك لأن كلمة Bourse باللغة الجرمانية تعني كيس من النقود¹، وقيل أن مصطلح البورصة نسب إلى عائلة Van Der Bourse البلجيكية، التي كانت تملك فندقا تستقبل فيه رجال الأعمال خاصة ممثلي رجال المصارف الإيطالية، الذين كانت تقتصر وظيفتهم على قبول الايداعات ومنح القروض²، حيث أصبح رمزا لسوق رؤوس الأموال وبورصة السلع، وكان يقال: "ذهبنا Chez Les Bourse"، وبعدها تطورت فأصبحت "ذهبنا A la Bourse"³.

لقد تم إنشاء أول سوق مالية في مدينة أنفريس البلجيكية عام 1531م، ثم في مدينة ليون الفرنسية عام 1540م، وفي عام 1571م في مدينة لندن تحت اسم الملكية للتبادل، وقد تعرضت لحريق مرتين عام 1666م و1838م ليعاد بناءها من جديد وتدشينها عام 1844م⁴، أيضا من بين أشهر الأسواق المالية بورصة أمستردام التي احتلت الصدارة في العالم في بداية القرن السابع عشر باعتبارها أول سوق آجلة، بينما أنشأت أول بورصة في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1725م بمدينة نيويورك⁵. أما في المنطقة العربية، تعتبر مصر أول من أبدى اهتماما بالأسواق المالية، حيث كانت في وقت ما تحتل مركزا دوليا مهما في المعاملات التجارية في العالم، كما تحتل بورصة الإسكندرية مكانا لا يقل أهمية عن البورصات العالمية باعتبارها أول بورصة في الشرق⁶.

وعلى العموم، فقد مرت الأسواق المالية قبل وصولها إلى هيئتها الحالية بمراحل يمكن تحديدها كما يلي⁷:

— **مرحلة إنشاء أسواق البضائع:** لقد أوجب التطور الذي مس أوروبا بانتقالها من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية وما رافق ذلك من هجرة للأيدي العاملة إلى المدن واكتظاظها، وجود سوق عالمية للتجار بالمحاصيل الزراعية وظهر ما يسمى بالمضاربين الذين كانوا يتحملون خطر تقلب الأسعار، كما أنشأ تجار الجملة المخازن

¹ الغالي بن إبراهيم، محمد عدنان بن ضيف، الأسواق المالية الدولية: تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، ط1، 2019، ص.95.

² قيصر عبد الكريم الهيتي، مرجع سبق ذكره، ص.208.

³ مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، ط1، 2009، ص.11.

⁴ Paul-Jacques Lehmann, *Histoire De La Bourse De Paris*, Presses Universitaires De France, Paris, France, 1ère Ed, 1997, P.7.

⁵ محمد خالد، المتغيرات الدولية ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة: دراسة حالة الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، الجزائر، 2015-2016، ص.5.

⁶ مسعودة بن لخضر، أثر تطبيق الإفصاح المحاسبي على الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية: دراسة مجموعة من الدول النامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2019-2020، ص.6.

⁷ العديد من المراجع أهمها:

— شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سوريا، ط1، 2002، ص.32-34.

— الغالي بن إبراهيم، محمد عدنان بن ضيف، مرجع سبق ذكره، ص.96.

— قيصر عبد الكريم الهيتي، مرجع سبق ذكره، ص.209-210.

لتحمل خطر الاتجار وقد ساهمت البنوك بدورها في مساعدتهم، فنشأت أسواق البضائع في أماكن متعددة للاتجار في تلك المحاصيل، أولها في باريس عام 1304م، ثم في أمستردام عام 1608م والتي كانت مركزا للسوق الآجلة للبضائع.

– **مرحلة التعامل بالأوراق التجارية:** تم التعامل بالأوراق التجارية لأول مرة خلال القرن الثالث عشر في فرنسا، من خلال تداول الكمبيالات والمسحوبات الأذنية، ومن أجل تنظيم هذا التداول أوجد الملك فيليب الأشقر مهنة سماسرة الصرف.

– **مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق:** لقد أصبح التعامل بالأوراق المالية بعد خروج المتعاملين بها من أسواق البضائع يتم على قارعة الطريق، أما في الأيام الباردة والممطرة في المقاهي والتي تكون قريبة من سوق البضائع.

– **مرحلة استقلال الأسواق المالية بمبانيها وأنظمتها:** لقد رافق مرحلة التطور الصناعي نمو الاقتصاد تطور الصناعة وتحسن الدخل من جهة، وزيادة التعامل بالأوراق المالية من جهة أخرى، الأمر الذي ألقى ضرورة استقلال أسواق الأوراق المالية بمبانيها وإدارتها، وتطور نظمها وأساليب التعامل فيها، ومن بين الأسواق المالية المشهورة التي استطاعت أن تستقل بمبانيها ونظمها في وقت مبكر بورصة لندن، باريس، نيويورك وطوكيو.

2. تعريف السوق المالية Financial Market

هناك العديد من التعاريف التي وردت بخصوص السوق المالية يمكن عرض أهمها:

"سوق يتم فيها تبادل الأصول المالية ومشتقاتها بيعة وشراء إذ يتم في معظم دول العالم تأسيس أسواق مالية رسمية منظمة وظيفتها إيجاد وتطوير الأصول المالية وتنظيم عمليات تبادلها"¹.

"السوق التي يتم فيها بيع وشراء الأصول المالية، حيث تلعب دورا اقتصاديا فعالا في توجيه وتحويل المدخرات من الأفراد، الشركات والحكومات التي لديها فائض مالي (المدخرون المقرضون)، إلى المستثمرين الذين لديهم نقص في الموارد المالية (المنفقون المقترضون)"².

"المكان أو الوسيلة المنظمة التي يتم من خلالها الجمع بين الطلب على الأموال وعرضها، سواء كان ذلك بالاتصال المباشر وغير المباشر عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، وبعبارة أخرى هي التنظيم الذي يمكن أصحاب الاموال الفائضة أو الزائدة من الاتصال الدائم مع الاطراف التي لديها عجز في الأموال، حيث تمكنهم من اتمام التعاملات فيما بينهم بطريقة منظمة وفق شروط محددة"³.

¹ نوري موسى شقيري، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2019، ص.11.

² Haruna Issahaku, **Financial Markets And Monetary Policy : A Review Of Issues, Theories, Methodology And The Way Forward**, SSRN Electronic Journal, Rochester University, United States Of America, February 2019, P. 3., Available on:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3327382

³ أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية: سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، المجلد 1، العدد 4، جامعة واسط، بغداد، العراق، 2013، ص.157، من الموقع:

<https://www.iasj.net/iasj/download/71f22a4130a6b9f6>

"مكان التقاء عرض الأموال (مدخرين) بالطلب عليها (مستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس المال"¹.

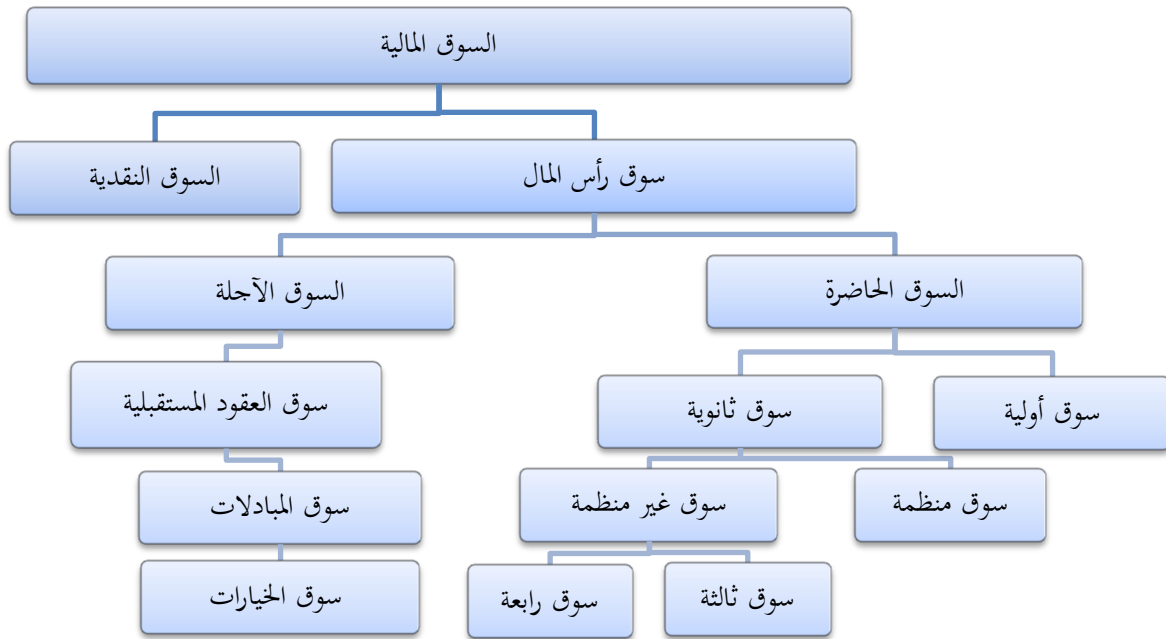
"مكان مادي أو افتراضي يتم فيه بيع وشراء الأصول المالية، حيث يمكن للمتعاملين فيها البيع على المكشوف لأصول لا يملكونها، مما يسمح لهم بالرهانة على ارتفاع أو انخفاض الأسعار على أن يتم فحص آلية العرض والطلب في كل لحظة"².

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف السوق المالية على أنها فضاء منظم سواء كان مادي أو افتراضي يمثل حلقة وصل بين وحدات الفائض المالي التي ترغب في استثمار مدخراتها (المقرضين) وبين وحدات العجز المالي التي بحاجة إلى تمويل استثماراتها (المقترضين)، وذلك من خلال تداول الأصول المالية وفق آلية العرض والطلب.

الفرع الثاني: تقسيمات السوق المالية

تتعدد تصنيفات الأسواق المالية وفق المعايير المستخدمة في تقسيمها والتي تتباين من باحث إلى آخر، إلا أن أكثر التقسيمات شيوعاً تبعاً لمعيار آجال استحقاق الأدوات المالية المتداولة فيها، حيث تقسم السوق المالية إلى قسمين رئيسيين كما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم (1-1): أقسام السوق المالية



المصدر: الغالي بن إبراهيم، محمد عدنان بن ضيف، مرجع سبق ذكره، ص.22.

¹ عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص مالية، معهد العلوم التجارية، المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2003-2004، ص.39.

² Sébastien Bossu, Philippe Henrotte, **Finance Des Marchés : Techniques Quantitatives Et Applications Pratiques**, Dunod, Paris, France, 2008, P.35.

سوف يتم التطرق لكل قسم كما يلي:

1. السوق النقدية Money Market

1.1. مفهوم السوق النقدية: هي السوق التي يتم فيها بيع وشراء الأصول المالية قصيرة الأجل التي تتراوح آجال استحقاقها من يوم إلى سنة، ويمكن تحويلها بسهولة إلى سيولة نقدية¹. كما تعرف على أنها السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل عن طريق السماسرة، البنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق، حيث تمثل الورقة المالية صك دين تعطي لحاملها الحق في استرداد قرضه، وعادة لا تزيد آجال استحقاقها عن سنة كما يمكن التخلص منها في أي وقت وبجد أدنى من الخسائر لضمان عملية السداد².

ترتكز سوق النقد على عامل أساسي ومهم في التعاملات النقدية وهو سعر الفائدة بناء على العرض والطلب، وقد تكون السوق النقدية سوقاً أولية (سوق الإصدار) يتم فيها إصدار الأوراق المالية لغرض الاكتتاب فيها، كما قد تكون سوقاً ثانوية (سوق التداول) تتداول فيها الأوراق المالية بعد الاكتتاب فيها³. ويمكن تلخيص أهمية السوق النقدية في النقاط التالية⁴:

- تأمين السيولة النقدية وتوجيهها نحو وحدات العجز من مؤسسات، أفراد وبنوك أو هيئات مالية أخرى... إلخ؛
- توفير فرصة الاستثمار لوحدات الفائض المالي بعائد مرتفع وأدنى مخاطرة؛
- تخطيط السياسة النقدية للدولة من خلال الرقابة الفعالة التي يمارسها البنك المركزي على السياسة الائتمانية من خلال التحكم في أسعار الفائدة، ومن ثم التحكم في احتياط البنوك وحجم التسهيلات الممنوحة وعرض النقود في السوق؛
- تخفيض درجة المخاطر النقدية التي تنشأ عن احتمال هبوط أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها، وذلك لأن التعامل في هذه السوق قصير الأجل مما يجعل أثر التغيرات في أسعار الفائدة السوقية على السعر السوقي للأوراق المالية محدوداً وبالتالي فإن خسائرها محدودة؛

¹ Randall Dodd, **Back To Basics: What Are Money Markets**, Finance And Development, Volume 49, Issue 2, International Monetary Fund, Washington, United States Of America, 2012, P.46., Available on: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2012/06/pdf/basics.pdf>

² نور الهدى دحماني، سوق الأوراق المالية ودوره في النمو الاقتصادي: دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد، تنمية ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2014-2015، ص.15.

³ الغالي بن إبراهيم، محمد عدنان بن ضيف، مرجع سبق ذكره، ص.23.

⁴ العديد من المراجع أهمها:

- عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.42.

- هدى بورفيس، تأثير المعلومات على كفاءة الأسواق المالية: دراسة حالة بعض الأسواق المالية الناشئة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية، تخصص مالية، محاسبة والتسويق في المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2017-2018، ص.16.

– تدرية درجة مخاطر الدين والتي ترتبط باحتمال عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه، وذلك لأن الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد والتي تصدرها المؤسسات تتسم بملاءة مالية عالية وذات مراكز ائتمانية متينة كالبنك المركزي والمؤسسات الحكومية والبنوك التجارية.

2.1. الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية: يمكن ذكر أهمها كما يلي¹:

- **شهادات الإيداع:** تصدر عن البنوك التجارية بقيم اسمية مختلفة ولآجال متفاوتة (عادة أقل من سنة)، وهي شهادات تثبت إيداع مبلغ معين لمدة معينة بفائدة محددة، حيث تتمتع بسيولة مرتفعة ودرجة عالية من الأمان.
- **أذونات الخزينة:** سندات دين تصدرها الحكومة لآجال تتراوح بين ثلاثة أشهر إلى سنة على الأكثر من خلال طرحها في السوق عن طريق البنك المركزي وتلجأ إليها في حالة حدوث عجز في الميزانية، ويمكن لكل المتعاملين في السوق النقدية أن يتقدموا لخصمها، إضافة إلى كونها قابلة للتداول أي يمكن لحاملها أن يبيعها في السوق.
- **القبولات المصرفية:** سندات مسحوبة على البنك من طرف عميل يطلب فيه من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر طرف ثالث مبلغا معيناً من المال في موعد محدد سلفاً، ويعتبر قبول البنك للسند بمثابة ضمان على الدفع في الموعد المتفق عليه، كما يمكن تداول القبولات المصرفية وبيعها في السوق أو الاحتفاظ بها إلى غاية آجال استحقاقها، وعادة ما تستخدم في حالات التجارة الخارجية (الاعتماد المستندي).
- **الأوراق التجارية:** صكوك ثابتة قابلة للتداول بالتظهير* تمثل حق نقدي وتستحق الدفع بمجرد الاطلاع عليها أو بعد أجل قصير، تصدرها المؤسسات المالية الائتمانية، قابلة للتداول بالطرق التجارية ويجري العرف على قبولها كأداة للوفاء بدلا من النقود.

2. سوق رأس المال Capital Market

1.2. مفهوم سوق رأس المال: هي السوق التي يتم التعامل فيها بالأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل التي يزيد آجال استحقاقها عن سنة، سواء كانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات أو عن ملكية كالأسهم². كما تعرف على أنها: "سوق للأموال متوسطة وطويلة الأجل يتم من خلالها تمويل الوحدات الاقتصادية باحتياجاتها

¹ العديد من المراجع أهمها:

– قيصر عبد الكريم الهبتي، مرجع سبق ذكره، ص ص. 214-216.

– مريم سحنون، السلوك المالي للمستثمرين وأثره على كفاءة الأسواق المالية: محاولة لدراسة سلوك العوائد في سوق المحافظ المالية الأوروبية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية، مدرسة الدكتوراه تسيير دولي للمؤسسات، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015-2016، ص ص. 7-8.

– محمد بن عيشوش، أثر التحليل في السوق المالي على كفاءة الأسواق المالية: دراسة حالة الأسواق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة 2، البليدة، الجزائر، 2016-2017، ص ص. 39-40.

* التظهير: نقل ملكية الورقة المالية من المظهر إلى المظهر إليه أو توكيل المظهر إليه لقبض قيمة الورقة أو رهنها لدى المظهر إليه، وقد يكون التظهير مخصصا باسم معين أو على بياض دون ذكر اسم معين.

² مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، ط1، 2010، ص. 7.

المالية عن طريق تداول الأوراق المالية التي تزيد مدة استحقاقها عن سنة كالأسهم والسندات والقروض المصرفية طويلة الأجل¹، لذا يطلق عليها أيضا سوق الأوراق المالية.

تتميز سوق رأس المال بكونها أكثر تنظيما من السوق النقدية كما أن الاستثمار فيها أكثر مخاطرة بسبب طول آجال الأدوات المالية المتداولة فيها، مما يجعل أولوية المستثمرين فيها تحقيق العائد المرتفع على عكس السوق النقدية التي تكون أولوية المستثمرين فيها الحصول على السيولة والأمان مقابل عائد منخفض². ويمكن تلخيص أهمية سوق رأس المال في النقاط التالية³:

- تلعب دورا فعالا في تطوير المؤسسات ومنشآت الأعمال كونها تمثل قناة لتدفق الأموال بأنواعها سواء كانت أسهم أو أدوات دين طويلة الأجل؛
- تعد وسيلة أساسية لتوجيه الأموال من وحدات الفائض نحو وحدات العجز، وتوجيه المدخرات من الاستهلاك نحو الاستثمار في القطاعات الاقتصادية المختلفة لا سيما القطاعات الإنتاجية، مما يؤدي إلى امتصاص السيولة النقدية ومنه التحكم في معدلات التضخم؛
- توفر المعلومات الكافية للمتداولين فيها تسمح لهم بمتابعة ومراقبة التغيرات في الأسعار ومعدلات الصرف؛
- تمنح القروض بتكلفة مناسبة مقارنة بالاقتراض الخارجي.

2.2. تقسيمات سوق رأس المال: تنقسم سوق رأس المال بدورها إلى سوق حاضرة وسوق آجلة:

1.2.2. السوق الحاضرة أو الفورية **Spot Or Cash Market**: يتم فيها تداول الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل (الأسهم والسندات بمختلف أنواعها)، حيث تنتقل ملكية الورقة المالية من البائع إلى المشتري فور إتمام الصفقة ودفع قيمة العقد أو خلال فترة وجيزة⁴، وتنقسم بدورها إلى:

أ. السوق الأولية **Primary Market**: ويطلق عليها أيضا سوق الإصدارات الجديدة حيث يتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة، وذلك عندما تطرح الشركات الجديدة عند التأسيس رأسمالها على شكل أوراق مالية لجمهور المستثمرين للاكتتاب فيها⁵ أو عند التوسع في رأس المال للشركات القائمة، فهي السوق التي تنشأ

¹ محمد عبد الله شاهين محمد، الأسواق المالية بين الأرباح والخسائر: العوائد والمخاطر، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2018، ص.14.

² جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2002، ص.35.

³ العديد من المراجع أهمها:

- Mourad Kouachi, Raouya Lemmouchi, **The Relation Between Intermediaries And Efficiency In The Capital Market**, Journal Of Financial And Accounting Studies, Volume 7, Issue 8, Université Echahid Hamma Lakhder, El- Oued, Algérie, 2017, P.925., Available on:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/389/8/1/93435>

– عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص.146.

⁴ هدى بورفيس، مرجع سبق ذكره، ص.17.

⁵ أديب قاسم شندي، مرجع سبق ذكره، ص.158.

فيها العلاقة بين الشركة المصدرة للورقة المالية والشخص المكتتب فيها لأول مرة، ومن خلالها يتم تحويل المدخرات النقدية إلى استثمارات جديدة¹.

ويتم الإصدار في هذه السوق إما عن طريق²:

– الاكتتاب العام: وهو الاكتتاب لأول مرة من طرف شركات تحت التأسيس أو من قبل شركات قائمة بالفعل من أجل زيادة مواردها المالية.

– الاكتتاب المغلق: ويقتصر فقط على مؤسسي الشركة ويمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة بالفعل.

ب. **السوق الثانوية Secondary Market**: ويطلق عليها أيضا سوق التداول حيث يتم فيها تداول الأوراق المالية (أسهم وسندات بأنواعها) التي سبق إصدارها في السوق الأولية، وتتيح للمتعاملين فيها إمكانية تسهيل الأوراق المالية التي تعتبر بمثابة أصول متوسطة وطويلة الأجل كما تمكنهم من تحقيق عوائد ناجمة عن فوارق أسعار بيع وشراء تلك الأوراق. وتنقسم السوق الثانوية بدورها إلى قسمين:

– **السوق المنظمة Organized Market**: تعرف أيضا بالبورصة، حيث تتميز بمحدودية المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون لتداول الأوراق المالية المسجلة بصفة دورية ومنظمة³ وفقا لنظم ثابتة ولوائح وقوانين محددة تنظم إجراءات التعامل وعقد الصفقات والشروط الواجب توفرها في المتعاملين، حيث تتم الصفقات فيها تحت إشراف مجلس منتخب من أعضاء السوق إضافة إلى مختصين مرخص لهم⁴.

– **السوق غير المنظمة Unorganized Market**: وتعرف أيضا بالسوق الموازية أو سوق المفاوضات، وهي سوق غير رسمية وغير محدودة بمكان يتم فيها التعامل بإصدارات غير مقيدة في السوق الرسمية أو البورصة، أي أنها تتم خارج السوق المنظمة بواسطة بيوت السمسرة من خلال شبكات كبيرة من الاتصالات القوية والسريعة تجمع بين السماسرة والمستثمرين دون الحاجة لالتقائهم⁵، وتتضمن السوق غير المنظمة سوقين فرعيين هما:

– **السوق الثالثة Third Market**: يتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة خارج قاعات التداول الرسمية⁶، وتتكون من بيوت السمسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة التي تمثل أسواق مستمرة ودائمة لشراء الأوراق المالية أو بيعها بأي كمية، وتنشأ هذه السوق بهدف تخفيض تكاليف العمولة التي يقبضها

¹ مريم سحنون، مرجع سبق ذكره، ص.9.

² الغالي بن إبراهيم، محمد عدنان بن ضيف، مرجع سبق ذكره، ص.27.

³ عبد الحميد حفيظ، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأوراق المالية الأردنية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2015-2016، ص.41.

⁴ رفيف مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2014-2015، ص.21.

⁵ هدى بورفيس، مرجع سبق ذكره، ص.19.

⁶ عبد الحميد حفيظ، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأوراق المالية الأردنية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.42.

السماسة مقارنة بالسوق المنظمة خاصة عند التعامل بأحجام كبيرة لحساب المؤسسات الاستثمارية الكبيرة كصناديق المعاشات¹.

– **السوق الرابعة Fourth Market**: سوق التعامل المباشر بالأوراق المالية غير المقيدة في السوق المنظمة دون الحاجة إلى وسطاء، حيث يتم التداول عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وأغنياء المستثمرين دون الحاجة لبيوت السمسرة²، وتتميز بأكبر حجم الصفقات وسرعة التعامل وانخفاض التكاليف بسبب انعدام أعباء السماسرة.

2.2.2. السوق الآجلة Forward Market: كما تعرف بسوق الإقراض طويلة الأجل، هي جزء من سوق رأس المال ويتم التعامل فيها أيضا بالأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل (الأسهم والسندات) ولكن من خلال عقود واتفاقيات تنفذ في تاريخ لاحق، بمعنى أن المشتري يتفق على قيمة الورقة المالية مع البائع ويثبتها في الوقت الحالي ويؤجل تصفيتها – دفع قيمتها واستلامها – في موعد لاحق، وذلك من أجل تدنية أو تجنب مخاطر تغير الأسعار مما يدفع المستثمر المتخوف الذي يسعى إلى تجنب المخاطر إلى توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية خاصة الأسهم³. وتنقسم السوق الآجلة إلى: سوق العقود المستقبلية، سوق عقود الخيارات وسوق عقود المبادلات، وسيتم التفصيل في كل عقد على حدى في المطلب الثاني.

من خلال ما سبق من مفاهيم لمكونات السوق المالية اتضح أن سوق الأوراق المالية هي جزء من السوق المالية، وهي نفسها سوق رأس المال، حيث تمثل هذه الأخيرة أحد الشقين الرئيسيين للسوق المالية وذلك تبعا لمعيار آجال استحقاق الأدوات المالية المتداولة فيها.

الفرع الثالث: مفهوم سوق الأوراق المالية

بعد إبراز موقع سوق الأوراق المالية ضمن هيكل السوق المالية، سيتم التعرض إلى مفهومها من خلال:

1. تعريف سوق الأوراق المالية

لقد تعددت تعريفات سوق الأوراق المالية ولعل من أبرزها ما يلي:

"السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال، وتتكون هذه السوق من شكلين هما: الأسواق الحاضرة وتتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل كالسندات أو التي ليس لها أجل كالأسهم، وتنتقل ملكية الورقة المالية فور إتمام الصفقة، والأسواق الآجلة ويطلق عليها سوق العقود المستقبلية، وهي أيضا تتعامل في الأسهم والسندات لكن التسليم يكون آجلا"⁴.

¹ محمد بزييرة، دراسة تحليلية لدور الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة في تحفيز النمو الصناعي: دراسة تقييمية مقارنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية نقود بنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2013-2014، ص.11.

² سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، سلسلة بحوث صيغ معاملات المصارف الإسلامية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996، ص.78.

³ قيصر عبد الكريم الهيتي، مرجع سبق ذكره، ص.218.

⁴ نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص.55.

"سوق مستمرة وثابتة تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة، تتسم بحساسيتها الشديدة فهي أول من يتأثر بالكساد أو الرواج، وفي الأحوال العادية يتحدد سعر الورقة المالية بعوامل العرض والطلب"¹.

"سوق تداول الأوراق المالية، وفيها تنتقل الأموال من الأفراد والشركات المدخرة إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية متوسطة وطويلة الأجل أهمها الأسهم والسندات"².

"نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، إذ يمكنهم إتمام عمليات البيع والشراء عن طريق السماسرة والشركات العاملة في هذا المجال إما داخل السوق أو خارجها باستخدام شبكات ووسائل الاتصال الفعالة"³.

"سوق تداول فيها الأوراق المالية بأشكالها المختلفة سواء في شكلها التقليدي أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة"⁴.

من خلال ما سبق من المفاهيم يمكن تعريف سوق الأوراق المالية على أنها سوق تصدر فيها الأوراق المالية -أسهم وسندات في شكلها التقليدي أو المستحدث (المشتقات)- ليتم تداولها بيعا وشراء بين المتعاملين بطريقة فورية أو مستقبلية عبر قنوات اتصال فعالة بمساعدة وسطاء ماليين ومختصين، ويتحدد فيها سعر الورقة المالية وفق آلية العرض والطلب، وتمثل الوظيفة الرئيسية لسوق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات وتنميتها من خلال توجيهها نحو المجال الاستثماري الذي سيساهم بدوره في تنمية الاقتصاد. كما يطلق على سوق الأوراق المالية تسميات أخرى كسوق القيم المنقولة، البورصة في حالة السوق الثانوية المنظمة.

2. وظائف سوق الأوراق المالية

تمثل الوظيفة الرئيسية لسوق الأوراق المالية في الوصل والتنسيق بين احتياجات وقدرات الأعوان الاقتصادية المختلفة، وتجميع الفوائض المالية والمدخرات الفردية وتوظيفها في المشاريع الاستثمارية من خلال تداول الأوراق المالية بمختلف أنواعها، كما تؤدي دورا هاما في الحياة الاقتصادية من خلال الوظائف التالية⁵:

¹ صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر، القاهرة، مصر، ط1، 2003، ص.15.

² محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998، ص.2.

³ نور الدين زحوني، يوسف دبوب، أثر مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي: دراسة قياسية على عينة مختارة من الدول العربية، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 11، العدد 1 (جزء 2)، جامعة خميس مليانة، عين الدفلى، الجزائر، 2020، ص.227، من الموقع:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/296/11/2/105951>

⁴ محمد عدنان بن ضيف، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس، عمان، الأردن، ط1، 2013، ص.107.

⁵ العديد من المراجع أهمها:

- جمال معتوق، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية: دراسة مقارنة بين سوقين ماليين، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص تسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2015-2016، ص.57-58.

- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق: دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، ط1، 2009، ص.38-42.

- عبد الحميد حفيظ، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأوراق المالية الأردنية، مرجع سبق ذكره، ص.37-39.

- تمويل الاقتصاد من خلال جذب المدخرات وتجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين الذين يتمتعون بقدرة التمويل الذاتي، لتمويل الاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل للشركات سواء كانت خاصة أو عامة، وكذلك تمويل عجز الدولة من خلال إصدار الأوراق المالية التي يفتنيها المستثمرون مما يترتب عنه زيادة معدلات النمو والأرباح ومن ثم تمويل التنمية؛
- توفير السيولة حيث تمثل سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية القابلة للتسييل بسرعة وبأقل تكلفة مما يحفز المستثمرون على توظيف مدخراتهم في شراء الأوراق المالية من السوق الأولية أو الثانوية مع الحصول على عائد، كما يسمح لأصحاب الشركات والمشاريع الحصول على رؤوس الأموال والسيولة من خلال إصدار أو طرح المزيد من الأوراق المالية؛
- الحد من التضخم حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والشركات، وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية وتوجيه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك؛
- تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال إمكانية التنوع التي توفرها الأوراق المالية المتداولة وتكوين محافظ استثمارية تضم أوراق مالية لقطاعات مختلفة وشركات متعددة؛
- مؤشر للحالة الاقتصادية العامة فهي المركز الذي تتجمع فيه التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي، ويمكن من خلالها قياس قوة الاقتصاد الوطني على المدى الطويل أو القصير، كما تعتبر مؤشرات سوق الأوراق المالية أداة مفسرة للاقتصاد خاصة بعد استبعاد آثار التغيرات الفصلية والعشوائية المرتبطة بالأسعار والتي تكون قصيرة الأجل، كما يمثل الانخفاض المستمر لأسعار الأوراق المالية منبه على وقوع أزمة في المستقبل؛
- توفير المعلومات الدقيقة للمستثمرين عن أداء الشركات التي تسهم في التسعير العادل للأوراق المالية، من خلال القوانين الملزمة للشركات المدرجة في السوق بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأدائها وعن الأوراق المالية المصدرة، مما يمكن المستثمرين من اتخاذ قرار الاستثمار السليم؛
- تمثل سلطة رقابية خارجية غير رسمية على أداء الشركات، حيث تنعكس القرارات المتخذة من طرف الشركات على أسعار تداول الأوراق المالية المصدرة لها فترتفع أو تنخفض، ويكون التقلب في الأسعار بمثابة تقويم فوري عن أدائها؛
- تساهم سوق الأوراق المالية في تحويل الهياكل الصناعية والتجارية، وذلك من خلال تسهيل بعض العمليات التي تتبناها المشاريع الكبرى لأسباب استراتيجية وتكتيكية، والمتمثلة في: عمليات الاندماج أو الاستحواذ على مشاريع أخرى، رأس المال المخاطر*، التخصصية...¹

* رأس المال المخاطر: كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات ذات مخاطر مرتفعة تتميز بعدم اليقين من الحصول على دخل أو استرداد الأموال في التاريخ المحدد وذلك هو مصدر الخطر، مقابل احتمال الحصول على عائد مرتفع مستقبلا في حال بيع أسهم هذه الشركات كتعويض عن الخطر المحتمل.

¹ Djoummana Remidi, **Le Marché Boursier Algérien : Contraintes Et Perspectives**, Mémoire En Vue De l'Obtention Du Diplôme De Magister En sciences Economiques, Option Monnaie, Finance Et Banque, Faculté Des Sciences Economiques, Commerciales Et De Gestion, Université Mouloud Mammeri, Tizi-Ouzou, Algérie, 2012-2013, P.18.

3. متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية

لإنشاء سوق الأوراق المالية لابد من توافر مجموعة من المتطلبات الأساسية والمساندة، تلخص كما يلي¹:

1.3. المتطلبات الأساسية: تمثل هذه المتطلبات الشروط الضرورية لقيام سوق الأوراق المالية، إذ تمثل بيتها وأعمدة إنشاءها، وتتضمن العناصر التالية:

– توفر مناخ ملائم للاستثمار يقوم على أساس الثقة بالنظم الاقتصادية والسياسية السائدة، إضافة إلى التنظيم الذي يعكس مدى وضوح السياسات المالية والنقدية وقوانين تنظيم الاستثمار وتشجيعه، وكذا التشريعات الخاصة بالإصدار النقدي، التحويل الخارجي وقانون الشركات، مما يؤدي إلى تشجيع الأفراد والشركات على إنشاء شركات مساهمة على المستوى المحلي أو الدولي؛

– وضع خطة اقتصادية واضحة وفعالة قادرة على جذب رأس المال الخاص دون قيود وحواجز تعرقل نقل وتحويل رؤوس الأموال والمدخرات؛

– وجود مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتطورة قادرة على أداء دور الوسيط المالي، بجميع المدخرات وتقليل المخاطر وتوزيعها، إضافة إلى تقديم خدمات مصرفية؛

– تنوع الأدوات الاستثمارية ذات المزايا المختلفة لتوسيع قاعدة الخيارات أمام المستثمرين مما يساهم في اتساع السوق وزيادة عمقها؛

– وجود حجم كاف من المدخرات القابلة للتحويل إلى السوق عبر الأصول المالية المتنوعة مقابل وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة.

2.3. المتطلبات المساندة: تمثل هذه المتطلبات الشروط الكافية لقيام سوق الأوراق المالية، إذ أنها توفرها يساهم في نضج السوق وزيادة كفاءتها، وتتمثل في:

– وجود هيكل مؤسسي منظم، تحكمه نظم إدارية وتشريعية متكاملة تحت إشراف هيئة أعضاء السوق تتميز بالخبرة والموضوعية في شؤون المال والاستثمار؛

– وجود قوانين وأحكام تضمن حقوق المتعاملين في السوق وتحميهم من الغش والتلاعب، تساهم في تعزيز ثقة المستثمرين بنظام السوق وهيئاته؛

– توفر أنظمة معلوماتية ذات تكنولوجيا متطورة قادرة على معالجة المعلومات المتدفقة للسوق بالسرعة، الدقة والموثوقية العالية لضمان الشفافية عن واقع السوق والشركات المدرجة فيها من جهة، وتسهيل تدفق عدد كبير من أوامر البيع والشراء لضمان اتساع السوق من جهة أخرى؛

– توفر أنظمة اتصال متطورة وفعالة بين المتعاملين في السوق لضمان التدفق المستمر لأوامر البيع والشراء وسرعة استجابتها في معالجة الخلل المحتمل في العرض والطلب.

¹ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 26-28.

المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تمثل الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل حجر أساس التعامل في سوق الأوراق المالية التي تشهد اليوم تطوراً متسارعاً في مجال ابتكار المنتجات المالية، نتيجة لتطور الفكر المالي وتنامي الحاجة إلى تحقيق أكبر عائد ممكن بأقل خطر، لذا يحظى المتعاملون في سوق الأوراق المالية بتشكيلة كبيرة من الأوراق المالية التي توسع لهم قاعدة الخيارات وتلبي حاجاتهم حسب طبيعة كل مستثمر.

فالأوراق المالية عبارة عن صكوك أو مستندات تخول لحاملها الحق في الحصول على عائد محدد مسبقاً أو الحق في امتلاك جزء من الشركة أو الحقين معاً، لذا فهي تأخذ عدة أشكال فمنها ما يمثل حق دين كالسندات، ومنها ما يمثل حق ملكية كالأسهم، وأخرى هجينة تجمع بين الحقين معاً كالأسهم الممتازة وغيرها، وبعضها مشتقة من الأوراق المالية الأصلية، وسيتم من خلال هذا المطلب التفصيل في كل شكل على حدى كما يلي:

الفرع الأول: أوراق الملكية

تتمثل أوراق الملكية في الأسهم التي تعبر عن جزء من رأس مال الشركة وتعد مصدر مهم من مصادر التمويل طويل الأجل، كما تمثل بأنواعها المختلفة أكثر الأدوات تداولاً في سوق الأوراق المالية.

1. تعريف الأسهم

تعرف على أنها:

"شهادات ملكية تخول لصاحبها الحصول على جزء من موجودات الشركة المالية الحقيقية، وهي لا تحمل مدة استحقاق وإنما تبقى متداولة في الأسواق إلا في حالة قيام الشركة بإعادة شرائها، أو في حالة حل الشركة أو تصفيتها"¹.

"صكوك تثبت لصاحبها الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأموال، وتضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملك من أسهم"².

من خلال ما سبق يمكن استخلاص أن الأسهم هي جزء من رأس مال الشركة تخول لصاحبها الحصول على عوائد تتناسب مع قيمة ما يملكه من أسهم إذا حققت الشركة نتيجة إيجابية، وإذا حققت عكس ذلك فإنه يتحمل جزء من الخسارة المحددة بقيمة ما يملكه من أسهم، كما أن المساهم لا يمكنه استرجاع أمواله إلا بإعادة بيعها أو إذا تم إعادة شرائها من الشركة المصدرة لها.

2. خصائص الأسهم

يمكن إبراز أهم الخصائص التي تتسم بها الأسهم في النقاط التالية³:

¹ عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2004، ص.113.

² طارق عبد العال حماد، دليل الاستثمار إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2000، ص.19.

³ مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص.153.

- تعد الأسهم العادية أداة ملكية وليست أداة اقتراض؛
- قابلة للتداول بالطرق التجارية كالمناولة من يد إلى أخرى بالنسبة للأسهم لحاملها أو بالقيود في السجل التجاري كالأسهم الاسمية أو عن طريق التظهير كالأسهم بأمر؛
- الأسهم مخزن للقيمة كون قيمتها ترتبط بحياة الشركة المصدرة لها، وتزايد بنجاحها إضافة إلى الدخل السنوي الذي تدره على مالكيها مع إمكانية استرداد الأموال بأقل خسارة ممكنة وبأسرع وقت؛
- الأسهم متساوية القيمة ولا يجوز إصدارها بقيم مختلفة لأن الشركة الواحدة عبارة عن قيم متساوية؛
- تخضع القيمة السوقية للأسهم لقوى العرض والطلب في السوق مما يجعلها عرضة للتقلبات السعرية من حين إلى آخر،
- ليس لها تاريخ استحقاق وإنما يتم تداولها بيعاً وشراءً في سوق الأوراق المالية؛
- المساهم مسؤول مسؤولية محدودة بمقدار الأسهم التي يملكها أو حصته في رأس مال الشركة؛
- يحصل صاحب السهم العادي على حقوقه المالية من الدخل أو الموجودات بعد الوفاء بكافة الالتزامات المترتبة على الشركة؛
- يتحدد عائد السهم السنوي بمدى تحقيق الشركة للأرباح ويتخذ قرار التوزيع على المساهمين من قبل الهيئة العامة؛
- يعتبر المساهم عضواً في الجمعية العمومية للشركة وله حق التصويت ورقابة أعمال الشركة بحدود المقدار الذي يملكه من الأسهم؛
- قابلة للتحويل إلى سيولة نقدية بشكل أسرع من الاستثمارات الأخرى¹،
- حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة المصدرة أو الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم عادية بنسبة ما يملكه المساهم من أسهم قديمة، وفي معظم الأحيان يتم تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى الأسهم القديمة².
- كما تتميز الأسهم بأنها تتخذ عدة قيم يذكر منها: القيمة الاسمية، القيمة الدفترية، القيمة السوقية، القيمة الحقيقية، القيمة العادلة، القيمة التصفوية (انظر الفصل الثاني).

3. أنواع الأسهم

تتنوع الأسهم حسب المعايير التي تستخدم في تصنيفها فتنقسم إلى أسهم إسمية، أسهم لحاملها وأسهم لأمر حسب الشكل الذي تظهر به، وتنقسم إلى أسهم نقدية، أسهم عينية وأخرى مجانية حسب طبيعة الحصة

¹ عبد الحميد حفيظ، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأوراق المالية الأردنية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 49.

² جهرة شنافة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي: دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1980-2016، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس¹، سطيف، الجزائر، 2017-2018، ص. 99.

التي يدفعها المساهم، كما تنقسم حسب الحقوق التي تمنحها للمساهم إلى أسهم عادية وأخرى ممتازة، إضافة إلى أنواع أخرى مستحدثة من الأسهم.

1.3. أنواع الأسهم حسب الشكل: تنقسم الأسهم حسب هذا المعيار إلى:

أ. **الأسهم الاسمية:** تسجل باسم صاحبها على صك السهم، وعندما تنتقل ملكيتها إلى شخص آخر يسجل اسم المالك الجديد في جدول خاص مدون على ظهر السهم يسمى جدول التنازلات، حيث يصادق اثنان من أعضاء مجلس إدارة الشركة على ذلك، ثم تقيده هذه العملية في دفاتر الشركة المصدرة¹.

ب. **الأسهم لحاملها:** تصدر بشهادة لا تحمل اسم مالكها ويتم التنازل عنها بتسليمها من يد إلى أخرى، والهدف من ذلك تحقيق المرونة العالية للتداول في سوق الأوراق المالية، إذ تنتقل الملكية إلى المشتري بمجرد استلامه لشهادة السهم².

ج. **الأسهم الإذنية أو الأمر:** تصدر بذكر اسم صاحبها مقترنا بشرط الأمر أو الإذن، ويتم انتقال ملكيتها عن طريق التظهير وبدون الرجوع للشركة المصدرة³.

2.3. أنواع الأسهم حسب طبيعة الحصة المدفوعة من طرف المساهم: تقسم حسب هذا الأساس إلى⁴:

أ. **الأسهم النقدية:** تتمثل في الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها نقداً، ويمكن دفع جزء من قيمتها الاسمية عند الاكتتاب على أن يلتزم المساهم بتسديد باقي القيمة على أقساط في مواعيد تحددها الشركة.

ب. **الأسهم العينية:** هي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها بحصص عينية، قد تكون حقوق مادية (عقارات، بضاعة، آلات،...) أو معنوية مثل براءة اختراع، اسم تجاري عند تأسيس الشركة أو زيادة رأس مالها، وتخضع هذه الحصص إلى التقييم بغرض تحديد قيمة اسمية للأسهم تتناسب مع القيمة الحقيقية للحصة العينية المدفوعة⁵.

ج. **الأسهم المجانية:** تصدرها الشركة عندما تقوم بزيادة رأس مالها من خلال ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس مالها الأصلي، ويساوي مجموع هذه الأسهم الزيادة المقررة في رأس المال، حيث يتم توزيعها مجاناً على المساهمين - تم تسديد قيمتها من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي - حسب نسبة ما يملكه كل مساهم من الأسهم الأصلية.

3.3. أنواع الأسهم حسب الحقوق التي تمنحها للمساهم: استناداً إلى هذا المعيار يمكن التمييز بين نوعين من الأسهم هما:

¹ جمال معتوق، مرجع سبق ذكره، ص.102.

² دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للطبع والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص.181.

³ نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص.68.

⁴ نفس المرجع، ص.68.

⁵ جمال معتوق، مرجع سبق ذكره، ص.102.

أ. **الأسهم العادية:** تعد أكثر أنواع الأسهم انتشاراً والإصدار الأساسي لشركات المساهمة، فهي تمثل حق ملكية في حصة من رأس مال الشركة وحق في الحصول على جزء من الأرباح، وتمنح للمساهم حق التصويت على أعضاء مجلس الإدارة العامة الذين لديهم سلطة اتخاذ القرارات الرئيسية للشركة حيث يحصل على صوت واحد مقابل كل سهم يملكه¹، وتنطبق عليها التعاريف والخصائص آنفة الذكر والمتعلقة بالأسهم بصفة عامة.

ب. **الأسهم الممتازة:** تعد من الأوراق المالية الهجينة، فهي تجمع بين خصائص الأسهم العادية والسندات معاً، وسيتم التفصيل فيها أكثر في الفرع الثالث.

4. أنواع مستحدثة من الأسهم العادية

إضافة إلى الأسهم العادية التقليدية ظهرت في أواخر القرن العشرين أنواع جديدة من الأسهم العادية يمكن إبرازها فيما يلي²:

1.4. **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** تم استحداثها من طرف شركة جنرال موتورز الأمريكية في الثمانينات، وتمثل نوع من الأسهم التي ترتبط توزيعات عوائدها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معين من الشركة على عكس الأسهم العادية التقليدية التي ترتبط فيها التوزيعات بأرباح الشركة ككل، وعلى الرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلق نوع من تضارب المصالح بين المستثمرين.

2.4. **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** أسهم تبيعها الشركة إلى الموظفين العاملين بها في إطار خطة منتهجة لتحفيزهم على المشاركة في ملكية الشركة، وقد سمحت التشريعات الأمريكية بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة، على عكس توزيعات الأسهم العادية التقليدية التي يحصل عليها المساهم أو على جزء منها عندما تقرر الشركة ذلك ولا تعتبر من المصاريف التي يجب خصمها قبل فرض الضريبة.

3.4. **الأسهم العادية المضمونة:** تم استحداثها في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984، وتعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بتعويض في حال انخفاض قيمتها السوقية إلى حد معين خلال فترة محددة عقب إصدارها، ويتم التعويض بواسطة عدد من الصكوك تسمى حقوق التعويض يحصل عليها مشتري هذا النوع من الأسهم، ويمكن بيع السهم والحق منفصلين عن بعضهما خلال الفترة المحددة للتعويض.

الفرع الثاني: أوراق الدين

تتمثل أوراق الدين المتداولة في سوق الأوراق المالية في السندات التي تعبر عن قرض أو إقرار بدين من طرف الجهة المصدرة لها، وتعد مصدر مهم من مصادر التمويل طويل الأجل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لتمويل مشاريعها، كما تمثل بأنواعها المختلفة أكثر الأدوات الشائعة في سوق الأوراق المالية إضافة إلى الأسهم.

1. تعريف السندات

¹Investopedia, **Stock Basics Tutorial**, Available on: http://i.investopedia.com/inv/pdf/tutorials/stock_basics.pdf, Consulted the: 14/02/2019

²منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1993، ص ص 11-19.

تعرف على أنها:

"أوراق مالية تمثل ديناً مستحقاً على المصدر لها الملتزم بدفع مبلغ محدد (دفعات الفوائد الدورية) في تاريخ معين للمستثمر، بالإضافة إلى دفع قيمة الالتزام عند تاريخ الاستحقاق"¹.

"صكوك قابلة للتداول تثبت حق حاملها فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة واقتضاء دينه في الميعاد المحدد لانتهاء مدة القرض"².

"صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول تمثل قرضاً طويل الأجل يعتمد عن طريق الاكتتاب العام"³.

من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص أن السندات عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة قابلة للتداول، تمثل قرضاً طويل الأجل تصدرها الشركات أو الهيئات المرخص لها بذلك عن طريق الاكتتاب العام، تعطي الحق لحاملها في الحصول على قيمتها الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، إضافة إلى الحصول على فوائد دورية.

2. خصائص السندات

تمتاز السندات بجملة من الخصائص أهمها⁴:

- تعتبر قرض أو دين في ذمة الجهة المصدرة لها، أي أن حاملي السندات هم دائنون للجهة المصدرة؛
- تعد السندات من الأوراق المالية القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية وتسمح لحاملها ببيعها ونقل ملكيتها، وتساهم خاصية التداول في توفير السيولة لحملة السندات عند تداولها في السوق الثانوية؛
- السندات فئة من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، حيث تدفع الفوائد سنوياً لحملة السندات سواء حققت الشركة أرباحاً أو خسائر، ويترتب على الشركة الإفلاس إن عجزت عن دفعها؛
- لا يحق لحاملي السندات المطالبة بالقيمة الاسمية لها قبل تاريخ الاستحقاق وإنما يمكن بيعها في السوق الثانوية؛
- لا يحق لحاملي السندات المشاركة في الجمعيات العامة للشركة ولا التصويت، ولا التدخل في الإدارة والرقابة؛
- للسندات قيمة اسمية، تاريخ استحقاق ومعدل فائدة -كوبون- دوري يتحدد اعتماداً على أسعار الفائدة في السوق، للسندات التي لها نفس درجة المخاطر؛
- تتحدد القيمة السوقية للسندات وفق العلاقة بين سعر الفائدة الاسمية على السند (الكوبون) وسعر الفائدة الجاري في السوق؛

¹ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, **Financial Markets And Institutions**, Pearson Global Edition, East Carolina, United States Of America, 9th Ed, 2018, P.310.

² سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص.363.

³ نفس المرجع، ص.364.

⁴ العديد من المراجع أهمها:

— نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص.78-79.

— دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص.255.

— عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.4-5.

— جمال معتوق، مرجع سبق ذكره، ص.107.

— عند تصفية الشركة تكون الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في الحصول على حقوقهم المتمثلة في القيمة الاسمية للسند؛

— تحقق وفر ضريبي للشركة، ذلك لأن الفوائد تقتطع قبل فرض الضريبة؛

— تواجه السندات عدة مخاطر ائتمانية أهمها: تقلبات أسعار الفائدة، قابلية استدعائها من قبل الجهة المصدرة لها، وتأثرها بانخفاض القوة الشرائية لوحدة النقد أي مخاطر التضخم.

3. أنواع السندات

تتعدد أنواع السندات حسب المعايير المستخدمة في تصنيفها، ومن أهمها ما يلي:

1.3. أنواع السندات حسب جهة الإصدار: تنقسم السندات استنادا إلى هذا الأساس إلى¹:

أ. **سندات حكومية:** تصدر عن الحكومة وغالبا عن الخزينة العامة أو البنك المركزي لمواجهة العجز في موازنتها أو لاستعمالها كأداة للسياسة النقدية لامتناس السيولة أو مواجهة التضخم.

ب. **سندات الشركات:** تصدر عن الشركات العامة والخاصة لتلبية احتياجاتها التمويلية المختلفة والتي لا تستطيع الزيادة في رأس المال عن طريق طرح الأسهم لأن تكلفة إصدار السندات أقل من تكلفة إصدار الأسهم.

ج. **سندات دولية:** تصدر عن هيئات ومنظمات دولية كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير، بنك التنمية الأوروبي،... إلخ من أجل تمويل مشاريعها.

2.3. أنواع السندات حسب الشكل: يمكن التمييز بين نوعين²:

أ. **سندات اسمية:** تصدر وتفيد في سجل الشركة باسم صاحبها ولا تتداول إلا بموافقة الشركة المصدرة لها، كما أن إثبات التنازل عنها يدون في سجل الشركة وفقا لقوانين نقل الملكية، يمكن أن تكون مسجلة كليا أي أن التسجيل يشمل القيمة الاسمية للدين والفائدة، أو مسجلة جزئيا بالقيمة الاسمية فقط.

ب. **سندات لحاملها:** لا تصدر باسم حاملها ويتم تداولها عن طريق التسليم من يد إلى يد، ولا يحتاج التنازل عنها موافقة الشركة المصدرة لها أو تقييد ذلك في سجلها، وتحصل فوائدها بواسطة كوبونات مرفقة للسند تدفع بمجرد استحقاقها إلى الجهة المختصة.

3.3. أنواع السندات حسب آجال استحقاقها: وتنقسم حسب هذا المعيار إلى³:

¹ محمد عبد الحفيظ، عادل سليمان، كيفية تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات في سوق رأس المال، مجلة البديل الاقتصادي، المجلد 1، العدد 2، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2014، ص.ص. 206-207، من الموقع:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/400/1/2/36686>

² العديد من المراجع أهمها:

— شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 137-138.

— عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.7.

³ سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية: دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012، ص.20.

أ. **سندات ذات تاريخ استحقاق محدد:** لها تاريخ استحقاق معين يمكن أن يكون قصير، متوسط أو طويل الأجل، حيث يتقدم في هذا التاريخ حامل السند إلى الشركة المصدرة لاسترداد أصل الدين.

ب. **سندات دائمة:** ليس لها تاريخ استحقاق محدد، ولا يمكن لحاملها استرداد قيمتها من الشركة المصدرة إلا عن طريق بيعها في سوق الأوراق المالية.

4.3. أنواع السندات حسب ما تتمتع به من ضمان: يمكن التمييز بين نوعين من السندات حسب هذا الأساس:

أ. **سندات مضمونة:** سندات مرفقة بضمان شخصي ككفالة الحكومة أو أحد البنوك، أو بضمان عيني مرهون بأصل ثابت كالعقار، الآلات أو الأراضي، أو برهن أوراق مالية لشركة أخرى¹. وتعطي هذه السندات حق التصرف لحاملها في الأصول والضمانات لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالالتزامات تجاههم².

ب. **سندات غير مضمونة:** تسمى أيضا بالسندات العادية، ليست مصحوبة بأي ضمان وتعتمد فقط على تعهد الجهة المصدرة، فالضمان الوحيد لهذا النوع من السندات بالنسبة لحاملها هو حق الأولوية في الحصول على الحقوق مقارنة مع الدائنين الآخرين للشركة المصدرة³.

4. أنواع مستحدثة من السندات

في أواخر القرن العشرين تم استحداث أنواع جديدة من السندات لها خصائص تميزها عن باقي السندات التقليدية، أهمها:

1.4. سندات بدون كوبون (السندات الصفرية): يتم بيعها بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترجع حاملها قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة المدفوعة عند شرائها - القيمة الاسمية المحصومة - مقدار الفائدة التي يحصلها حامل السند، كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد قبل موعد استحقاقها⁴.

2.4. سندات ذات فائدة متحركة: أي ذات معدلات فائدة متغيرة على عكس السندات التقليدية، وقد تم استحداثها لمواجهة مخاطر التضخم، حيث يحدد لهذا النوع من السندات معدل فائدة مبدئي يتم مراجعته كل ستة أشهر لتعديله حسب معدل الفائدة السوقي⁵.

¹ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص.135.

² محمد عبد الله شاهين محمد، محافظ الأوراق المالية: إدارة-تحليل-تقييم، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، ط1، 2017، ص.196.

³ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص.256.

⁴ رفيف مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات: دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2006-2007، ص.24.

⁵ نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص.83.

3.4. سندات الدخل: تم استحداث هذا النوع من السندات لحماية الشركات من مخاطر التوقف عن السداد وعدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها تجاه دائئيتها، فلا يحق لحملتها المطالبة بالفوائد خلال السنوات التي لم تحقق فيها الشركة المصدرة أرباحاً، إلا أنه قد ينص العقد على إمكانية الحصول على فوائد مجمعة عن سنة سابقة لم تتحقق فيها الأرباح من أرباح سنة لاحقة وكحد أقصى فوائد ثلاث سنوات¹.

4.4. السندات الرديئة: استحدث هذا النوع من السندات لتمكين أعضاء مجلس الإدارة من امتلاك أكبر حصة من رأس المال الخاص للشركة، وذلك من خلال إصدار قروض تستخدم حصيلتها لتمويل شراء جزء كبير من أسهمهم المتداولة في سوق الأوراق المالية².

5.4. سندات المشاركة: تخول حاملها حق الحصول على جزء من أرباح الشركة إذا تجاوز الفائض المحقق قدرًا معينًا، فضلاً عن الفائدة الثابتة التي تغلها هذه السندات³.

6.4. سندات قابلة للتحويل: هي سندات ذات سعر فائدة ثابت وأجل معلوم، تخول لحاملها حق خيار تحويلها إلى أسهم في رأس مال الشركة المقترضة على أساس سعر تحويلي يحدد عند إصدار السند⁴.

7.4. سندات قابلة للاستدعاء: يمنح هذا النوع من السندات الحق للجهة المصدرة لها في استردادها في الوقت الذي يناسبها (حتى قبل تاريخ استحقاقها)، مقابل علاوة استدعاء لتشجيع المستثمر على شرائها وللتعويض عن خسارته الناجمة عن عملية الاستدعاء ومقابل المرونة للجهة المصدرة⁵.

الفرع الثالث: الأوراق المالية الهجينة

تتمثل الأوراق المالية الهجينة وتعرف أيضاً بالأوراق المالية المختلطة، في أوراق مالية مركبة تمزج بين خصائص كل من أوراق الملكية وأوراق الدين في نفس الوقت، إذ لها بعض من خصائص الأسهم التي تمثل جزء من رأس مال الشركة وبعض من خصائص السندات التي تمثل دين في ذمة الشركة. وسيتم عرض أهمها من خلال العناصر التالية:

1. الأسهم الممتازة

تقف الأسهم الممتازة موقفاً وسطاً بين الأسهم العادية والسندات، ويمكن إبراز مفهومها من خلال ما يلي:

1.1. تعريف الأسهم الممتازة:

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002، ص.367.

² نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص.84.

³ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص.372.

⁴ ماهر كنج شكري، المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2004، ص.105.

⁵ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص.257.

تمثل الأسهم الممتازة مستند ملكية (وإن كانت تختلف عن ملكية الأسهم العادية)، لها قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية شأهما في ذلك شأن الأسهم العادية، إلا أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، وبالرغم من أن ليس لها تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائها لاحقاً شأنها شأن السندات¹.

تسمى بالأسهم الممتازة نتيجة توفرها على مزايا خاصة مقارنة بالأسهم العادية، حيث تمنح الأولوية لحملتها في الحصول على الأرباح الموزعة سنوياً أو في اقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أو تسهيل أصولها قبل حملة الأسهم العادية. تصدر الأسهم الممتازة بقيمة اسمية واحدة ويكون العائد بقيمة ثابتة من القيمة الاسمية لها أو بمبلغ مطلق، لذلك تنخفض مخاطر الاستثمار في الأسهم الممتازة مقارنة بالأسهم العادية، ولا يتمتع حملتها بحقوق حملة الأسهم العادية في الانتخاب أو المشاركة في الإدارة².

تشارك الأسهم الممتازة مع الأسهم العادية والسندات في بعض الخصائص، فهي تشبه السندات من حيث توزيعات الأرباح الثابتة التي تدفع دورياً (كل سنة عادة)، وتشبه الأسهم العادية في أنها لا تحمل تاريخ استحقاق محدد، وأن حملتها يعتبروا ضمن مالكي الشركة، ومن ناحية أخرى تختلف الأسهم الممتازة عن السندات في أن توزيعات الأرباح الدورية الثابتة تدفع من صافي الربح بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى (ماعدًا توزيعات الأسهم العادية)، وتختلف عن الأسهم العادية في أن حملتها لا يحق لهم التصويت³. تقوم الشركات بإصدار الأسهم الممتازة لأحد السببين⁴:

— عدم إقبال المستثمرين على الاكتتاب في الأسهم العادية الجديدة الصادرة؛

— الاحتفاظ بحملة الأسهم العادية القديمة وتحفيزهم من خلال منحهم امتيازات جديدة مقابل جهودهم المبذولة في سبيل إنجاح الشركة.

2.1. أنواع الأسهم الممتازة: يمكن التمييز بين عدة أنواع أهمها:

أ. الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح: تمنح هذه الإصدارات لحاملها الحق في الحصول على أرباح مجمعة تم تحقيقها عن سنوات سابقة لم تقرر الشركة توزيعها حينها⁵ لسبب معين، وذلك قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية⁶.

ب. الأسهم الممتازة المشاركة بالأرباح: تعطي هذه الأسهم الحق لحملتها في مشاركة حملة الأسهم العادية في باقي الأرباح غير الموزعة، وذلك بعد حصولهم على أرباحهم الثابتة والمحددة وفق شهادة الإصدار، أي أنها تمنحهم

¹ منير ابراهيم هندي، الاوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.26.

² دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص.249-250.

³ حسن محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مؤسسة الرضا للطباعة والتوريدات، القاهرة، مصر، 1993، ص.14-15.

⁴ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص.92-93.

⁵ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص.250.

⁶ نور الهدى دحماني، مرجع سبق ذكره، ص.41.

حق الحصول على أرباح إضافية بالإضافة إلى نسبة أرباحهم الثابتة¹، وقد يكون حق المشاركة في الأرباح إما مقيدا بحد أقصى (جزئي) أو غير مقيد (كلي)².

ج. الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: تخول لحاملها حق تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب في ذلك، وتكون عملية التحويل وفق شروط محددة في القانون الأساسي للشركة المصدرة، وغالبا ما يختار حملتها تحويلها إلى أسهم عادية عند ارتفاع القيمة السوقية لهذه الأخيرة، فيحقق بذلك مكاسب رأسمالية³.

د. الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: يطلق عليها أيضا الأسهم الممتازة القابلة للسداد، تصدرها الشركة مع الاحتفاظ بحقها في سداد قيمتها لحملتها بعد فترة زمنية معينة⁴، فهي تجمع بين خصائص السندات والأسهم حيث يمكن استردادها وفق لما هو محدد عند الاكتتاب (خاصية السندات القابلة للاستدعاء)، وفي نفس الوقت لا يترتب عن سداد توزيعات الأرباح أو الفوائد أي مشاكل متعلقة بإشهار الإفلاس (خاصية الأسهم)⁵. وعادة ما يكون لحملة هذا النوع من الأسهم نسبة عالية من الأرباح -تعتبر عبي على الشركة المصدرة-، لذلك بمجرد أن يتحسن مركزها المالي تقوم بسداد قيمة هذه الأسهم للتخلص من النسبة العالية للأرباح⁶.

3.1. أنواع مستحدثة من الأسهم الممتازة: إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية استحدثت أنواع جديدة منها:

أ. الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: الأصل أن التوزيعات على الأسهم الممتازة ثابتة تتحدد بنسبة معينة من القيمة الاسمية لها، لكن في عام 1982 ظهر لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزينة، على أن يتم تعديل نصيب هذه الأسهم من الأرباح مرة كل ثلاث أشهر بناء على التغير الذي يطرأ على معدل عائد تلك السندات. وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب عليها عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7.5% من القيمة الاسمية للأسهم وأن لا تزيد عن 15.5% من تلك القيمة⁷.

ب. الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: تخول لحاملها حق التصويت على قرارات الشركة وتعتبر كتعويض عن انخفاض القيمة السوقية لحملة الأسهم العادية⁸.

2. شهادات الاستثمار

¹ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص.251.

² عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.31.

³ نفس المرجع، ص.30.

⁴ نور الهدى دحماني، مرجع سبق ذكره، ص.41.

⁵ عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.30.

⁶ صبرينة بوخاري، متطلبات إرساء وتفعيل سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة2، البليدة، الجزائر، 2016-2017، ص.64.

⁷ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.28.

⁸ نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص.72.

تعرف شهادات الاستثمار على أنها أسهم مدرجة في سوق الأوراق المالية لا تمنح لحاملتها حقوق التصويت، تصدرها الشركات العامة أو الخاصة للزيادة في رأسمالها الخاص دون التغيير في هيكل المساهمين، تمثل جزء من رأس مال الشركة لا يتعدى 25%¹. ومنه يمكن القول أن شهادات الاستثمار عبارة عن أسهم عادية تضمن لحاملتها كل الحقوق المالية باستثناء حق التصويت على قرارات الشركة والمشاركة في إدارتها.

3. سندات المساهمة

سندات ليس لها تاريخ استحقاق، تصدر عن شركات مساهمة خاصة أو عامة وتعتبر ديون أبدية وبمثابة أموال شبه خاصة، حيث يحصل حاملها على عائد يتكون من جزء ثابت وجزء متغير حسب النتيجة المحققة من طرف الشركة المصدرة لهذه الأوراق².

الفرع الرابع: الأوراق المالية المشتقة

إلى جانب الأوراق المالية الأساسية -أوراق الملكية وأوراق الدين- بمختلف أنواعها التي يتم تداولها في السوق الحاضرة، يتم تداول الأوراق المالية المشتقة في السوق الآجلة. وتعرف الأوراق المالية المشتقة على أنها: "الأوراق المالية التي تشتق قيمتها السوقية من القيمة السوقية لأوراق مالية أخرى محددة مثل الأسهم العادية أو السندات، وبالتالي فليس للمشتقات المالية حقوق مالية مباشرة على أصول حقيقية"³.

"عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية (موجود ضمني)، يمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط والاستثمار والمضاربة، ويكون تقلب قيمتها أشد من تقلب قيمة الموجود الضمني لها، كما تتعلق بفقرات والتزامات خارج الميزانية"⁴.

وعليه فإن الأوراق المالية المشتقة هي عقود مالية مشتقة تشتق قيمتها من قيمة أوراق مالية أساسية أخرى، والهدف الأساسي من استحداث هذه العقود على غرار الاستثمار والمضاربة هو التحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار التي يهتمل أن تحدث مستقبلا.

تشتمل الأوراق المالية المشتقة على أنواع عديدة أهمها عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود لآجلة وعقود المبادلة، وسيتم التعرض باختصار لكل نوع على حده.

1. عقود الخيارات

سيتم تقديم مفهوم لعقود الخيارات من خلال العناصر التالية:

1.1 تعريف عقود الخيارات: يعرف عقد الخيار على أنه:

¹ Bourse Des Crédits, Lexique Finance, **Certificat d'Investissement**, Valable sur :

<https://www.boursedescredits.com/lexique-definition-certificat-investissement-772.php>, Consulté le: 18/07/2020

² نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص.88.

³ عبد الكريم قندوز، الخيارات، المستقبلات والمشتقات المالية الأخرى، إصدارات إي-كتب، لندن، بريطانيا، ط1، 2017، ص.88.

⁴ محمد خميسي بن رجم، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص.3.

"عقد يمثل حقا للمشتري (وليس التزاما) في بيع أو شراء شيء معين بسعر معين (سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية محددة، ويلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية"¹.*

"عقد يمنح للمشتري الخيار أو الحق في شراء أو بيع أداة مالية أساسية بسعر محدد، يسمى بسعر الممارسة خلال فترة زمنية محددة (حتى انتهاء الصلاحية)، حيث يكون بائع الخيار (محرر العقد) ملزم بشراء أو بيع الأداة المالية المتعاقد عليها من أو إلى المشتري إذا نفذ حقه في الشراء أو البيع. فمشتري أو مالك الخيار ليس ملزم بممارسة الحق الذي يمكن أن تنتهي مدة صلاحيته بدون تنفيذه، أما البائع أو محرر العقد لا يملك الخيار إذا قرر المشتري ممارسة حقه، ويتوجب عليه شراء أو بيع الأداة المالية محل التعاقد"².

"عقد بين طرفين مشتري ومحرر، يعطي للمشتري الحق في أن يشتري من أو أن يبيع إلى المحرر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية. وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كان التنفيذ في غير صالحه، وذلك في مقابل تعويض يدفعه للمحرر يطلق عليه مكافأة أو علاوة. هذه المكافأة تدفع عند التعاقد وغير قابلة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة، بعبارة أخرى أنه مبلغ يدفعه المشتري في مقابل حق الخيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، حيث أنه يحصل على هذا الحق منذ لحظة توقيع العقد ويخسر المكافأة في ذات اللحظة"³.

2.1. أنواع عقود الخيارات: يمكن تقسيم عقود الخيارات كما يلي⁴:

أ. أنواع عقود الخيارات الرئيسية: وتضم الأنواع التالية:

– **عقد خيار الشراء:** عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه، وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد مسبقا في العقد، ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري لمنحه هذا الحق يسمى بالعلاوة أو سعر الخيار، حيث أن المشتري ينفذ العقد ويشترى الأصل إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد.

– **عقد خيار البيع:** عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر الحق في الاختيار بين بيع أصل معين أو عدم بيعه، وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد مسبقا في العقد، ومقابل

¹ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص.222.

* علاوة الصفقة الشرطية أو ثمن عقد الخيار: تعويض متفق عليه يدفع للبائع (بائع عقد الخيار) في البورصة من قبل المشتري (دافع ثمن الخيار) مقابل تمتعه بحق شراء (إن كان خيار شراء) أو حق بيع (إن كان خيار بيع) أوراق مالية خلال فترة زمنية محددة، وهذا المبلغ لا يرجع سواء نفذ المشتري حقه أو لم ينفذ.

² Frederic S. Mishkin, *The Economics Of Money, Banking And Financial Markets*, Pearson Addison Wesley, Boston, United States Of America, 7th Ed, 2004, P.320.

³ زينب بوقاعة، ريمة برامة، تسعير الخيارات المالية وفقا لنموذج بلاك وشولز: دراسة حالة خيارات القطاع البنكي القطري، مداخلة مقدمة ضمن المنتدى الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2014، ص.101.

⁴ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم – إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2001، ص ص.43-46.

ذلك يحصل على مبلغ من المشتري لمنحه هذا الحق يسمى بالعلو أو سعر الخيار، حيث أن المشتري ينفذ العقد ويبيع الأصل إذا انخفض السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد.

– الضمانات: تمثل عقود خيارات شراء تصدرها الشركات على أسهمها، وعادة ما تكون لفترات زمنية طويلة مقارنة بعقود الخيارات.

ب. أنواع عقود الخيارات حسب تاريخ التنفيذ: وتتمثل في:

– عقد الخيار الأمريكي: عقد يسمح لمشتريه بأن يمارس حقه في الخيار، وذلك بالتنفيذ في أي وقت خلال فترة سريان العقد.

– عقد الخيار الأوروبي: عقد يسمح لمشتريه بأن يمارس حقه في الخيار، وذلك بالتنفيذ فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

ج. أنواع عقود الخيارات حسب التغطية: وتشمل¹:

– عقد الخيار المغطى: حق اختيار (شراء أو بيع أو كلاهما)، يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية المتعاقد عليها.

– عقد الخيار غير المغطى: حق اختيار (شراء أو بيع أو كلاهما)، لا يملك فيه محرر العقد للأوراق المالية المتعاقد عليها.

د. أنواع عقود الخيارات حسب الربحية: تصنف حسب هذا الأساس إلى²:

– خيار متكافئ؛ خيار مربح؛ خيار غير مربح.

ويعتمد هذا التصنيف على المقارنة بين سعر التنفيذ وسعر السوق في الوقت الذي يمكن فيه تنفيذ الخيار، في أي وقت بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهائه بالنسبة للخيار الأمريكي، وفي الموعد المحدد لانتهاء العقد بالنسبة للخيار الأوروبي.

جدول (1-1): أنواع الخيارات حسب الربحية

خيار البيع	خيار الشراء	
الخيار متكافئ	الخيار متكافئ	سعر التنفيذ = سعر السوق
الخيار غير مربح	الخيار مربح	سعر التنفيذ > سعر السوق
الخيار مربح	الخيار غير مربح	سعر التنفيذ < سعر السوق

المصدر: سميرة محسن، مرجع سبق ذكره، ص.76.

2. العقود الآجلة والعقود المستقبلية

¹ جمال معتوق، مرجع سبق ذكره، ص.115.

² سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2005-2006، ص.76.

يمكن القول أن العقود المستقبلية ما هي إلا تطور واستحداث للعقود الآجلة، فالعقود المستقبلية هي عبارة عن عقود آجلة نمطية، ويمكن تعريفهما كما يلي:

1.2. تعريف العقود الآجلة: هي اتفاق بين طرفين (البائع والمشتري) على تبادل سلعة أو أصل مالي بسعر متفق عليه في تاريخ لاحق، وهي عقود بسيطة غير نمطية، مرنة قابلة للتعديل عند التفاوض يتم تداولها خارج السوق المنظمة، لا تلزم دفع مبلغ مسبق عند إبرام العقد، ويلتزم الطرفين بتنفيذ العقد في التاريخ المتفق عليه¹. تستخدم هذه العقود في الاحتماء والتحوط من المخاطر كما يستعملها المستثمرون والمضاربون كأدوات استثمار².

2.2. تعريف العقود المستقبلية: هي عقود يتم تداولها في السوق المنظمة (البورصة)، حيث يتفق الطرفان (البائع والمشتري) على تبادل أصل من الأصول بسعر محدد مسبقا في تاريخ لاحق محدد أيضا، حيث يلتزم أحد الطرفين بشراء الأصل المتفق عليه والطرف الآخر ببيعه، فالعقد يلزم الطرفين تنفيذ العقد ولا يفرض عليهما دفع أي مبلغ مبدئي، ولكن يتوجب عليهما دفع ضمان أو هامش للسماح الذي تم التعامل معه كتعبير عن جدية وحسن نية الطرفين تجاه عملية التبادل المستقبلية³. تستخدم أيضا هذه العقود في التحوط من المخاطر والاستثمار، أي إعادة بيع العقد قبل تاريخ الاستحقاق بغرض تحقيق الأرباح⁴.

يتمثل الفرق الأساسي بين العقدين السابقين في أن العقود الآجلة هي عقود مرنة غير نمطية يتم إبرامها خارج السوق المنظمة (خارج البورصة)، بينما عقود المستقبلية هي عقود نمطية يتم تداولها في السوق المنظمة وبمساعدة غرف المقاصة أو بيوت التسوية.

3.2. أنواع العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

أ. أنواع العقود الآجلة: هناك نوعين رئيسيين لهذه العقود هما⁵:

– **العقود الآجلة لأسعار الفائدة:** وهي العقود الآجلة المتعلقة بأدوات الدين وتمثل في شراء أو بيع صك الدين مستقبلا من خلال الاتفاق على سعر فائدة الصك، ويتم الحصول على هذا الأخير في المستقبل وتشبيته من تاريخ العقد الآجل وحتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم هذه العقود في الحماية ضد تقلبات أسعار الفائدة.

– **العقود الآجلة لأسعار الصرف:** اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية، وذلك في تاريخ آجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند إبرام العقد ويتم تشبيته حتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم

¹ Craig Alexander, **A Primer On Financial Derivatives**, Research Paper On Statistics Canada, Catalogue no. 13-604-MIB no. 34, Ottawa, Canada, 1995, P.4., Available on:

<https://www150.statcan.gc.ca/n1/en/pub/13-604-m/13-604-m1995034-eng.pdf?st=bTO2Q5XV>

² محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الأول: مفاهيم أساسية، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، عين مليلة، الجزائر، ط1، 2011، ص.247.

³ Craig Alexander, **Op.Cit**, p.4.

⁴ محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص.248.

⁵ سهام عيساوي، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال: دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص. 111-112.

هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، إلا أنه يعاب عليها أنها غير قابلة للتحويل والتنازل عنها حيث لا يمكن الاستفادة من تحركات أسعار الصرف عند تنفيذ العقد مستقبلاً نتيجة الالتزام بسعر تم تحديده مسبقاً.

ب. أنواع العقود المستقبلية: من أهمها:

– **العقود المستقبلية على المؤشرات البورصية:** اتفاق ملزم بين طرفي العقد المشتري والبائع، يسمح بشراء أو بيع عقد على مؤشر مالي بسعر متفق عليه عند إبرام العقد على أن يتم تسويته في وقت لاحق. ويتم تحقيق العوائد من خلال المضاربة على تحركات الأسعار للمؤشرات البورصية، حيث تتبع أسعار هذه العقود حركة أسعار الأسهم في المؤشر الأساسي المتعاقد عليه، فمثلاً تتبع أسعار عقود Nasdaq 100 أسعار أسهم أكبر 100 شركة مدرجة في بورصة ناسداك...، وتعتبر هذه العقود بمثابة مرآة عاكسة للمؤشر الأساسي المتعاقد عليه ولحركة الأسعار في البورصة ككل التي تم التعاقد على مؤشرها¹.

– **العقود المستقبلية على العملات:** هي نوع من مشتقات العملات الأجنبية، حيث يوافق المشتري على شراء عملة واحدة مقابل عملة أخرى، في تاريخ مستقبلي وبسعر متفق عليه حالياً من قبل كل من المشتري والبائع في وقت إبرام العقد، وتستخدم هذه العقود للتحوط ضد مخاطر تقلب أسعار الصرف أو للمضاربة من أجل تحقيق الأرباح².

– **العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:** تبرم هذه العقود على الأدوات المالية التي تدفع الفائدة مثل سندات الخزانة وسندات حكومية أخرى، وهي التزام بين طرفين البائع والمشتري على بيع وشراء أداة الدين محل التعاقد في تاريخ مستقبلي عند انتهاء صلاحية العقد وبسعر متفق عليه عند إبرام العقد، حيث أن الطرف الذي يتخذ المركز الطويل يقبض والطرف الذي يتخذ المركز القصير يدفع، وتستخدم هذه العقود من طرف المستثمرين والمؤسسات المالية للتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة المستقبلية³.

3. عقود المبادلات

يمكن تناول مفهوم عقود المبادلات من خلال ما يلي:

2.3. تعريف عقود المبادلات: هناك العديد من التعريفات، يذكر بعضها:

¹ Allan Farley, **What Do Nasdaq Futures And Other Futures Contracts Represent ?**, Published on : 31/05/2020, Available on :

<https://www.investopedia.com/ask/answers/what-do-sp-500-dow-and-nasdaq-futures-contracts-represent/>,

Consulted the : 14/06/2020

² Forex Trading Articles, **Everything You Wanted To Know About Trading Currency Futures**, Published on : 02/04/2017, Available on :

<https://forextraininggroup.com/everything-wanted-know-trading-currency-futures/> , consulted the : 14/06/2020

³ Angel Broking, **Interest Rate Futures India**, Published on : 26/08/2019, Available on :

<https://www.angelbroking.com/knowledge-center/futures-and-options/interest-rate-futures>, Consulted the: 19/02/2020

"عقد المبادلة هو التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق نقدي أو أصل آخر بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد"¹.

"عقد المبادلة يتضمن تبادل المدفوعات بين طرفين بغرض نقل المخاطرة من طرف إلى آخر سواء بقصد التحوط أو لأسباب مضاربية"².

"عقود المبادلات عبارة عن عقود بين طرفين لتبادل تدفق نقدي مقابل تدفق نقدي آخر، ويتم تحديد ميعاد التسليم للتدفقات وطريقة الحساب، ويتم استخدام المبادلات للتحوط ضد المخاطر ولا تخضع هذه العقود لشروط نمطية محددة فقد يملئ كل طرف شروطه، ولذا يتم تداولها في الأسواق غير المنظمة"³.

من خلال ما سبق من تعريفات يمكن استخلاص أن عقود المبادلات هي عقود غير نمطية يتم تداولها في الأسواق غير المنظمة (خارج البورصة)، وهي عبارة عن اتفاق بين طرفين على الأقل (يمكن وجود طرف ثالث كوسيط) لمبادلة تدفقات نقدية وفق شروط يحددها أطراف العقد خلال عملية التفاوض، ويتم استخدام هذه العقود لغرض التحوط ضد المخاطر المحتملة أو لغرض المضاربة وتحقيق العوائد.

2.3. أنواع عقود المبادلات: تسري عقود المبادلات على أدوات مالية مختلفة، إلا أنه هناك نوعان رئيسيان هما:

– **عقود مبادلة العملة:** تتمثل عملية المبادلة بين عملتين معينتين في شراء إحداها وبيع الأخرى على أساس السعر الفوري لكل منهما، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر الآجل)، والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العملتين⁴.

– **عقود مبادلة أسعار الفائدة:** يقوم مشتري هذه العقود باستبدال قرض بسعر فائدة متغير مقابل حصوله على قرض بسعر فائدة ثابت، وبالتالي يقوم بائع العقد باستبدال سعر فائدة ثابت مقابل حصوله على سعر فائدة متغير⁵، ويتم تحديد هذا الأخير على أساس سعر معادل لسعر ^{*}Libor، وتحدد التغيرات الحاصلة في هذا المعدل مركز الربح أو الخسارة بالنسبة لطرفي عقد مبادلة أسعار الفائدة⁶.

¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص.174.

² سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، ط1، 2005، ص.239.

³ عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، ط1، 2010، ص.261.

⁴ مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص.176.

⁵ محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص.248.

^{*} Libor (London Inter Bank Offer Rate) متوسط معدل الفائدة بين البنوك حيث يتم اختيار مجموعة من البنوك في السوق المالية في لندن لإقراض بعضها البعض.

⁶ رفیق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات: دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مرجع سبق ذكره، ص.30.

المطلب الثالث: آلية التعامل في سوق الأوراق المالية

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية وفق مجموعة من الأوامر وتسعر الأوراق المالية تبعا لآليات مختلفة، كما يتم قياس الأداء الكلي لسوق الأوراق المالية من خلال مؤشرات يتم حسابها بطرق تختلف من سوق إلى أخرى، وسيتم توضيح ما سبق من خلال الفروع الموالية:

الفروع الأول: أوامر سوق الأوراق المالية

سيتم التطرق إليها من خلال العناصر التالية:

1. تعريف الأوامر

تمثل أوامر السوق تعليمات بيع أو شراء أصول مالية مقدمة من طرف المتعاملين يطلق عليهم اسم مصدري الأوامر إلى وسطاء معتمدين وسماسة مختصين والذين يقومون بنقلها مباشرة إلى سوق الأوراق المالية ويحرصون على تنفيذها، وحتى يقوم الوسطاء بتنفيذ الأوامر بشكل سليم لا بد أن تتوفر أوامر السوق على المعلومات التالية:

- نوع المعاملة: بيع أو شراء؛
- نوع الأوراق المالية محل الصفقة؛
- كمية الأوراق المالية المتداولة؛
- مدة صلاحية الأوراق المالية محل الصفقة؛
- الحد الأقصى للسعر الذي يرغب مصدر الأمر التعامل به؛
- بيانات المتعامل أو مصدر الأمر¹.

2. أنواع الأوامر

يمكن تصنيف أوامر سوق الأوراق المالية المصدرة من طرف المتعامل إلى الوسيط كما يلي:

1.2. الأوامر المحددة بسعر التنفيذ: وهي الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يشترطه المتعامل هو المحدد

الأساسي لتنفيذ الصفقة من عدمها، وتنقسم إلى:

- أ. الأمر بسعر السوق أو الأمر بالسعر الأحسن: ويعد من الأوامر الأكثر شيوعا في سوق الأوراق المالية، حيث يطلب من الوسيط بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية بأفضل سعر وبأسرع وقت ممكن (أقل سعر عند الشراء وأكبر سعر عند البيع)، وينفذ في دقائق معدودة².
- ب. الأمر المحدد: وهو الذي يحدد فيه المتعامل للوسيط السعر الأقصى لشراء/البيع الأوراق المالية³.

¹ Commission d'Organisation Et De Surveillance Des Opérations De Bourse (COSOB), **Les Ordres De Bourse**, P.1., Valable sur : https://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/11/publications-guide_ordres_de_bourse.pdf, Consulté le: 26/02/2020.

² الغالي بن إبراهيم، محمد عدنان بن ضيف، مرجع سبق ذكره، ص.131.

³ Commission d'Organisation Et De Surveillance Des Opérations De Bourse (COSOB), **Op.Cit**, P.2.

ج. الأمر بسعر الافتتاح أو بسعر الإغلاق: سعر الافتتاح هو السعر المعروض للسهم في أول الجلسة، أما سعر الإغلاق هو السعر الذي يتحدد لنفس السهم في آخر الجلسة، وقد يصدر المتعامل الأمر بشراء أو بيع الأوراق المالية على أساس أول سعر أو آخر سعر.

د. أمر الإيقاف: ويسمى أيضا أمر الوقف أو إيقاف الخسارة، ويتطلب التنفيذ تحديد سعر للإيقاف من طرف المتعامل، وهو يشبه الأمر المحدد إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه (صعودا أو هبوطا)، بينما الأمر المحدد لا ينفذ إلا عند سعر معين الذي حدده المتعامل.

هـ. الأمر بسعر تقريبي: وذلك بأن يحدد المتعامل للسمسار سعرا معيناً مع تفويضه بالبيع أو الشراء بسعر مقارب لذلك السعر، حيث يمكن البيع بسعر أدنى بقليل أو الشراء بسعر أعلى منه بقليل¹.

2.2. الأوامر المحددة بتاريخ التنفيذ: وهي الأوامر التي يكون فيها الوقت (تاريخ صلاحية الأوراق المالية محل الصفقة) هو المحدد الأساسي لتنفيذ الصفقة من عدمها، وتنقسم إلى²:

أ. الأمر المحدد بيوم: وهو الأمر الذي يبقى صالحا لما تبقى من ساعات اليوم، ويعد من أكثر الأوامر شيوعا في سوق الأوراق المالية، وغالبا ما يصدر بناء على توقعات بأنه أفضل يوم للمتعامل.

ب. الأمر المحدد بأسبوع أو شهر: وهو الأمر الذي يبقى صالحا حتى نهاية الفترة المحددة، فالأمر المحدد بأسبوع تكون مدة صلاحيته للتنفيذ أسبوع منذ إصداره من قبل المتعامل إلى نهاية الأسبوع، أما الأمر المحدد بشهر يبقى صالحا للتنفيذ مدة شهر منذ إصداره حتى نهاية الشهر.

ج. الأمر المفتوح: وهو الأمر الذي يبقى صالحا حتى يتم تنفيذه من قبل الوسيط أو يتم إلغاؤه من طرف المتعامل، ويجب تجديده كل ستة أشهر.

3.2. الأوامر المحددة بشروط التنفيذ: وتنقسم حسب هذا الأساس إلى³:

أ. الأمر بشرط الكل أو لا شيء: وهو الأمر الذي يشترط فيه المتعامل على الوسيط تنفيذه كله وإن تعذر ذلك فإنه لا ينفذ الأمر كله، كأن يطلب منه المشتري شراء 3000 سهم من نوع محدد لكنه لم يجد إلا 1000 سهم فإنه في نهاية اليوم يلغى التنفيذ.

ب. الأمر بشرط التنفيذ الفوري: وهو الأمر الذي يلغى إذا لم ينفذ فوراً.

ج. الأمر المطلق: ويسمى أيضا بالأمر الفني، وبموجبه يمنح المتعامل للسمسار الحرية المطلقة في شراء أو بيع الأوراق المالية التي تخدم مصلحة المتعامل، سواء من حيث السعر أو النوع أو التوقيت، وقد يفوض له تحديد السعر والوقت فقط.

¹ الغالي بن إبراهيم، محمد عدنان بن ضيف، مرجع سبق ذكره، ص.132.

² مختار عيواج، بورصة الأوراق المالية ودورها في خصوصية المؤسسات الاقتصادية العمومية: دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2012-2013، ص.75.

³ الغالي بن إبراهيم، محمد عدنان بن ضيف، مرجع سبق ذكره، ص.133.

الفرع الثاني: تقنيات التسعير في سوق الأوراق المالية

تحدد أسعار الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بواسطة تقنيات تساهم في تعظيم الكميات المتداولة من الأوراق المالية وتنشيط السوق، ويمكن التمييز بين عدة تقنيات كما يلي¹:

– **التسعير بالمناداة**: يتم التسعير بالمناداة باجتماع الوسطاء -الذين استلموا أوامر التنفيذ من المتعاملين- في ردهة البورصة أو المقصورة، وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي تلقوها حيث يتم استعمال إشارات اليد مع المناداة، وذلك بوضع الساعد أفقياً في اتجاه الجسم في حالة الشراء وعمودياً في حالة البيع.

– **التسعير بالأدراج**: وفق هذه التقنية توزع الأسهم على الوسطاء الخبراء والمختصين في التعامل ببعض الأسهم، حيث توضع كل الأوامر المتعلقة بأسهم معينة في أدراج المختص الذي يحدد السعر بطريقة مماثلة للتسعير بالمناداة.

– **التسعير بالصندوق**: تستخدم هذه التقنية في حال كبر حجم عروض البيع وطلبات الشراء في سوق الأوراق المالية، فيلجأ الوسطاء إلى وضع كل عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.

– **التسعير بالمعارضة**: وتجمع هذه التقنية بين طريقة الصندوق وطريقة المناداة، حيث تسجل الأوامر كما هو الحال في طريقة الصندوق زيادة إلى ذلك فإن هذا الالتزام الكتابي يمكن أن يتم بمعارضة شفوية على التسعيرة التي لا تلي طلبات العارضين عن طريق المناداة، وهذه الطريقة تسمى بالمعارضة لأن كل واحد من الوسطاء الذين سجلوا طلباتهم في حدود سعر معين يمكنه معارضة التسعيرة التي لا تتوافق مع طلبه، ويتم التسعير وفق هذه التقنية من خلال إعداد سجل بناء على البطاقات التي يتلقاها موظف السوق من الوسطاء كل صباح، ثم تتم دراسة العروض وبناء على ذلك يحدد السعر بحيث يؤدي السعر المختار إلى تلبية أكبر عدد ممكن لعروض الطلبات².

– **التسعير بالمطابقة**: يتم استخدام هذه التقنية عندما يتلقى الوسيط أمرين متقابلين يتعلق أحدهما بالبيع والآخر بالشراء بنفس الكمية، فيقوم بالشراء من المتعامل الأول لحساب الثاني، لكن عليه التأكد بواسطة أحد السماسرة المختصين من عدم وجود عرض أو طلب أكثر ملائمة.

الفرع الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية

يقدم المؤشر صورة شاملة عن مدى تطور سوق الأوراق المالية ويعتبر ترجمة رقمية للأداء الكلي لهذه الأخيرة، كما يعكس الحالة العامة للاقتصاد الوطني، وعليه سيتم تناول مفهومه واستخداماته وأساليبه تكوينه.

1. تعريف المؤشر

لقد وردت العديد من التعاريف لمؤشر سوق الأوراق المالية، ويمكن ذكر بعضها:

"يعرف مؤشر السوق على أنه نسبة توضح التطور بين قيمتين هما الكمية والسعر، لقياس تطور أداء سوق الأوراق المالية عبر الزمن أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية"³.

¹ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 76-77.

² مختار عبواج، مرجع سبق ذكره، ص 83.

³ Patrick Topsacalian, *Les Indices Boursiers Sur Actions*, Economica, Paris, France, 1996, P.9.

"يستخدم مؤشر السوق لمراقبة سلوك عينة من الأسهم من أجل إعطاء صورة شاملة للمستثمرين عن أداء مجموعة واسعة من الأسهم، كما يمثل مؤشر عن أداء سوق الأوراق المالية"¹.

"مؤشر السوق هو رقم حسابي قياسي يعكس تطور أسعار التعامل في سوق معينة سواء بالزيادة أو النقصان، وينظر إليه في أسواق الأوراق المالية باعتباره مؤشرا لحركة جميع الأسهم المتداولة في الأسواق، وله أهمية في إعطاء دلالات مهمة عما ستكون عليه السوق في المستقبل القريب أو البعيد"².

من خلال ما سبق ذكره يمكن تعريف مؤشر سوق الأوراق المالية على أنه أداة لقياس ومتابعة تطور وسلوك أسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة عبر الزمن، من أجل إعطاء صورة شاملة للمستثمرين والمتعاملين عن أداء سوق الأوراق المالية، كما يعتبر أداة تنبؤ عن حالة السوق في المستقبل القريب أو البعيد.

2. استخدامات مؤشر سوق الأوراق المالية

يستخدم مؤشر سوق الأوراق المالية لتحقيق أهداف متعددة أهمها:

– تقييم ومتابعة أداء الشركات التي تكون أوراقها المالية المؤشرات المعنية، إضافة إلى متابعة أداء المحفظة الاستثمارية من خلال المقارنة مع معدلات عوائد السوق؛

– استخدام المؤشرات كقواعد معلومات لتحليل حركات الأسعار في الأسواق المالية وربطها بالتغيرات السائدة في أسواق السلع والخدمات³؛

– تقييم أداء المشرفين على المحافظ المالية خاصة المحترفين منهم من خلال مقارنة معدل العائد الخاص بمحفظة مالية معينة مع معدل عائد السوق أو المؤشر (المؤشر عبارة عن محفظة مالية مكونة من كافة أو عينة من الأسهم المتداولة في السوق المالية، وبالتالي فإن عائد المؤشر هو نفسه معدل عائد السوق)، فإذا فاق معدل العائد على المحفظة معدل عائد المؤشر فإن ذلك يدل على الأداء الجيد للمشرفين والعكس صحيح⁴؛

– التنبؤ بالحالة الاقتصادية للسوق من خلال تفسير العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية والتغيرات التي تطرأ على المؤشرات وهو ما يعرف بالتحليل الأساسي، حيث يمكن المؤشر من التنبؤ مسبقا بما ستكون عليه السوق في المستقبل مما يساهم في اتخاذ القرار الاستثماري السليم في التوقيت السليم؛

– تقدير مخاطر المحفظة من خلال قياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية أو المخاطر العامة، بواسطة معامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة وبين معدل العائد على محفظة السوق، الذي يقاس بدوره بمعدل العائد لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة⁵؛

¹ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, **Financial Markets And Institutions, Op.Cit, P.347.**

² شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص.242.

³ مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص.245.

⁴ عديلة مريم، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظ المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2009-2010، ص.15.

⁵ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.248.

— يستخدم المؤشر أيضا في العمليات الآجلة حيث يقوم المستثمر بشراء عقود يلتزم بواسطتها ببيع أو شراء المؤشر المحدد في فترة لاحقة بسعر محدد مسبقا، ويتمثل مقدار الربح أو الخسارة في الفرق بين سعر المؤشر الذي دفعه وسعره في تاريخ الاستحقاق¹.

3. مراحل إعداد مؤشر سوق الأوراق المالية

تمر عملية إعداد مؤشرات سوق الأوراق المالية بالمراحل التالية:

1.3. ملائمة العينة: تعرف العينة فيما يتعلق بتكوين المؤشر بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب: الحجم، الاتساع والمصدر، ويعرف كل عنصر كالاتي²:

أ. **الحجم:** كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا لواقع السوق.

ب. **الاتساع:** يعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لشركات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تمييز، أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من الشركات المكونة لتلك الصناعة.

ج. **المصدر:** أي مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسية التي تتداول فيها الأوراق المالية.

2.3. تحديد الأوزان النسبية لمكونات العينة (الترجيح): يقصد بالأوزان القيمة النسبية للسهم داخل العينة، وهناك ثلاث مداخل لتحديد الوزن النسبي للسهم تتمثل في:

أ. **مدخل الوزن على أساس الأسعار:** أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، وبالتالي تتوقف القيمة النسبية المعطاة لكل سهم داخل العينة على سعره، ويسمى مجموع الأسعار الخاصة بالأسهم الداخلة في تكوين المؤشر بالقيمة المطلقة للمؤشر. يعاب على هذا المدخل أن الوزن النسبي للسهم يقوم على سعره فقط، بينما سعر السهم قد لا يكون مؤشرا على أهمية الشركة أو حجمها³.

ب. **مدخل الوزن على أساس التساوي:** حسب هذا المدخل يتم إعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، والتساوي في هذه الحالة لا يعني إعطاء نفس القيمة النسبية لكافة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، بل يعني تساوي المبالغ المستثمرة في كل سهم من العينة. فإذا أراد مستثمر ما شراء أسهم شركات مختلفة، عليه أن يشتري عدد من الأسهم من كل شركة بشرط أن يكون المبلغ الذي يستثمر في كل منها متساويا⁴.

¹ أحمد أزهرى الطيب الفكي، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2017، ص.146.

² حسين قبيلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية: دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 11، العدد 11، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2011، ص.95، من الموقع:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/63/11/11/6118>

³ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.252.

⁴ عديلة مرمت، مرجع سبق ذكره، ص.7.

ج. مدخل الوزن على أساس القيمة: وفقا لهذا المدخل فإنه يعطى وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم لكل شركة ممثلة في المؤشر، وبذلك يتجنب العيب الأساسي في مدخل الأسعار، حيث لم يعد السعر المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالشركات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها داخل المؤشر بغض النظر عن سعر أو عدد الأسهم¹.

3.3 حساب قيمة المؤشر: تختلف المؤشرات من حيث طريقة حسابها، فمنها ما يحسب على أساس متوسط الأسعار التي يتكون منها المؤشر أي وفق مدخل الوزن على أساس الأسعار، ومنها ما يحسب على أساس الأرقام القياسية للأسعار أي وفق مدخل الوزن على أساس القيمة، وهما أكثر المدخلين شيوعا في حساب أغلب المؤشرات. فبعد اختيار العينة من الأسهم التي يتكون منها المؤشر وتحديد الأوزان النسبية لكل منها تأتي مرحلة اختيار طريقة الحساب، ويمكن تلخيص كيفية حساب المؤشر كما يلي:

أ. طريقة حساب المؤشر حسب مدخل الوزن على أساس الأسعار: في غالب الأحيان يحسب متوسط أسعار الأسهم وفق هذا المدخل على أساس المتوسط الحسابي، وذلك من خلال قسمة مجموع أسعار الإغلاق للأسهم المكونة للمؤشر على معامل يسمى المقسوم عليه (Divisor) وفق الصيغة الرياضية التالية²:

$$I_t = \sum_{t=1}^N \frac{P_{i,t}}{Div_t}$$

حيث يعبر I_t عن قيمة المؤشر في اللحظة t ، N عدد أسهم العينة المكونة للمؤشر، أما $P_{i,t}$ تمثل سعر الإغلاق للسهم i عند اللحظة t .

ويخضع المقسوم عليه (Divisor) للتعديل إذا طرأت أحد التغيرات التالية³:

– التجزئة* أو التجزئة العكسية** لأحد الأسهم المكونة للمؤشر؛

– توزيع الأرباح على أحد الأسهم المكونة للمؤشر؛

– تغيير في تركيبة العينة من خلال استبدال أحد الأسهم المكونة للمؤشر بسهم جديد.

ب. طريقة حساب المؤشر حسب مدخل الوزن على أساس القيمة: تحسب المؤشرات حسب هذا المدخل على أساس الأرقام القياسية عن طريق تحديد سنة الأساس. بافتراض أن t هي تاريخ تحديد قيمة المؤشر I_t وأن b هي تاريخ الأساس للمؤشر، بينما $P_{i,t}$ و $P_{i,b}$ هما أسعار الأسهم المكونة للمؤشر في التاريخين t و b على التوالي، أما $Q_{i,t}$ و $Q_{i,b}$ للإشارة إلى عدد الأسهم المكونة للمؤشر في التاريخين t و b على التوالي، كما يتم افتراض أن قيمة

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.255.

² Sunil K. Parameswaran, **Equity Shares, Preferred Shares And Stock Market Indices**, Tata McGraw-Hill, New Delhi, India, 2007, P.53.

³ **Ibid**, PP.54-55.

* التجزئة أو الاشتقاق: عبارة عن زيادة في عدد أسهم الشركة من خلال تقسيم أسهمها الحالية إلى عدد أكبر من الأسهم بقيمة اسمية أقل دون تأثير وتغيير في حقوق المساهمين، لجعلها أقل تكلفة وبالتالي جذب المستثمرين.

** التجزئة العكسية: وهي عكس التجزئة، عبارة عن تقليل في عدد أسهم الشركة من خلال دمج أسهمها الحالية لتتحصل على عدد أقل من الأسهم بقيمة اسمية أكبر دون تأثير وتغيير في حقوق المساهمين.

المؤشر في تاريخ الأساس هي 100 (يمكن أن تساوي قيمة أخرى)، وعليه تعطى قيمة المؤشر في التاريخ t وفق الصيغة الرياضية التالية¹:

$$I_t = \frac{1}{Div_t} \times \frac{\sum_{i=1}^N P_{i,t} Q_{i,t}}{\sum_{i=1}^M P_{i,b} Q_{i,b}} \times 100$$

حيث يمثل Div_t قيمة المقسوم عليه في التاريخ t ، وتعين قيمة المقسوم عليه ب 1.0 عند تاريخ الأساس b قابلة للتعديل عند الاقتضاء.

إن حالات تعديل المقسوم عليه حسب هذا المدخل تختلف عن حالات تعديله حسب مدخل الوزن على أساس الأسعار، ومن الملاحظ حسب الصيغة الرياضية أعلاه أنه تم استعمال N للإشارة إلى عدد أسهم العينة في التاريخ t و M للإشارة إلى عدد الأسهم المكونة لعينة المؤشر في تاريخ الأساس b ، وذلك لأنه تطبيقاً ليس من الضروري أن يتساوى N مع M ، أي قد يتم تعديل المؤشر لاحقاً ليشمل عدد أقل أو أكثر من الأسهم مما كان عليه في تاريخ الأساس.

¹ Ibid, PP.60-61.

المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول الأسواق المالية الناشئة

استخدم مصطلح السوق الناشئة لأول مرة عام 1981 من قبل Antoine W. Van Agtmael خبير اقتصادي في مؤسسة التمويل الدولية IFC* التابعة لمجموعة البنك الدولي، للحدث عن البلدان النامية التي تتيح فرصا للمستثمرين¹، واقترح مصطلح الأسواق الناشئة الذي يوحي إلى الإيجابية والنشاط كبديل لمصطلح بلدان العالم الثالث الذي يشير إلى السلبية والركود². وقد لعبت الأسواق المالية الناشئة دورا كبيرا في تحفيز النمو الاقتصادي العالمي خاصة بعد أزمة العملة (الأزمة المالية الآسيوية) عام 1997، الأمر الذي استدعى إجراء إصلاحات شاملة للعديد من اقتصادات الأسواق الناشئة لتصبح أكثر تطورا، ويتكون اقتصاد العالم من حوالي 80% من الأسواق المالية الناشئة بما في ذلك بعض أكبر الدول في العالم مثل الصين، الهند وروسيا³، وسيتم التفصيل أكثر في موضوع الأسواق المالية الناشئة من خلال المطالب الموالية.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية الناشئة Emerging Markets

بغية الإلمام بمفهوم الأسواق المالية الناشئة سيتم في هذا المطلب التطرق إلى الفروع التالية:

الفروع الأولى: تعريف وخصائص الأسواق المالية الناشئة

1. تعريف الأسواق المالية الناشئة

لا يوجد تعريف موحد عالميا للأسواق المالية الناشئة، ويعود أصل مصطلح الأسواق الناشئة إلى بنوك الاستثمار الأمريكية التي كانت تبحث عن مناطق جغرافية قوية النمو من أجل الاستفادة من العوائد المرتفعة التي توفرها الأسواق المالية في طريق التطور. تغطي خاصية "الناشئة" عدة معاني، حيث يمكن أن تصف سوق مالية بدأت في عملية النمو والتحديث حتى تصبح أكثر جاذبية للمستثمرين، يمكن أن تطلق أيضا على سوق مالية بدأت في عملية التغيير من حيث الحجم والتطور حتى تتميز عن تلك الأسواق صغيرة الحجم والتي لم تصل بعد إلى مرحلة الانطلاق⁴.

يشير مصطلح السوق المالية الناشئة إلى سوق مالية في مرحلة انتقالية، بمعنى آخر التي تتميز بزيادة الحجم، النشاط و مستوى التطور⁵.

* IFC : International Financial Corporation .

¹ Marcel Mbaloula, **La Problématique De l'Emergence Economique Des Pays En Voie De Développement**, Revue Congolaise De Gestion, Editions ICES, N°14, Brazzaville, Congo, 2011, P.110., Valable sur: <https://www.cairn.info/revue-congolaise-de-gestion-2011-2-page-107.htm>

² Julien Vercueil, **Emergences Economiques : Généalogie Et Définitions**, CEMI-EHESS, Paris, France, 2011, Valable sur: <https://brics.hypotheses.org/files/2014/11/Emergences-généalogie-et-définitions.pdf>

³ Anne Sraders, **What Are Emerging Markets ? Characteristics And List**, Published on : 11/02/2020, Available on : <https://www.thestreet.com/markets/emerging-markets/what-are-emerging-markets-14819803> , Consulted the: 20/03/2020

⁴ Alexandre Minda, **Marchés Boursiers Emergents Et Financement Des Infrastructures En Amérique Latine**, Revue Economique, Volume 48, Issue 2, Paris, France, 1997, P.297., Valable sur: https://www.persee.fr/doc/AsPDF/reco_0035-2764_1997_num_48_2_409876.pdf

⁵ Benjamin Ndong, **Les Marchés Boursiers Emergents : Problématique De l'Efficiencie**, Editions Publibook, Paris, France, 2011, P.77.

حسب شركة Standard & Poor تصنف الأسواق المالية على أنها ناشئة إذا توفرت على الأقل على أحد الشرطين التاليين:

- أن تنتمي إلى اقتصاد ذو دخل وطني منخفض أو متوسط حسب تصنيف البنك الدولي*؛
 - أن تكون رسميتها السوقية القابلة للاستثمار منخفضة نسبيًا مقارنة بالنتائج الوطني الخام PNB.
- بعبارة أخرى، تعتبر السوق المالية لأي اقتصاد ناشئة إلى غاية وصول ناتجه المحلي الخام فئة الاقتصادات ذات الدخل المرتفع لثلاث سنوات متتالية، إضافة إلى وصول نسبة الرسمة السوقية القابلة للاستثمار إلى PNB ضمن 25% من الأسواق المالية الناشئة الأفضل أداءً لثلاث سنوات على التوالي، فحسب هذا التعريف كل سوق مالية غير متطورة هي سوق ناشئة، في حين أن الفرق بين السوق المالية المتطورة والسوق المالية الناشئة لا ينحصر فقط في هذين الشرطين¹.

كما يرتبط تعريف الأسواق المالية الناشئة بالدول التي تشهد اقتصاداتها عملية نمو متسارعة من مرحلة انتقالية نحو اقتصاد السوق، والتي تتيح أسواقها فرصاً أكبر للمستثمرين فيها لتحقيق عوائد مرتفعة مقارنة بالاقتصادات المتقدمة، ومن أهم ملامح الأسواق المالية الناشئة صغر حجم الاقتصاد المتواجدة فيه، انخفاض نصيب الفرد من الناتج القومي الإجمالي للفرد وانفتاح معتبر على الاستثمار الأجنبي².

بالإضافة إلى الأسواق المالية الناشئة هناك أيضاً ما يعرف بالأسواق المالية شبه الناشئة أو الأسواق الحدودية، وحسب تصنيف البنك الدولي هي الأسواق التي لا تنتمي إلى فئة الدخل المرتفع وتعاني من نقص واضح في عمقها المالي، لها قيمة سوقية منخفضة مقارنة بالنتائج المحلي الإجمالي، كما تتميز أيضاً بوجود ضوابط تمييزية فيما يخص الاستثمار الأجنبي، انعدام الشفافية وقلة التنظيم³.

2. خصائص الأسواق المالية الناشئة

من أجل استيعاب جيد لمفهوم الأسواق المالية الناشئة، لابد من ذكر بعض الخصائص المشتركة بين هذه الأسواق والتي تميزها عن باقي الأسواق المالية يمكن إيجازها فيما يلي:

- الدخل المنخفض: تتميز الأسواق المالية الناشئة بانخفاض متوسط دخل الفرد أو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بالاقتصادات المتقدمة، ويعتبر هذا الأخير المعيار الأول الأهم والذي يؤدي تلقائياً إلى ثاني معيار

* يصنف البنك الدولي الدول إلى دول ذات دخل منخفض، متوسط ومرتفع انطلاقاً من الدخل الوطني الخام RNB للفرد، مثال: حسب تصنيف 2020 للدول، تصنف كدول منخفضة الدخل تلك الدول ذات RNB للفرد أقل من 1036 دولار أمريكي سنوياً، متوسطة الدخل التي يتراوح فيها RNB للفرد بين 1036-12535 دولار أمريكي سنوياً، ومرتفعة الدخل ذات RNB للفرد أكبر من 12535 دولار أمريكي سنوياً (حسب الموقع الرسمي للبنك الدولي www.worldbank.org).

¹ Ibid, P. 78.

² Loana-cristina Sechel, Cheorghie Ciobanu, **Characteristics Of The Emerging Market Economies-Brics :From The Perspective Of Stock Exchange Markets**, Annals Of The University Of Oradea : Economic Science, Volume 23, Issue 1, University Of Oradea, Romania, 2014, PP.40-41., Available on: <https://docplayer.net/15697689-Characteristics-of-the-emerging-market-economies-brics-from-the-perspective-of-stock-exchange-markets.html>

³ جهرة شنافة، مرجع سبق ذكره، ص. 41.

وهو النمو السريع، فحسب تصنيف البنك الدولي للدول الناشئة تبعا لإحصائيات عام 2019 هي تلك الدول التي يبلغ فيها متوسط دخل الفرد سنويا أقل من أو يساوي 3955 دولار أمريكي.

– النمو الاقتصادي السريع: بلغ النمو الاقتصادي عام 2019 لمعظم الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية، ألمانيا، المكسيك واليابان أقل من 3%، بينما قدر في بعض الدول الناشئة مثل مصر، بولندا، الهند وماليزيا بأكثر من 4%، كما شهدت كل من الصين والفيتنام نمو اقتصادي تراوح بين 6 إلى 7%.

– ارتفاع معدل التذبذب وزيادة التقلبات: تميل الأسواق الناشئة إلى عدم الاستقرار وارتفاع معدل التذبذب فيها وتعرضها للتقلبات نتيجة التغيرات الاجتماعية المتسارعة والتي يتسبب فيها ثلاث عوامل أساسية: الكوارث الطبيعية، صدمات وتقلبات الأسعار الخارجية خاصة تقلبات العملة، وعدم استقرار السياسات المحلية¹.

– سيولة السوق ودرجة تركيزها: تتضح سيولة السوق وتركيزها من خلال عوامل عديدة أهمها: حجم التبادل، قيمة العمليات، الرسملة البورصية والحيز الذي تشغله العشر شركات الأكبر حجما في تلك الرسملة، ويعتبر التركيز في الأسواق الناشئة أكثر أهمية إذا ما قورن بما هو عليه في الأسواق المتقدمة، ويعكس هذا التركيز درجة خطورة مرتفعة فيما يتعلق بالسيولة، كما أن عدم القدرة النسبية على تبادل حجم هام من ورقة مالية معينة دون أن يؤثر ذلك على الأسعار بشكل ملحوظ، هو من أحد العوامل الأساسية التي تحد من جاذبية الأسواق الناشئة².

– التطور السريع: تتسم الأسواق الناشئة بتزايد عدد الشركات المدرجة فيها وحجم الأوراق المالية المتداولة بها.

– نقص التنظيم: تتسم الأسواق المالية الناشئة بنقص التنظيم وسوء التسيير خاصة في جانب القوانين المتعلقة بقيد الشركات المسجلة فيها، تكلفة الحصول ونشر المعلومات عن الشركات المدرجة فيها...³

– ارتفاع العوائد: بالرغم من أنها ليست على درجة عالية من الكفاءة إلا أن الأسواق المالية الناشئة تتيح فرصا متنوعة للمستثمرين وتمكنهم من تحقيق عوائد وأرباح عالية مقارنة بالأسواق المالية المتقدمة⁴.

الفرع الثاني: مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة

تمر الأسواق المالية بعدة مراحل حتى تصنف ضمن قائمة الأسواق الناشئة، وفيما يلي أهم ملاحظاتها⁵:

1. مرحلة النمو أو عدم النضج

تتميز الأسواق المالية الناشئة في هذه المرحلة بما يلي:

– قلة عدد الشركات المسجلة بها وانخفاض عدد الأسهم؛

¹ Kimberly Amadeo, **Emerging Market Countries And Their Five Defining Characteristics**, The Balance, Published on : 31/08/2020, Available on :

<https://www.thebalance.com/what-are-emerging-markets-3305927#citation-1> , Consulted the : 07/09/2020.

² رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2005-2006، ص.169.

³ حسان خبايا، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الانسانية، المجلد 3، العدد 5، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2003، ص.248، من الموقع:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/41/3/5/49121>

⁴ علي ناصر عبد الحميد، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، مركز الخبرات المهنية للإدارة "بميك"، الجيزة، مصر، ط1، 2014، ص.37.

⁵ عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2003، ص.107-108.

- انخفاض مستوى السيولة وارتفاع درجة التركيز؛
 - ارتفاع أسعار الأوراق المالية بسبب صغر حجم هذه الأسواق ومحدودية الفرص الاستثمارية بها؛
 - التقلبات الشديدة في الأسعار.
- كما يمكن وصفها بمرحلة ولادة نشاط التداول مع غياب التداول الأوتوماتيكي في سوق الأسهم وعدم انتظام المبادلات، إضافة إلى انخفاض حجم التداول ونقص الشفافية وعدم تقيد الشركات بنظام السوق، كل هذه الخصائص تجعل هذه الأسواق غير جذابة، وعموماً فإن كل الأسواق المالية الناشئة تجاوزت حالياً هذه المرحلة¹.

2. مرحلة الانفتاح أو انخفاض أنشطة التداول

من أهم ملامح هذه المرحلة ما يلي:

- ارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم المتداولة؛
 - بداية تطور اللوائح التنظيمية مما يتيح للمستثمرين فرصة أكبر لتحقيق العوائد، ومن ثم جذب المستثمرين الأجانب؛
 - صغر حجمها نوعاً ما بالنسبة لاقتصاد الدولة إلا أنه يمكن الاعتماد عليها أكثر كمصدر للتمويل.
- كما تبدأ الأسواق المالية الناشئة في هذه المرحلة بالانفتاح على الاستثمار الأجنبي في إطار تخفيض عجز الموازنة والدين الخارجي للدول التي تنتمي إليها، وإجراء بعض الإصلاحات الاقتصادية (تحرير التجارة، الخصخصة، إصلاح النظام المصرفي...)، وكذا من أجل رفع مستوى أداء وكفاءة هذه الأسواق مما يحفز إلى الاكتتاب العام في الشركات العامة والخاصة المدرجة فيها².

3. مرحلة تطور النشاط

تعرف الأسواق المالية الناشئة في هذه المرحلة تطوراً في نشاطها يظهر من خلال:

- زيادة المعاملات وحركة التداول؛
 - استقرار نسبي في أسعار الأوراق المالية؛
 - زيادة حجم الإصدارات الجديدة خاصة من الأسهم وارتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة³.
- تتصف هذه المرحلة أيضاً بدرجة معقولة من انفتاح السوق وزيادة اهتمام المستثمرين الأجانب بها، كما تتحسن مؤشرات أدائها بشكل ملحوظ (عدد الشركات المدرجة، السيولة، الرقعة السوقية)، ويعود ذلك إلى زيادة تدفق رأس المال الأجنبي نحو الداخل، ويمكن القول أن معظم الأسواق المالية الناشئة تمر حالياً بهذه المرحلة⁴.

¹ عبد القادر بسبع، مليكة صديقي، تحليل مؤشرات تنمية واستقرار أسواق الأوراق المالية الناشئة، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 1، العدد 2، المركز الجامعي تيسمسيلت، الجزائر، 2017، ص.88، من الموقع:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/530/1/2/68612>

² نفس المرجع، ص.88.

³ محمد خالد، أثر المخاطر السياسية على أداء الأسواق المالية الناشئة في الدول العربية: بورصة مصر أمودجا، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 6، العدد 1، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2015، ص.191، من الموقع:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/374/6/1/51974>

⁴ عبد القادر بسبع، مليكة صديقي، مرجع سبق ذكره، ص.88.

4. مرحلة النضج

فيها تصبح الأسواق المالية أكثر نضجا وتتميز بما يلي:

- ارتفاع مستوى السيولة بدرجة كبيرة؛
 - اتساع السوق مع زيادة كبيرة في حجم المعاملات؛
 - انخفاض علاوة المخاطرة للأوراق المالية إلى المستويات التنافسية الدولية؛
 - مؤشر عن الحالة الاقتصادية للدول المتواجدة فيها، كما تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصادها.
- تتميز أيضا الأسواق المالية الناشئة في هذه المرحلة بتقلص العوائق القانونية التي تحول دون انتقال الاستثمارات عبر الحدود، وانخفاض المخاطر الخاصة (السياسية، مخاطر السيولة، مخاطر العملة) كنتيجة للإصلاحات المالية. ولقد شهدت بعض الأسواق المالية الناشئة في هذه المرحلة درجة متقدمة من اندماجها مع أسواق الأوراق المالية الدولية، وجذب المزيد من المستثمرين الأجانب الذين يبحثون عن التنوع الدولي، كما أصبحت تقارن مع الأسواق المالية المتطورة في مجال سيولة السوق وأنظمة التشغيل¹.

الفرع الثالث: عوامل نمو الأسواق المالية الناشئة

تعود أسباب النمو المتسارع للأسواق المالية الناشئة إلى عدة عوامل حسب آراء بعض المحللين والاقتصاديين، فمنهم من يرجعها إلى عوامل خارجية تتمثل أساسا في انخفاض معدلات الفائدة في الدول الصناعية وتباطؤ معدلات نمو اقتصاداتها، مما يدفع المستثمرين إلى البحث على تحقيق عوائد مرتفعة في الأسواق المالية الناشئة، ومنهم من يرجعها إلى عوامل داخلية كالسياسات المحلية الناجحة والإصلاحات الاقتصادية التي تضمن تدفق رأس المال إلى اقتصادات الأسواق الناشئة، لكن لا شك أن كل عامل من هذه العوامل سواء كان خارجي أو داخلي ساهم بدرجة كبيرة ومتفاوتة في نمو هذه الأسواق من دولة إلى أخرى.

1. العوامل الخارجية

تسمى أيضا عوامل الدفع (تنتج عن التطورات في البلدان المتقدمة)، وتعتبر من أهم المحددات التي ساهمت في نمو الأسواق المالية الناشئة، وتتمثل فيما يلي²:

- انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية: تأثر التمويل الخارجي نحو الأسواق المالية الناشئة بالظروف النقدية للدول المتقدمة خاصة الولايات المتحدة الأمريكية، حيث انخفضت معدلات الفائدة قصيرة الأجل في

¹ نفس المرجع، ص. 89.

² العديد من المراجع أهمها:

– رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص. 165.

– علي بو عبد الله، شريف بوقصة، الأسواق المالية الناشئة: الخصائص وعوامل جذب المستثمرين، مجلة أبحاث الدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 1، العدد 1، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، الجزائر، 2018، ص. 226، من الموقع:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/628/1/1/122513>

– محمد بزيرية، مرجع سبق ذكره، ص. 82-83.

– محمد خالدي، المتغيرات الدولية ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة: دراسة حالة الدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص. 61.

البنوك الفدرالية الأمريكية من 9.8% عام 1989 إلى 2.9% عام 1992، وكان ذلك دافعا أساسيا إلى تقليص خدمة الدين الخارجي على الديون ذات الفائدة المعومة، ليتبعه انخفاض العوائد على الاستثمارات الأخرى في معظم الدول المتقدمة، وعلى خلاف ذلك شهدت الأسواق الناشئة ارتفاعا ملحوظا في أسعار الفائدة وأرباح الشركات والتي قدرت في نفس الفترة ب 10% مقارنة ب 4% في الدول المتقدمة، لذا كان الانخفاض الذي سبق ذكره حافزا قويا لتغيير المستثمرين في الدول المتقدمة وجهتهم نحو الأسواق الناشئة ذات العوائد المرتفعة.

– الركود الاقتصادي وضعف الطلب على الأموال: ساد الدول الصناعية المتقدمة في أوائل التسعينات حيث أدى تباطؤ النشاط الاقتصادي فيها إلى زيادة جاذبية الأسواق الناشئة للاستثمار الأجنبي، فتتحقق دول الأسواق الناشئة لمعدلات نمو تفوق تلك التي تحققها الدول المتقدمة يعكس عوائد أعلى تقدمها الأسواق الناشئة على الاستثمار فيها، وهو ما دفع المستثمرين إلى توجيه مدخراتهم نحو الاستثمار في هذه الأسواق.

– الاستفادة من مزايا التنوع الدولي: يترتب عنه تقليل درجة المخاطر وتظهر أهمية الاتجاه نحو زيادة التنوع الدولي في محفظة الأوراق المالية خصوصا للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي كصناديق المعاشات وشركات التأمين، التي أصبحت تستوعب نصيبا متزايدا من الادخار العالمي، حيث ارتفع مجموع الاستثمارات الدولية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي في الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، ألمانيا والمملكة المتحدة من حوالي 4.8% من أصولهم عام 1980 إلى 7.2% عام 1993، وقد بلغت استثمارات صناديق المعاشات وشركات التأمين للدول الصناعية في الأسواق الناشئة ما يعادل 3% من القيمة السوقية لها.

– تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق المالية الناشئة: لقد أدى الاتصال مع المؤسسات المالية الأجنبية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة إلى نقل هذه الأخيرة إلى الأسواق الناشئة، حيث أصبح بإمكان المستثمرين الأجانب استخدام الوسائل المتعلقة بتقليل المخاطر، مما ساعد على تحسين كفاءة تلك الأسواق وجذب المزيد من تدفقات رأس المال الأجنبي إليها.

2. العوامل الداخلية

تسمى أيضا عوامل الجذب (تنتج عن تطورات الأسواق المالية الناشئة)، فهي تجذب الاستثمارات إلى الأسواق الناشئة وتخضع لتحكم صانعي السياسة في الدول الناشئة، وتمثل في¹:

– سياسات الإصلاح الاقتصادي: انتهجتها معظم الدول الناشئة لتوفير المناخ الملائم لنمو أسواقها، وتهدف هذه السياسات إلى الحد من تدخل الحكومة في النشاط الاقتصادي مع تحفيز دور القطاع الخاص، وتخفيض العجز في الموازنة العامة ومعدلات التضخم، إضافة إلى تخفيض معدلات الضرائب على المعاملات والأرباح الرأسمالية، والحفاظ على استقرار أسعار الصرف.

¹ العديد من المراجع أهمها:

– رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص.166.

– علي بو عبد الله، شريف بوقصة، مرجع سبق ذكره، ص.227.

– محمد خالد، المتغيرات الدولية ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة: دراسة حالة الدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص.62.

– ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي: تعتبر معدلات النمو التي حققتها الاقتصادات الناشئة من العوامل المهمة التي أدت إلى تشجيع الاستثمار بأسواقها، لعل أبرز مثال على ذلك دول جنوب شرق آسيا مثل كوريا وتايلاندا التي حققت معدلات نمو أعلى من بعض الدول الصناعية المتقدمة.

– اتباع سياسة الخصوصية: أدى اتجاه الأسواق المالية الناشئة نحو خصوصية أصول شركاتها إلى زيادة العرض في هذه الأسواق وتنوعها، مما حفز المستثمرين المحليين والأجانب للاستثمار فيها، وجذب حجم كبير من تدفقات محافظ الأوراق المالية، وقد بلغت نسبة المستثمرين الأجانب في الشركات التي تم خصصتها بدول الأسواق الناشئة حوالي 19.6% من إجمالي قيمة هذه الشركات خلال الفترة 1991-1997.

– إصلاح القطاع المالي: من خلال قيام بعض الدول الناشئة بتحرير أسعار الفائدة والتخلي عن الائتمان الموجه، ووضع البنية الأساسية لتعميق الأسواق المالية مع إدخال صكوك مالية جديدة وتخفيف إجراءات قيد الشركات، وتخفيض الضرائب والرسوم على الخدمات، مما ساهم في تعزيز ثقة المستثمرين المحليين والأجانب في أسواقها.

المطلب الثاني: متطلبات ترقية الأسواق المالية إلى ناشئة حسب مؤشرات التصنيف العالمية

تطمح الأسواق المالية شبه الناشئة إلى ترقيتها للانضمام إلى مصاف الأسواق الناشئة، ولن يتحقق ذلك إلا بعد أن تستوفي تلك الأخيرة متطلبات الإدراج في المؤشرات العالمية للأسواق الناشئة، وتعد مؤشرات: مورغان ستانلي (MSCI)، فوتسي راسل (FTSE) وستاندرد آند بورز داو جونز (S&P Dow Jones) المؤشرات الرائدة للأسهم العالمية، وسيتم في هذا المطلب التعرض إلى هذه المؤشرات ومعايير تصنيفها للأسواق المالية من خلال ما يلي:

الفرع الأول: متطلبات ترقية الأسواق المالية إلى ناشئة حسب مؤشرات مورغان ستانلي (MSCI)

يعد مؤشر MSCI للأسواق الناشئة من أكثر المؤشرات استخداماً في العالم لقياس أداء أسواق الأسهم الناشئة، وهو تابع لشركة مورغان ستانلي كإيصال عالمية التي تتخذ من الولايات المتحدة الأمريكية مقراً لها¹. وتعد مؤشرات مورغان ستانلي أهم المؤشرات العالمية نظراً إلى حجم الأصول الكبير الذي تستهدفه مؤسراتها في مقابل المؤشرات العالمية الأخرى. ويتكون إطار تصنيف مؤشرات مورغان ستانلي العالمية للأسواق من ثلاث معايير: التنمية الاقتصادية، حجم وسيولة السوق، وإمكانية الوصول إلى السوق. وعلى السوق الداخلة ضمن تصنيفها أن تستوفي المتطلبات المتعلقة بالمعايير الثلاثة معاً المبينة في الجدول (1-2)².

¹ الجزيرة نت، مؤشر الأسواق الناشئة، تاريخ النشر: 2013/06/13، من الموقع:

<https://www.aljazeera.net/ebusiness/2013/6/13/مؤشر-الأسواق-الناشئة>، تاريخ الإطلاع: 2020/09/13.

² عبد الله المقبل وآخرون، فوائد انضمام السوق المالية السعودية إلى مؤشرات الأسواق العالمية، هيئة السوق المالية، 2017، ص.7، من الموقع:

https://cma.org.sa/Market/Documents/CMA_Market_Benefits.pdf، تاريخ الإطلاع: 2020/09/13.

جدول (1-2): متطلبات الانضمام إلى مؤشرات MSCI لعام 2020

متقدمة	ناشئة	شبه ناشئة	المعايير
التنمية الاقتصادية			
زيادة نصيب الفرد من الدخل القومي الإجمالي بنسبة 25% عن حد الدخل المرتفع الخاص بالبنك الدولي* لمدة ثلاث سنوات متتالية	لا يوجد متطلب	لا يوجد متطلب	الاستدامة الاقتصادية
متطلبات الحجم والسيولة			
5	3	2	عدد الشركات المستوفية لمعايير المؤشر القياسي التالية
2.801 مليار دولار أمريكي	1.400 مليار دولار أمريكي	700 مليون دولار أمريكي	حجم الشركة (القيمة السوقية للأسهم المصدرة)
1.400 مليار دولار أمريكي	700 مليون دولار أمريكي	53 مليون دولار أمريكي	حجم الورقة المالية (القيمة السوقية للأسهم الحرة)
20% من المعدل السنوي للقيمة المتداولة	15% من المعدل السنوي للقيمة المتداولة	2.5% من المعدل السنوي للقيمة المتداولة	سيولة الورقة المالية
معايير الوصول إلى السوق			
عال جدا	معتبر	متاح للبعض على الأقل	الانفتاح إلى الملكية الأجنبية
عال جدا	معتبر	جزئيا على الأقل	سهولة التدفقات الرأسمالية الداخلة والخارجة
عال جدا	جيد وتم اختياره	متواضع	كفاءة إطار العمل التشغيلي
غير مقيد	عال	عال	توافر الأدوات الاستثمارية
عال جدا	متواضع	متواضع	استقرار إطار العمل المؤسسي

* عتبة الدخل المرتفع لعام 2019: نصيب الفرد من الدخل القومي الإجمالي 12376 دولار أمريكي (البنك الدولي، طريقة أطلس).

Source : MSCI Inc, **MSCI Market Classification Framework**, June 2020, P.2. Available on : https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Market_Classification_Framework_2020.pdf, Consulted the: 13/09/2020.

يتضح من الجدول (1-2) أن المعايير تتشدد أكثر كلما تم استهداف ترقية سوق معينة إلى فئة أكثر تطورا، فمتطلبات الانضمام إلى مجموعة الأسواق شبه الناشئة سهلة التحقيق ومرنة نسبيا مقارنة بمتطلبات الانضمام إلى مجموعة الأسواق الناشئة إلى غاية إدراجها إلى مجموعة الأسواق المتقدمة والتي تكون أكثر صرامة. فحسب الجدول السابق لا يؤخذ معيار الاستدامة الاقتصادية بعين الاعتبار عند إدراج السوق ضمن مجموعتي الأسواق شبه الناشئة أو الناشئة، في حين يعتبر متطلب أساسي عند المراجعة لترقية السوق ضمن مجموعة الأسواق المتقدمة. كما يتضح بالنسبة لمتطلبات الحجم والسيولة أنه يكفي لإدراج السوق ضمن مجموعة الأسواق

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة وكفاءتها

شبه الناشئة وجود شركتين فقط بقيمة سوقية تقدر ب 700 مليون دولار أمريكي لكل منهما وأن لا تقل قيمة الأسهم المتاحة للتداول عن 53 مليون دولار أمريكي (حوالي 7.6% من القيمة السوقية الاجمالية)، ونسبة أسهم متداولة فعليا لا تقل عن 2.5% من القيمة السوقية المتداولة. أما عند المراجعة لثرقية السوق ضمن مجموعة الأسواق الناشئة فيرتفع الحد الأدنى المطلوب للقيمة السوقية للشركات (3 شركات على الأقل) إلى 1.400 مليار دولار أي ضعف المطلوب بالنسبة للأسواق شبه الناشئة، كما يرتفع الحد الأدنى لقيمة الأسهم المتاحة للتداول إلى 700 مليون دولار أمريكي (50% من القيمة السوقية الاجمالية) ونسبة تداول للأسهم فعليا تقدر ب 15% من القيمة السوقية المتداولة.

تعتمد إعادة التصنيف غالبا على محور المتطلبات الذي يقيس درجة الوصول إلى السوق والانفتاح، ولتقييم معايير الوصول إلى السوق¹، تستخدم MSCI مجموعة من المؤشرات ملخصة في الجدول الموالي:

جدول (1-3): معايير مؤشرات MSCI للوصول إلى السوق

المعايير	التعريف
الانفتاح إلى الملكية الأجنبية	
متطلبات تأهيل المستثمر	وجود شروط لتأهيل المستثمرين الدوليين، وجود فرص متكافئة لكل المستثمرين الدوليين.
مستوى حد الملكية الاجنبية	نسبة السوق المتاحة للمستثمرين غير المحليين (الأجانب).
مستوى الملكية المتاحة للأجانب	نسبة الأسهم التي لا تزال متاحة للمستثمرين غير المحليين، وجود مجلس إدارة أجنبي يمكن للمستثمرين غير المحليين التداول معه.
حقوق متساوية للمستثمرين الأجانب	المساواة في الحقوق الاقتصادية وحقوق التصويت، حقوق متساوية بين أقلية المساهمين، إضافة إلى توافر المعلومات باللغة الانجليزية
سهولة التدفقات الرأسمالية الداخلة والخارجة	
مستوى تقييد التدفقات الرأسمالية	وجود قيود على التدفقات الداخلة والخارجة لرؤوس الأموال الأجنبية إلى/من سوق الأوراق المالية المحلية (باستثناء القيود على تداول العملة الأجنبية)
مستوى تحرير سوق تداول العملات الأجنبية	ضرورة توافر سوق متقدمة لتداول العملات الأجنبية داخليا وخارجيا ليتمكن المستثمرون من إتمام الصفقات وتحويل الأموال بسهولة.
كفاءة إطار العمل التشغيلي	
دخول السوق	
تسجيل المستثمرين وإنشاء الحسابات	تقييم مستوى تعقيد متطلبات تسجيل المستثمرين الأجانب مثل التعريفات الضريبية، كذلك سهولة/تعقيد فتح الحسابات المحلية (المستندات اللازمة والموافقات المطلوبة)، إضافة إلى المدة اللازمة لإتمام عملية إعداد الملفات.

¹ عبد الله المقبل وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.8.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة وكفاءتها

تنظيم السوق	
قوانين وتشريعات السوق	مستوى تطور الإطار القانوني والتنظيمي للسوق المالية وسوق الأسهم وغيرها، يتم إعطاء وزن مهم ل: سهولة الوصول إلى المعلومات، نقص الغموض والإفصاح عنها في الوقت المناسب (تنبيهات السوق، أخبار الشركات، توزيعات الأرباح) باللغة الإنجليزية.
تدفق المعلومات	
البنية التحتية للسوق	
المقاصة والتسوية	التأكد من وجود نظام مقاصة وتسوية يعمل بصورة جيدة بناء على معايير دولية، بما في ذلك الدفع مقابل التسليم وغياب متطلبات التمويل المسبق، وإمكانية استخدام السحب على المكشوف، وتوافر بنية موحدة حقيقية.
الحفظ	التأكد من مستوى المنافسة بين بنوك الحفظ* المحلية ووجود بنوك حفظ عالمية إضافة إلى وجود آلية فعالة تحد من وصول الوسطاء إلى حسابات المستثمرين وتضمن الحفاظ على أصولهم.
التسجيل/الإيداع	التأكد من وجود مركز تسجيل وإيداع مركزي يعمل بصورة جيدة.
التداول	تقييم مستوى المنافسة بين الوسطاء بما يضمن تقديم خدمات ذات جودة عالية (التداول الكفاء من حيث التكلفة، القدرة على تنفيذ التداولات المجمعة بنفس السعر لمختلف حسابات مسير الصندوق).
التحويلات	إمكانية التعامل خارج سوق الأوراق المالية وإجراء التحويلات العينية.
إقراض الأسهم	وجود إطار تنظيمي بالإضافة إلى آلية كفؤة تسمح بتكثيف استخدام إقراض الأسهم.
البيع على المكشوف	وجود إطار تنظيمي وعملي يسمح بالبيع على المكشوف.
توافر الأدوات الاستثمارية	وجود قيود على الوصول إلى معلومات، بيانات والمنتجات المشتقة داخل سوق الأوراق المالية والتي تمنع القيام بالاستثمار.
استقرار إطار العمل المؤسسي	المبادئ المؤسسية الأساسية مثل سيادة القوانين وتنفيذها، كذلك استقرار النظام الاقتصادي (السوق الحرة)، إضافة إلى مدى التدخل الحكومي فيما يخص المستثمرين الأجانب.

* بنك الحفظ أو أمين الحفظ Custodian bank: مؤسسة مالية متخصصة في حفظ الأوراق المالية للعملاء وحمايتها من مخاطر الفقدان أو السرقة، كما يقوم بنك الحفظ بتسهيل أنشطة البيع والشراء والاستثمار الخاصة بالعملاء وتحصيل الأرباح النقدية، والأسهم المجانية، وتجزئة الأسهم، وغيرها.

Source : MSCI Inc, MSCI Market Classification Framework, Op,Cit, P.4.

تنقسم مؤشرات MSCI كما يوضحه الجدول (1-4) إلى ثلاث أنواع:

— مؤشر مورغان ستانلي للأسواق المتقدمة (MSCI World Index) ويضم 24 سوق مالية متقدمة (حسب نتائج مراجعة التصنيف لشهر جوان 2020).

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة وكفاءتها

– مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة (MSCI Emerging Markets Index) ويضم 27 سوق مالية ناشئة بما فيها أسواق مالية عربية مثل: سوق السعودية الذي انضم إلى المؤشر في ماي 2019، سوق قطر والذي تم ترقيته ضمن قائمة الأسواق المالية الناشئة في ماي 2014، إضافة إلى سوق مصر وسوق الامارات.

– مؤشر مورغان ستانلي للأسواق شبه الناشئة (MSCI Frontier Markets Index)، ويضم 21 سوق مالية شبه ناشئة من بينها أسواق مالية عربية: المغرب، تونس، البحرين، الأردن، الكويت، لبنان وسلطنة عمان.

جدول (1-4): تصنيف الأسواق المالية العالمية حسب مؤشرات MSCI لعام 2020

MSCI ACWI & FRONTIER MARKETS INDEX									
MSCI ACWI INDEX					MSCI EMERGING & FRONTIER MARKETS INDEX				
MSCI WORLD INDEX			MSCI EMERGING MARKETS INDEX			MSCI FRONTIER MARKETS INDEX			
DEVELOPED MARKETS			EMERGING MARKETS			FRONTIER MARKETS			
Americas	Europe & Middle East	Pacific	Americas	Europe, Middle East & Africa	Asia	Europe & CIS	Africa	Middle East	Asia
Canada	Austria	Australia	Argentina	Czech Republic	China	Croatia	Kenya	Bahrain	Bangladesh
United States	Belgium	Hong Kong	Brazil	Egypt	India	Estonia	Mauritius	Jordan	Sri Lanka
	Denmark	Japan	Chile	Greece	Indonesia	Lithuania	Morocco	Kuwait	Vietnam
	Finland	New Zealand	Colombia	Hungary	Korea	Kazakhstan	Nigeria	Lebanon	
	France	Singapore	Mexico	Poland	Malaysia	Romania	Tunisia	Oman	
	Germany		Peru	Qatar	Pakistan	Serbia	WAEMU ²		
	Ireland			Russia	Philippines	Slovenia			
	Israel			Saudi Arabia	Taiwan				
	Italy			South Africa	Thailand				
	Netherlands			Turkey					
	Norway			United Arab Emirates					
	Portugal								
	Spain								
	Sweden								
	Switzerland								
	United Kingdom								
MSCI STANDALONE MARKET INDEXES ¹									
						Americas	Europe & CIS	Africa	Middle East
						Jamaica	Bosnia Herzegovina	Botswana	Palestine
						Panama	Bulgaria	Zimbabwe	
						Trinidad & Tobago	Malta		
							Iceland		
							Ukraine		

Source: <https://www.msci.com/market-classification> , Consulted the: 13/09/2020

تراقب مجموعة مؤشرات مورغان ستانلي تصنيف أسواق الدول بانتظام، وعندما تعتقد أن سوقا معيناً قد ينتقل إلى مجموعة أو فئة استثمارية مختلفة وفقاً للمعايير المذكورة أعلاه (سواءً بخفض أو رفع الدرجة)، فإنها تبدأ بعقد مشاورات مع المجتمع الاستثماري بشأن اقتراح إعادة التصنيف، وتعلن عن النتائج في شهر جوان من كل عام¹. ويعرض الجدول (1-5) مراجعات التصنيف التي أجرتها شركة مورغان ستانلي:

¹ <https://www.msci.com/market-classification> , Consulted the: 13/09/2020.

جدول (1-5): مراجعة تصنيف الأسواق المالية من قبل MSCI خلال الفترة 1997/11-2019/05

التاريخ	إعادة التصنيف	مؤشرات السوق
ماي 2019	من الأسواق غير المصنفة إلى الناشئة	MSCI Saudi Arabia
ماي 2019	من الأسواق شبه الناشئة إلى الناشئة	MSCI Argentina Index
ماي 2018	انضمام الصين إلى الأسواق الناشئة	MSCI China Index
ماي 2017	من الأسواق شبه الناشئة إلى الناشئة	MSCI Pakistan Index
نوفمبر 2016	من الأسواق غير المصنفة إلى شبه الناشئة	MSCI WAEMU Index
أوت 2016	من الأسواق شبه الناشئة إلى غير المصنفة	MSCI Bulgaria Index
أوت 2015	من الأسواق شبه الناشئة إلى غير المصنفة	MSCI Ukraine Index
ماي 2014	من الأسواق شبه الناشئة إلى الناشئة	MSCI Qatar Index
ماي 2014	من الأسواق شبه الناشئة إلى الناشئة	MSCI UAE Index
نوفمبر 2013	من الأسواق المتقدمة إلى الأسواق الناشئة	MSCI Greece Index
نوفمبر 2013	من الأسواق الناشئة إلى شبه الناشئة	MSCI Morocco Index
ماي 2011	من الأسواق شبه الناشئة إلى غير المصنفة	MSCI Trinidad & Tobago Index
ماي 2010	من الأسواق الناشئة إلى المتقدمة	MSCI Israel Index
ماي 2010	من الأسواق غير المصنفة إلى شبه الناشئة	MSCI Bangladesh Index
ماي 2009	من الأسواق الناشئة إلى شبه الناشئة	MSCI Argentina Index
ماي 2009	من الأسواق غير المصنفة إلى شبه الناشئة	MSCI Pakistan Index
نوفمبر 2008	من الأسواق الناشئة إلى شبه الناشئة	MSCI Jordan Index
نوفمبر 2008	من الأسواق غير المصنفة إلى شبه الناشئة	MSCI Lithuania Index
نوفمبر 2008	من الأسواق غير المصنفة إلى شبه الناشئة	MSCI Serbia Index
نوفمبر 2007	من الأسواق غير المصنفة إلى شبه الناشئة	MSCI Sri Lanka Index
ماي 2006	من الأسواق الناشئة إلى غير المصنفة	MSCI Venezuela Index
ماي 2001	من الأسواق الناشئة إلى المتقدمة	MSCI Greece Index
نوفمبر 1997	من الأسواق الناشئة إلى المتقدمة	MSCI Portugal Index

Source: <https://www.msci.com/market-classification> , Consulted the: 13/09/2020

الفرع الثاني: متطلبات ترقية الأسواق المالية إلى ناشئة حسب مؤشرات فوتسي راسل (FTSE Russel)

يمثل مؤشر فوتسي البريطاني اندماج لمؤشري فوتسي وراسل، نتج عنه مؤشر فوتسي راسل وهو من أكبر المؤشرات البريطانية الرائدة، حيث تم تأسيسه عام 1984 بالمملكة المتحدة. يتم تصنيف أسواق الأسهم في مؤشرات فوتسي العالمية إلى أربع فئات: الأولى هي الأسواق المتقدمة، الثانية الأسواق الناشئة المتقدمة، الثالثة الأسواق الناشئة الثانوية، والفئة الرابعة والأخيرة الأسواق شبه الناشئة¹.

¹ محمد فاروق، أهمية فوتسي للبورصة الكويتية، تاريخ النشر: 2019/09/19، من الموقع:

<https://www.mubasher.info/news/3343835> /أهمية فوتسي للبورصة الكويتية-سؤال-وجواب/ ، تاريخ الاطلاع: 2020/09/15.

أما مؤشر فوتسي للأسواق الناشئة فقد أطلق عام 2000 وهو مبني على القيمة السوقية للشركات المدرجة ضمنه مع تعديله لاحتساب نسبة الأسهم الحرة لهذه الشركات، كما يضم بدوره مؤشر الأسواق الناشئة المتقدمة ومؤشر الأسواق الناشئة الثانوية. ويهدف مؤشر فوتسي للأسواق الناشئة إلى قياس أداء الشركات ذات القيم السوقية الكبيرة، المتوسطة والصغيرة في دول الأسواق الناشئة حول العالم مع التأكيد بأن هذه الشركات قابلة للتداول ولديها سيولة في أسواقها¹.

طورت شركة فوتسي (FTSE) آلية لتقييم الأسواق المزمع انضمامها إلى مؤشر فوتسي، وتشمل²:

- وضع مصفوفة معايير محددة تعد حجر الأساس في تحديد أهلية السوق للانضمام إلى المؤشر، وتقييم الأسواق ومقارنتها بموضوعية بناء على هذه المعايير؛
- إرسال استبيانات إلى أسواق الأوراق المالية والجهات التنظيمية ومن خلال الرد عليها يتشكل أساس التقييم الأولي لترقيات الأسواق اللاحقة؛
- لجنة استشارية جديدة لتصنيف الأسواق التابعة لمؤشر FTSE تقدم تقاريرها إلى مجلس الإدارة FTSE Russel Policy Advisory من أجل التقييم الموضوعي للأسواق؛
- تدرج الأسواق التي على وشك تحقيق المعايير ضمن قائمة المراقبة لتمكين المستثمرين من التعرف على التغيرات المستقبلية، ويوضع السوق سنة واحدة على الأقل في قائمة المراقبة قبل الانضمام إلى المؤشر؛
- سياسة تعامل تساعد الأسواق التي تم إدراجها ضمن قائمة المراقبة على استدراك نقصهم من أجل تحسين تقييماتهم الحالية تؤهلهم للترقية أو تجنبهم التراجع في تصنيفهم؛
- جدول سنوي لتحديد تغييرات تصنيف الأسواق وقائمة المراقبة يتم الإعلان عنهما في شهر سبتمبر من كل عام، إضافة إلى جدول زمني محدد للعمل والاتصالات يسمح لمسيرو المحافظ بإجراء التحضيرات اللازمة من أجل إعادة التصنيف.

يعرض الجدول الموالي المعايير التي يجب توافرها في الأسواق المالية حتى يتم ترقيتها من أسواق ناشئة ثانوية إلى ناشئة متقدمة ومن أسواق ناشئة متقدمة إلى أسواق متقدمة حسب مؤشرات فوتسي راسل كما يلي:

¹ العربية.نت، ما هو مؤشر فوتسي الذي ستنضم إليه سوق السعودية قريباً؟، تاريخ النشر: 2017/09/29، من الموقع:

<https://www.alarabiya.net/ar/aswaq/financial-markets/2017/09/28> انضمام-السعودية-لمؤشر-فوتسي-سيجذب-3-5-مليار-دولار،

تاريخ الاطلاع: 2020/09/15.

² FTSE Russel, **FTSE Equity Country Classification Process**, Research Paper, V1.8, London, England, July 2020, P.3., Available on : <https://www.ftserussell.com>, Consulted the : 15/09/2020.

جدول (1-6): مصفوفة متطلبات الانضمام إلى مؤشرات FTSE اعتباراً من جانفي 2020

المعايير	الأسواق المتقدمة	الأسواق الناشئة المتقدمة	الأسواق الناشئة الثانوية	الأسواق شبه الناشئة
نصيب الفرد من الناتج القومي الإجمالي (البنك الدولي) عال، متوسط أو منخفض				
التصنيف الائتماني (استثمار أو مضاربة)				
السوق والبيئة التنظيمية				
وجود هيئة رسمية تشرف على السوق وتراقبه	X	X	X	X
المعاملة العادلة لأقلية المساهمين وحمايتهم	X	X		
لا توجد انتقائية أو قيود على الملكية الأجنبية	X	X		
عدم وجود قيود وعقوبات على استثمار رأس المال أو على استرجاع الدخل ورأس المال الخارج	X	X	X	X
آلية بسيطة لتسجيل المستثمرين الأجانب أو عدم إلزاميتها	X	X		
سوق الصرف الأجنبي				
سوق صرف أجنبي متطور	X	X		
سوق الأسهم				
الوساطة- المنافسة الكافية لضمان جودة خدمات الوساطة	X	X	X	
تكاليف المعاملات- يجب أن تكون التكاليف الضمنية والمباشرة تنافسية ومعقولة	X	X	X	
السماح بإقراض الأسهم				X
السماح بالبيع على المكشوف				X
سوق مشتقات متطورة				X
السماح بالتداول خارج المنصة				X
نظام تداول كفاء		X		X
الشفافية- معلومات عمق السوق/ وضوح الرؤية وإعداد تقارير في الوقت المناسب عن عملية التداول	X	X	X	X
المقاصة، التسوية والحفظ				
تسوية الحالات النادرة من الصفقات الفاشلة	X	X	X	X
دورة التسوية	X	X	X	X
الإيداع المركزي للأوراق المالية	X	X	X	X

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة وكفاءتها

		X	X	غرف المقاصة المركزية للطرف المقابل (الأسهم)
			X	التسوية- تسليم مجاني متاح
	X	X	X	الحفظ- منافسة كافية لضمان جودة خدمات الحفظ
			X	هيكل حسابات يعمل عند مستوى أمين الحفظ (الأوراق المالية والنقد)

Source: FTSE Russel, FTSE Equity Country Classification Process, Op.Cit, P.9.

يتضح من الجدول (1-6) أن نصف متطلبات الانتقال بين المجموعتين الناشئتين (الناشئة الثانوية والناشئة المتقدمة) متعلقة أكثر بمعيار السوق والبيئة التنظيمية، ويرجع ذلك لسهولة الوصول والحماية المتاحة للمستثمرين الأجانب. كذلك تركز المعايير على سرعة/تعقيد عملية تسجيل المتعاملين في السوق، حماية حقوق المساهمين، المجال المتاح للاستثمار دون الإفراط في تقييد الملكية الأجنبية، الكفاءة في تداول الأوراق المالية والعملات الأساسية إضافة إلى وجود غرف مقاصة مركزية. بينما تركز متطلبات الترقية من الأسواق الناشئة المتقدمة إلى المتقدمة على المزايا التقنية للسوق مثل: توفر خدمات إقراض الأسهم، البيع على المكشوف والتداول خارج المنصة، إضافة إلى تطور سوق المشتقات، حيث تساهم هذه المعايير في جذب فئات متنوعة من المستثمرين والمتعاملين في السوق وبالتالي زيادة سيولة السوق واتساعها.

يمكن استخلاص أن تصنيف الأسواق الناشئة حسب مؤشرات FTSE إلى فئتين (الناشئة المتقدمة والناشئة الثانوية) له إيجابيات بالنسبة لمستخدمي مصفوفة التقييم، حيث يساعد المقيمين على رؤية التقدم الذي طرأ على الأسواق بسهولة ووضوح، كما يقلص في متطلبات الترقية داخل إطار الأسواق الناشئة (لو كانت فئة الأسواق الناشئة أحادية التصنيف تصبح متطلبات الترقية في نفس الإطار كبيرة)، كما يوفر للأسواق المالية التي تسعى إلى الترقية رؤية واضحة عن المسار المحتمل للتقدم.

ولقد صنف مؤشر FTSE (حسب آخر تصنيف في مارس 2020) الأسواق المالية العالمية إلى: 24 سوق مالية متقدمة، 10 أسواق ناشئة متقدمة، 14 سوق ناشئة ثانوية (24 سوق مالية ناشئة) و30 سوق شبه ناشئة، وللتفصيل أكثر انظر الجدول (1-7).

جدول (1-7): تصنيف الأسواق المالية العالمية حسب مؤشرات FTSE (مارس 2020)

الأسواق المتقدمة	الأسواق الناشئة المتقدمة	الأسواق الناشئة الثانوية	الأسواق شبه الناشئة
أستراليا	البرازيل	تشيلي	الأرجنتين (4، 10، 14، 19)
النمسا	جمهورية التشيك (7)	الصين (17)	البحرين
بلجيكا/لوكسمبورغ	اليونان (1، 11)	كولومبيا	بنغلاديش
كندا	المجر (3)	مصر	بوتسوانا
الدانمارك	ماليزيا (7)	الهند	بلغاريا
فنلندا	المكسيك	اندونيسيا	كوت ديفوار
فرنسا	جنوب إفريقيا	الكويت (15)	كرواتيا
ألمانيا	تايوان	باكستان	قبرص
هونغ كونغ	تايواند (8)	بيرو (19)	استونيا
إيرلندا	تركيا (7)	الفلبين	غانا (9)
إسرائيل (2)		قطر (12)	أيسلندا (17)
إيطاليا		روسيا	الأردن
اليابان		العربية السعودية (16)	كازاخستان (14)
هولندا		الإمارات (5)	كينيا
نيوزلندا			لاتفيا (13)
النرويج			ليتوانيا
بولندا (3، 15)			مالطا (6)
البرتغال			موريشيوس
سنغافورة			المغرب (10)
كوريا الجنوبية (4)			نيجريا
إسبانيا			سلطنة عمان
السويد			فلسطين (13)
المملكة المتحدة			مقدونيا الشمالية
الولايات المتحدة الأمريكية			رومانيا (18)
			سربيا
			سلوفاكيا
			سلوفينيا
			سريلانكا
			تونس
			فيتنام
			تنزانيا (18)

Source: FTSE Russel, FTSE Equity Country Classification Process, Op.Cit, P.10.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة وكفاءتها

لقد تم الإشارة إلى كل سوق مالية أعيد تصنيفها سواء إلى فئة أقل أو أعلى درجة بوضع رقم بجانبها في الجدول (1-7)، وترمز تلك الأرقام المتسلسلة زمنياً إلى التغييرات الطارئة على تصنيف الأسواق حسب مؤشرات FTSE خلال الفترة الممتدة من جانفي 2001 إلى مارس 2020 كما يوضحه الجدول (1-8).

جدول (1-8): التسلسل الزمني لتغييرات تصنيف الأسواق المالية العالمية حسب مؤشرات FTSE

التاريخ	تغييرات التصنيف
2001/01/02	ترقية اليونان من سوق ناشئة متقدمة إلى سوق متقدمة
2003/01/20	حذف فنزويلا من كل قائمة الأسواق الناشئة الثانوية إلى خارج التصنيف
2008/09/19	ترقية إسرائيل من سوق ناشئة متقدمة إلى سوق متقدمة
2008/09/19	ترقية كل من المجر وبولندا من أسواق ناشئة ثانوية إلى ناشئة متقدمة
2009/09/18	ترقية جنوب إفريقيا من سوق ناشئة متقدمة إلى سوق متقدمة
2010/09/17	تخفيض ترتيب الأرجنتين من سوق ناشئة ثانوية إلى شبه ناشئة
2010/09/17	إضافة الإمارات مباشرة من سوق غير مصنفة إلى ناشئة ثانوية (دون المرور بشبه الناشئة)
2010/09/17	إضافة مالطا ضمن المؤشر من سوق غير مصنفة إلى شبه ناشئة
2011/06/17	ترقية كل من جمهورية التشيك، ماليزيا وتركيا من أسواق ناشئة ثانوية إلى ناشئة متقدمة
2012/03/16	ترقية تايلاند من سوق ناشئة ثانوية إلى ناشئة متقدمة
2012/06/15	إضافة غانا ضمن المؤشر من سوق غير مصنفة إلى شبه ناشئة
2015/06/19	تخفيض ترتيب المغرب من سوق ناشئة ثانوية إلى شبه ناشئة
2015/06/19	تخفيض ترتيب الأرجنتين من سوق شبه ناشئة إلى غير مصنفة
2016/03/18	تخفيض ترتيب اليونان من سوق متقدمة إلى ناشئة متقدمة
2016/09/16	ترقية قطر من سوق شبه ناشئة إلى ناشئة ثانوية (فعلت على مرحلتين: 50% في سبتمبر 2016، و50% في مارس 2017)
2016/09/16	إضافة كل من لاتفيا وفلسطين إلى المؤشر من أسواق غير مصنفة إلى شبه ناشئة
2017/09/15	إضافة كل من كازاخستان والأرجنتين إلى المؤشر من أسواق غير مصنفة إلى شبه ناشئة
2017/09/29	إعلان مؤشر FTSE Russel عن مختلف تغييرات تصنيف الأسواق: ترقية بولندا من سوق ناشئة متقدمة إلى متقدمة (فعلت في 2018/09/21) ترقية الكويت من سوق غير مصنفة إلى ناشئة ثانوية (فعلت على مرحلتين: 50% في 2018/09/21 و50% في 2018/12/21)
2018/03/28	إعلان مؤشر FTSE Russel عن مختلف تغييرات تصنيف الأسواق: ترقية العربية السعودية من سوق غير مصنفة إلى ناشئة ثانوية (فعلت في 2019/03/15)
2018/09/26	إعلان مؤشر FTSE Russel عن مختلف تغييرات تصنيف الأسواق: إعادة تصنيف الصين من سوق غير مصنفة إلى ناشئة ثانوية (فعلت في 2019/06/21) إعادة تصنيف أيسلندا من سوق غير مصنفة إلى شبه ناشئة (فعلت في 2019/09/20)
2019/09/26	إعلان مؤشر FTSE Russel عن مختلف تغييرات تصنيف الأسواق:

إعادة تصنيف رومانيا من سوق شبه ناشئة إلى ناشئة ثانوية (تفعل في 2020/09/18)
إعادة تصنيف تانزانيا من سوق غير مصنفة إلى شبه ناشئة (تفعل في 2020/09/18)،
وضعت خارج الجدول إلى غاية تفعيل التصنيف

إعلان مؤشر FTSE Russel عن مختلف تغيرات تصنيف الأسواق:

(19) 2020/03/31 إعادة تصنيف الأرجنتين من سوق شبه ناشئة إلى غير مصنفة (تفعل في 2020/09/30)
إعادة تصنيف بيرو من سوق ناشئة ثانوية إلى شبه ناشئة (تفعل في 2020/09/18)

Source: FTSE Russel, FTSE Equity Country Classification Process, Op.Cit, P.11.

الفرع الثالث: متطلبات ترقية الأسواق المالية إلى ناشئة حسب مؤشرات S&P Dow Jones

يمثل مؤشر S&P Dow Jones أكبر مورد عالمي للبيانات والأبحاث المتعلقة بالمؤشرات، وموطن مؤشرات الأسواق المالية الشهيرة مثل: S&P 500 و Dow Jones Industrial Average (DJIA)¹، حيث تم إصداره في جويلية 2012 وهو مشروع مشترك بين كل من شركة S&P Global، CME Group و Dow Jones & Company التابعة لشركة News Corp². ويصنف مؤشر S&P DJIA الأسواق المالية إلى أسواق شبه ناشئة، ناشئة ومتقدمة بالاعتماد على مجموعة من المعايير الكمية والنوعية تتمثل في³:

1. المعايير الأولية (متطلبات الأسواق شبه الناشئة)

تمثل مجموعة من المعايير الكمية التي يجب أن تستوفيها الأسواق المالية (على الأقل معيارين) من أجل الانضمام أوليا ضمن مؤشر S&P DJIA للأسواق المالية شبه الناشئة، وهي:
– القيمة السوقية المحلية الإجمالية أكبر من 2.5 مليار دولار أمريكي: يستخدم مؤشر S&P DJIA القيمة السوقية الإجمالية لكل الأوراق المالية المدرجة في السوق الأولية، وفي هذه المرحلة من التصنيف لا يتم استخدام القيمة السوقية المعدلة بالتعويض التي تستخدم عادة في حساب المؤشر وذلك لصغر حجم الأسواق المالية في هذه المرحلة وعدم توفر المعلومات اللازمة لذلك.

– قيمة التداول السنوية أكبر من 1 مليار دولار أمريكي: يجب أن تكون قيمة التداول الإجمالية للشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية المحلية أكبر من 1 مليار دولار أمريكي على مدار سنة مراجعة سابقة من أجل سيولة مقبولة.

– معدل نمو السوق أكبر من 5%: ويتم حسابه من خلال قسمة إجمالي القيمة السوقية المحلية على الناتج المحلي الإجمالي للاقتصاد على أساس تعادل القوة الشرائية (الصادر عن البنك الدولي).

2. المعايير الإضافية (متطلبات الأسواق الناشئة)

¹ The Saudi Stock Exchange Tadawul News, **Saudi Arabia Inclusion To FTSE Russel And S&P Dow Jones Into Emerging Market Indices**, Published on: 18/03/2019, Available on: <https://www.prnewswire.com/ae/news-releases/saudi-arabia-inclusion-to-ftse-russell-and-sp-dow-jones-into-emerging-market-indices-300813730.html>, Consulted the: 19/09/2020.

² Wikipedia, **S&P Dow Jones Indices**, Available on: https://en.wikipedia.org/wiki/S%26P_Dow_Jones_Indices, Consulted the: 19/09/2020.

³ S&P Dow Jones Indices, **Country Classification Methodology**, August 2019, PP.2-3., Available on: <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/index-policies/methodology-country-classification.pdf>, Consulted the: 20/09/2020.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة وكفاءتها

من أجل ترقية الأسواق المالية شبه الناشئة إلى ناشئة يجب أن تتوفر هذه الأخيرة على المعايير الأولية الثلاثة السابقة إضافة إلى قيمة سوقية إجمالية أكبر من 15 مليار دولار أمريكي، كما يجب أن تستوفي على الأقل ثلاث معايير إضافية من إجمالي خمس معايير والتي تتمثل في:

– فترة التسوية T+3 أو أفضل: يعتبر معيار كفاءة وسرعة تسوية الصفقات مهم بالنسبة لثقة المستثمرين المتعاملين في الأسواق المالية، لذا يشترط مؤشر S&P DJIA فترة تسوية T+3 أو أفضل.

– تقييم وكالات التصنيف الائتماني الرئيسية للديون السيادية: تتأثر قدرة الشركات على العمل مباشرة بالوضع الائتماني للاقتصاد المتواجدة فيه، لذا يجب أن تكون التصنيفات الائتمانية السيادية أعلى من أو يساوي: BB+ الصادر عن وكالتي S&P وFitsh، وBaa الصادر عن وكالة Moody's.

– عدم حدوث التضخم المفرط: يعرف مؤشر S&P DJIA التضخم المفرط على أنه المعدل السنوي للتغير في مؤشر الأسعار الذي يفوق نسبة 25% وقت إجراء المراجعة.

– عدم وجود قيود كبيرة على الملكية الأجنبية: تشكل القيود على الملكية الأجنبية عراقيل على تحقيق العرض المطلوب من الأسهم في أسواق الأوراق المالية، لذا يؤكد مؤشر S&P DJIA على ضرورة انفتاح الأسواق للمستثمرين الأجانب.

– التداول الحر للعملة المحلية: فصعوبة بيع أو شراء العملة المحلية ستعقد عملية الاستثمار في الأسواق المالية.

3. متطلبات إضافية أخرى (متطلبات الأسواق المتقدمة)

حتى يتم ترقية الأسواق المالية الناشئة إلى متقدمة حسب مؤشر S&P DJIA يجب أن تستوفي هذه الأخيرة كل المعايير الثمانية السابقة (المعايير الأولية والمعايير الإضافية)، بالإضافة إلى ذلك يجب أن يكون نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (ما يعادل القوة الشرائية للفرد) أكبر من 15000 دولار أمريكي. ويمكن تلخيص المعايير السابقة في الجدول الموالي:

جدول (1-9): متطلبات الانضمام إلى مؤشرات S&P DJIA

المعايير	الأسواق شبه الناشئة	الأسواق الناشئة	الأسواق المتقدمة
المعايير الأولية			
إجمالي القيمة السوقية المحلية < 2.5 مليار دولار أمريكي	✓	✓	✓
✓ على الأقل معيارين	✓	✓	✓
قيمة التداول السنوي < 1 مليار دولار أمريكي	✓	✓	✓
معدل نمو السوق $< 5\%$	✓	✓	✓
المعايير الإضافية			
قيمة سوقية إجمالية < 15 مليار دولار أمريكي	✓	✓	✓
فترة تسوية T+3 أو أفضل	✓	✓ على الأقل 3	✓

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة وكفاءتها

✓	معايير	تصنيف ائتماني BB+ أو أعلى
✓		عدم حدوث التضخم المفرط
✓		انعدام القيود على الملكية الأجنبية
✓		التداول الحر للعملة المحلية
متطلبات إضافية أخرى		
✓		نصيب الفرد من GDP < 15000 دولار أمريكي

✓ المعايير المطلوبة

Source: S&P Dow Jones Indices, S&P Dow Jones Indices' 2020 Country Classification Consultation, August 2020, P.2., Available on:

<https://www.spglobal.com/spdji/en/governance/consultations/#open-consultations> , Consulted the: 20/09/2020.

4. الانحراف عن الحد الأدنى

عندما يشير التقييم إلى احتمال وجود تغيير في تصنيف السوق، يقوم مؤشر S&P DJIA بإجراء دراسة أكثر تعمقا، وتشمل إضافة إلى كل المعايير الأولية والإضافية السابقة المعايير الكمية والنوعية التالية¹:

1.4 المعايير الاقتصادية والسياسية: وتمثل أساسا في:

- المزيد من تدابير الاقتصاد الكلي مثل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والحجم الكلي للاقتصاد؛
- المخاطر السياسية بما في ذلك خطر الحروب والاضطرابات المدنية؛
- القيود على الاستثمارات التي تفرضها الحكومات الأخرى.

2.4 شروط الاستثمار ذات الصلة: وتشمل:

- إجراءات التسوية؛
- إجراءات الصرف الأجنبي؛
- قواعد البيع على المكشوف وتوافر العقود الآجلة...؛
- توافر البدائل الاستثمارية في سوق الأوراق المالية مثل إيصالات الإيداع...

3.4 توافق السوق: ويتجسد في:

- الرغبة في التغيير: وجود إجماع من السوق والرغبة في تغيير وضعها وتصنيفها ضمن الأعلى؛
- سلوك وتصرفات المتعاملين في السوق.

وتمثل الجدول (1-10) قائمة الأسواق المالية المصنفة ضمن المؤشرات القياسية الثلاثة لشركة S&P DJIA ووزن كل سوق داخل المؤشر الذي ينتمي إليه اعتبارا من شهر جوان 2020، حيث شمل مؤشر S&P

¹ S&P Dow Jones Indices, S&P Dow Jones Indices' 2020 Country Classification Consultation, Op.Cit, P.10.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة وكفاءتها

DJIA للأسواق المتقدمة 25 سوق مالية، مؤشر الأسواق الناشئة 25 سوق مالية، بينما شمل مؤشر الأسواق شبه الناشئة 31 سوق مالية.

جدول (1-10): تصنيف الأسواق المالية العالمية حسب مؤشرات S&P DJIA (جوان 2020)

S&P DJIA للأسواق المتقدمة		S&P DJIA للأسواق الناشئة		S&P DJIA للأسواق شبه الناشئة	
أستراليا	%2.26	البرازيل	%6.10	الأرجنتين	%27.79
النمسا	%0.09	شيلي	%0.67	البحرين	%3.76
بلجيكا	%0.34	الصين	%41.36	بنغلاديش	%3.68
كندا	%3.16	كولومبيا	%0.32	بستوانا	%0.64
الدانمارك	%0.69	جمهورية التشيك	%0.11	بلغاريا	%0.56
فنلندا	%0.40	مصر	%0.17	كوت ديفوار	%0.90
فرنسا	%3.01	اليونان	%0.31	كرواتيا	%2.07
ألمانيا	%2.75	المجر	%0.25	قبرص	%0.40
هونغ كونغ	%1.06	الهند	%12.22	استونيا	%0.65
إيرلندا	%0.25	إندونيسيا	%1.69	غانا	%0.42
إسرائيل	%0.26	الكويت	%0.69	جامايكا	%1.86
إيطاليا	%0.78	ماليزيا	%2.47	الأردن	%2.98
اليابان	%9.34	المكسيك	%1.90	كازاخستان	%2.84
لوكسمبورغ	%0.04	باكستان	%0.09	كينيا	%3.78
هولندا	%1.27	بيرو	%0.25	لاتفيا	%0.04
نيوزلندا	%0.14	الفلبين	%1.02	لبنان	%1.51
النرويج	%0.24	بولندا	%0.84	لتوانيا	%0.30
البرتغال	%0.06	قطر	%0.92	موريشيوس	%2.21
سنغافورة	%0.48	روسيا	%3.88	المغرب	%8.45
كوريا الجنوبية	%1.76	العربية السعودية	%2.70	ناميبيا	%0.30
إسبانيا	%0.77	جنوب إفريقيا	%4.03	نيجيريا	%5.17
السويد	%1.09	تايوان	%14.24	سلطنة عمان	%2.39
سويسرا	%3.09	تايلاند	%2.42	باناما	%4.09
المملكة المتحدة	%4.54	تركيا	%0.68	رومانيا	%3.79
الولايات المتحدة الأمريكية	%62.13	الإمارات	%0.68	سلوفاكيا	%0.07
				سلوفينيا	%2.48
				سريلانكا	%1.53
				ترينداد وتوباغو	%2.27
				تونس	%1.22
				فيتنام	%11.82
				زامبيا	%0.04

Source: Ibid, P.11.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

تمثل فرضية كفاءة السوق المالية صلب النظرية المالية الحديثة، وتنص على أن الأسعار الملاحظة في سوق الأوراق المالية تتحرك وفقا لمسار عشوائي، وتعكس بصورة جيدة القيمة الحقيقية للأوراق المالية المتداولة في ظل انتشار المعلومة، مما يساعد السوق على تحقيق التخصيص الكفء للموارد المتاحة نحو القطاعات الأكثر إنتاجية، ولإحاطة أكثر بموضوع كفاءة سوق الأوراق المالية في هذا المبحث سيتم التعرض إلى المطالب المالية.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

كان Louis Bachelier أول من تطرق إلى فكرة كفاءة الأسواق المالية من خلال أطروحته عام 1900 حول تطور أسعار الأسهم والسير العشوائي، لكن سرعان ما تم إهمال هذه الدراسة التي كانت سابقة لعصرها. ولم تحظى الدراسات المتعلقة بسلوك أسعار الأسهم باهتمام الباحثين إلا في بداية الستينات¹، ومن بينهم الاقتصادي الشهير Paul Samuelson عام 1965 الذي حاول إعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة السوقية وعلاقتها بالسلوك العشوائي للأسعار، لكنه اتصف بالغموض وعدم الواقعية، لتتوالى بعد ذلك محاولات العديد من الباحثين من أجل صياغة تعاريف دقيقة ومرنة، من بينهم²: Eugene Fama و Beaver، Jensen الذي بفضل مقاله "Efficient Capital Markets: A Review Of Theoretical And Empirical Work" عام 1970 عرفت هذه النظرية تطورا كبيرا³، وسيتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية كالاتي:

الفرع الأول: تعريف وخصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة

يتم تعريف سوق الأوراق المالية الكفؤة وذكر خصائصها كما يلي:

1. تعريف سوق الأوراق المالية الكفؤة

يرى الاقتصادي Eugene Fama السوق الكفؤة بأنها: "السوق التي تعكس فيها الأسعار المعلومات المتاحة بشكل كامل ودائم"⁴. كما عرفها بأنها: "السوق التي تندمج فيها كامل المعلومات المتاحة عن كل الأصول المالية المتداولة فيها بشكل فوري ضمن أسعارها"⁵. أما الاقتصادي Malkiel عرفها على أنها:

¹ Salima Harrab, Omar Taouab, **Peut-On Toujours Parler De l'Efficiency Des Marchés Financiers?**, Revue Du Contrôle De La Comptabilité Et De L'Audit, Volume 1, Issue 3, Maroc, 2017, P.385., Valable sur: <https://journals.indexcopernicus.com/api/file/viewByFileId/320160.pdf>

² عديلة مریمت، مرجع سبق ذكره، ص.30.

³ Salima Harrab, Omar Taouab, **Op.Cit**, P.385.

⁴ Eugene F. Fama, **Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work**, The Journal Of Finance, Volume 25, Issue 2, New York, United States Of America, 1970, P.383., Available on: <https://www.jstor.org/stable/2325486>

⁵ Younes El Khattab, Chourouk Moudine, **Essai Sur L'Efficiency Informationnelle Du Marché Boursier Marocain**, Global Journal of Management and Business: (C) Finance, Volume 14, Issue 1, Boston, United States Of America, 2014, P.20., Valable sur: <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/70169/>

"السوق التي تعكس فيها الأسعار كل المعلومات المعروفة عن الأوراق المالية، وحتى في حالة شراء المستثمرين لحفظة متنوعة وفق الأسعار المحددة في لائحة السوق دون إطلاعهم على تلك المعلومات فإنهم يحصلون على عوائد متماثلة مع تلك المحققة من طرف الخبراء والمختصين"¹.

أيضا يرى البعض أن سوق الأوراق المالية الكفؤة هي:

"السوق التي تشتمل على أعداد كبيرة من المتعاملين الراشدين اقتصاديا والراغبين في تعظيم أرباحهم، وأن أسعار الأوراق المالية بما تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية والجارية والمتوقع حدوثها في المستقبل"².

"السوق التي تتوفر على معلومات كثيرة وبأسعار منخفضة بالنسبة لكافة المستثمرين وأن كل المعلومات المتعلقة بالورقة المالية قد انعكست في أسعارها، لهذا السبب فإن المشتريات والمبيعات في سوق كفؤة هي صفقات بقيم حالية صافية مساوية للصفر"³.

"السوق التي يعكس فيها سعر الورقة المالية التي تصدرها الشركات كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية لحركة الأسهم من خلال أجهزة الإعلام المختلفة، ويظهر في السوق ما يسمى السعر العادل للورقة، حيث تكون القيمة السوقية للورقة المالية معادلة للقيمة الحالية للمكاسب المتوقعة والتي بدورها تعوض المستثمر عما ينطوي من مخاطر الاستثمار في هذه الورقة المالية"⁴.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية الكفؤة هي تلك السوق التي تكون فيها المعلومات -المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة فيها- متاحة لكامل المتعاملين فيها وبتكاليف منخفضة، حيث تنعكس هذه المعلومات بسرعة وبصورة فورية لحظة ورودها إلى السوق على أسعار الأوراق المالية، مما يؤدي إلى تعادل القيمة السوقية لهذه الأخيرة مع قيمتها الحقيقية (القيمة العادلة Fair Value)، وبالتالي لا يمكن لأي فئة من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

2. خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة

تتميز سوق الأوراق المالية الكفؤة بجملة من الخصائص أهمها⁵:

— السيولة: تعتبر أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين، وتعني القدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة، أي القدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن أسعار الشراء السابقة لهذا الأصل طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغيير السعر، والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتداول بسرعة.

¹ Alexandra Gabriela Titan, **The Efficient Market Hypothesis: Review Of Specialized Literature And Ampirical Research**, Procedia Economics And Finance, Volume 32, Emerging Markets Queries In Finance And Business Issue, Bucharest, Romania, 2015, P.443., Available on: <https://core.ac.uk/download/pdf/81192334.pdf>

² عصام فهد العرييد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، دمشق، سوريا، 2008، ص.47.

³ محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص.277.

⁴ صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص.24.

⁵ أسماء كسري، مرجع سبق ذكره، ص.45-48.

— استمرارية السعر: تعتبر أحد المكونات الرئيسية للسيولة، وتعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا وردت معلومات جديدة تستوجب تعديلها، والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدّة هي سوق تتميز بالسيولة.

— عمق السوق: تتطلب السوق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق، والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر البيع) والمشتريين (أوامر الشراء) المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، فإذا حدث اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب يدخل هؤلاء البائعون والمشترون المحتملون إلى السوق فوراً للتداول مما يؤدي إلى إزالة التغير الكبير في أسعار الأوراق المالية وإعادة التوازن إلى السوق.

— شمولية السوق (اتساع السوق): تتسم السوق المالية بالاتساع عندما يوجد عدد كبير من أوامر البيع والشراء لورقة مالية معينة، مما يحقق استقرار نسبي في سعرها ويقلل من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية¹.

— حيوية السوق: عندما يختل التوازن بين العرض والطلب في السوق يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، وعندما تتزايد الأوامر في السوق إثر أي تغير طفيف في الأسعار فإن ذلك يدل على حيوية السوق، وفي الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية يكون الفرق بين أسعار العرض والطلب صغيراً ويتم إنجاز أي صفقة بيع وشراء بسرعة كما يكون حجم التداول كبيراً.

— كفاءة المعلومات (التسعير): يعتبر توفر المعلومات عن الأوراق المالية ووصولها إلى كافة المستثمرين المحتملين في آن واحد بسرعة وبتكلفة ضئيلة من أهم الشروط الضرورية لكفاءة السوق المالية، وهذا يعني أن أي تغير في المعلومات حول العرض والطلب سيؤدي إلى تغير مقابل في أسعار الأوراق المالية، ويعبر التغير السريع في الأسعار على ضوء أي معلومة جديدة عن العرض والطلب على أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية، هذه الخاصية هي الكفاءة الخارجية أو كفاءة المعلومات.

— انخفاض تكاليف التداول: لا يمكن للأسواق ذات الكفاءة الخارجية أن تخصص السيولة بكفاءة إلا إذا تم تداول الأوراق المالية بسرعة وبتكلفة معقولة، وهذا يعني أن عمولات الوساطة يجب أن تكون متدنية، إذا توفرت هذه الشروط يمكن القول أن الأسواق المالية تتمتع بالكفاءة الداخلية (التشغيلية).

الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

يمكن التمييز بين نوعين من كفاءة سوق الأوراق المالية كالآتي:

1. الكفاءة الكاملة

تعبر الكفاءة الكاملة عن مثالية السوق المالية من حيث المعلومات والمتعاملين وإنجاز الصفقات والتكاليف²، حيث تفترض عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص. 535.

² دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص. 196.

محددة بشأن أسعار الأوراق المالية التي تتغير بشكل فوري¹. ويمكن أن تتحقق الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية إذا توفرت جملة من الشروط أهمها²:

- وجود عدد كبير من المستثمرين يتصفون بالرشد، ويسعى كل مستثمر لتعظيم الربح من خلال التحليل والتوقعات العلمية ولكن لا يستطيع أي مستثمر التأثير بمفرده في سعر الورقة المالية.
- شفافية المعلومات وانتقالها بسرعة ودقة وبدون تكاليف إلى المستثمرين، ومن ثم تماثل توقعاتهم نظراً لتماثل المعلومات المتاحة لهم.
- توافر المعلومات في صورة عشوائية وسهولة الدخول والخروج من السوق في ظل عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب.
- استجابة المستثمرين بسرعة ودقة المعلومات الجديدة ومن ثم تعديل أسعار الأوراق المالية.

2. الكفاءة الاقتصادية

تعتبر الكفاءة الاقتصادية عن مدى تأثر السوق باختلاف رغبات وكفاءة وأهداف المستثمرين، ويستند مفهوم الكفاءة الاقتصادية على فرضية أساسية هي اتجاه المستثمر نحو السعي لتعظيم ثروته الخاصة، كما تفترض وجود فترة تباطؤ زمني بين تداول المعلومات الجديدة وبين انعكاس أثرها على الأسعار في السوق، مما يؤدي إلى اختلاف القيمة السوقية للأوراق المالية عن قيمتها الحقيقية لبعض الوقت³.

الفرع الثالث: متطلبات سوق الأوراق المالية الكفؤة

حتى تتسم السوق المالية بالكفاءة لا بد من توافر مجموعة من المتطلبات يتم تلخيصها كما يلي⁴:

1. المنافسة الكاملة

أي أن عدد المتعاملين في السوق كبير مما يمنع وجود قوى احتكارية على الأسعار، وبالتالي يصبح المشاركون في السوق متلقين للسعر بدلا من فرضهم للسعر.

كما تعرف بعدالة السوق من خلال إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في السوق سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث تسعى اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات البورصة جاهدة على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، وفي حالة وجود خلل بين العرض والطلب على ورقة مالية معينة، تلجأ اللجنة إلى إيقاف تداولها مؤقتا (ساعة أو أكثر) من أجل منح فرصة متساوية لكل المتعاملين لاستغلالها⁵.

¹ صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، المجلد 7، العدد 7، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2010، ص.183، من الموقع:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/7/7/7/763>

² إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000، ص.33.

³ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص.197.

⁴ حسني علي حروبش وآخرون، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1998، ص.155.

⁵ شوقي بوقربة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 10، العدد 10، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2010، ص.141، من الموقع:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/63/10/10/6101>

2. الكفاءة التشغيلية

تسمى أيضا بالكفاءة الداخلية لأنها ترتبط بالسوق المالية، وهي تعنى بالناحية التشغيلية من خلال قدرة إدارة السوق المالية على إيجاد آليات وأدوات تضمن تحقيق التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية المقيدة فيها، دون أن يتكبد فيها المتعاملون تكلفة عالية لصالح السماسرة، ودون احتكار التعاملات المالية من طرف صناع السوق لتحقيق أرباح مبالغ فيها¹.

والكفاءة الداخلية لها علاقة طردية مع سرعة تنفيذ العمليات وعكسية مع تكاليف تنفيذها من رسوم وعمولات وضرائب، حيث كلما زادت سرعة التنفيذ وانخفضت تكاليفه كلما اتصفت السوق بالكفاءة الداخلية، ويمكن تحسين الكفاءة التشغيلية أو الداخلية ومن ثم تخفيض تكاليف المعاملات من خلال عدة أساليب أهمها²:

- السماح للشركات أن تسجل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي يؤدي إلى تقوية المنافسة بين التجار والمتخصصين، ومن ثم انخفاض هامش الربح الذي يطلبونه.
- جعل عمولة الشراء محل للتفاوض بين العميل والسماسر بشكل يخفض من تكلفة المعاملات وينشط التداول في السوق.
- القرارات التي تتخذها الإدارة لإيقاف التعامل في حالة الاختلاف الواضح بين العرض والطلب.

3. الكفاءة التسعيرية

تسمى أيضا بالكفاءة الخارجية لأنها مرتبطة بعوامل متأتية من خارج السوق المالية، وتتعلق بالمعلومات المتاحة حول الشركة المصدرة للأوراق المالية المقيدة والمتداولة في السوق والتي تنعكس مباشرة على أسعارها، مع ضرورة إتاحة تلك المعلومات لكل المتعاملين في السوق بسرعة وبدون فاصل زمني كبير وبتكاليف منخفضة إلى حد أدنى³.

وسواء كانت تلك المعلومات متعلقة بالماضي أو معلومات حاضرة (تتوفر وقت التقييم) أو تعلق بتوقعات الأحداث في المستقبل، فإن سعر الورقة المالية في أي لحظة هو تقدير عادل لقيمتها الحقيقية. ولهذا يطلق بعض المفكرين على هذا المطلب مصطلح الكفاءة التخصيصية لأنه انطلاقا من القيمة الحقيقية تتمكن السوق المالية من توجيه الموارد المالية نحو المجالات الأكثر ربحية، باعتبار أن القيمة الحقيقية للورقة المالية تعطي صورة عادلة عن قيمة الشركة المصدرة لها⁴.

4. الأمان والانضباط بين المتعاملين

¹ الغالي بن إبراهيم، محمد عدنان بن ضيف، مرجع سبق ذكره، ص.60.

² أسماء كسري، مرجع سبق ذكره، ص.62-63.

³ الغالي بن إبراهيم، محمد عدنان بن ضيف، مرجع سبق ذكره، ص.61.

⁴ شوقي بورقية، مرجع سبق ذكره، ص.138.

ضرورة توفير الحماية من طرف إدارة السوق ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق مثل: مخاطر الغش وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف¹.

المطلب الثاني: فرضيات كفاءة سوق الأوراق المالية

تعتبر كفاءة سوق الأوراق المالية عن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية خاصة الأسهم وبين المعلومات المتاحة والمتوفرة لدى المتعاملين في السوق سواء كانت تلك المعلومات تاريخية أو عامة أو خاصة، ويعني هذا من الناحية التطبيقية أن أسعار الأوراق المالية تتغير بسرعة استجابة للمعلومات الجديدة مما يستحيل تحقيق أرباح غير عادية، وتباين كفاءة أسواق الأوراق المالية وفقا لطبيعة المعلومات التي تعكسها الأسعار وبالتالي تظهر ثلاث أنواع رئيسية للكفاءة والتي سيتم التطرق إليها في هذا المطلب من خلال الفروع الموالية:

الفرع الأول: فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

سيتم التعرف على فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية وطرق اختبارها من خلال ما يلي:

1. مفهوم فرضية الصيغة الضعيفة

تقتضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية أن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق تعكس المعلومات التاريخية عن جميع تحركات أسعار الأسهم، ولا يمكن التنبؤ بتغيرات الأسعار من قبل المتعاملين في السوق ولا تحقيق عوائد بناء على المعلومات المتاحة عن أسعار الأسهم في الماضي لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وهو ما يعرف بنظرية السير العشوائي².

فحسب هذه الفرضية فإن الأسعار السوقية للأوراق المالية لا تعكس المعلومات الحالية والحقيقية ولا توقعات المستقبل، ولكن تعكس فقط الأسعار التاريخية أو الماضية³، وبالتالي فإن أي محاولة تنبؤ بأسعار الأسهم من واقع سلسلة زمنية للأسعار الماضية هي دون جدوى لأن التغيرات في الأسعار تأخذ شكلا عشوائيا يرتبط بمرور معلومات جديدة وليس بوجود معلومات تاريخية، ولأن الأسعار في المستقبل تكون مستقلة عن الأسعار التاريخية فإنه لا يمكن للمستثمرين تحقيق أرباح غير عادية من تحليل الحركة التاريخية للأسعار⁴.

وفي ظل هذه الفرضية فإن المستثمر يمكنه تحقيق أرباح استثنائية أو غير عادية إلا إذا⁵:

¹ أسماء كسري، مرجع سبق ذكره، ص.66.

² نفس المرجع، ص.54.

³ عبد الحميد حفيظ، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأوراق المالية الأردنية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.82.

⁴ زهير غراية، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية: دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2015-2016، ص.123.

⁵ عبد الحميد حفيظ، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأوراق المالية الأردنية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.83.

– تمكن من الحصول على معلومات خاصة غير منشورة وغير متاحة لباقي المتعاملين ضمن ظاهرة احتكار المعلومات؛

– أو إن تمكن من تحليل البيانات والمعلومات المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة باقي المتعاملين.

2. اختبارات فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة

هناك العديد من الطرق التي تستخدم من أجل تقييم حركة الأسعار العشوائية وفق الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية من بينها:

1.2. اختبار الارتباط الذاتي المتسلسل **Serial Auto Correlation Test**: يعد من أهم الاختبارات المباشرة والبدئية في اختبار فرضية السير العشوائي، من خلال البحث عن الارتباط التسلسلي بين مشاهدتين متتاليتين من نفس السلسلة الزمنية في فترات مختلفة. ويتم ذلك من خلال اختبار فرضية العدم والتي تفترض أن معاملات الارتباط الذاتي لفروقات الدرجة الأولى خلال فترات إبطاء مختلفة مساوية للصفر¹. وبمعنى آخر إذا كانت عوائد الأسهم غير مرتبطة ذاتياً (وهي الفرضية الصفرية $H_0: p(k)=0$) فإن السلسلة المدروسة لا تتمتع بالسكون ويتم قبول فرضية المستوى الضعيف من الكفاءة والاستنتاج بأن سلسلة العوائد تتبع السير العشوائي². وتعطى صيغة معامل الارتباط الذاتي كما يلي³:

$$\rho(k) = \frac{\text{cov}(r_t, r_{t-k})}{\sqrt{\text{var}(r_t)}\sqrt{\text{var}(r_{t-k})}} = \frac{\text{cov}(r_t, r_{t-k})}{\text{var}(r_t)}$$

حيث:

$p(k)$: معامل الارتباط الذاتي للسلسلة الزمنية r_t .

r_t : عائد الورقة المالية في الفترة الزمنية t .

r_{t-k} : عائد الورقة المالية في الفترة الزمنية السابقة k ويرمز لها ب $t-k$.

$\text{cov}(r_t, r_{t-k})$: التباين المشترك للعوائد على الورقة المالية للفترة $(t, t-k)$.

$\text{var}(r_t)$: معامل التباين في الورقة المالية خلال الفترة $(t, t-k)$.

2.2. اختبار الأنماط الطارئة **Run Test**: على الرغم من أهمية الاختبار السابق الذي يستعمل معامل الارتباط الذاتي إلا أنه يؤخذ عليه إمكانية تأثره بالقيم المتطرفة في السلاسل الزمنية، ولتجاوز هذا النقص أضاف إليه الباحثون المهتمون بهذه الدراسات اختبار آخر عرف باختبار الأنماط الطارئة أو اختبار المجاري المتسلسلة⁴.

¹ John Y. Campbell & Others, **The Econometrics Of Financial Markets**, Princeton University Press, New Jersey, United States Of America, 1997, P.44.

² محمد سام سعد، عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمان للأوراق المالية، مجلة دراسات: العلوم الإدارية، المجلد 41، العدد 2، عمان، الأردن، 2014، ص.419، من الموقع:

<https://journals.ju.edu.jo/DirasatAdm/article/viewFile/3674/4076>

³ علي حسن، تحليل الحركة العشوائية لأسعار الأسهم في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق عمان للأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المصارف والتأمين، تخصص الأسواق المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2013-2014، ص.71.

⁴ محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص.304.

ويعتمد هذا الاختبار أساسا على الأسلوب الاحصائي المسمى باختبار التغير في اتجاه العوائد أو الأسعار دون الاهتمام بقيمة التغير، والهدف هو معرفة عدد المرات التي حدث فيها التغير في اتجاه الأسعار والمدة التي يستغرقها التغير، حيث يتم وضع إشارات لكل نوع من التغيرات، فالإشارة (+) تعني حركة سعرية بالزيادة، الإشارة (-) تعني حركة سعرية بالنقصان، أما (0) فيدل على ثبات الأسعار خلال فترة الدراسة¹.

ويعتمد هذا الاختبار أساسا على التقييم الاحصائي للفرق بين عدد التكرارات المتوقعة u_r وعدد التكرارات الملاحظة فعليا R في العينة، وذلك من خلال حساب الإحصائية Z ومن ثم قبول أو رفض الفرضية الصفرية للسلوك العشوائي والمستقل للعوائد أو الأسعار. وتحسب الإحصائية Z وفق العلاقة التالية (من أجل عينة أكبر من 30، توزيع التغيرات يقترب من التوزيع الطبيعي)²:

$$Z = \frac{(R - u_r)}{\sigma_r}$$

حيث:

R : عدد التكرارات أو تغيرات اتجاه الأسعار الفعلية.

u_r : عدد التكرارات أو تغيرات اتجاه الأسعار المتوقعة.

σ_r : الانحراف المعياري للتغيرات.

كما يحسب كل من u_r ، σ_r وفق العلاقتين التاليتين:

$$u_r = \frac{(2N_+ \cdot N_-)}{N} + 1$$

$$\sigma_r^2 = \frac{N_+ \cdot N_- (2N_+ \cdot N_- - N)}{N^2(N - 1)}$$

حيث:

N : عدد العينة، N_+ : العدد الكلي للتغيرات (+)، N_- : العدد الكلي للتغيرات (-)، وبالتالي: $(N = N_+ + N_-)$.

وحتى تتحقق فرضية السير العشوائي، يجب أن تكون قيمة الإحصائية Z المحسوبة عند مستوى معنوية α داخل منطقة قبول الفرضية الصفرية المحددة بمجال الثقة، بمعنى آخر إذا كانت Z المحسوبة $< Z_{1-\alpha/2}$ يتم رفض الفرضية الصفرية ودل ذلك على استقرار السلسلة الزمنية وعدم كفاءة السوق عند المستوى الضعيف، وبالتالي يمكن للمستثمرين توقع الأسعار المستقبلية انطلاقا من الأسعار الماضية، أما إذا كانت Z المحسوبة $> Z_{1-\alpha/2}$ دل ذلك على أن الأسعار تتحرك بعشوائية وبالتالي فإن فرضية كفاءة السوق في صيغتها الضعيفة محققة.

¹ فاطمة قادم، نموذج اختبار الأنماط الطارئة لدراسة كفاءة وحركة أسعار أسهم البورصات المغاربية من سنة 2008-2014، مجلة المدير، المجلد 4، العدد 2، المركز الجامعي لتيبازة، تيبازة، الجزائر، 2017، ص.98، من الموقع:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/451/4/2/65809>

² Faycal Chiny, Ahmed Mir, **Tests De l'Efficienc Du Marché Financier Marocain**, Global Journal of Management and Business Research: C Finance, Volume 15, Issue 2, Boston, United States Of America, 2015, P.6., Valable sur:

[https://globaljournals.org/GJMBR_Volume15/E-Journal_GJMBR_\(C\)_Vol_15_Issue_2.pdf](https://globaljournals.org/GJMBR_Volume15/E-Journal_GJMBR_(C)_Vol_15_Issue_2.pdf)

3.2. اختبار جذر الوحدة **Unit Root Test**: يعد من أهم اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية للأسعار من خلال التحقق من وجود جذر الوحدة في نماذج الانحدار الذاتي، وتكون سيرورة السلسلة ذات سلوك عشوائي عندما يتضمن نموذج انحدارها الذاتي على جذر أو عدة جذور وحدوية¹، وهي الفرضية الصفرية، ويدل عدم احتوائها على جذر وحدوي على أن السلسلة تتحرك بشكل مترابط مستقر وعلى منحني محدد، وهي الفرضية البديلة².

يوجد العديد من اختبارات جذر الوحدة إلا أن أهمها هو اختبار ديكي فولر المطور، تم تطويره من طرف ديكي وفولر عام 1981، وهو تعديل لاختبار ديكي فولر البسيط الذي يفترض عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء ε_t وهي عبارة عن صدمات عشوائية فقط، ونظرا لعدم واقعية هذا الافتراض اقترح ديكي وفولر صيغة موسعة للنماذج المستعملة في اختبار جذر الوحدة وذلك بإضافة عدد مناسب من القيم المتباطئة ρ للمتغير التابع ΔY_t في الطرف الأيمن من النماذج الثلاثة لاختبار ديكي فولر البسيط*، بما يسمح بإزالة مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء³. ويرتكز اختبار ADF على تقدير النماذج الموالية واختبار الاحصائية المعنوية لها بطريقة المربعات الصغرى العادية، كما تحدد درجة التأخير المثلى ρ باستخدام أحد معياري المعلومة Akaike أو Schwarz⁴:

نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة $AR(P)$:

$$M(4): \Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^{\rho} \phi_1 \Delta Y_{t-j+1} + \varepsilon_t$$

نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة $AR(P)$ مع وجود الثابت:

$$M(5): \Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^{\rho} \phi_1 \Delta Y_{t-j+1} + C + \varepsilon_t$$

نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة $AR(P)$ مع وجود الثابت ومركبة الاتجاه العام:

$$M(6): \Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^{\rho} \phi_1 \Delta Y_{t-j+1} + b_t + C + \varepsilon_t$$

أما بالنسبة للقرار، إذا كانت t_c المحسوبة $t_c < t_t$ الجدولية: ترفض فرضية العدم H_0 وتقبل الفرضية البديلة H_1 ، ودل ذلك على أن السلسلة الزمنية مستقرة وساكنة والأسعار لا تتحرك عشوائيا، وبالتالي فإن سوق الأوراق المالية غير كفاءة، والعكس صحيح.

¹ رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص. 145.

² علي حسن، مرجع سبق ذكره، ص. 77.

* لمزيد من التفصيل حول اختبار ديكي فولر البسيط أنظر: محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي: محاضرات وتطبيقات، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2011، ص ص. 207-209.

³ رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص. 148.

⁴ محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي: محاضرات وتطبيقات، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2011، ص. 210.

الفرع الثاني: فرضية الصيغة المتوسطة لكفاءة سوق الأوراق المالية

فيما يلي عرض لمفهوم الصيغة المتوسطة للكفاءة وكذا طرق اختبارها:

1. مفهوم فرضية الصيغة المتوسطة

تفترض الصيغة المتوسطة للكفاءة أن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق لا تعكس فقط المعلومات التاريخية للأسعار في الماضي بل تعكس أيضا البيانات والمعلومات الحالية العامة المنشورة والمتاحة لجمهور المستثمرين، سواء كانت هذه المعلومات تتعلق بالاقتصاد الوطني أو بالقطاع التي تنتمي إليه الشركة أو معلومات تتعلق بالشركة نفسها، وخاصة ما يتعلق بالتقارير السنوية والبيانات المنشورة في القوائم المالية (الميزانية وحساب الأرباح والخسائر وقائمة التدفقات المالية والقيمة المضافة)¹.

فحسب هذه الفرضية فإن السوق تستجيب للمعلومات الواردة بعد قيام المستثمرين بتحليل هذه الأخيرة لينعكس أثر التحليل على أسعار الأوراق المالية، وبالتالي يصعب عليهم تحقيق أرباح غير عادية نظرا لتعديل السعر وفقا للمعلومات خلال فترة زمنية قصيرة، فقصر الفترة بين وصول المعلومات وبين تغير السعر بناء على تلك المعلومات يجعل الأرباح التي يمكن تحقيقها محدودة إلى حد كبير².

2. اختبارات فرضية الصيغة المتوسطة للكفاءة

قام العديد من الباحثين بدراسات لاختبار كفاءة سوق الأوراق المالية في صيغتها المتوسطة بطرق غير مباشرة تمثلت في قياس مدى استجابة الأسعار للإعلان عن الأرباح والتوزيعات وطريقة البواقي وعمليات اشتقاق الأسهم، وسيتم توضيح ذلك كما يلي:

1.2. الإعلان عن الأرباح والتوزيعات: لقد قام كل من Ball & Brawn بدراسة تحليلية لمدى أثر الإعلان عن النتائج السنوية لـ 261 شركة أمريكية عام 1969 لفترة زمنية غطت 20 سنة، حيث كانت نتائج الدراسة أن آليات السوق قد توقعت التغير في النتائج قبل أن تنشر إلى عامة الجمهور، ذلك لأن الشركات التي لم تحصل على نتائج مرضية رأت أن أسعار أسهمها تتجه نحو الهبوط بصفة دورية غير عادية في الأشهر التي سبقت الإعلان عنها للجمهور والعكس صحيح³.

كذلك قام كل من Bidwel & Col عام 1980 وكذلك كل من Smirlock & Yawitz بدراسة تأثير الإعلان عن توزيع الأرباح، واتضح أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للمعلومات التي يتضمنها الإعلان مما يؤدي إلى عدم إتاحة الفرصة لأي مستثمر بتحقيق أرباح استثنائية على حساب الآخرين، ويعتبر ذلك تأييد لفرضية الصيغة المتوسطة للكفاءة⁴.

¹ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص. 200.

² إيهاب الدسوقي، مرجع سبق ذكره، ص. 50.

³ خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية: دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة 2005-2009، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012، ص. 97.

⁴ نفس المرجع، ص. 98.

2.2. طريقة البواقى: تم اقتراحها من طرف الرباعي (Roll, Jensen, Fisher, Fama) عام 1969 في دراستهم حول اشتقاق الأسهم، حيث تهدف هذه الطريقة لاختبار الكفاءة في ظل نوعين من الأحداث من خلال حساب العائد غير العادي لسهم قبل وبعد صدور معلومات جديدة، والعائد غير العادي للأسهم هو عبارة عن العائد الطبيعي الذي ينتظره المستثمرون في السهم في هذا اليوم والعائد الملاحظ في السوق خلال فترة تقدر عادة بيوم¹. ويتم تلخيص هذه الطريقة كما يلي²:

يتم حساب العائد غير العادي للأصل وفق العلاقة الآتية:

$$e_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

حيث:

e_{it} : العائد غير العادي للأصل i خلال اليوم t أو البواقى.

R_{it} : عائد السوق للأصل i خلال اليوم t .

R_{mt} : عائد السوق خلال اليوم t .

$\alpha_i + \beta_i R_{mt}$: العائد الطبيعي الذي ينتظره المستثمرون في السهم وبحسب نموذج السوق.

كما أن قياس ردادات الفعل الإجمالية للأصل i نتيجة حدث أو معلومة، يكون من خلال العوائد غير العادية أو البواقى قبل صدور المعلومة وبعد صدورها بين الفترة T و $-T$ وفق العلاقة الموالية (تتعلق ببواقى أصل واحد):

$$RC_i = \sum_{t=-T}^T e_{it}$$

حيث:

RC_i : مجموع العوائد غير العادية للفترة الممتدة بين T و $-T$.

وباعتبار أن السوق يتكون من عدد كبير من الأصول، فإن العلاقة التي تعطي مجموع البواقى المتوسطة لأصول السوق خلال اليوم t تكون الآتي:

$$RM_t = \sum_{i=1}^N \frac{e_{it}}{N}$$

حيث:

RM_t : العائد غير العادي المتوسط لأصول السوق خلال اليوم t أو الباقي المتوسط.

N : عدد أصول السوق الداخلة في تركيبة العينة.

ويكون العائد غير العادي المتوسط المتراكم أو المتبقي للأصول خلال الفترة الممتدة بين T و $-T$ كالتالي:

¹ عبد الحميد حفيظ، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأوراق المالية الأردنية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 86.

² نفس المرجع، ص. 87.

$$RMC = \sum_{t=1}^N \sum_{i=1}^N \frac{e_{it}}{N}$$

حيث:

RMC: العائد غير العادي المتوسط للأصول خلال الفترة T و T-.

ووفق العلاقة الأخيرة تكون السوق كفاءة في صيغتها المتوسطة إذا العائد غير العادي المتوسط المتراكم لا ينحرف عن الصفر قبل صدور المعلومة.

3.2. اشتقاق الأسهم: يقصد بعملية اشتقاق السهم القيام بتجزئته وتقسيمه إلى سهمين أو أكثر، وتتم هذه العملية على الأسهم التي تكون قيمتها مرتفعة نسبياً لأن ارتفاع قيمتها يمثل عائداً لتداولها من قبل صغار المستثمرين، وبالتالي فإن عملية اشتقاق الأسهم تؤدي إلى توسيع قاعدة الجمهور المتعامل في الأوراق المالية ورفع درجة السيولة الخاصة بها¹.

وكما تم ذكره في الطريقة السابقة، استخدم الرباعي (Roll, Jensen, Fisher Fama) طريقة البواقي لدراسة أثر اشتقاق الأسهم على العوائد غير العادية المتوسطة المتراكمة، والتي استعملت نموذج سوق نيويورك للأوراق المالية، وشملت 940 اشتقاقاً على مدى 60 شهراً من جانفي 1927 إلى ديسمبر 1959، حيث تم ملاحظة ارتفاع أسعار الأسهم المعنية بالاشتقاق خلال الثلاثين شهراً التي سبقت عملية الاشتقاق وثباتها نسبياً بعدها².

وقد خلصت الدراسة إلى أن ارتفاع العوائد غير العادية المتوسطة المتراكمة للأسهم لا يتعلق بالاشتقاق بحذ ذاته، بل يتعلق بكون الشركات التي قررت الاشتقاق في العادة تكون أسهمها قد عرفت ارتفاعاً معتبراً في قيمتها السوقية، وهو ما يفسر الزيادة في العوائد خلال 30 شهراً التي سبقت الاشتقاق. وبعد الاشتقاق وصدور المعلومة تتحرك العوائد بشكل بسيط، مما يعني أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للمعلومات التي يتضمنها الإعلان عن الاشتقاق بما لا يتيح فرصة لأي مستثمر أن يحقق عوائد استثنائية على حساب الآخرين، ويعتبر ذلك تأكيداً لفرضية الكفاءة في صيغتها المتوسطة³.

الفرع الثالث: فرضية الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية

سيتم التطرق إلى فرضية الصيغة القوية للكفاءة من خلال ما يلي:

1. مفهوم فرضية الصيغة القوية

تعكس هذه الفرضية المفهوم الواسع لكفاءة السوق، بمعنى أن أسعار الأوراق المالية تعكس كافة المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور بالإضافة إلى المعلومات الخاصة التي لم تنشر بعد، وتتوفر فقط لدى مجموعة من

¹ خيرة الداوي، مرجع سبق ذكره، ص.98.

² محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص.314.

³ عبد الحميد حفيظ، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأوراق المالية الأردنية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.89.

المستثمرين يطلق عليهم الداخليين كأعضاء مجلس الإدارة ومسيرو المحافظ المالية وصناديق الاستثمار، والمتخصصين في تحليل الأوراق المالية وصناع السوق الذين يستطيعون الحصول على المعلومات قبل نشرها... الخ¹.

باختصار فإن السوق الكفؤة عند هذا المستوى لن تتيح لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية مهما امتلك من خبرة ومهارة في التحليل، أي أن قيمة الأرباح غير العادية في السوق تساوي الصفر لأن أسعار الأوراق المالية السائدة فيها تعادل تماما قيمتها الحقيقية مما يؤدي إلى تحييد دور المحللين الماليين فيها².

2. اختبارات فرضية الصيغة القوية للكفاءة

يتم اختبار فرضية كفاءة السوق في صيغتها القوية من خلال وسيلتين أساسيتين تعتمدان على تحليل المعلومات الخاصة وهما:

1.2. العاملون بالشركة: يمتلك كبار العاملين ميزة الحصول على المعلومات بسرعة مقارنة بباقي المستثمرين، ولذلك يمكن اختبار الفرضية القوية للكفاءة من خلال اختبار مدى قدرة هؤلاء العاملين على تحقيق الأرباح غير العادية جراء تعاملهم بالأوراق المالية التي تصدرها الشركات التي يعملون بها. إلا أن معظم الدراسات أثبتت أنه بإمكان العاملين في نفس الشركة المصدرة للأوراق المالية تحقيق أرباح غير عادية تفوق تلك المحققة من طرف المستثمرين العاديين بسبب حصولهم على المعلومات قبل الجميع³.

2.2. المؤسسات المالية المتخصصة في تحليل الأوراق المالية: تعتبر المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار ومؤسسات التحليل المالي من بين المؤسسات التي لديها القدرة على الوصول إلى المعلومات بسرعة، كما تتميز بالقدرة على استخدام أدوات التحليل المالي وتوقع اتجاهات السوق. ويمكن اختبار فرضية الصيغة القوية للكفاءة من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار ومقارنة العائد ومستوى المخاطر المحققين مع ما يحققه المستثمر العادي.

إن معظم الدراسات التي تناولت هذه الصيغة خلصت إلى عدم قدرة هذه المؤسسات على تحقيق عائد متميز يفوق العائد الذي يحققه المستثمر العادي، كما أكدت دراسات أخرى مثل دراسة (Shawky 1982) ودراسة (Viet & Cheney 1982) على عدم قدرة هذه المؤسسات على التنبؤ بأسعار الأسهم في المستقبل، وبالتالي عدم توفرها على أية ميزة خاصة تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية.

كما أثبتت دراسات أخرى مثل (Diefenback 1972)، (Dimon & March 1984)، (Keame 1989) عدم قدرة هذه المؤسسات المتخصصة في التحليل على تحقيق أرباح متميزة، بل وحتى تقديرها للقيمة الحقيقية للسهم قد لا يتسم بالدقة ويعتبر ذلك تأكيداً لفرضية الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية، بينما يعارض البعض الاتجاه السابق ويرى أن مؤسسات التحليل المالي لها القدرة على تقديم استشارات

¹ عديلة مرمت، مرجع سبق ذكره، ص.56.

² دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص.202.

³ إيهاب الدسوقي، مرجع سبق ذكره، ص.60.

لعملاء حققوا من ورائها أرباحا غير عادية، وقد يكون هذا بمثابة عدم اعتراف بصيغة الفرضية القوية لكفاءة السوق¹.

بناء على ما سبق وعلى ما توصلت إليه معظم الدراسات التي اختبرت فرضية الصيغة القوية لأسواق الأوراق المالية يتضح أن هذه الفرضية غير محققة في الواقع ولا توجد سوق كفؤة في صيغتها القوية عمليا، ما دامت هناك فئة من المستثمرين يمكنها الحصول على معلومات دون غيرها تمكنهم من تحقيق أرباح استثنائية على حساب الآخرين، مما يعني أن الأسعار في ظل هذه الصيغة غير عشوائية ويمكن التنبؤ بالأسعار في المستقبل القريب.

المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية الناشئة

سيتم التطرق إلى كفاءة الأسواق المالية الناشئة من خلال عرض مؤشراتنا، وكذا بعض الدراسات التي اختبرت فرضية الكفاءة في الأسواق المالية الناشئة إضافة إلى العوامل المؤثرة على الكفاءة في هذه الأسواق كالاتي:

الفرع الأول: مؤشرات تحليل كفاءة الأسواق المالية الناشئة

لتحديد مدى تطور الأسواق المالية ودرجة تأثيرها على الأداء الاقتصادي للبلد، عمد الاقتصاديون إلى تكوين مجموعة من المؤشرات والمقاييس يمكن إدراجها ضمن مفهوم كفاءة السوق المالية، حيث تسمح هذه المؤشرات للاقتصاديين وصناع القرار من إجراء المقارنة بين الأسواق المالية المختلفة وترتيبها حسب درجة تطورها، ومن ثم معرفة قدرة كل منها على جذب الاستثمارات وتخصيصها بكفاءة، ومن أهم هذه المؤشرات في الأسواق المالية الناشئة ما يلي:

1. مؤشر حجم السوق

يعد اتساع السوق من أهم المؤشرات الإيجابية التي تدل على نمو حجم الاستثمارات في السوق المالية الناشئة، حيث كلما اتسعت السوق دل ذلك على تطورها ونضجها، ويتم قياس حجم السوق بمؤشرين متكاملين هما:

1.1 معدل رسملة السوق Market Capitalization Ratio: يقصد برسملة السوق المالية القيمة السوقية للأسهم المقيدة في السوق، ويقاس معدل رسملة السوق بنسبة القيمة السوقية للأسهم المقيدة إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة معينة وفق الصيغة التالية:

$$\text{معدل رسملة السوق} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المدرجة}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

ويعد هذا المؤشر مرآة عاكسة لمستوى نشاط السوق حيث يشير ارتفاعه إلى مدى قدرة السوق المالية على تنويع المخاطر وتعبئة المدخرات اللازمة للاستثمار بما يساهم في تحسين معدلات النمو الاقتصادي، وتقدير حجم السوق المالية باستخدام هذا المؤشر يعطي فكرة أكثر دلالة على اتساعها، فقد يكون عدد الشركات المدرجة في

¹ عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، ط1، 2005، ص.64.

السوق كبيراً دون أن يعني ذلك بالضرورة اتساعها إذا كانت تلك الشركات صغيرة الحجم من حيث القيمة السوقية¹.

2.1. عدد الشركات المدرجة Number Of Listed Companies: يعبر هذا المؤشر عن عدد الشركات المقيدة في السوق المالية ويدل ارتفاعه على اتساع حجم السوق وارتفاع حجم الاستثمارات بالتبعية، وينعكس ذلك بالإيجاب على كفاءة تخصيص الاستثمارات من حيث الحجم والاتجاه نحو الشركات الأكثر كفاءة، كما يساهم التنوع في الشركات المدرجة في التقليل من حدة مخاطر الاستثمار نظراً لما يوفره من فرص للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية المتعددة²، إلا أن هذا المؤشر قد يفقد دلالاته إذا لم يصاحبه استخدام معدل رسملة السوق، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً بينما إجمالي قيمتها السوقية صغير، لذلك يتوجب عند استخدام هذا المؤشر لتحديد حجم السوق الأخذ بعين الاعتبار درجة مساهمة الشركات المدرجة من حيث رؤوس الأموال المطروحة للتداول في السوق.

ويعزى ارتفاع عدد الشركات في الأسواق المالية إلى العديد من العوامل أهمها خصوصية الشركات العمومية وتسهيل إجراءات الإدراج فيها سواء بالنسبة للشركات المحلية أو الأجنبية، إضافة إلى تحسن البيئة الاستثمارية في الدول المستقبلية مما يرفع من فرص تحقيق الربح فيها³.

2. مؤشر سيولة السوق

تعتبر سيولة السوق عن سهولة تداول الأسهم بيعة وشراء بسرعة وبتكلفة منخفضة، وتعتبر من أهم المؤشرات الدالة على تطور السوق المالية، حيث يشير ارتفاع درجة السيولة في السوق إلى قدرة هذه الأخيرة على إتاحة الفرصة أمام المستثمرين لتقليل مخاطر التصريف ومباشرة الاستثمارات طويلة المدى، مما ينعكس إيجاباً على كفاءة تخصيص الموارد المالية ومن ثم على معدلات النمو الاقتصادي بالتبعية⁴، ومن أهم المؤشرات التي تقيس درجة السيولة في السوق مؤشر حجم التداول الذي يحدد دور السوق المالية في توفير السيولة للاستثمارات على مستوى الاقتصاد ككل، ومؤشر معدل دوران الأسهم الذي يحدد درجة نشاط التداول في السوق كالاتي:

1.2. معدل حجم التداول Traded Value Ratio: يقصد بحجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة خلال فترة معينة عادة ما تكون سنة، ويقاس معدل حجم التداول من خلال نسبة إجمالي القيمة للأسهم المتداولة في السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي وفق الصيغة التالية⁵:

$$\text{معدل حجم التداول} = \frac{\text{القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

¹ رفيف مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات: دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مرجع سبق ذكره، ص.135.

² نفس المرجع، ص.136.

³ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص.53.

⁴ رفيف مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات: دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مرجع سبق ذكره، ص.138.

⁵ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص.54.

لذا فهو يعكس درجة السيولة في الاقتصاد، وحتى يكون تحليل السوق دقيقا عادة ما يتم الربط بينه وبين مؤشر حجم السوق، فقد تكون السوق واسعة قياسا بمعدل رصملة السوق أو قياسا بعدد الشركات المدرجة، إلا أنها قد تكون غير نشطة إذا كانت قيمة معدل التداول متدنية جدا مما يدل على ضعف وزن السوق المالية في اقتصاد الدولة.

2.2. معدل دوران الأسهم Stock Turnover Ratio: يقاس هذا المؤشر بنسبة إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة خلال فترة زمنية معينة إلى إجمالي القيمة السوقية للسوق خلال نفس الفترة وفق الصيغة التالية:

$$\text{معدل دوران الأسهم} = \frac{\text{القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة}}{\text{الرصملة السوقية}}$$

ويشير ارتفاع معدل دوران الأسهم إلى انخفاض تكاليف المعاملات في السوق، كما تدل على التدفق الحر للمعلومات وسرعة استيعابها من قبل الأسعار، إلا أن القيمة المرتفعة جدا لهذا المؤشر قد تدل أيضا على تعاضم نشاط المضاربة في السوق المالية¹، ويكمل معدل الدوران كلا من مؤشر معدل التداول ومؤشر معدل رصملة السوق، إذ أنه من الممكن أن تكون السوق واسعة دون أن تكون نشطة أي أن تكون السوق كبيرة الحجم وتتسم بالركود على الرغم من ارتفاع قيمتها السوقية إذا كان معدل دوران الأسهم فيها منخفض، كما يمكن أن تكون السوق محدودة قياسا بمؤشر حجم السوق ومعدل حجم التداول وفي نفس الوقت تتسم بسيولة مرتفعة إذا كان معدل دوران الاسهم مرتفع².

3. مؤشر درجة التركيز Market Concentration Index

يقاس هذا المؤشر بحساب حصة أكبر عشر شركات في رصملة السوق أو في إجمالي قيمة التداول، وكلما انخفضت درجة التركيز كلما كان ذلك مؤشرا إيجابيا على تطور كفاءة السوق، وبالمقابل فإن تزايد سيطرة مجموعة من الشركات على حركة التداول في البورصة يؤثر سلبا على السيولة والأداء المستقبلي للسوق، وهذا ما يفسر سلسلة الاضطرابات في حركة التداول في الأسواق المالية الناشئة، والتي تتميز أغلبيتها بارتفاع درجة التركيز وترتبط فيها مؤشرات الأسعار بالتغيرات التي تطرأ على أداء إحدى الشركات القيادية في السوق، ويولي أصحاب المحافظ المالية الدولية أهمية كبيرة لانخفاض درجة التركيز، نظرا لما يمكن أن يوفره ذلك من فرص لتنويع المخاطر على غرار الأسواق المتطورة التي تتسم بمحدودية درجة تركيزها³.

الفرع الثاني: تطبيق فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية على الأسواق المالية الناشئة

تناقضت نتائج تطبيق فرضية الكفاءة في الأسواق المالية الناشئة نتيجة اختلاف الفترات الزمنية التي اختبرت خلالها وكذلك طبيعة البيانات المستخدمة (مؤشرات الأسهم و/أو أسعار الأسهم الفردية)، وقد اقتصر أغلب

¹ رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات: دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مرجع سبق ذكره، ص.139.

² سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص.54.

³ رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات: دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مرجع سبق ذكره، ص.141.

الدراسات على اختبارات الصيغة الضعيفة للكفاءة، وتوصلت بعضها إلى دلائل تفيد بكفاءة بعض الأسواق الناشئة في شكلها الضعيف، بينما خلصت دراسات أخرى إلى عدم كفاءة هذه الأسواق مطلقاً. كما يجدر الإشارة إلى أن نتائج اختبار الأسواق المالية الناشئة في فترات سابقة تختلف عن نتائجها في الوقت الحالي بسبب التطورات الهيكلية والإصلاحات التي شهدتها هذه الأسواق خاصة المتعلقة بالمجال التنظيمي والقوانين والتشريعات التي تحكمها.

وفيما يلي بعض الدراسات التي اختبرت فرضية الكفاءة في الأسواق المالية الناشئة¹:

ففي دراسة (Chales 1980) الذي اختبر فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة في سوق سنغافورة المالية، حيث قام بتحليل الارتباط لسلسلة من البيانات اليومية لأسعار الأسهم لمدة ثلاث سنوات ابتداءً من جانفي 1973 إلى غاية ديسمبر 1975، وخلصت الدراسة إلى أن سلوك هذه السوق لا يتوافق مع فرضية السير العشوائي، وكانت معاملات الارتباط أكبر بكثير مما كان متوقع. وقد أرجع الباحث أسباب عدم كفاءة هذه السوق إلى صغر حجم الشركات فيها وانخفاض حجم ونشاط التداول خاصة في بعض القطاعات، أو أن السبب يعود إلى أن الدراسة قد أجريت في بداية عمل السوق (أي أنها لا زالت ضعيفة).

كما استخدم (Barnes 1986) بيانات لـ 30 شركة في ستة قطاعات مختلفة من سوق ماليزيا للأوراق المالية من أجل اختبار فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة لمدة ست سنوات إلى غاية جوان 1980، وخلصت الدراسة إلى أن السوق كفؤة بدرجة عالية في شكلها الضعيف، وذلك على الرغم من ضعف حجم التداول وضعف السوق، وكذا حداتها كسوق للأوراق المالية في ذلك الوقت، كما وضع الباحث أن دور السوق كمصدر أساسي للتمويل كان له أثر عظيم في تحقيق معدل نمو اقتصادي كبير في ماليزيا خلال فترة الدراسة.

أيضا استخدم (Urrutia 1995) بيانات شهرية لمؤشرات الأسهم في أسواق: الأرجنتين، البرازيل، تشيلي والمكسيك لاختبار فرضية السير العشوائي فيها خلال الفترة 1975-1991، وكانت نتيجة الدراسة رفض لفرضية السير العشوائي حسب نتائج اختبارات نسبة التباين، بينما بينت نتائج اختبار الأنماط الطارئة كفاءة كل الأسواق المدروسة عند المستوى الضعيف. ومن جهة أخرى استخدم (Grieb & Reyes 1999) بيانات أسبوعية لمؤشرات الأسهم وكذلك لأسعار أسهم فردية في كل من سوق البرازيل والمكسيك خلال الفترة 1988-1995، وعلى عكس نتائج دراسة (Urrutia 1995) خلصت هذه الدراسة إلى عدم كفاءة السوقين عند المستوى الضعيف سواء باستخدام مؤشرات السوق أو بمعظم الأسهم الفردية.

¹ العديد من المراجع أهمها:

– محمد بزيرية، مرجع سبق ذكره، ص.50-51.

– مروان جمعة درويش، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد 23 (2)، القدس، فلسطين، 2011، ص.93، من الموقع:

<https://journals.gou.edu/index.php/jresstudy/article/view/1138/1057>

– Hamza Zubairu Kofarbai, Muhammad Zubairu, **Efficient Market Hypothesis In Emerging Market: A Conceptual Analysis**, European Scientific Journal, Volume 12, Issue 25, Spain, 2016, P.266., Available on: <https://eujournal.org/index.php/esj/article/view/8017>

وفي عام 2012 استخدم (Gimba) سلسلة الأسعار اليومية والأسبوعية لمؤشر السوق ولأقدم خمسة أسهم فردية مدرجة في سوق نيجيريا للأوراق المالية، وقد كانت نتيجة اختبار الارتباط الذاتي رفض فرضية السير العشوائي تماما بالنسبة لمؤشر السوق وأربعة أسهم فردية من مجموع خمسة، كما أكدت نتائج اختبار الأنماط الطارئة عدم قبول فرضية السير العشوائي لكل من العوائد اليومية والأسبوعية لمؤشر السوق وكل الأسهم الفردية (باستثناء العوائد الأسبوعية لسهم فردي واحد)، وفي الأخير توصل الباحث إلى أن سوق نيجيريا للأوراق المالية غير كفؤة في شكلها الضعيف.

أما بالنسبة للدراسات التي اختبرت فرضية الصيغة المتوسطة للأسواق المالية الناشئة فهي محدودة مقارنة بالصيغة الضعيفة، فمثلا قام الباحثان (Aydongan & Muradoglu 1998) باختبار فرضية الصيغة المتوسطة في سوق تركيا للأوراق المالية خلال الفترة 1993-1998، من خلال دراسة أثر الإعلان عن اشتقاق الأسهم على سلوك السوق، وقد تم قياس العوائد الإضافية التي يمكن الحصول عليها لمدة 60 يوما حول تاريخ الحدث، وكانت استجابة العوائد للمعلومات صحيحة قبل وبعد الاعلان عن الاشتقاق، وخلصت الدراسة إلى كفاءة سوق تركيا في شكلها المتوسط. أما الدراسات التي اختبرت فرضية الصيغة القوية للكفاءة في الأسواق المالية الناشئة فهي غير متوفرة.

الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على كفاءة الأسواق المالية الناشئة

تتأثر كفاءة الأسواق المالية الناشئة حسب رأي بعض المحللين بالعديد من العوامل والتي تسبب في عدم كفاءتها أو ضعفها، من بينها¹:

– صغر حجم السوق: تتميز معظم الأسواق المالية الناشئة بصغر حجمها بسبب نقص العرض الذي يتم قياسه بعدد الشركات المسجلة فيها، وكذلك نقص الطلب والذي يعبر عنه بحجم التداول مقارنة بالأسواق المتقدمة، بالإضافة إلى عدم توفر العدد الكافي من المتعاملين الذي يضمن المنافسة وتنوع المحافظ الاستثمارية في هذه الأسواق².

– نقص الإفصاح المالي: تتوقف كفاءة الأسواق المالية بصفة عامة على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين، ويعمل الإفصاح على تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين في السوق مما يؤدي إلى التقييم العادل للأوراق المالية، ومنه تحسين كفاءة السوق المالية إضافة إلى زيادة حجم التداول وتوفير السيولة التي تحفز التعامل في هذه السوق³، وعادة ما يكون الإفصاح في التقارير الدورية للشركات في الأسواق المالية الناشئة أقل

¹ محمد بزيرية، مرجع سبق ذكره، ص ص. 47-49.

² حمد بن سليمان البازعي، علي زاوي ديابي، السياسة النقدية وكفاءة سوق الأسهم: دليل قياسي من سوق الأسهم السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والادارة، المجلد 11، العدد 1، الرياض، السعودية، 1997، ص. 90، من الموقع:

https://prod.kau.edu.sa/centers/spc/jkau/Data2/Review_Artical_ar.aspx?No=1337

³ مختار عيواج، الإفصاح المالي وأثره على كفاءة بورصة الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق الأسهم السعودية، مجلة معارف، قسم العلوم الاقتصادية، المجلد 12، العدد 22، جامعة البويرة، الجزائر، 2017، ص. 405، من الموقع:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/270/12/22/53690>

تفصيلاً وثقة من إفصاح الشركات في الأسواق المتقدمة، ويؤدي ذلك إلى فقدان الثقة فيها وارتفاع تكلفة الحصول على المعلومات، مما ينعكس سلباً على كفاءة السوق.

– ضعف أنظمة الاتصال: يؤدي ضعف نظام الاتصال إلى تباطؤ وصول المعلومات إلى السوق وإلى المتعاملين فيها، فالسوق الكفؤة تحتاج إلى شبكات اتصال سريعة جداً ومتطورة حتى لا يكون هناك تفاوت في الحصول على المعلومات بين المتعاملين، ويؤدي عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين إلى عدم استجابة الأسعار للمعلومات بسرعة، مما يؤثر على كفاءة السوق.

– ندرة المحللين الماليين والخبراء: تتطلب كفاءة السوق توافر خبراء يراقبون باستمرار أداء الشركات لتحديد العوائد والخطر المتعلق بكل سهم داخل السوق، ويقدمون التوجيهات والإرشادات اللازمة للمستثمرين، وتتميز أغلب الأسواق الناشئة بقلة الخبراء والمحللين مما يؤدي إلى زيادة السلوك غير العقلاني لبعض المستثمرين، كما تنعكس ندرة المحللين الماليين على احتكار قدراتهم التحليلية لصالح أنفسهم واستغلالها لتحقيق الأرباح غير العادية على حساب الآخرين.

وعلى الرغم من أن العوامل السابقة تؤثر فعلاً على الكفاءة في الأسواق المالية الناشئة، إلا أنه تؤكد بعض الدراسات على أن تأثيرها يختلف من سوق ناشئة إلى أخرى، فلا يمكن الحكم على جميعها بأنها غير كفؤة، فهناك بعض الدراسات الحديثة التي أثبتت تحقق فرضية الكفاءة في الأسواق الناشئة بل وجاءت بعض نتائج الاختبارات مشابهاً للنتائج في الأسواق المتقدمة.

خلاصة الفصل الأول

من خلال ما تم عرضه ضمن الإطار النظري لهذا الفصل، اتضح أن سوق الأوراق المالية هي جزء من السوق المالية تتمثل وظيفتها الرئيسية في الوصل بين احتياجات وقدرات الأعوان الاقتصادية المختلفة، بجميع الفوائض المالية والمدخرات وتوجيهها نحو المشاريع الاستثمارية المنتجة. وتنقسم هذه السوق إلى سوق حاضرة وسوق آجلة، وتنقسم السوق الحاضرة بدورها إلى سوق أولية يتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة لأول مرة، وسوق ثانوية منظمة (البورصة) وغير منظمة. ويتطلب إنشاء سوق الأوراق المالية توافر مجموعة من المتطلبات الأساسية أهمها توفر المناخ الاستثماري الملائم، تشكيلة متنوعة من الأدوات الاستثمارية وحجم كاف من المدخرات، إضافة إلى متطلبات مساندة تساهم في نضج السوق وتزيد من كفاءتها. وتمثل الأوراق المالية طويلة الأجل حجر أساس التعامل في سوق الأوراق المالية، وتأخذ أشكالا عديدة فمنها أوراق ملكية كالأسهم، ومنها أوراق دين كالسندات، وأخرى أوراق هجينة كالأسهم الممتازة وبعضها أوراق مشتقة من الأوراق المالية الأصلية. ويتم التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء من خلال تنفيذ مجموعة من الأوامر المحددة بعد تسعيرها بواسطة تقنيات مختلفة تساهم في زيادة الكمية المتداولة منها وتنشيط السوق.

أيضا تم التطرق إلى الأسواق المالية الناشئة واتضح أنها ترتبط بالدول التي تشهد اقتصاداتها عملية نمو متسارعة من مرحلة انتقالية نحو اقتصاد السوق، وتتيح فرصا أكبر للمستثمرين فيها لتحقيق عوائد مرتفعة مقارنة بالأسواق المتقدمة، ومن أهم ملاحظتها صغر حجم الاقتصاد المتواجدة فيه، انخفاض نصيب الفرد من الناتج القومي الإجمالي وانفتاح معتبر على الاستثمار الأجنبي، بالإضافة إلى خصائص أخرى تميزها عن باقي الأسواق المالية أهمها التطور السريع، نقص التنظيم، زيادة معدل التذبذب ودرجة التركيز، وارتفاع العوائد. وتتم الأسواق الناشئة في تطورها بعدة مراحل: مرحلة النمو أو عدم النضج، مرحلة الانفتاح، مرحلة تطور النشاط وأخيرا مرحلة النضج. وقد ساهم في نمو هذه الأسواق عدة عوامل منها خارجية تتمثل أساسا في انخفاض معدلات الفائدة في الدول الصناعية وتباطؤ معدلات نمو اقتصاداتها، ومنها داخلية كالسياسات المحلية الناجحة والإصلاحات الاقتصادية. ويتم تصنيف الأسواق المالية إلى أسواق متقدمة، ناشئة وشبه ناشئة من طرف مؤشرات التصنيف العالمية أهمها: MSCI، FTSE Russel و S&P Dow Jones، حيث تختلف متطلبات التصنيف من مؤشر إلى آخر.

كما تبين أن كفاءة سوق الأوراق المالية تعبر عن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والمعلومات المتاحة للمتعاملين في السوق سواء كانت تلك المعلومات تاريخية أو عامة أو خاصة، حيث تتغير الأسعار بسرعة استجابة للمعلومات الجديدة مما يستحيل تحقيق أرباح غير عادية. وتباين الكفاءة وفقا لطبيعة المعلومات المنعكسة في الأسعار حيث تظهر ثلاث أنواع رئيسية لها: ضعيفة، متوسطة وقوية. أيضا هناك مجموعة من المؤشرات التي يمكن الاعتماد عليها لتحليل مدى تطور الأسواق المالية الناشئة وكفاءتها تتمثل في: مؤشر حجم السوق، مؤشر سيولة السوق، مؤشر درجة التركيز، وتوصلت بعض الدراسات التي طبقت فرضية الكفاءة على الأسواق المالية الناشئة إلى دلائل تفيد بكفاءة بعضها عند المستوى الضعيف بينما خلصت دراسات أخرى إلى عدم كفاءتها مطلقا، ومن بين العوامل التي تتسبب في ذلك: صغر حجم السوق، نقص الإفصاح المالي، ضعف أنظمة الاتصال،...



الفصل الثاني:

أثر كفاءة الأسواق

المالية الناشئة على

القيمة السوقية

لأسهم الشركات

تمهيد

تعتبر عملية تقييم الأسهم العادية المتداولة في السوق المالية من أكبر التحديات التي تواجه الأطراف المتعاملة في السوق، فهي الخطوة الأولى نحو اتخاذ القرار الاستثماري الصائب والذي يتضمن مقارنة القيمة الحقيقية للسهم المراد الاستثمار فيه مع قيمته السوقية، ومعرفة ما إذا كان مسعر بشكل سليم أم لا فإذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أكبر من قيمته السوقية يتخذ المستثمر قرار الاستثمار في هذا السهم لأنه سيتيح له فرصة لتحقيق مكاسب رأسمالية، أما إذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أقل من قيمته السوقية فيتخذ المستثمر قرار عدم الاستثمار فيه إذا كان مشتري وقرار التخلص منه إذا كان بائعاً، وقبل الوصول إلى القيمة الحقيقية للأسهم العادية يتم تحليل هذه الأخيرة وفق مدخلين أساسيين هما مدخل التحليل الفني ومدخل التحليل الأساسي، ويستخدم في تقدير القيمة الحقيقية للأسهم العادية مجموعة من النماذج المختلفة، كما ترتبط قدرة المتعاملين في السوق على تقييم أسهم الشركات بمدى قدرتهم على تحليل وتفسير المعلومات الواردة بسرعة وهو ما يعكس مفهوم كفاءة السوق المالية، حيث تقترب القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الحقيقية أي تتخذ القيمة العادلة كلما كانت السوق كفؤة والعكس صحيح.

ومن أجل التفصيل أكثر فيما سبق وتوضيح آلية تأثير كفاءة الأسواق المالية الناشئة على القيمة السوقية

للأسهم العادية المتداولة فيها، تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث كالآتي:

- المبحث الأول: مفهوم ومحددات القيمة السوقية للأسهم العادية؛
- المبحث الثاني: المداخل المستخدمة في تحليل الأسهم العادية؛
- المبحث الثالث: نماذج تقييم الأسهم العادية؛
- المبحث الرابع: كفاءة السوق المالية الناشئة وعلاقتها بالقيمة السوقية للأسهم العادية.

المبحث الأول: مفهوم ومحددات القيمة السوقية للأسهم العادية

قبل الخوض في أي موضوع لا بد من تحديد طبيعته ومفاهيمه، لذا يتضمن هذا المبحث بعض المفاهيم الأساسية التي تسهم في تحديد مفهوم القيمة السوقية للأسهم العادية -تعتبر أحد المتغيرات الضرورية لعملية تقييم الأسهم في أسواق الأوراق المالية-، حتى يتم تمييزها عن بعض مفاهيم القيمة التي تلائم عملية التقييم في مجالات أخرى، وسيتم ذلك من خلال المطالب الموالية.

المطلب الأول: مفهوم القيمة والتقييم بالنسبة للأسهم العادية

بغية التعرف على مفهوم كل من القيمة وعملية التقييم عموماً والمتعلقة بالأسهم العادية على وجه الخصوص، سيتناول هذا المطلب الفروع التالية:

الفروع الأول: مفهوم القيمة

سيتم توضيح مفهوم القيمة من خلال تعريفها والتمييز بينها وبين كل من السعر والتكلفة كما يلي:

1. تعريف القيمة

تعرف القيمة لغة بأنها: "ما يقدر به الشيء، فقيمة الشيء هي قدره وقيمة المتاع هي ثمنه"¹. أما اصطلاحاً فللقية معانٍ مختلفة لدى المحاسبين ورجال الاقتصاد حيث تعدد تعاريفها لكنها تحمل فكرة مشتركة ألا وهي أنها تمثل دالة إدراك المشتري لفائدة المادة، وأن طلب المشتري على المادة يزداد مع إدراكه لفائدتها وتلك الفائدة بدورها غالباً ما تقاس بالربح المحقق للمشتري من الاقتناء الحالي أو المستقبلي². وقد ميز آدم سميث بين نوعين من القيمة: القيمة التبادلية والتي تعبر عن ما يسمح به الشيء في الحصول عليه بالمقابل، والقيمة الاستعمالية التي تعبر عن مدى الرضا الذي يشعر به المستهلك مقابل استهلاكه الشيء. فالقيمة التبادلية تمثل المفهوم الموضوعي للقيمة فمثلاً يمكن قياسها بكمية العمل الضرورية للإنتاج، على عكس القيمة الاستعمالية فهي تمثل المفهوم الذاتي للقيمة وتعتمد على المنفعة التي يشعر بها المستهلك، وتتوقف قيمة الشيء على قدرته على إشباع حاجات الأفراد³.

وفيما يلي بعض التعاريف التي وردت حول القيمة:

"تمثل القيمة في جوهرها مفهوم معنوي يتعلق بتحديد ما يستحقه الشيء من حيث القدر أو مدى الأهمية، لذا فممنفعة الشيء أو قدرته الذاتية على الإشباع هي أساس قيمته"⁴.

"القيمة هي العلاقة بين نوعية الشيء أو درجة الإشباع لحاجة المستعمل وبين الموارد التي يستعد لتخصيصها من أجل الحصول عليه، فكلما زادت درجة الإشباع مقابل سعر معين كلما زادت قيمة الشيء"⁵.

¹ المعجم، القيمة، من الموقع: <https://www.almougem.com/search.php?query=قيمة>، تاريخ الإطلاع: 2020/11/25.

² ناظم حسن الشريفي، المحاسبة المتقدمة في الشركات، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص.4.

³ Sylvie Jean Et Autres, **Intoduction Au Marketing: Cultures De Consommation Et Création De Valeur**, Pearson France, Paris, France, 2014, P.63.

⁴ ناظم حسن الشريفي، مرجع سبق ذكره، ص.4.

⁵ Antoine Quévieux, Guillaume De Prunel, **L'analyse De La Valeur**, P.3., Valable Sur: http://iae.704.free.fr/files/Thematiques/L_analyse%20de%20la%20valeur.ppt, Consulté Le: 25/11/2020.

"القيمة هي النوعية النسبية للأشياء والتي تدفع الفرد لاقتنائها وتبادلها بكمية، قد ترتفع أو تنخفض"، كما عرفت على أنها "نوعية الشيء التي تعكس الحاجة لاستعماله (القيمة الاستعمالية)، كما تعكس النسبة بين العرض والطلب عليه (القيمة التبادلية)، كما تعكس كمية العمل الضرورية لإنتاجه (القيمة المضافة)"¹.

يركز التعريف الأخير للقيمة على ثلاث جوانب: القيمة الاستعمالية والتي تعبر عن وجهة نظر المستهلك، وتمثل في المنفعة المتحصل عليها جراء استهلاك الشيء ودرجة الاشباع المحققة من طرف المستهلك وتختلف من فرد إلى آخر، وهذا ما عبر عليه آدم سميث بالمفهوم الذاتي للقيمة؛ القيمة التبادلية والتي تعبر عن تفاعل قوى العرض والطلب في السوق وتوافق رغبة طرفي المبادلة (المنتج والمستهلك)، وهو ما عبر عليه آدم سميث بالمفهوم الموضوعي للقيمة؛ إضافة إلى القيمة المضافة التي تعبر عن وجهة نظر المنتج وتعكس التكاليف اللازمة وكمية الجهد المبذول لإنتاج الشيء.

2. الفرق بين القيمة والسعر

تختلف القيمة عن السعر الذي يمثل المبلغ الفعلي المدفوع للحصول على أصل ما، فالقيمة موجودة في جوهر الأصل بينما السعر يترجم بمجرد حدوث عملية التبادل. كذلك القيمة يمكن أن تكون موجودة دون حدوث تبادل فهي تركز على التقدير النظري المعتمد على مفهوم المنفعة بعد قيام المقيم بالمقارنة مع مختلف السلع المتاحة، وتحول القيمة إلى سعر يتحقق بوجود مطابقة بين العرض والطلب الحقيقيين².

تعبر القيمة بصفة عامة عن نوعية وأهمية الشيء المقيم سواء من حيث الاستعمال أو التبادل، معبرا عن ذلك بالسعر الذي يرضى المشتري بدفعه ويرضى البائع به مقابل التخلي عن الشيء محل الصفقة، كما تعبر أيضا عن ذلك المستوى من النوعية والذي يعطى لشيء ما بعد إجراء عملية خبرة وتقييم له³؛ أما السعر فيعبر عن معدل التبادل بين شئيين وبدقة أكثر هو معدل تبادل بين الشيء (سلعة أو خدمة) والنقود، أي أن السعر المدفوع فعلا يعبر عن الأهمية النسبية للسلعة وهو دائما مرتبط بظاهرة التبادل في حين أن القيمة لا تتطلب ذلك⁴.

يمكن استخلاص أن السعر يمثل المفهوم الموضوعي للقيمة (القيمة التبادلية) يتحدد من خلال تفاعل قوى العرض والطلب في السوق، ويمثل القيمة التي اتفق عليها طرفي المبادلة لحظة حدوث عملية التبادل؛ أما القيمة فهي تخضع إلى جانب ذلك لعوامل إضافية كالمنفعة (القيمة الذاتية)، والتكاليف الضرورية للحصول على الخدمة أو السلعة (القيمة المضافة)، وبالتالي فمفهوم القيمة أوسع من مفهوم السعر الذي يمثل أحد مكوناتها.

3. الفرق بين القيمة والتكلفة

¹ محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص.173.

² محمد بنية، القرارات المالية وفعاليتها في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2010-2015، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص الاقتصاد التطبيقي في إدارة الأعمال والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس، المدينة، الجزائر، 2016-2017، ص.115.

³ محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص.173.

⁴ نفس المرجع، ص.174.

تتمثل التكلفة فيما تم التضحية به من أصول أو فيما تم تحمله من التزامات في سبيل الحصول على أصول أخرى، سواء كان ذلك لغرض استخدامها في العملية الانتاجية أو لأغراض إعادة بيعها، ويمكن التمييز بين حالتين¹:

– حالة إنتاج الأصل: تتمثل التكلفة في جميع عوامل الانتاج (مواد، عمل، أرض،...) التي يتضمنها الأصل والمستخدم في إنتاجه؛

– حالة اقتناء الأصل من الغير: تمثل التكلفة جميع النفقات التي تم تحملها في سبيل اقتناء الأصل والحصول عليه. فالتكلفة تمثل أحد العوامل الهامة في تحديد القيمة إذ لا يمكن أن يباع الأصل بأقل من تكلفته، وتتعلق التكلفة بالماضي حيث تمثل الموارد المستنفذة للحصول على الأصل، بينما تتعلق القيمة بالحاضر وغالبا بالمستقبل حيث تعبر عن التدفقات النقدية المتوقعة من الأصل مستقبلا، ويمكن للتكلفة أن تتساوى مع القيمة لحظة الحصول على الأصل.

الفرع الثاني: تعريف التقييم والعوامل المؤثرة عليه

يتم تعريف التقييم وذكر بعض العوامل المؤثرة عليه كما يلي:

1. تعريف التقييم

يختلف مفهوم التقييم من ميدان إلى آخر وفيما يلي بعض التعاريف التي تتناسب مع موضوع الدراسة: "التقييم عملية تحليلية يقوم بها شخص متخصص يهدف من ورائها إلى تحقيق هدف معين غالبا ما يتمثل في تحديد قيمة شيء ما خلال فترة زمنية محددة"².

"يشير التقييم إلى عملية تحديد القيمة الحالية لأصل ما أو شركة معينة من خلال مجموعة من التقنيات التي يستعين بها المقيم، إضافة إلى بعض المؤشرات كمكونات هيكل رأس مال الشركة، القيمة السوقية لأصول الشركة وكذا الأرباح المستقبلية المحتملة"³.

"التقييم هو ذلك الإجراء المنظم الذي يتحدد عن طريقه السعر السوقي للأوراق المالية، باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم على أساس وجود علاقة طردية بين المخاطرة والعائد المتوقع"⁴.

¹ بلال كيموش، التقييم الدوري للعناصر المادية ودوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي: دراسة حالة المؤسسة الوطنية لأجهزة القياس والمراقبة (العلمة)، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2010-2011، ص.40.

² إلياس خضير الحمدوني، سعد الله محمد عبيد النعيمي، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الدخل المتبقي لتحديد القيمة الحقيقية للسهم، مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 6، العدد 1، كركوك، العراق، 2016، ص.155، من الموقع:

<https://www.iasj.net/iasj/download/acfb87bed083568a>

³ Corporate Finance Institute, Valuation, Available on:

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/valuation/>, Consulted the: 28/11/2020.

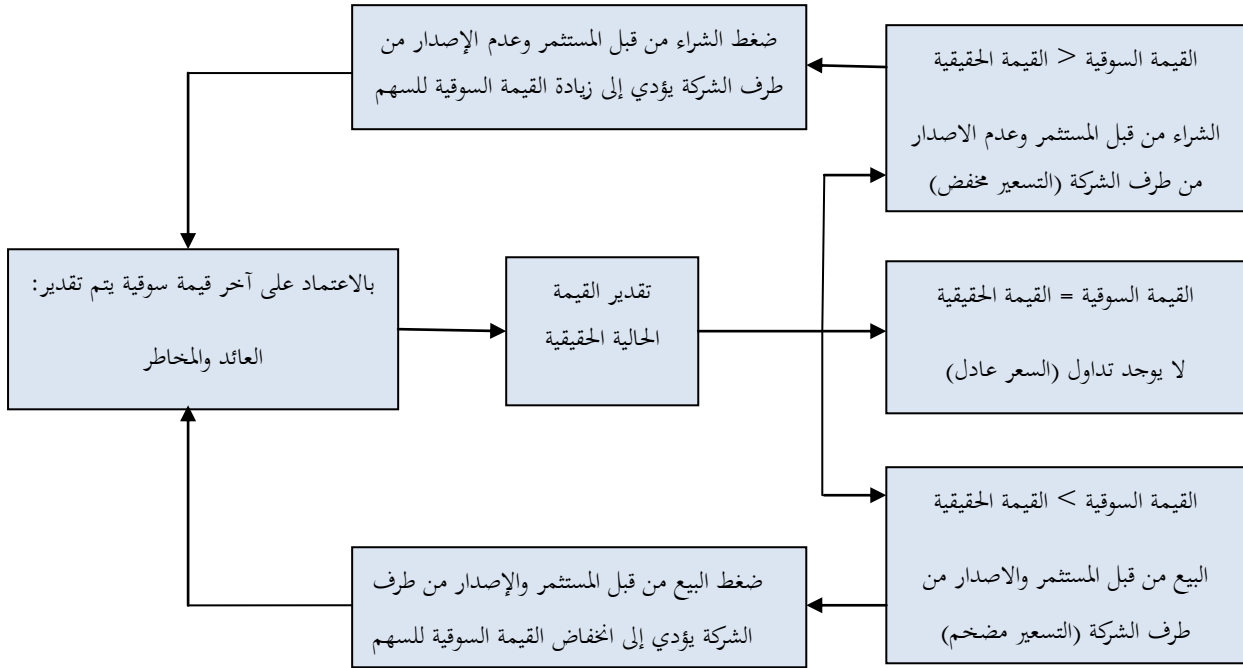
⁴ عبد السلام بلبالي، حسين بن العارفة، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية واختيار المحفظة الاستثمارية: داسة تطبيقية للأسهم المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2013-2016، مجلة المؤشر للدراسات الاقتصادية، المجلد 1، العدد 4، جامعة بشار، الجزائر، 2017، ص.51، من الموقع:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/527/1/4/87888>

أما عملية تقييم الأسهم فتعرف على أنها: "المنظومة التي من شأنها تحديد سعر بيع السهم مستقبلا من خلال استخدامها لمجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم على أساس وجود علاقة طردية بين العائد والمخاطر، ومن خلال ذلك يمكن القول أن عملية تقييم الأسهم تسعى إلى تعديل الانحرافات السلبية في العلاقة الطردية سابقة الذكر عند اتخاذ القرارات الاستثمارية في السوق المالية"¹.

ويمكن توضيح الآلية التي تتم بها عملية تقييم الأسهم العادية من خلال الشكل التالي:

شكل (2-1): عملية تقييم الأسهم العادية



المصدر: إلياس خضير الحمدوني، سعد الله محمد عبيد النعيمي، مرجع سبق ذكره، ص.156.

يتضح من الشكل السابق أن عملية التقييم تتم من خلال تقدير القيمة الحقيقية للسهم ومقارنتها مع قيمته السوقية التي تعتمد على العائد المتوقع والخطر المرتبط بالسهم، فالمستثمر يقبل على شراء السهم عندما تكون قيمته السوقية أقل من قيمته الحقيقية سعياً منه إلى تحقيق مكاسب رأسمالية متوقعة قد تنتج عن ارتفاع القيمة السوقية مستقبلاً، ويقبل على بيع السهم عندما تكون قيمته السوقية أعلى من قيمته الحقيقية لتجنب الخسائر الرأسمالية المحتملة عند انخفاض القيمة السوقية للسهم مستقبلاً. أما الشركة تقبل على إصدار الأسهم الجديدة عندما تكون القيمة السوقية للسهم أكبر من قيمته الحقيقية وتقوم بإعادة شراء أسهمها إذا كانت القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية.

2. العوامل المؤثرة على عملية التقييم

لا تستقيم عملية التقييم إلا بتحديد العوامل التي لها تأثير مباشر أو غير مباشر على الأسعار في سوق الأوراق المالية والتي تتمثل فيما يلي:

¹ إلياس خضير الحمدوني، سعد الله محمد عبيد النعيمي، مرجع سبق ذكره، ص.155.

1.2. عوامل مباشرة (تحت السيطرة): تتمثل في منظومة العوامل التي لها تأثير مباشر على الأسعار السوقية للأوراق المالية بشكل عام والأسهم العادية بشكل خاص، ويمكن تلخيصها كما يلي¹:

– كفاءة السوق المالية: من حيث التخصيص الأمثل للموارد، التشغيل بأقل تكلفة للمعاملات، قدرة التحويل إلى نقدية بسهولة (السيولة) ومدى الكفاءة المعلوماتية؛

– أداء الشركات: من حيث مؤشرات الربحية، هيكل رأس المال، السيولة والأهمية النسبية لسعر السهم؛

– رشد المستثمر: من حيث المؤهلات، الخبرة، الدخل، النوع، العمر، مكان الإقامة،... إلخ، وتكمن أهمية هذه العوامل في تحديد مدى مساهمة وتأثير كل عامل منها على الأسعار السوقية للأوراق المالية، وبالتالي تسهيل عملية السيطرة عليها والتحكم فيها من خلال تعزيز العوامل الإيجابية واستثمارها إلى أقصى حد ممكن، ومعالجة وتحييد العوامل السلبية ومن ثم تخفيضها إلى أدنى حد ممكن، وكل ذلك بهدف ضمان تعظيم العوائد مقابل التقليل من التقلبات ومن ثم اتخاذ القرار الاستثماري الكفء.

2.2. عوامل غير مباشرة (خارج السيطرة): لا تقل أهمية عن العوامل المباشرة من حيث تأثيرها على الأسعار في سوق الأوراق المالية، وتتمثل في العديد من المتغيرات الاقتصادية والسياسية والتي يمكن تلخيصها كالتالي²:

– حالات الانكماش والانتعاش الاقتصادي والتي تتمثل في حالات ارتفاع وانخفاض أسعار السلع والخدمات؛

– التغير في أسعار الفائدة على القروض والودائع من وإلى البنوك؛

– التغير في معدلات الضرائب على الأرباح وبالتالي زيادة أو انخفاض توزيعات الأرباح السنوية؛

– مدى الاستقرار السياسي والاجتماعي: الاضطرابات، المظاهرات، الحروب على المستوى الداخلي أو الخارجي؛

– الكوارث الطبيعية كالزلازل والبراكين والفيضانات،... إلخ.

ولكون العوامل سابقة الذكر خارج نطاق السيطرة لا بد للمستثمر أن يقبلها ويتعايش معها كونها تمثل مخاطر منتظمة، مما يدفعه إلى المطالبة بتعويض عنها قبل الدخول في أي استثمار، الأمر الذي سينعكس سلباً أو إيجاباً على القيمة الحقيقية للسهم التي يزداد على أساسها العرض أو يقل الطلب، ويتم قبول أو رفض القيمة السوقية أو بمعنى آخر اتخاذ قرار البيع أو الشراء الملائم.

الفرع الثالث: مفاهيم القيمة للأسهم العادية

تتعدد مفاهيم القيمة المتعلقة بالأسهم العادية ويعد التمييز بينها أمر ضروري بالنسبة للمستثمر، لذا سيتم

في هذا الفرع التمييز بين تلك القيم كما يلي:

1. القيمة الاسمية Par Value

تمثل القيمة الاسمية القيمة الأصلية المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة، وهي القيمة التي يطرح بها السهم لأول مرة وتظهر عادة على قسيمة السهم³. تتحدد القيمة الاسمية وفقاً للقوانين العامة أو الخاصة بكل

¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص 181-182.

² نفس المرجع، ص 182-183.

³ عبد النافع الزرري، فرح غازي، الأسواق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001، ص 157.

شركة، وتحدد أغلب الدول في قوانين الشركات أو الأسواق المالية قيمة اسمية للسهم العادي فمثلا قانون الشركات العراقي والأردني حدد 1 دينار كقيمة للسهم العادي الواحد، وبذلك فإن القيمة الاسمية للسهم العادي تتحدد بقرار سيادي وليس لها أي مظاهر اقتصادية (لا تتأثر بظروف السوق أو العرض والطلب أو الظروف الاقتصادية أو نجاح الشركة...)، وتستخدم القيمة الاسمية لغرض تحديد نسبة الربح الموزع على المساهمين من حملة الأسهم العادية¹، كما يتم حساب رأس مال الشركة على أساسها من خلال حاصل ضربها بعدد الأسهم، ويمكن التوصل إلى هذه القيمة من خلال الصيغة الآتية²:

$$\frac{\text{رأس مال الشركة}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الاسمية للسهم}$$

2. القيمة الدفترية Book Value

تمثل القيمة المثبتة في السجلات المحاسبية للشركة من حقوق الملكية بعد استبعاد الأسهم الممتازة منها باعتبارها التزام على الشركة، ويتكون حساب حقوق الملكية من: رأس المال المدفوع + الاحتياطات + الأرباح المحتجزة + المخصصات + علاوة الإصدار. ويمكن استخراج القيمة الدفترية بقسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية المسجلة في السوق المالية حيث تعكس هذه القيمة نسبة ما قدمه المساهم من أمواله الخاصة في تمويل الاستثمار مع العلم أن القيمة الدفترية في بداية تأسيس الشركة تساوي القيمة الاسمية لها، كما تساعد على معرفة درجة المخاطر التي يتحملها المستثمر الذي يهدف إلى الاحتفاظ بالسهم لفترة طويلة بعد مقارنتها مع سعر السهم السوقي، ومدى إمكانية الحصول على المبلغ المستثمر في حالة تصفية الشركة. وتستخرج القيمة الدفترية وفق النسبة التالية³:

$$\frac{\text{حقوق الملكية - الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الدفترية}$$

ويمكن استخراج القيمة الدفترية أيضا بالنسبة التالية:

$$\frac{\text{إجمالي الأصول - (الديون + الأسهم الممتازة)}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الدفترية}$$

3. القيمة السوقية Market Value

تمثل القيمة السوقية القيمة النقدية المدفوعة عند نقطة زمنية محددة، وتحدد هذه القيمة بفعل عوامل العرض والطلب في سوق الأوراق المالية، ويستخدم سعر السهم السوقي كمصطلح مرادف للقيمة السوقية في

¹ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص. 240.

² عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص. 25.

³ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص. 240-241.

الكثير من الأحيان ولكن القيمة السوقية هي عبارة عن القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة (سعر السهم × عدد الأسهم)¹.

فالقيمة السوقية هي قيمة السهم في سوق الأوراق المالية وقد تفوق القيمة الاسمية أو تقل عنها، وتعد أساسا للمضاربة في السوق المالية باعتبارها المؤشر الذي يركز عليه في اتخاذ قرارات البيع والشراء، كما تعتبر القيمة السوقية مؤشرا هاما لتقييم الشركة يعكس ما حققته من أرباح أو خسائر ومدى قدرتها على النمو².

4. القيمة الحقيقية Intrinsic Value

تمثل القيمة التي تبرزها حقائق مالية واقتصادية تتمثل بقيمة موجودات الشركة (الحجم) ومقسوم الأرباح المتوقع توزيعه ومعدلات النمو المتوقعة في الأرباح، فهي القيمة المخصصة للتدفقات النقدية بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين، ويطلق عليها أيضا بالقيمة العادلة Fair Value، حيث يعكس تحقق هذه القيمة في سوق الأوراق المالية حالة توازن السوق المالية ومدى استجابتها للمعلومات الجديدة بهدف تصحيح اتجاهات حركة الأسعار السوقية نحو قيمتها الحقيقية³. تتحدد القيمة الحقيقية للسهم بعد إعادة تقييم أصول الشركة وفقا للأسعار الحالية، وبالتالي فهي مؤشر حقيقي يعبر عن مدى قوة المركز المالي للشركة المصدرة له⁴.

5. القيمة التصفية Liquidation Value

تشير القيمة التصفية إلى القيمة المتوقع الحصول عليها من طرف المساهم في حالة تصفية الشركة، وسداد الالتزامات التي عليها بما فيها حقوق الأسهم الممتازة، ويمكن حساب هذه القيمة انطلاقا من المعادلة التالية⁵:

$$\text{قيمة السهم بعد التصفية} = \frac{\text{موجودات الشركة بعد التصفية}}{\text{عدد الأسهم}}$$

المطلب الثاني: محددات القيمة السوقية للأسهم العادية

تسعى الشركات إلى تعظيم القيمة السوقية لأسهمها بهدف تحقيق الأرباح، وتعظيم القيمة السوقية هو نتيجة للقرارات المالية المستندة على مفهوم الموازنة بين العوائد المحققة والمخاطر المحتملة، أما من جهة المستثمر والذي يهدف بدوره إلى تعظيم ثروته، فلا بد أن تكون لديه القدرة على تقييم العوامل الأساسية التي تحدد القيمة السوقية للأسهم والمتمثلة في العائد المتوقع والمخاطر المحتملة، لذا سيتم التطرق في هذا المطلب إلى مفهوم كل من العائد، المخاطرة إضافة إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يعكس العلاقة بين هذين الأخيرين.

الفرع الأول: عائد السهم العادي

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص.160.

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية: دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2006، ص.438.

³ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص.161.

⁴ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص.438.

⁵ عبد النافع الزرري، فرح غازي، مرجع سبق ذكره، ص.157.

يوصف عائد السهم العادي بأنه مؤشر أساسي للاستثمار بأسهم الشركات فهو مقياس مناسب للمفاضلة بين الأسهم، ويعرف بأنه المكافئة التي يحصل عليها المستثمر تعويضاً عن فترة الانتظار والمخاطر المحتملة من توظيف الأموال في الأسهم العادية، معبراً عن هذه المكافئة بنسبة مئوية من قيمة الاستثمار في بداية الفترة¹. وتأخذ عوائد الأسهم العادية شكلين هما²:

- توزيعات الأرباح: تخضع لسياسة التوزيع المعتمدة من طرف الشركة المصدرة؛
- العوائد الرأسمالية: يحصل عليها المساهم من خلال إعادة بيع السهم بسعر أعلى من سعر شرائه (فروقات الأسعار السوقية في البورصة).

ويقسم الباحثون العائد إلى عائد فترة الاحتفاظ، العائد المتوقع والعائد المطلوب كالاتي:

1. عائد فترة الانتظار Holding Period Return

يمثل العائد المتحقق فعلاً ويعكس النسبة المئوية للتغير في ثروة المساهمين إذا ما تم بيع السهم في نهاية فترة الاحتفاظ، لذلك فهو مقياس لقدرة المستثمر على زيادة أو انخفاض قيمة الاستثمار الرأسمالية إضافة إلى الأيراد المتوقع الحصول عليه، ويتم حسابه وفق الصيغة التالية³:

$$HPR = \frac{P_1 - P_0 + D}{P_0}$$

حيث:

P_1 : سعر السهم في نهاية الفترة (سعر البيع)؛ P_0 : سعر السهم في بداية الفترة (سعر الشراء)؛
 D : توزيعات الأرباح للسهم الواحد.

في كثير من الأحيان يحتفظ المستثمر بالسهم لفترة طويلة (أكثر من سنة)، وفي هذه الحالة يحسب معدل العائد لفترة الاحتفاظ كما يلي:

$$HPR = \frac{D + \left\{ \frac{(P_1 - P_0)}{N} \right\}}{\frac{(P_1 + P_0)}{2}}$$

حيث:

N : فترة الاحتفاظ؛ $P_1 + P_0 / 2$: متوسط سعر السهم خلال فترة الاحتفاظ.

2. العائد المتوقع Expected Return

يقصد به المتوسط الموزون لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقاً لتوقعات متخذ القرار (المستثمر) لطبيعة الحالة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها للاستثمارات ذات المخاطرة⁴، أي أن المستثمر يقدر عدد الاحتمالات

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص.163.

² زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2007، ص.250.

³ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص.163-164.

⁴ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2009، ص.70.

الممكنة لتحقيق العائد ووزن كل احتمال وقيمة العائد المقابلة في كل حالة، وإذا ما توصل إلى قيمة المتغيرات الثلاثة حينئذ يمكنه تقدير العائد المتوقع من الاستثمار والذي لا يخرج عن كونه المتوسط المرجح بالأوزان للعوائد المتوقعة¹. ويتم حساب العائد المتوقع وفق الصيغة التالية:

$$E(r) = \sum_{t=1}^n R \times P_r$$

حيث:

$E(r)$: متوسط العائد المتوقع؛

R : معدل العائد وفقا للطرف الاقتصادي؛ P_r : احتمال تحقق العائد.

3. معدل العائد المطلوب Required Rate Of Return

يشير إلى المعدل الذي يطلبه المستثمر على الموجودات ذات المخاطرة والذي يعكس المبادلة بين العائد والمخاطرة، ويعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model (سيتم توضيحه في الفرع الثالث) من أفضل النماذج تمثيلا للمبادلة بين العائد والمخاطرة، ويستخدم لقياس العائد المطلوب وكنموذج مرجعي لتقييم الاستثمارات ولتقدير العائد المتوقع منها، ويحتل مكانة متميزة بين المستثمرين في سوق الأوراق المالية². كما يمكن تعريف العائد المطلوب بأنه أدنى معدل عائد على الاستثمار يطلبه المستثمرون لتعويضهم عن تحمل المخاطرة وتأجيل مدخراتهم للمستقبل³.

يقوم المستثمر بمقارنة العائد المتوقع تحقيقه مع العائد المطلوب للحكم على جاذبية الاستثمار، فإذا كان العائد المتوقع أكبر من العائد المطلوب يكون السهم جذاب والعكس صحيح⁴.

الفرع الثاني: مخاطرة السهم العادي

إن تقدير التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها مستقبلا من الاستثمار في الأوراق المالية عامة والأسهم العادية خاصة تتم في ظروف تتسم بقدر من عدم التأكد، لذلك يصعب تحديد معدل العائد المتوقع الحصول عليه بدقة. فالمستثمر يضع إطار للتوزيع الاحتمالي للعائد وهذا التوزيع يتضمن جانبين، الأول هو مقدار العائد المحتمل الحصول عليه والثاني هو مقدار المخاطرة التي يتعرض لها العائد المطلوب، وهذان المتغيران هما أساس القرار الاستثماري⁵.

¹ سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم: دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2009-2010، ص.188.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص.72.

³ عبد علي علي جبران، تأثير استخدام نموذج الجانب السالب من المخاطرة على معدل العائد المطلوب: دراسة تطبيقية مقارنة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 19، العدد 1، جامعة القادسية، العراق، 2017، ص.30، من الموقع:

<https://www.iasj.net/iasj/download/f63738ea4555f18b>

⁴ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص.166.

⁵ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص.94.

تمثل المخاطرة بشكل عام احتمالات التعرض إلى الخسائر جراء عملية استثمارية، كما تمثل احتمال عدم تحقق هدف الربحية ويختلف المستثمرون من ناحية قدرتهم على التعرض للمخاطرة أو رغبتهم في ذلك، وبناء على ذلك يمكن تعريف المخاطرة بأنها: "احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار وتقاس المخاطرة بمقدار الانحراف المعياري للعائد الفعلي عن العائد المرجح أو المتوقع"¹. كما يمكن التعبير عنها بمقدار التغيير الحاصل في العوائد المتوقعة في المستقبل بسبب ظروف المشروع أو الظروف الخارجة عن سيطرته، فكلما كان التغيير أكبر كان خطر الاستثمار أعلى والعكس صحيح².

ويمكن اعتبار المخاطرة أنها مقياس نسبي لمدى تقلب العائد أو التدفقات التي سيتم الحصول عليها مستقبلا، وتنطوي على مفهوم مالي لأن مضمونها ينحصر باحتمالية تحقق العوائد، لذلك فقد أصبحت معيارا مهما يسترشد به عند توظيف الأموال بالأوراق المالية لدورها في تحديد سعر السهم ومعدل العائد المطلوب³. إن المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر في الأوراق المالية عموما والأسهم العادية خصوصا هي انعكاس للمخاطرة المنتظمة (المخاطرة العامة أو المخاطرة السوقية)، إضافة إلى المخاطرة غير المنتظمة (المخاطرة الخاصة)، ويمكن تلخيصها كما يلي:

1. المخاطرة المنتظمة Systematic Risk

تعرف المخاطرة المنتظمة أيضا بالمخاطرة العامة وهي ذلك الجزء من المخاطرة الكلية غير المرتبطة بالاستثمار في أصل من الأصول (ورقة مالية مثلا)، وعلى اعتبار أن المخاطرة هي مقدار التشتت في عائد الأصل المعني مقارنة بمتوسط العائد المتوقع فإن المخاطرة المنتظمة هي مدى حساسية ذلك العائد إلى تغير عائد السوق، لهذا تسمى أيضا بمخاطرة السوق⁴.

كما يمكن تعريفها على أنها ذلك التقلب بالعائد نتيجة عوامل مشتركة (اقتصادية، سياسية، قانونية،... إلخ) غير قابلة للسيطرة تصيب جميع الأوراق المالية في السوق بما في ذلك الأسهم العادية، وهذا يعني أن أسعار الأوراق المالية تتحرك باتجاه واحد⁵. وهذه المخاطرة لا يمكن إزالتها أو التقليل منها عن طريق تنويع الاستثمارات لأنها تتعلق بنظام السوق ككل وليس بشركة معينة، فهي تؤثر على جميع الشركات على اختلاف أنواعها وأنشطتها⁶.

1.1 مصادر المخاطرة المنتظمة: تنشأ المخاطرة المنتظمة من خلال عدة مصادر أهمها:

¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص.214.

² دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص.94.

³ الغالي بن إبراهيم، محمد عدنان بن ضيف، مرجع سبق ذكره، ص.108.

⁴ محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص.92.

⁵ الغالي بن إبراهيم، محمد عدنان بن ضيف، مرجع سبق ذكره، ص.110.

⁶ قاسم نايف علوان، إبراهيم محمد الزعلوك، أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج (CAPM): دراسة تطبيقية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 5، العدد 5، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2005، ص.7، من الموقع:

أ. **مخاطرة معدل الفائدة:** تلك المخاطرة الناجمة عن احتمال حدوث اختلال بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في أسعار الفائدة السوقية خلال مدة الاستثمار¹. وتؤثر مخاطرة معدل الفائدة على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات والأسهم الممتازة أكثر من تأثيرها على الأسهم العادية، كما تمس جميع المتعاملين سواء كانوا مقرضين أو مقترضين². وبما أن سعر الفائدة السوقي هو عبارة عن معدل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للدخل فإن هذه القيمة تنخفض إذا ارتفع سعر الفائدة السوقي، فتنخفض بذلك قيمة السند في السوق والعكس صحيح³.

ب. **مخاطرة انخفاض القوة الشرائية للنقود:** هي المخاطرة الناتجة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة تضخم في الاقتصاد، لتنعكس على القيمة الشرائية لوحدة النقد فتدني قيمتها أو بعبارة أخرى هي حالة عدم التأكد المحيطة بمستقبل القوة الشرائية للمبلغ المستثمر⁴. فارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى ارتفاع معدل الخصم فتنخفض القيمة الحقيقية للاستثمار نظرا لانخفاض قيمته الحالية، وأكثر أدوات الاستثمار تعرضا لمخاطرة القدرة الشرائية للنقود هي الأوراق المالية طويلة الأجل ذات الدخل الثابت والتي يتم استرداد قيمتها بمبالغ محددة عند الاستحقاق⁵. ويشكل الاستثمار في الأسهم العادية في معظم الأحيان حماية للمستثمر من مخاطرة القوة الشرائية لوحدة النقد على أساس أن أسعار الأسهم في السوق المالية تستجيب غالبا للظروف التضخمية فترتفع مما يحافظ على القيمة الحقيقية للسهم وبذلك تحمي المستثمر من المخاطر التي يتعرض لها حاملو السندات⁶.

ج. **مخاطرة السوق:** هي تلك المخاطرة التي تنشأ من جراء ارتفاع أو انخفاض في القيمة السوقية للأوراق المالية، نتيجة تقلبات اقتصادية (انهيار اقتصادي أو انخفاض في معدل الفائدة أو خسارة في الميزان التجاري) أو السياسة الاجتماعية في الدولة أو في دول واقتصاديات مجاورة⁷. كما توجد العديد من المخاطر الأخرى التي يمكن أن يكون لها تأثيرا شاملا يمس كافة الأصول في سوق معينة مثل: مخاطر الكوارث الطبيعية وقوانين التأميم وتقييد حركة رؤوس الأموال وتوظيفها وغيرها من المخاطر⁸.

¹ محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص.93.

² سعيدة بن ثابت، أثر كفاءة الأسواق المالية في ترشيد القرار الاستثماري من منظور العائد والمخاطرة: دراسة حالة سوق السعودية للأوراق المالية 2008-2012، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص دراسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، الجزائر، 2013-2014، ص.13.

³ محمد الفاتح محمود بشير المغربي، حوكمة الشركات، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، القاهرة، مصر، ط1، 2020، ص.60.

⁴ نفس المرجع، نفس الصفحة.

⁵ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص.108.

⁶ محمد الفاتح محمود بشير المغربي، مرجع سبق ذكره، ص.61.

⁷ عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.117.

⁸ محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص.94.

2.1. قياس المخاطرة المنتظمة: يمثل معامل β مقياس للمخاطرة المنتظمة أو مخاطرة السوق الناشئة بسبب عوامل مشتركة تمس الاقتصاد ككل، ويعكس هذا المعامل اتجاه تقلب عائد الورقة المالية (السهم العادي) استجابة إلى أي تغير بعائد محفظة السوق، بمعنى آخر يقيس هذا المعامل درجة حساسية تقلب عائد السهم عند أي تقلب في عائد السوق. ويقاس معامل β وفقا للصيغة الآتية:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i \cdot R_m)}{\sigma_m^2} = \frac{r_{im}\sigma_i\sigma_m}{\sigma_m^2} = \frac{r_{im}\sigma_i}{\sigma_m}$$

حيث:

β_i : معامل بيتا للسهم i ؛ $\text{Cov}(R_i, R_m)$: التباين المشترك بين عائد الاستثمار وعائد محفظة السوق؛

σ_m^2 : تباين معدل عائد محفظة السوق؛ r_{im} : معامل الارتباط بين عائد السهم وعائد محفظة السوق؛

σ_i : الانحراف المعياري لعائد السهم i ؛ σ_m : الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق.

فإذا كان معامل β للسهم يساوي الواحد صحيح فهذا يعني أن تغير عائد السهم يتطابق مع التغيرات التي تطرأ على عائد السوق وفي هذه الحالة مخاطرة السهم تتطابق مع مخاطرة السوق، أما إذا كان $\beta < 1$ فإن التغير في عائد السهم أكبر من التغير في عائد السوق وتكون مخاطرة السهم أكبر من مخاطرة السوق، بينما إذا كان $\beta > 1$ فعندها تكون مخاطرة السهم أقل من مخاطرة السوق.

2. المخاطرة غير المنتظمة Unsystematic Risk

تعرف المخاطرة غير المنتظمة أيضا بالمخاطرة الخاصة، وهي ذلك الجزء من المخاطرة الكلية المتعلقة بظروف الشركة المصدرة للورقة المالية أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة¹، وتعرف هذه المخاطرة بالمخاطرة القابلة للتنوع أو التي يمكن تجنبها أو التقليل منها من خلال شراء أسهم شركات وقطاعات أخرى لاقتسام المخاطر وتخفيضها، وبعبارة أخرى المخاطرة غير المنتظمة هي ذلك الجزء من التغيرات الكلية لعوائد ورقة مالية غير المرتبط بتغيرات عوائد الأوراق المالية الأخرى².

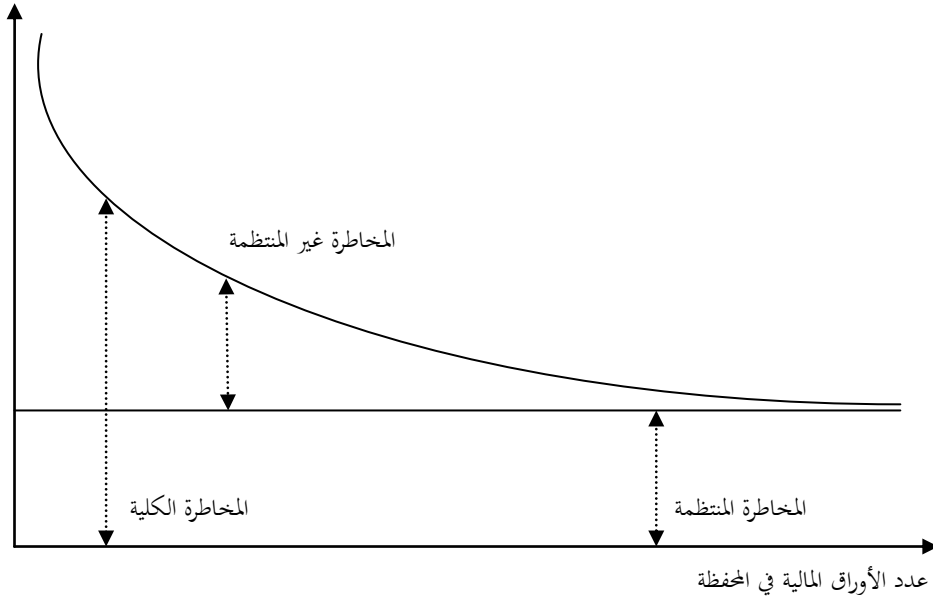
والشكل (2-2) يوضح حجم كل نوع من أنواع المخاطرة وتأثير تنوع الأوراق المالية المكونة لمحفظة المستثمر على كل منهما:

¹ عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.116.

² محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص.95.

شكل (2-2): تحليل المخاطرة الكلية

المخاطرة (الانحراف المعياري لعوائد المحفظة)



المصدر: محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص.99.

يتضح من الشكل السابق أن مجموع المخاطرة المنتظمة وغير المنتظمة تمثل المخاطرة الكلية التي تتعرض لها الاستثمارات، كما يتضح أن دالة المخاطرة الخاصة المرتبطة بكل شركة أو قطاع (المخاطرة غير المنتظمة) هي دالة متناقصة تعكس العلاقة العكسية بين عدد الأوراق المالية المكونة لمحفظة المستثمر وحجم تلك المخاطرة، أي كلما زاد عدد الأوراق المالية كلما انخفض حجم هذه المخاطرة، فكما تم الإشارة إليه سابقاً هي المخاطرة القابلة للتنويع، بينما زيادة عدد الأوراق المالية بالتنويع لم يؤثر على مخاطرة السوق (المخاطرة المنتظمة).

1.2. مصادر المخاطرة غير المنتظمة: تتمثل أهم مصادر المخاطرة غير المنتظمة فيما يلي:

أ. **مخاطرة الإدارة:** هي تلك المخاطرة الناجمة عن سوء إدارة الشركة واتخاذ قرارات غير دقيقة أو خاطئة فيما يتعلق بالاستثمار أو الانتاج أو التسويق مما يؤثر على السيولة والقدرة التنافسية لها، ومن ثم يؤثر سلباً على قيمة أسهمها في السوق المالية وعلى قيمة إصداراتها مستقبلاً¹.

ب. **مخاطرة الصناعة:** وهي تلك المخاطرة التي تتعرض لها بعض القطاعات في نشاط صناعي أو خدمي معين والناجمة عن ظروف خاصة بتلك الصناعة أو القطاع مثل الإضراب في القطاع الصناعي يشمل جميع الشركات الصناعية وهي الوحيدة التي تتأثر به، وإذا استمر الإضراب لفترة طويلة سيؤثر ذلك على الأرباح وقيمة أسهم الشركات الصناعية مما يدفع المستثمرين إلى التحول إلى قطاعات أخرى، وكذلك في حالة عدم توفر المواد الخام للصناعة أثناء الحروب مثلاً أو عند ظهور اختراعات جديدة وتغير التكنولوجيا الصناعية أو ظهور منافسين جدد... إلخ².

¹ نفس المرجع، ص.96.

² دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص.112.

ج. المخاطرة المالية: هي تلك المخاطرة الإضافية التي يتعرض لها المستثمرون في الأسهم العادية نتيجة لقرار التمويل بالديون و/أو الأسهم الممتازة، فهي تمثل مقدار التقلبات في الأرباح الناتجة عن الرافعة المالية¹. فالشركات التي تمول نسبة كبيرة من رأسمالها بالاقتراض تكون أكثر عرضة لمخاطرة الرافعة المالية لأنها ملتزمة بتسديد الفوائد وخاصة إذا كانت الديون تشكل نسبة مرتفعة من القيمة الاجمالية للموجودات، وتقاس درجة هذه المخاطرة على أساس أنها النسبة المتوقعة للتغير في الإيرادات قبل الفوائد والضرائب من خلال قسمة صافي الربح قبل الضريبة على صافي الربح بعد الضريبة².

2.2. قياس المخاطرة غير المنتظمة: المخاطرة غير المنتظمة كما تم الإشارة إليها سابقا هي ذلك الجزء المتبقي من المخاطرة الكلية، وهي المخاطرة القابلة للتنوع ويتم حسابها وفق المعادلة التالية:

$$\text{المخاطرة غير المنتظمة} = \text{المخاطرة الكلية} - \text{المخاطرة المنتظمة}$$

ويعتبر التباين والانحراف المعياري من أنسب المقاييس والمؤشرات الاحصائية لقياس المخاطرة الكلية (المنتظمة وغير المنتظمة)، ويعدان مدخلا ملائما للتعرف على المخاطرة غير المنتظمة للورقة المالية من خلال قياس مدى انحراف العوائد عن قيمها المتوقعة، ويقاس الانحراف المعياري والتباين وفق الصيغة التالية³:

$$\sigma = \sqrt{v} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i)^2}{n}}$$

حيث:

σ : الانحراف المعياري؛ \sqrt{v} : الجذر التربيعي للتباين v حيث: $(v = \sigma^2)$ ؛

R_i : عائد الورقة المالية i عند فترة معينة؛ \bar{R}_i : متوسط العائد؛

n : عدد المشاهدات.

يعتبر الانحراف المعياري مقياس مطلق للمخاطرة الكلية ويتم استخدامه إذا كانت العوائد المتوقعة لكافة الأوراق المالية متساوية، أما في حالة عدم التساوي بينها يتم استخدام معامل الاختلاف باعتباره مقياسا نسبيا للمخاطرة والذي يستخدم عادة لتقييم مخاطر الاستثمارات الفردية⁴. ويتم حساب معامل الاختلاف كالاتي⁵:

$$cv = \frac{\sigma R_i}{E_r}$$

حيث:

¹ Hakan Saritas, *The Impact Of Financial Leverage On Return And Risk*, İzmir İktisat Dergisi, Volume 15, Issue 1, Dokuz Eylül university, Turkey, 2000, P.25. , Available on:

<https://www.researchgate.net/publication/261055947> *The Impact of Financial Leverage on Return and Risk*

² دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص.121.

³ أحمد جابر بدران، كتاب الشروط وعلوم الصكوك للإمام أبي نصر أحمد بن محمد السمرقندي مع دراسة عن الصكوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، ط1، 2017، ص.67.

⁴ نفس المرجع، ص.68.

⁵ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص.136.

CV: معامل الاختلاف؛

σR_i : الانحراف المعياري للعائد؛

E_r : العائد المتوقع.

الفرع الثالث: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model

يعود الفضل في صياغة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) إلى ويليام شارب عام 1964 كمحاولة لاستكمال أعمال هاري ماركويتز التي قدمها عام 1952 حول نظرية المحفظة الحديثة، ثم طور النموذج من طرف لينتر عام 1965 وموسين عام 1966 ثم من قبل بلاك عام 1972 ليصبح نموذج مرجعي Benchmark لتقييم الاستثمارات وتحميل العائد المتوقع منها¹.

وأصبح هذا النموذج يعرف بأنه نظرية للموازنة بين العائد والمخاطرة، كما يسمح بقياس الحد الأدنى للعائد الذي ينبغي أن يحققه الاستثمار حتى يعوض المستثمر عن المخاطرة التي لا يمكن تجنبها أي المخاطرة المنتظمة التي تقاس بمعامل بيتا².

1. فرضيات النموذج

بني نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على مجموعة من الفرضيات تمثل الركيزة الأساسية له وتمثل في³:

- المستثمرون لا يمكنهم التأثير في الأسعار من خلال إجراء صفقات فردية؛
- كل المستثمرين يخططون لفترة احتفاظ أو حياة واحدة أي أنهم يقررون الاستثمار في نفس الفترة؛
- يشكل المستثمرون محافظهم من الأصول المالية المطروحة للتداول العام في الأسواق العالمية مثل السندات والأسهم، ويحصلون على فرص غير محدودة للاقتراض أو الإقراض بمعدلات خالية من المخاطرة؛
- لا يدفع المستثمرون الضرائب على الأرباح ولا تكاليف المعاملات على الأوراق المالية المتداولة؛
- كل المستثمرين عقلانيين ويحاولون تشكيل محافظ استثمارية كفوءة؛
- كل المستثمرين يحلون الأوراق المالية بنفس الطريقة ويتشاركون وجهة نظر اقتصادية واحدة، أي تماثل توقعاتهم حول التوزيعات الاحتمالية للتدفقات النقدية المستقبلية وتعرف هذه الفرضية بفرضية التوقعات المتجانسة.

2. الصيغة الرياضية للنموذج

وفقا لشارب فإن هذا النموذج يتحدد في ظل التوازن بين العائد والمخاطرة، ويمكن من خلاله تقدير العائد المطلوب للتعويض عن المخاطرة التي يتعرض لها هذا العائد، وقد أكد النموذج على أن مخاطرة السوق أو المخاطرة المنتظمة والتي تقاس بالمعامل بيتا (β) هي المصدر الوحيد للمخاطرة التي ينبغي أن يتم تعويض المستثمر عنها، أما

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص.72.

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، ط6، 2007، ص.429.

³ Zvi Bodie & Others, **Essentials Of Investments**, McGraw-Hill/Irwin, New York, United States Of America, 7th Ed, 2007, P.193.

المخاطرة غير المنتظمة أو الخاصة فيستطيع التخلص منها بإتباع مفهوم التنويع في الاستثمار من خلال تشكيل محفظة استثمارية متوازنة¹. وتبعاً للفرضيات السابقة تم صياغة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية رياضياً كالآتي²:

$$K = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

حيث:

K : معدل العائد المطلوب؛

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة ويقاس بالعائد على الأوراق الحكومية؛

β_i : معامل بيتا للورقة المالية (مقياس المخاطرة المنتظمة)؛

R_m : معدل العائد لمحفظة سوق الأوراق المالية؛

$\beta_i(R_m - R_f)$: علاوة المخاطرة السوقية للورقة المالية.

يتضح من الصيغة الرياضية للنموذج أن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر على الأوراق المالية ذات المخاطرة يتكون من معدل العائد الخالي من المخاطرة وهو عائد ظروف التأكد التام، وعلاوة المخاطرة السوقية للورقة المالية التي تمثل سعر المخاطرة الذي يحصل عليه المستثمر كعائد إضافي مقابل استثماره في الورقة المالية. وعليه فإن المستثمر يقارن بين العائد المتوقع تحقيقه والعائد المطلوب للحكم على مدى جاذبية الورقة المالية (السهم) للاستثمار والتي تكون جذابة إذا كان العائد المتوقع أكبر من العائد المطلوب والعكس صحيح.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم العادية

لقد حاول العديد من الباحثين تحديد العوامل التي يكون لانعكاسها أثر واضح وملمووس على الأسهم وقيمتها المتداولة في سوق الأوراق المالية، ومن بينها ما يلي³:

1. التوقعات بخصوص مستقبل الشركة ومدى قوة مركزها المالي

تعتبر من أهم العوامل المحددة للقيمة السوقية السهم حيث أنه كلما تمتعت الشركة بمركز مالي قوي وكانت قادرة على الاستمرار وتحقيق أرباح أكبر في المستقبل كلما انعكس ذلك على القيمة السوقية للسهم بالزيادة، في حين أن ضعف المركز المالي للشركة وتدني نشاطها وقدرتها على تحقيق الأرباح سيؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم.

2. توزيعات الأرباح للشركة في نهاية كل سنة

وهي ناجمة عن الأرباح التي تحققها الشركة نتيجة نشاطها ونجاحها في عملها والتي يتقرر توزيعها، فيكون لذلك أثر إيجابي على القيمة السوقية للسهم العادي بالارتفاع، في حين أن عدم توزيع الشركة أرباح على الأسهم

¹ مروان جمعة درويش، اختبار نموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل في بورصة عمان، إرد للبحوث والدراسات، المجلد 12، العدد 1، جامعة إرد الأهلية، عمان، الأردن، 2008، ص ص. 173-174.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص. 73.

³ أمجد إبراهيم البراجنة، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم المالية، تخصص محاسبة وتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2009، ص. 39.

العادية، وبالذات عندما يرتبط ذلك بضعف نشاط الشركة وعدم تحقيقها أرباح يؤثر سلبا على القيمة السوقية للسهم العادي بالانخفاض.

3. القيمة الدفترية للسهم

يتأثر سعر السهم في السوق بصورة كبيرة بالقيمة الدفترية، حيث أنه غالبا ما يكون هناك علاقة طردية بين القيمة الدفترية للسهم وقيمتها السوقية، أي أن الزيادة في القيمة الدفترية للسهم تنعكس على قيمته السوقية إيجابيا بالزيادة والعكس صحيح¹.

4. العرض والطلب

العرض والطلب على السهم في السوق المالية والمرتبط بمجموع العوامل السابقة والتي يمكن أن تؤدي إلى زيادة طلب الأسهم عن عرضها مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية، ويحدث العكس عندما يزيد عرض الأسهم عن طلبها فتتخفص قيمتها السوقية.

5. الأوضاع الاقتصادية العامة

تتقلب الأوضاع الاقتصادية للبلاد بين الانتعاش والانكماش، ففي حالة الانتعاش والذي يظهر أثره بوضوح في الناتج والدخل القومي المصاحب للنمو الاقتصادي تزداد الأنشطة الاقتصادية، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وبالتالي زيادة قيمتها السوقية، بينما في وقت الركود والانكماش الاقتصادي تقلص الأنشطة الاقتصادية والذي ينعكس على انخفاض الطلب على الأسهم وبالتالي انخفاض قيمتها السوقية.

6. سعر الفائدة

إن الارتفاع في سعر الفائدة من شأنه أن يخفض مستوى الاستهلاك في مختلف القطاعات الاقتصادية مما يؤدي إلى الانخفاض في الطلب ومنه حجم المبيعات والأرباح، ومع استمرار الارتفاع في سعر الفائدة تزداد تكاليف الديون المترتبة على الشركات المقترضة، الأمر الذي يكون على حساب الأرباح الموزعة لحملة الأسهم العادية، مما سيؤثر سلبا على رغبة المستثمرين في شراء الأسهم ومن ثم انخفاض قيمتها السوقية في السوق المالية².

¹ شهد على حسن البدارين، قياس قدرة مؤشرات الأداء المالية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم المالية، تخصص محاسبة، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة آل البيت، المفرق، عمان، 2019، ص.61.

² نفس المرجع، ص.61-62.

المبحث الثاني: المداخل المستخدمة في تحليل الأسهم العادية

تشير أدبيات الاستثمار في الأسواق المالية إلى وجود مدخلين أساسيين لتحليل الأوراق المالية بصفة عامة والأسهم العادية بصفة خاصة هما: مدخل التحليل الفني ومدخل التحليل الأساسي، وسيتم تلخيصهما فيما يلي:

المطلب الأول: مدخل التحليل الفني

يقوم التحليل الفني على إمكانية تتبع حركة أسعار الأوراق المالية التاريخية صعوداً ونزولاً من أجل تحديد أنماطها واتجاهاتها، ويمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأوراق المالية، وسيتم في هذا المطلب التطرق إلى مفهوم التحليل الفني وأدواته من خلال الفروع الموالية.

الفرع الأول: مفهوم التحليل الفني

ترجع بدايات التحليل الفني في العالم الغربي إلى نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين، وقد تبلورت مبادئه الأساسية بمتابعة أسعار الأسهم في البورصات الأمريكية، ومنذ ذلك الحين تم تطبيق مبادئه بنجاح ملحوظ على أي سوق حرة أخرى تضم عدد كبير من المتعاملين¹.

1. تعريف التحليل الفني

وردت العديد من التعاريف للتحليل الفني من أبرزها ما يلي:

"يشير التحليل الفني إلى دراسة حركة السوق نفسها بدلا من دراسة السلع والبضائع المتداولة فيها، فالتحليل الفني هو علم الرصد والتسجيل عادة في شكل رسوم بيانية، لجميع المعلومات التاريخية الخاصة بالتداول (تغيرات السعر، حجم التداول،...) لسهم معين أو مجموعة من الأسهم، ثم استنتاج الاتجاه المحتمل للأسعار في المستقبل من تلك الصورة التاريخية المرسومة"².

"تتحرك سوق الأوراق المالية في اتجاهات معينة، تتحدد وفق تغير مدارك ومواقف المستثمرين لمجموعة من الاعتبارات الاقتصادية والمالية والسياسية والسيكولوجية، والتحليل الفني ما هو إلا فن التعرف على التغيرات التي تطرأ على اتجاهات الأسعار في مرحلة مبكرة من الوقت، وذلك بهدف الاحتفاظ على وضع استثماري يتوافق مع الاتجاه الساري حتى يتحول مسار الأسعار إلى اتجاه آخر"³.

"التحليل الفني هو تحليل بيانات الأسعار الماضية لتحديد حركة الأسعار المستقبلية، وهو دراسة الأسعار من أجل القيام بتداولات أفضل، ويمكن إرجاع مبادئ التحليل الفني الحديث إلى نظرية داو التي طورها تشارلز عام 1900 والعديد من الأدوات التي استخدمها المحللون الفنيون لمساعدتهم على تحديد الصفقات المحتملة"⁴.

"يهتم التحليل الفني بدراسة المعلومات الداخلية الماضية للأوراق المالية دون الاهتمام بتطور السوق الداخلية أو الخارجية وذلك مثل تتبع حركة الأسعار في الماضي أو حركة التداول، ويهدف التحليل الفني عادة إلى توقع

¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص.302.

² Robert D. Edwards & Others, **Technical Analysis Of Stock Trends**, St. Lucie Press, Amacom, New York, United States Of America, 8th Ed, 2001, P.4.

³ عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ط5، 2006، ص.47.

⁴ Marilyn Mcdonald, **Forex Simplified: Behind The Scenes Of Currency Trading**, Marketplace Books Incorporated, Columbia, United States Of America, 2007, P.24.

حركة الأسعار في المدى القصير لتحديد توقيت البيع والشراء سواء لسهم معين أو لمجموعة من الأسهم، ولذلك فأحيانا يعرف التحليل الفني على أنه يجب على التساؤل الخاص متى؟ والتحليل الأساسي يجب على التساؤل الخاص ماذا؟¹.

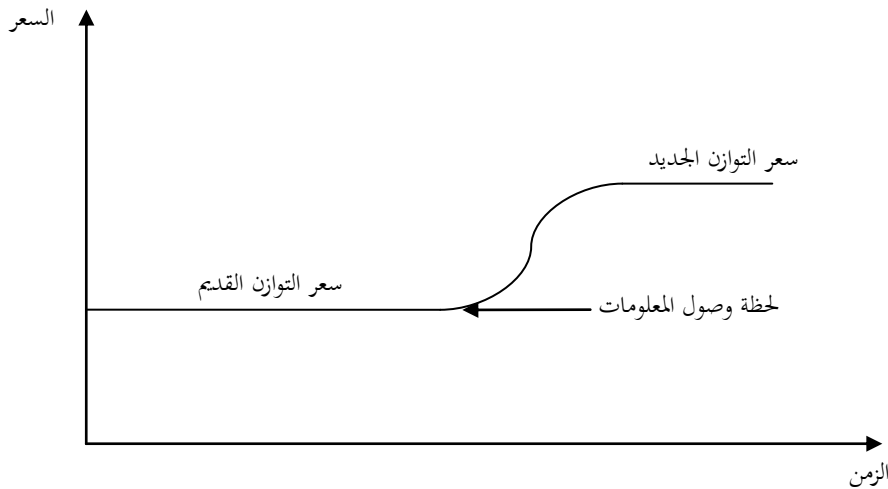
من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص أن التحليل الفني هو علم وفن في نفس الوقت للتنبؤ باتجاه حركة أسعار الأسهم في المستقبل انطلاقا من بياناتها الماضية أو التاريخية، فهو من جهة يستخدم أساليب كمية وإحصائية لدراسة الأسعار وأحجام التداول في الماضي، ومن جهة أخرى يعتمد على خبرة ومهارة المحلل الفني لقراءة وترجمة الرسوم البيانية والخرائط الفنية، بهدف تحديد التوقيت السليم لاتخاذ القرار الاستثماري إما بالبيع أو بالشراء.

2. فلسفة التحليل الفني

تقوم فلسفة التحليل الفني على مجموعة من الفرضيات تتمثل في²:

– السوق غير كفؤة: تقوم فلسفة التحليل الفني على فرضية أن السوق غير كفؤة وذلك لأن سرعة تغير أسعار الأسهم في السوق لا تستجيب بسرعة للبيانات والمعلومات الواردة، فالأسعار تتحرك وفق اتجاهات تستمر لفترة طويلة نسبيا؛ لأن المعلومات الجديدة التي تؤثر على العرض والطلب ومن ثم على سعر السهم لا تتدفق إلى السوق في نقطة زمنية واحدة بل تتدفق إليها خلال فترة زمنية ممتدة، أي أن المعلومات تصل إلى المستثمرين بشكل تدريجي حيث تتسرب من مديري الشركات وكبار العاملين فيها إلى المحللين من أصحاب النفوذ لتصل فيما بعد إلى المستثمرين العاديين، لذا لا يتوقع الفنيون أن تكون سرعة الانتقال إلى سعر التوازن الجديد بنفس السرعة التي يتوقعها المحللون الأساسيون، بل تقوم فكرتهم على أن يتم الانتقال إلى سعر التوازن الجديد بالتدريج والذي يعكس التدفق التدريجي للمعلومات كما يوضحه الشكل الموالي:

شكل (2-3): التغيير التدريجي لأسعار الأسهم



المصدر: أحمد محمد فرحات، مرجع سبق ذكره، ص.56.

¹ إيهاب الدسوقي، مرجع سبق ذكره، ص.47.

² أحمد محمد فرحات، إدارة المحافظ الاستثمارية، دائرة الكتب الوطنية، بنغازي، ليبيا، ط1، 2019، ص.55-57.

– الأسعار تتحرك في اتجاهات: يفترض التحليل الفني أن الأسعار تتحرك في اتجاهات مع احتمالية استمرار الاتجاه في حركته أكثر من احتمالية تقلبه، أي أن السعر سوف يستمر في حركته في نفس الاتجاه الذي يسير عليه لفترة معتبرة من الزمن حتى يحدث العكس، وتظهر إشارات تغير الاتجاه عند دراسة مجموعة من الأدوات مثل: مستويات الدعم والمقاومة، نماذج السعر، خطوط الاتجاه والمتوسط المتحرك وغيرها من المؤشرات.

– القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس قوى العرض والطلب: يفترض التحليل الفني بأن حركة الأسعار ما هي إلا انعكاس للتغيرات التي تطرأ على العرض والطلب، فإذا تفوق الطلب على العرض يرتفع السعر، وإذا تفوق العرض على الطلب ينخفض السعر، أي أن قوى العرض والطلب قد ينتج عنها ما يسمى بالسوق التصاعدي أو السوق التنازلي، وعليه فإن الرسوم البيانية للأسعار لا تتسبب في حد ذاتها في تحرك السوق للأعلى أو الأسفل بل تمثل انعكاس لسيكولوجية السوق سواء كانت لصالح الاتجاه التصاعدي أو الاتجاه التنازلي.

– تتحكم في قوى العرض والطلب العديد من العوامل بعضها رشيد والبعض الآخر غير رشيد، حيث تتضمن العوامل الرشيدة المعلومات المالية الخاصة بالورقة المالية والتي تنعكس آثارها على سلوك المستثمرين في السوق، أما العوامل غير الرشيدة فتتضمن آراء ومزاج وتحمينات المستثمرين، وتؤدي آلية السوق دور الموازنة بين هذه العوامل لتحديد الأسعار الملائمة¹.

– التاريخ يعيد نفسه: يعتمد التحليل الفني على فرضية أن التاريخ يعيد نفسه وأن فهم المستقبل يكمن في دراسة الماضي وأن المستقبل ما هو إلا تكرار للماضي.

– حجم التداول يؤكد اتجاه السعر: يفترض التحليل الفني أنه لا بد أن يتزايد حجم التداول في بداية خط الاتجاه التصاعدي عندما ترتفع الأسعار للأعلى نتيجة زيادة أوامر الشراء (زيادة الطلب)، وفي بداية خط الاتجاه التنازلي عندما تنخفض الأسعار للأسفل نتيجة زيادة أوامر البيع (زيادة العرض)، ويعتقد المحللون الفنيون بأن حجم التداول يسبق حركة تغير اتجاه السعر فتتغير التغيرات في أوامر البيع والشراء في مؤشر حجم التداول قبل ظهورها على حركة السعر، أي أن حجم التداول يعكس مدى ضغوط البيع أو الشراء في السوق وينقسم إلى حجم الطلب وحجم العرض، وعن طريق مقارنة نسبة الطلب إلى العرض يتم تحديد درجة ميل السوق إلى الاتجاه التصاعدي أو إلى الاتجاه التنازلي.

3. نظريات التحليل الفني

تتمثل أبرز نظريات التحليل الفني في كل من نظرية داو ونظرية موجات إليوت، ويمكن تلخيصها كما يلي:

1.2. نظرية داو Dow Theory: في عام 1887 طور Charles Dow اثنين من أوسع مؤشرات السوق استخداماً في تلك الفترة هما مؤشر الشركات الصناعية (مؤشر داوجونز الصناعي) ومؤشر صناعات سكك الحديد (مؤشر داوجونز للنقل)، وقد توصل داو إلى نظريته من خلال سلسلة من البحوث في جريدة وول ستريت والتي تمثل الأساس الذي يبنى عليه التحليل الفني الحديث²، وبعد وفاة Charles Dow عام 1902 قام العديد من

¹ عديلة مرمت، مرجع سبق ذكره، ص.65.

² نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص.205.

الباحثين بتعديل وتطوير نظرية داو من بينهم¹: (William Hamilton, Robert Rhea, E. George .Shaefer and Richard Russel).

وقد استطاعت هذه النظرية التنبؤ بالأزمة الكبرى عام 1929 حيث تم الإشارة في التحليل الذي اعتمد على نظرية داو والذي قامت بنشره جريدة وول ستريت في 29 أكتوبر 1929 إلى أن السوق الصعودي قد انتهى وأن السوق الهبوطي قد بدأ². ويجب الأخذ بعين الاعتبار عند تقييم نظرية داو أن المبادئ الأصلية استندت في البداية على متوسط مؤشر سواقين للأوراق المالية هما: مؤشر الشركات الصناعية ومؤشر صناعات السكك الحديدية، أما في الوقت الحاضر يمكن تطبيق مفاهيم نظرية داو على جميع مؤشرات السوق ويمكن أن تمتد إلى جميع الأسواق المالية الرئيسية³، ووفقا لهذه النظرية هناك العديد من المبادئ الأساسية لحركة سعر السوق يمكن تلخيصها كالآتي:

أ. **المتوسطات تحسم كل شيء**: تعكس تغيرات أسعار الاغلاق اليومية الأحكام الكلية والمشاعر لجميع المشاركين الحاليين والمحتملين في سوق الأوراق المالية أي أن المتوسطات تحسم كل المعلومات سواء المعروفة أو التي يمكن التنبؤ بها والتي قد تؤثر على العلاقة بين قوى العرض والطلب على الأسهم⁴. فالمتوسطات هي مؤشرات عددية تقيس التغيرات في الأسواق المالية ويعبر عنها كنسبة مئوية للتغير في يوم معين مقارنة بقيمتها في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم لمجموعة من أهم وأكبر الشركات، ارتفاعا وانخفاضاً الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها⁵.

ب. **السوق لها ثلاث اتجاهات**: حسب داو هناك ثلاث اتجاهات أو حركات لسوق الأسهم يمكن أن تحدث في وقت واحد شبهها بالمد والموجة والموجة على التوالي، تتمثل في:

– اتجاه رئيسي أو أولي: وهو الاتجاه الأساسي الأهم في سوق الأوراق المالية، ويعرف عادة باسم سوق الثور Bull Market ليدل على الاتجاه الصاعد للسوق أو سوق الدب Bear Market ليدل على الاتجاه الهابط للسوق، ويمكن أن يدوم هذا الاتجاه من أقل من سنة إلى عدة سنوات؛

– اتجاه ثانوي أو متوسط: ويتم تعريفه على أنه انخفاض مهم في سوق صاعدة أو صعود في سوق هابطة⁶، يدوم عادة بين ثلاث أسابيع إلى ثلاث أشهر حيث يمثل حركة تصحيحية تتراجع فيها الأسعار من ثلث إلى ثلثي المسافة التي قطعتها من قبل في اتجاهها الرئيسي الأولي؛

– اتجاه طفيف أو قصير الأجل: عبارة عن ردود أفعال قصيرة المدى عادة ما تكون مدتها أقل من 20 يوماً⁷.

¹ James Chen, **Essentials Of Technical Analysis For Financial Markets**, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, United States Of America, 2010, P.14.

² عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص.65.

³ James Chen, **Op.Cit**, P.14.

⁴ Martin J. Pring, **Technical Analysis Explained : The Successful Investor's Guide To Spotting Investment Trends And Turning Points**, McGraw-Hill Education, New York, United States Of America, 2014, P.30.

⁵ عبد المجيد المهيلي، مرجع سبق ذكره، ص.189.

⁶ Martin J. Pring, **Op.Cit**, P.31.

⁷ عبد المجيد المهيلي، مرجع سبق ذكره، ص.189.

ج. الاتجاه الرئيسي له ثلاث مراحل: حسب داو فإن الاتجاه الأهم هو الاتجاه الرئيسي والذي يضم ثلاث مراحل في الاتجاه السعودي¹:

— مرحلة التجميع أو التراكم: وهي الفترة التي تقوم فيها مجموعة قليلة من المستثمرين المتميزين بعيدي النظر ذوي الحس الاستثماري السليم بالشراء، في سوق يسودها جو استثماري متشائم نتيجة انتشار الأخبار الاقتصادية الكئيبة وغير المشجعة²؛

— مرحلة المشاركة العامة: وعادة ما تكون أطول مرحلة تبدأ عند تعرف المستثمرين على الاتجاه السعودي الجديد والدخول فيه، حيث يبدأ فيها السوق بكسب ثقة المزيد من المتعاملين وجذب مستثمرين جدد نتيجة الارتفاع المتواصل لأسعار السوق؛

— مرحلة الإفراط أو الاندفاع: وتبدأ هذه الأخيرة عندما يبدأ المستثمرون الأذكياء في بيع مراكزهم إلى المستثمرين الداخلين إلى السوق متأخرين في وقت غير سليم، بمعنى آخر هي المرحلة التي يبدأ فيها خروج مستثمري مرحلة التجميع من السوق مستغلين فرصة دخول مستثمرين طامعين في تحقيق ثروة سريعة وسط أنباء عن تحسن الوضع الاقتصادي العام وشيوع جو استثماري شديد التفاؤل³. في نهاية ذيل هذه المرحلة تظهر علامات تشير إلى احتمال بداية اتجاه رئيسي جديد معاكس للاتجاه السعودي أي الاتجاه الهبوطي والذي بدوره يضم ثلاث مراحل هي: التوزيع أو التصريف، المشاركة العامة والإفراط.

د. المتوسطات يجب أن تؤكد بعضها: تعتبر هذه الفرضية من أهم مبادئ النظرية، حيث أشار داو إلى أن المتوسطات يجب أن تؤكد بعضها البعض، لأن إشارات الاتجاهات لا تحدث حتى يعطي المتوسطان نفس الإشارة سواء كانت الإشارة إيجابية أو سلبية، وقد قام داو بتطبيق هذا المبدأ على المتوسط الصناعي ومتوسط السكك الحديدية، فعندما يعطي المتوسط الصناعي إشارة لبداية اتجاه صاعد رئيسي من خلال اختراق مستوى مقاومة أو قمة سابقة فإن هذه الإشارة يجب تأكيدها من خلال متوسط سكة الحديد ولا يشترط أن يكون في نفس الوقت، فربما يصل الفرق بين الإشارة والتأكيد إلى عدة أيام أو أسابيع ولكن كلما ظهرت الإشارتين في وقت متقارب كلما كان التأكيد أكثر قوة⁴.

هـ. حجم التداول يجب أن يعزز اتجاه الأسعار: على الرغم من أن نظرية داو تركز أساساً على حركة السعر إلا أنها تستعمل حجم التداول لأهميته في تأكيد وتعزيز الأسعار، فحركة الأسعار في الاتجاه الرئيسي يجب أن تكون مصحوبة بزيادة في حجم التداول بينما أي حركة تصحيحية نحو الاتجاه المعاكس يجب أن تكون مصحوبة

¹ James Chen, Op.Cit, PP.15-16.

² عبد المجيد المهيلي، مرجع سبق ذكره، ص.190.

³ نفس المرجع، نفس الصفحة.

⁴ ليندة آيت بشير، التحليل الفني ودوره في التنبؤ بحركة بورصة الأوراق المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2017-2018، ص.103.

بانخفاض معتبر في حجم التداول، فإذا كان الحجم يؤكد الاتجاه الرئيسي لحركة الأسعار فهو مؤشر على أن الاتجاه قوي ويجب أن يستمر¹.

و. الاتجاهات فعالة ومستمرة حتى ظهور إشارات الانعكاس: تفترض أن تواصل الأسعار سيرها في نفس الاتجاه السائد حتى تظهر إشارات محددة تعلن انعكاس مسار الأسعار حيث أن هذا الأخير لا يتغير بدون سبب قوي قادر على تعديله وتحويله إلى اتجاه آخر².

2.3. نظرية موجات إليوت Elliot Waves Theory: موجة إليوت هي شكل من أشكال التحليل الفني تم تطويرها من طرف Ralph Nelson Elliot في الثلاثينات من القرن الماضي، وقد لاحظ إليوت أن الأسواق المالية تتحرك وفق نمط متكرر ناتج عن السلوك الأساسي للمستثمرين المتمثل في الخوف والحماس، ولقد اكتشف إليوت عند استخدامه لبيانات مؤشر داوجونز الصناعي أن مسار حركة أسعار السوق المتغير باستمرار يحكمه إيقاع معين يعكس الانسجام الأساسي الموجود في الطبيعة³. ولقد نشر له في أوائل أربعينيات القرن الماضي كتيب قيم بعنوان "قانون الطبيعة سر الكون" جاء فيه أن هناك نمطا متكررا أو مقياسا لسيكولوجية الجماهير مكونا من 5 موجات إلى أعلى و3 موجات إلى أدنى مجموعها 8 موجات، وهذا النمط له قيمة تنبؤية فعندما تنتهي الخمس موجات الصاعدة ستليها ثلاث موجات هابطة والانعكاس صحيح⁴. وتبعاً لهذا المبدأ هناك ثلاث ركائز لسلوك الأسعار بالسوق هي⁵:

أ. نمط أو شكل حركة الأسعار: خمس موجات إلى أعلى وثلاث موجات إلى أدنى أو العكس؛

ب. النسب التي تحكم العلاقات السعرية بعضها ببعض: أهمها الحركة التصحيحية بتراجع الأسعار بنسبة (38.2%، 50%، 61.8%) من الحركة السابقة لها؛

ج. الزمن: وهي المدة التي تستغرقها الأسعار في حركتها من أدنى إلى أعلى سعر نسبي أو العكس، وتستخدم النسبة الذهبية (متتالية فيبوناتشي)* في التنبؤ بتاريخ تحول مسار الأسعار مستقبلاً.

تتكون دورة حركة السعر حسب إليوت من مجموعتين من الأمواج كما يوضحه الشكل (2-4)، تسمى المجموعة الأولى الدافعة وتحتوي على خمس موجات والتي تشكل حركة الاتجاه الرئيسي، أما المجموعة الثانية تسمى التصحيحية وتحتوي على ثلاث موجات والتي تشكل حركة الاتجاه التصحيحي أو المعاكس للاتجاه الرئيسي.

¹ James Chen, Op.Cit, P.16.

² عبد المجيد المهيلمي، مرجع سبق ذكره، ص.191.

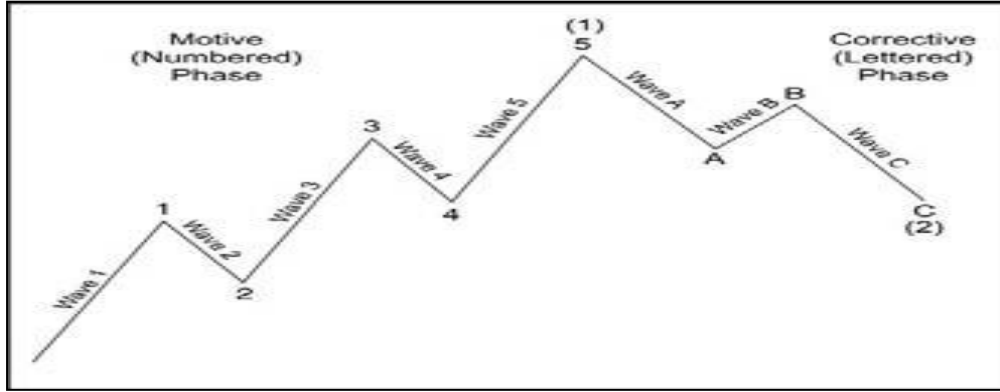
³ Xntrades, Guide To Elliot Wave Analysis, Available on: <https://xntrades.com/wp-content/uploads/2018/04/Guide-To-Elliott-Wave-Analysis.pdf> , Consulted the: 15/12/2020.

⁴ عبد المجيد المهيلمي، مرجع سبق ذكره، ص.204.

⁵ نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص.211.

* متتالية فيبوناتشي هي متتالية أعداد طبيعية موجبة مرتبطة بعلاقة معينة مبدأها أن كل رقم يساوي مجموع الرقمين السابقين له في المتتالية، هذه المتتالية التي اكتشفها عالم الرياضيات ليوناردو فيبوناتشي تبدأ بالأعداد كالتالي: 0-1-1-2-3-5-8-13-21-34.... إلخ، حيث أن كل رقم يساوي مجموع الرقمين السابقين، كما أن هذه المتتالية تحتوي على النسبة الذهبية حيث أن حاصل قسمة كل عدد في المتتالية على العدد الذي قبله يقترب تدريجياً من الرقم 1.618 الذي يسمى الرقم الذهبي.

شكل (2-4): الهيكل الأساسي لموجة إليوت



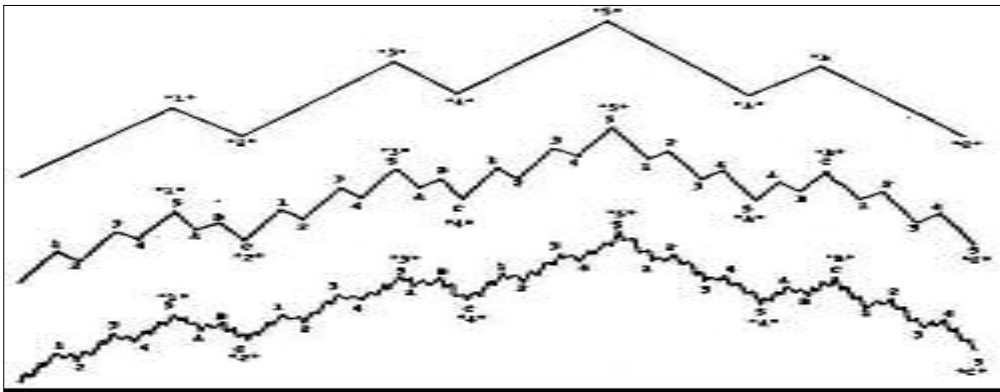
Source: James Chen, Op.Cit, P.171.

من بين مجموعة الموجات الخمس الدافعة التي تشكل حركة الاتجاه الرئيسي ثلاثة (الموجة 1، 3، 5) تتحرك في اتجاه الاتجاه الرئيسي ويطلق عليها أيضا الأمواج الدافعة¹، أما الموجتان (الموجة 2 و 4) تتحرك عكس الاتجاه الرئيسي لذلك تسمى بالأمواج التصحيحية، تصحح الموجتان 2 و 4 جزء من الموجتين 1 و 3 على التوالي.

من بين مجموعة الموجات الثلاث التصحيحية التي تشكل الحركة التصحيحية الشاملة اثنتان (الموجة A و C) تتحرك في اتجاه حركة الاتجاه المعاكس الجديد، ويطلق عليها الأمواج الدافعة لأنها تتحرك في نفس اتجاه الاتجاه التصحيحي الجديد؛ أما الموجة الثانية (الموجة B) تتحرك عكس الاتجاه التصحيحي الجديد ويطلق عليها الموجة التصحيحية، وتصحح هذه الأخيرة جزء من الموجة A².

تقوم نظرية موجة إليوت في منهج تحليل السوق على أنماط الموجات المتكررة وتتابع أرقام فيبوناتشي، حيث أن كل موجة تتركب من موجات أصغر والأصغر تتركب من موجات أدق وهكذا، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

شكل (2-5): أنماط الموجات المتكررة لإليوت



المصدر: سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص.110.

بالنسبة لمجموعة الموجات الخمس الدافعة هناك ثلاث قواعد يجب اتباعها عند تطبيق نظرية موجة إليوت لتمثيل حركة الأسعار المالية بيانها، حيث أن غياب أو عدم تطبيق إحداها يخل بشروط العد الصحيح للموجات وهي³:

¹ James Chen, Op.Cit, P.170.

² Ibid, P.171.

³ James Chen, Op.Cit, P.173.

– يجب أن لا تتحرك الموجة 2 بعد نقطة بداية الموجة 1، أي استحالة تراجع الموجة 2 إلى أدنى من نقطة بداية الموجة 1؛

– يجب أن لا تكون الموجة 3 الأقصر بين الموجات الخمس الدافعة؛

– يجب أن لا تدخل أبداً الموجة 4 ضمن المجال سعري للموجة 1، أي عدم تشابك الموجة 4 مع الموجة 1 حيث أن أدنى نقطة بالموجة 4 يجب أن تكون فوق أعلى نقطة من الموجة 1.

وعلى العموم تستخدم نظرية موجة إليوت في حساب هدف سعري معين سواء أعلى أو أدنى سعر يمكن أن تصل إليه الأسعار خلال حركتها في الاتجاه الجاري، وإذا كان هدف المستثمرين بالسوق هو تحقيق الأرباح فإن وسيلتهم إلى ذلك هي معرفة اتجاه الأسعار المستقبلي لبناء المراكز الاستثمارية السليمة واتخاذ قرارات الشراء والبيع الصائبة، وتساعد هذه النظرية في ذلك حيث أنها ترسم خارطة لحركة الأسعار كما أنها تفيد في حساب نقاط التحول السعري والزمنية، ويمكن استخدامها على غرار تحديد أهداف سعريّة من المرجح أن تصل إليها الأسعار في تحديد أزمّة معينة يتوقع أن تغير عندها الأسعار اتجاهها، وهو ما يتيح للمضارب والمستثمر معرفة أنسب الأسعار والأوقات للدخول والخروج من السوق¹.

الفرع الثاني: أدوات التحليل الفني لغرض التنبؤ بحركة السوق

يقصد بأدوات التحليل الفني لغرض التنبؤ بحركة السوق مؤشرات السوق التي تهدف إلى قياس القوة النسبية للسوق وتحديد اتجاه الأسعار فيها إذا كانت تتجه نحو الصعود أو نحو الهبوط، ويمكن تقسيم هذه المؤشرات أو المقاييس إلى ثلاث مجموعات هي: مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين، مقاييس وجهة النظر المضادة ومقاييس المستثمر المحترف.

1. مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين Investor Sentiment Metrics

تعتبر مقاييس ميل المستثمرين مؤشراً لاتجاه الحركة المستقبلية لأسعار الأوق المالية، ومن أبرز تلك المقاييس: **1.1 مؤشر بارون للثقة Barron's Confidence Index**: تتراوح قيمته عادة بين 85% و 98% يتم قياسه وفق الصيغة الآتية²:

$$\text{مؤشر الثقة} = \frac{\text{عائد السندات مرتفعة الجودة}}{\text{عائد السندات متوسطة الجودة}} \times 100$$

تقوم فكرة مؤشر الثقة على أساس أنه إذا زادت ثقة المستثمرين بالسوق وتفاؤلهم بشأن المستقبل، يتوقع حينها أن يزيد الطلب على السندات التي تنطوي على مخاطر أكبر، وبالتالي ترتفع القيمة السوقية لتلك السندات وينخفض عائدها بالتبعية ليقترّب من عائد السندات مرتفعة الجودة، ومن ثم تقترب نسبة المؤشر من 100% والعكس يصبح صحيحاً لو تراجع ثقة المستثمرين بالسوق.

¹ عبد المجيد المهيلي، مرجع سبق ذكره، ص. 207.

² منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص. 430.

يساعد مؤشر الثقة المستثمر على تحديد توقيت القرار الاستثماري، فعندما تكون قيمة المؤشر في صعود فهذا يشير إلى أن الحالة الاقتصادية العامة جيدة وأن أسعار السوق سوف تتجه نحو الصعود أكثر مستقبلاً، ومن ثم يكون التوقيت ملائم لقرار الشراء، أما إذا كانت قيمة المؤشر آخذة في الهبوط مما يشير إلى أن الحالة الاقتصادية العامة غير مشجعة وأن أسعار السوق ستتجه نحو الهبوط أكثر مستقبلاً، ومن ثم يكون التوقيت ملائم لقرار البيع. يعاب على مؤشر بارون أنه يركز على جانب الطلب على السندات كمحدد للعائد بينما يتجاهل عوامل أخرى كحجم العرض النقدي¹.

2.1. مؤشر المستويات العليا والدنيا High And Low Index: يعطي هذا المؤشر للمستثمر المعلومات التي يحتاجها بشأن توقيت قرار الاستثمار وما إذا كان القرار بالبيع أو الشراء، ويحسب وفق الصيغة الموالية²:

$$\text{مؤشر المستويات العليا والدنيا} = \frac{R}{R + R^*}$$

حيث:

R: عدد الأسهم التي حققت مستوى مرتفع لم تصل إليه من قبل؛

R*: عدد الأسهم التي حققت مستوى منخفض لم تصل إليه من قبل.

تنحصر قيمة هذا المؤشر بين 0 و 1، فإذا كانت هذه الأخيرة قريبة من الواحد الصحيح دل ذلك على أن عددا كبيرا من الأسهم قد ارتفعت أسعارها إلى مستوى لم تصل إليه من قبل، أما إذا اقتربت قيمة المؤشر من الصفر كان ذلك دليل على أن عددا كبيرا من الأسهم قد انخفضت أسعارها إلى مستوى لم تصل إليه من قبل، كذلك عندما تكون قيمة المؤشر أقل من 0.1 فيعد ذلك مؤشر على انتهاء مرحلة تدهور الأسعار، أما إذا كانت قيمته أكبر من 0.9 فيعد ذلك مؤشر على بلوغ ارتفاع الأسعار ذروتها وهي في طريقها نحو الانخفاض³.

3.1. مؤشر الارتفاع والانخفاض Advance-Dcline Ratio: إن هذا المؤشر يقيس ميل المستثمرين إلى الأسهم التي سجلت ارتفاعا في قيمتها السوقية إلى عدد الأسهم التي سجلت انخفاضا في قيمتها السوقية، ويمكن حسابه كالاتي:

$$\text{نسبة الارتفاع والانخفاض} = \frac{\text{عدد الأسهم التي حققت صعودا}}{\text{عدد الأسهم التي حققت هبوطا}}$$

¹ نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص.193.

² نفس المرجع، نفس الصفحة.

³ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.432.

ويدعي أنصار هذا المقياس أنه عندما تكون النسبة 0.6 أو أكثر فإنه يعد مؤشر على أن الاتجاه الصعودي للسوق يقترب من نهايته، أما إذا بلغت النسبة 0.35 أو أقل دل ذلك على أن الاتجاه الهبوطي بلغ نهايته وأن الأسعار سوف تتجه حالاً نحو الارتفاع، فكل هذه المعلومات تفيد المستثمر في توقيت قرار الاستثمار¹.

2. مقاييس وجهة النظر المضادة Contrary Opinion Metrics

تعتمد وجهة النظر على اعتقاد أنه توجد مجموعة من المستثمرين عادة ما تتخذ قرارات استثمارية خاطئة خاصة عندما تكون أسعار السوق في طريقها إلى التحول، وتقتضي الاستراتيجية الناجحة معرفة قرارات هؤلاء المستثمرين وعلى ضوءها تتخذ قرارات عكسية²، ومن أهم تلك المقاييس:

1.2. مؤشر توازن الكميات الكسرية Odd-Lot Balance Index: يقصد بالكمية الكسرية صفقات البيع والشراء التي لا يتجاوز حجمها 100 سهماً والتي عادة ما يبرمها صغار المستثمرين، ويتم حساب هذا المؤشر وفق الصيغة الآتية³:

$$\text{مؤشر توازن الكميات الكسرية} = \frac{\text{مبيعات الكميات الكسرية}}{\text{مشتريات الكميات الكسرية}}$$

يمكن عن طريق هذا المؤشر معرفة حركة السوق من خلال التعرف على الحالة التي تسيطر على صغار المستثمرين، فإذا زادت هذه النسبة عن الواحد الصحيح دل ذلك على أن مبيعات الكمية الكسرية أكبر من المشتريات والحالة المسيطرة على صغار المستثمرين هي التشاؤم، ولذلك يقوم الفنيون والمحترفون بالشراء لاعتبار أن أسعار السوق سوف تتجه نحو الصعود لاحقاً، والعكس يمكن أن يحدث في حالة كون هذا المؤشر أقل من الواحد الصحيح⁴.

فالمعلومات تصل إلى صغار المستثمرين متأخرة ومن ثم فإن اتخاذهم لقرارات استثمارية خاطئة يعد أمراً محتملاً، كما أنهم لا يستجيبون بالسرعة الكافية لورود المعلومات، وعادة ما يتخذ صغار المستثمرين قرار الشراء عندما تكون الأسعار قد وصلت أو اقتربت من الوصول إلى أعلى مستوى ممكن لها، وعليه فعندما يبدأ هؤلاء في إصدار أوامر الشراء يكون الوقت ملائماً للمستثمر المحترف لأن يصدر أوامر البيع⁵.

3. مقاييس المستثمر المحترف Professional Investor Metrics

يقصد بالمستثمر المحترف المؤسسات المتخصصة في الاستثمار وكبار المدراء والملاك، ويعتقد المحللون الفنيون أنه قد تتوافر لدى المستثمرين المحترفين معلومات قد لا تتاح لغيرهم مما يساعدهم على تحقيق عوائد غير عادية،

¹ حنان سعدي، دور التحليل الأساسي في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية: دراسة حالة الأسهم المدرجة في بورصة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد مالي وتقنيات كمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2018-2019، ص.139.

² نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص.194.

³ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.436.

⁴ عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.90.

⁵ نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص.194.

ومن ثم يصبح من الضروري متابعة قرارات هؤلاء المستثمرين المحترفين ومحاكاتها¹، ومن أبرز هذه المقاييس المؤشرين التاليين:

1.3. نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين Specialist's Short-Sale Ratio: يستخدم هذا المؤشر لمعرفة اتجاهات المستثمرين المحترفين، ويتم حسابه كما يلي:

$$\text{نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين} = \frac{\text{المبيعات على المكشوف للمتخصصين}}{\text{مجموع المبيعات على المكشوف}}$$

البيع على المكشوف هو قيام المستثمر ببيع ورقة مالية لا يمتلكها (في الغالب يتم اقتراضها من الوسيط المالي) ليتم شرائها في وقت لاحق، وذلك بناء على توقع المستثمر بانخفاض سعرها في السوق المالية عن سعر البيع، وبالتالي يحقق ربحاً يتمثل في الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، أما لو ارتفع سعر الورقة المالية فإن البائع على المكشوف سيحقق خسائر².

وتمثل النسبة العادية للبيع على المكشوف بواسطة المتخصصين نحو 40%، وينظر الفنيون إلى انخفاض هذه النسبة إلى أقل من 30% على أنها علامة تفاعل تدل على أن المتخصصين في شك بشأن احتمال ارتفاع الأسعار مستقبلاً فيقللون من عملية المشاركة في البيع على المكشوف، وعلى عكس ذلك فإن زيادة هذه النسبة عن 50% تعتبر علامة تشاؤم وهي إشارة إلى السوق هابطة³.

على الرغم من أن هذا المقياس يعد مؤشراً ناجحاً لتحديد التوقيت الملائم للقرار الاستثماري إلا أنه يصعب على المستثمر العادي الاستفادة منه، وذلك بسبب أن بيانات صفقات البيع على المكشوف التي يتم إبرامها من طرف المتخصصين تنشر بعد أسبوعين من إعدادها، وهي فترة طويلة نسبياً يحتمل فيها أن تكون أوضاع السوق قد تغيرت ومن ثم يصعب الاستفادة من نتائج هذا المؤشر⁴.

2.3. مؤشر الكميات الكبيرة Big Block Index: يختص هذا المؤشر بالصفقات التي تبرمها المؤسسات المتخصصة في الاستثمار والتي عادة ما تكون في حدود 50 ألف سهم أو أكثر في الصفقة الواحدة، وعادة ما يتولى تلك الاستثمارات مديرين محترفين يحققون عوائد متميزة وعليه فإن تتبع هذه الصفقات من قبل الآخرين سيكون مثمراً، ويتم حساب هذا المؤشر وفق الصيغة الموالية⁵:

¹ إسماعيل إسماعيل، أيمن سوسق، مدى اعتماد المستثمرين على التحليل المالي في سوق دمشق للأوراق المالية: دراسة مسحية من وجهة نظر عينة الدراسة، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 36، العدد 4، جامعة تشرين، اللاذقية، سوريا، 2014، ص. 141، من الموقع:

<http://journal.tishreen.edu.sy/index.php/econlaw/article/view/1069/1027>

² نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص. 287.

³ حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم: دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية وفلسطين)، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص. 103.

⁴ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص. 439.

⁵ نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص. 195.

$$\text{مؤشر الكميات الكبيرة} = \frac{\text{عدد الصفقات بأسعار صعودية}}{\text{عدد الصفقات بأسعار نزولية}}$$

ويقصد ببسط المؤشر عدد الصفقات الكبيرة التي أبرمت بأسعار أعلى من السعر التي أبرمت به آخر صفقة، أما مقام المؤشر فيقصد به عدد الصفقات الكبيرة التي أبرمت بسعر أعلى من السعر التي أبرمت به آخر صفقة إضافة إلى عدد الصفقات التي أبرمت بسعر أقل من سعر آخر صفقة، بينما الصفقات التي أبرمت بنفس السعر التي أبرمت به آخر صفقة فلا تأخذ في الحسبان¹.

إن زيادة الصفقات التي تبرم بأسعار أعلى عن ذي قبل تعد مؤشراً على اتجاه السوق نحو الارتفاع ويدل ذلك على التوقيت الملائم لإبرام صفقات الشراء، والعكس صحيح إذا زادت الصفقات التي تبرم بأسعار أقل، حيث تتراوح قيمة المؤشر بين 0 و 1 فكلما اقتربت قيمته من الصفر كان ذلك مؤشراً على اتجاه الأسعار نحو الانخفاض، أما إذا اقتربت قيمة المؤشر من الواحد الصحيح دل ذلك على اتجاه أسعار السوق نحو الصعود².

الفرع الثالث: أدوات التحليل الفني لغرض التنبؤ بحركة الأسهم

كما تم الإشارة إليه سابقاً من خلال التعريف فالتحليل الفني يعتمد على خبرة ومهارة المحلل الفني لقراءة وترجمة الرسوم البيانية والخرائط الفنية بهدف تحديد التوقيت السليم لاتخاذ القرار الاستثماري، حيث يقوم المحلل بدراسة نمط تغير سعر السهم عبر الزمن من خلال خرائط بيانية لتكوين رؤية عن اتجاه حركة السعر في المستقبل، وسيتم في هذا الفرع التطرق إلى أربع أدوات رئيسية للتنبؤ بحركة الأسهم تعد الأكثر استخداماً من طرف الفنيين.

1. مؤشر أو خريطة القوة النسبية للسهم Relative Strength Indicator

تمثل خريطة القوة النسبية للسهم أحد أدوات التحليل الفني التي تتعامل مع تنبؤات الأسعار الفردية للأسهم أو مجموعة الصناعة أكثر من تعاملها مع إجمالي السوق³، وتشير القوة النسبية للسهم إلى درجة تقلب أسعار الأسهم في السوق، إذ ترتفع أسعار بعض الأسهم بسرعة في السوق الصاعدة (سوق الثور) أو تنخفض ببطء شديد في السوق النزولية (سوق الدب)، ويطلق على هذا النوع بالأسهم التي تتسم أسعارها بقوة نسبية وعادة ما يتولد عنها عائد متميز⁴.

وتعرف القوة النسبية للسهم بأنها نسبة سعر السهم إلى مؤشر السوق، أو إلى مؤشر الصناعة أو أنها معدل السعر للسهم نفسه خلال مدة زمنية سابقة، كذلك يمكن احتساب القوة النسبية من خلال نسبة معدل سعر الصناعة إلى معدل سعر السوق، ويتم إسقاط هذه النسب في شكل بياني بغية رسم خريطة نسبية للأسعار خلال

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص. 239.

² منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص. 440.

³ عبد الحكيم هشام طلعت، التحليل الفني لاتجاهات أسعار الأسهم باستخدام خارطة تحليل القوة النسبية: دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 16، العدد 57، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2010، ص. 19، من الموقع:

<https://www.iasj.net/iasj/download/171db97fd60202f7>

⁴ مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص. 319.

الفترات الزمنية السابقة. وبعد أن يعد المحلل خرائط أو رسوم بيانية مماثلة لعدد كبير من الأسهم التي تنتمي إلى صناعات مختلفة خلال مدة زمنية محددة يمكنه تحديد الصناعات والشركات التي حققت أسهمها قوة نسبية متميزة¹، حيث تتجه قرارات الاستثمار الرشيدة نحو تلك الشركات التي أعطت أسهمها قوة نسبية مقارنة بغيرها، لأن ذلك يضمن للمستثمر تحقيق العائد المتميز والمرتبط بدرجة منخفضة من المخاطرة².

2. خريطة المتوسط المتحرك Moving Average Chart

تعتبر المتوسطات المتحركة من أكثر الأدوات الفنية استخداماً من قبل المحللين الفنيين، فالمتوسط هو القيمة النموذجية أو القيمة الممثلة لمجموعة من البيانات، ويعد المتوسط المتحرك إحدى الطرق المستخدمة لتمهيد وتسوية سلسلة زمنية معينة، أي للتخلص من الذبذبات الحادة التي قد تحتويها هذه الأخيرة بسبب التغيرات العارضة والتقلبات الدورية أو الموسمية حتى يتبين اتجاهها العام صعوداً أو نزولاً³.

ويعتقد الفنيون أن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين، ولدراسة هذا التحرك يتم حساب المتوسطات المتحركة لأسعار الأسهم السائدة خلال فترة زمنية عادة ما تكون 200 يوم أو 30 أسبوع، وقد يقوم بعض المحللين بحساب المتوسطات المتحركة كل 10 أسابيع للوقوف على طبيعة الاتجاه في المدى المتوسط⁴. وتساعد خريطة المتوسط المتحرك على اتخاذ القرار الاستثماري السليم، حيث يتم اتخاذ إما قرار البيع أو الشراء استناداً إلى خريطة المتوسط المتحرك إذا توفرت فيها الشروط الملخصة بالنسبة لكل قرار في الجدول الموالي:

جدول (2-1): شروط اتخاذ قرار شراء أو بيع الأسهم استناداً إلى خريطة المتوسط المتحرك

شروط اتخاذ قرار البيع	شروط اتخاذ قرار الشراء
اتجاه كل من سعر السهم والمتوسط المتحرك نحو النزول.	اتجاه كل من سعر السهم والمتوسط المتحرك نحو الصعود.
السعر الفعلي للسهم أعلى المتوسط المتحرك المتجه للهبوط.	السعر الفعلي للسهم أسفل المتوسط المتحرك المتجه للصعود.
المتوسط المتحرك في لحظة معينة أعلى من السعر الفعلي للسهم	المتوسط المتحرك في لحظة معينة أسفل من السعر الفعلي للسهم
المتجه نحو الصعود ليعود للهبوط دون أن يبلغ المتوسط المتحرك.	المتجه نحو الهبوط ليعود للارتفاع دون أن يبلغ المتوسط المتحرك.

المصدر: تم إعداده اعتماداً على: منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.447.

ويوضح كل من الشكل (2-6) و(2-7) منطقة اتخاذ قرار الشراء ومنطقة اتخاذ قرار البيع على التوالي حسب خريطة المتوسط المتحرك كالتالي:

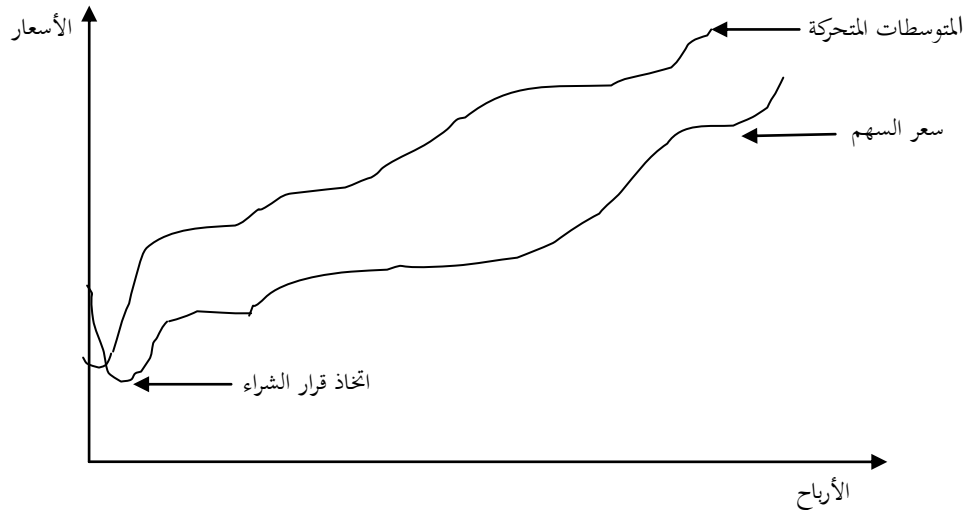
¹ عبد الحكيم هشام طلعت، مرجع سبق ذكره، ص.19-20.

² مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص.321.

³ عبد المجيد المهيلمي، مرجع سبق ذكره، ص.159.

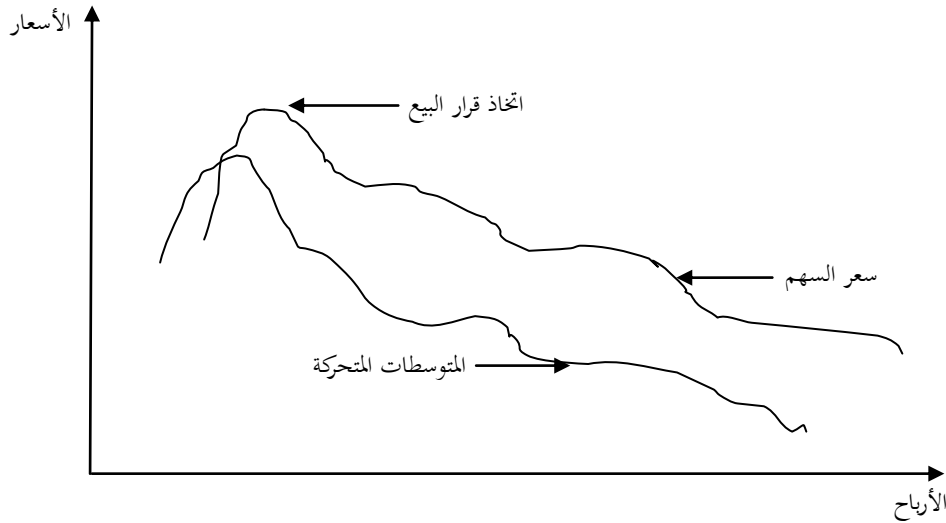
⁴ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.446.

شكل (2-6): خريطة ارتفاع الأسعار من خلال المتوسطات المتحركة



المصدر: عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.94. يتضح من الشكل السابق أن التوقيت ملائم لاتخاذ قرار الشراء لأن الأسعار تحولت من الهبوط إلى ارتفاع مستمر، ويوحى ذلك بالوضعية الجيدة للسهم في السوق.

شكل (2-7): خريطة انخفاض الأسعار من خلال المتوسطات المتحركة



المصدر: عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.95. يتضح من الشكل (2-7) أن التوقيت ملائم لاتخاذ قرار البيع لأن الأسعار تحولت من الصعود إلى الهبوط، وهو ما يوحي بأن السوق الهبوطية قد بدأت.

3. خرائط الأعمدة البيانية Bar Chart

توجد نماذج عديدة لخرائط الأعمدة البيانية، وتمثل هذه الخرائط أشكال بيانية محورها الرأسي سعر السهم، أما المحور الأفقي فيمثل تاريخ ذلك السعر، وكل تاريخ أمامه عمود يحدد أقصى سعر وأدنى سعر عند ذلك التاريخ كما توجد علامة على العمود تشير إلى سعر الاقفال، أما في أسفل الخريطة يتم وضع حجم الصفقات التي أبرمت في التاريخ الذي يشير إليه المحور الأفقي بالسعر الذي يشير إليه المحور الرأسي. ومن الخرائط الأكثر

استخداما من طرف المحللين الفنيين: خريطة مستويات الدعم والمقاومة، خريطة الرأس والأكتاف، إضافة إلى خرائط أخرى مثل المثلث والمستطيل.

1.3. خريطة مستويات الدعم والمقاومة Support & Resistance Levels Chart:

تمثل حواجز أو مستويات الدعم والمقاومة مستويات الأسعار التي من المتوقع أن يبدأ الاتجاه السعري عندها بالتوقف وأخذه مسارا معاكسا، فهي بمثابة سقوف وحدود نفسية لتحركات الأسعار المستقبلية¹، بعبارة أخرى تقوم خريطة مستويات الدعم والمقاومة على تصور لسلوك المستثمرين²، وتمثل مستويات الدعم والمقاومة حجم العرض والطلب الكافيين لتوقيف حركة الأسعار (من الارتفاع أو الانخفاض) مؤقتا³.

يشير مستوى الدعم إلى مستوى السعر الذي يكون المستثمرون عنده مستعدين لشراء ما يكفي من الأسهم (أي زيادة الطلب)، مما يمنع السعر مؤقتا من الانخفاض ويعكس اتجاهه الهبوطي ليرتفع مرة أخرى، أما مستوى المقاومة هو ذلك السعر الذي يكون عنده المستثمرون مستعدين لبيع ما يكفي من الأسهم (أي زيادة العرض)، مما يمنع السعر مؤقتا من المزيد من الارتفاع ويعكس اتجاهه الصعودي لينخفض مرة أخرى، فمستوى الدعم هو مستوى السعر الذي يتجاوز عنده الطلب على الأسهم المعروض منها، ومستوى المقاومة هو مستوى السعر الذي يتجاوز عنده المعروض من الأسهم الطلب عليها⁴.

يكون توقيت قرار البيع ملائما عندما يصل سعر السهم إلى مستوى المقاومة، أما توقيت الشراء عندما يصل سعر السهم إلى مستوى الدعم، ويعتقد بعض المحللين الفنيين أنه إذا ارتفعت الأسعار فوق مستوى المقاومة الحالي فيدل ذلك على ظهور مستوى مقاومة جديد، أما مستوى المقاومة الحالي سيعتبر بمثابة مستوى دعم جديد، وهو ما يوضحه الشكل (2-8).

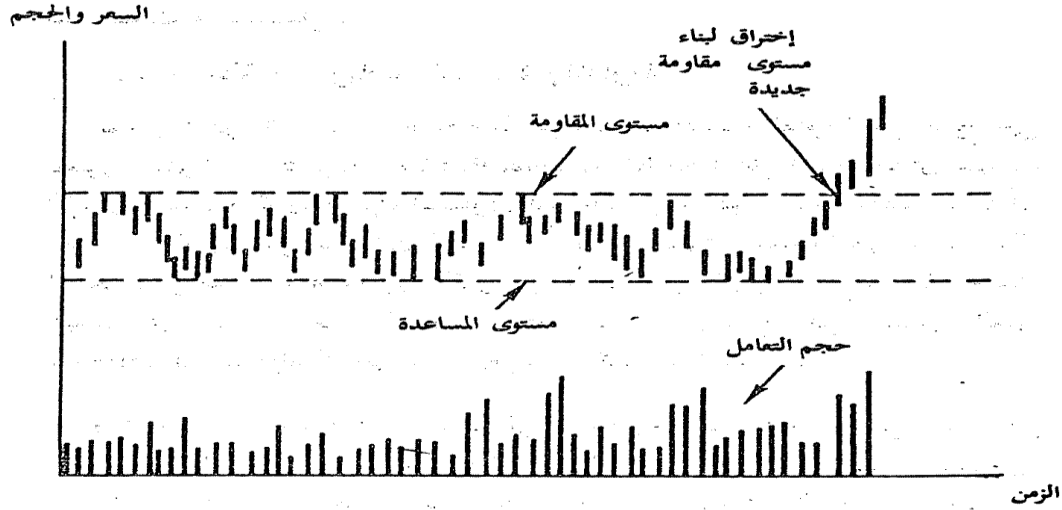
¹ تكثرشارت، دليل تكثرشارت للتحليل الفني، 2005، ص.9، من الموقع: <https://yemenforex.com/book/tickerchart.pdf>، تاريخ الاطلاع: 2021/01/23.

² منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.449.

³ Carol L. Osler, **Support For Resistance: Technical Analysis And Intraday Exchange Rates**, Economic Policy Review, Volume 6, Issue 2, New York, United States Of America, 2000, P.55., Available on: <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/00v06n2/0007osle.pdf>

⁴ Stuart Evens, **Support And Resistance**, Technical Analysis Of Stocks And Commodities Articles, Volume 17, Issue 1, Seattle, United States Of America, 1999, P.55., Available on: https://www.fidelity.com/bin-public/060_www_fidelity_com/documents/SupportandResistance.pdf

شكل (2-8): خريطة مستويات الدعم والمقاومة

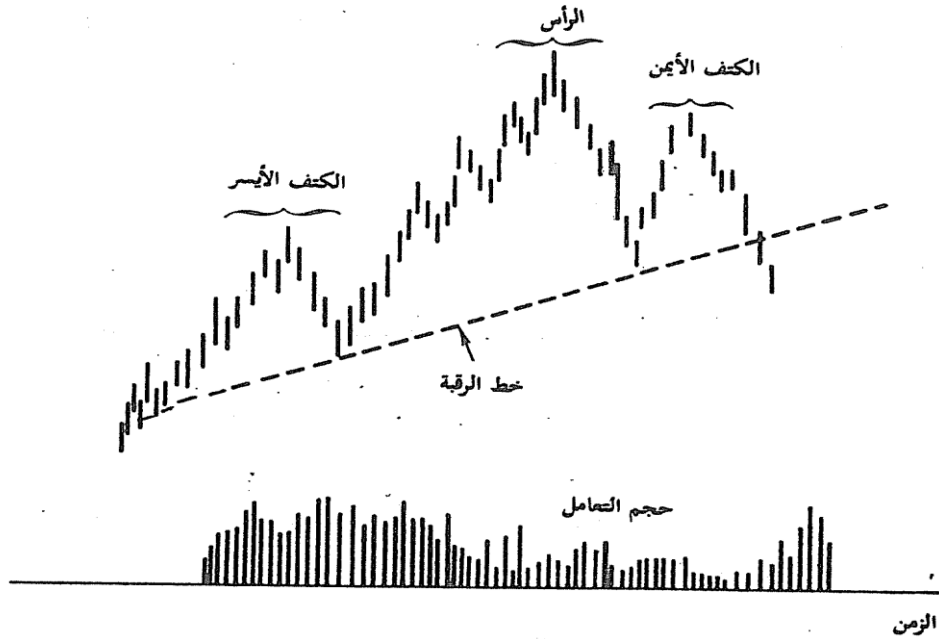


المصدر: منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.450.

2.3. خريطة الرأس والأكتاف Head & Shoulders chart:

يعد نمط الرأس والأكتاف من أنماط حركة السعر التي يبحث عنها المحللون الفنيون والذي يتضمن أربعة مكونات أساسية، كما يوضحه الشكل (2-9) وهي¹:

شكل (2-9): خريطة الرأس والأكتاف



المصدر: منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.451.

أ. ارتفاع مستمر في الأسعار نتيجة لزيادة مستمرة في حجم الصفقات، حيث يصل هذا الارتفاع إلى مستوى معين يتبعه انخفاض ثانوي في حجم الصفقات يؤدي إلى تراجع سعري، مكونا بذلك الكتف الأيسر؛

¹ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.449-451.

ب. زيادة في حجم الصفقات يترتب عليها ارتفاع مستمر في السعر ليصل إلى قمة أعلى مما وصل إليها الكتف الأيسر، يتبع ذلك انخفاض في حجم الصفقات يترتب عليه انخفاض في السعر يصل إلى مستوى أعلى بقليل من المستوى المتدني الذي وصل إليه الكتف الأيسر، ولكنه أقل بقليل من قمة الكتف الأيسر، وهذا ما يكون الرأس؛ ج. زيادة في حجم الصفقات بمعدل أقل من الزيادة في حجم الصفقات التي ساهمت في بناء الكتف الأيسر والرأس حتى تصل الأسعار إلى مستوى أقل من قمة الرأس، ثم تبدأ بعد ذلك في الهبوط مكونة الكتف الأيمن؛ د. حدوث انخفاض في السعر في نهاية المرحلة السابقة يتعدى خط الرقبة الذي يمثل التماس لأدنى مستوى سعري للرأس والأكتاف، وتعد هذه العلامة من وجهة نظر المحللين الفنيين مؤشرا للتوقيت الملائم لقرار البيع.

4. خريطة النقطة والشكل Point & Figure Chart

تختلف هذه الطريقة في رصدها للأسعار كليا عن باقي الطرق البيانية السابقة حيث أنها تهمل تماما عامل الوقت، فالزمن ليس له وجود على خريطة الأسعار، فكل ما يهم الرسام البياني هو التغيرات السعرية التي تفوق حدا معينا، أي أن تسجيل حركة الأسعار لا يتم كل فترة زمنية كما هو متبع في باقي الطرق البيانية الأخرى¹. خريطة النقطة والشكل عبارة عن رسم بياني يمثل فيه محور العينات سعر السهم أما المحور السيني فلا يمثل عنصر الزمن كما لا يمثل أي شيء آخر، ولا يتم تسجيل السعر الجديد على الخريطة إلا إذا كان التغير فيه بحجم معين (وحدة يحددها المحلل)، حيث يتم تسجيل علامة (X) أمام السعر الجديد إذا ارتفع سعر السهم وعلامة (O) إذا انخفض سعر السهم، أيضا لا يتم وضع العلامتين معا على نفس العمود إذ يمثل كل عمود إما الاتجاه الصعودي أو الاتجاه النزولي ولا يمكن أن يمثل الاتجاهين معا، كما يتم تسجيل علامة مربع أو أي شكل آخر أمام السعر الأول². ولتوضيح ما سبق سيتم افتراض أن بيانات الجدول (2-2) تمثل التغير الذي طرأ على سعر سهم إحدى الشركات خلال فترة معينة والتي تم تفرغها في خريطة النقطة والشكل الموضحة في الشكل (2-10):

جدول (2-2): التغير في سعر سهم ما خلال فترة زمنية معينة

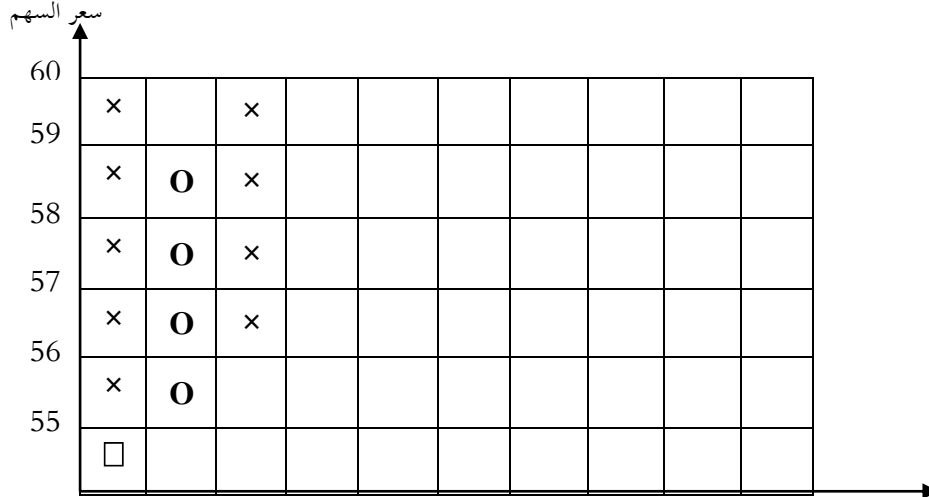
التاريخ	سعر الاغلاق	التاريخ	التفريغ في الجدول	سعر الاغلاق	التاريخ
1	55.00	7	□	56.75	000 حتى 56
2	55.75	8	لا شيء	56.00	لا شيء
3	57.50	9	×× حتى 57	57.25	× عند 57
4	58.00	10	× عند 58	57.75	لا شيء
5	60.50	11	×× حتى 60	59.50	×× حتى 59
6	59.50	12	0 عند 59	60.00	× عند 60

المصدر: تم إعداده بناء على معطيات مفترضة.

¹ عبد المجيد المهيلمي، مرجع سبق ذكره، ص.66.

² منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.453.

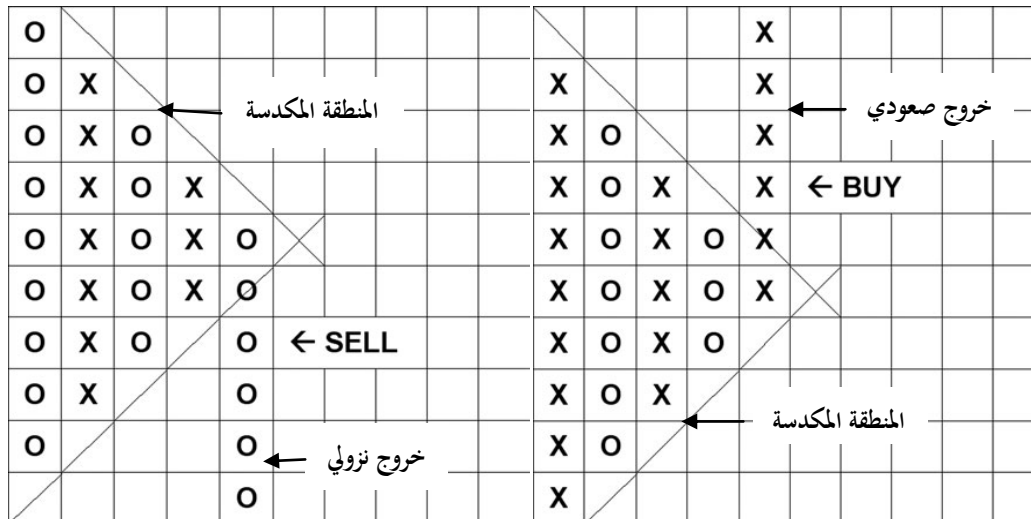
شكل (2-10): خريطة النقطة والشكل



المصدر: تم إعداده بناء على معطيات الجدول (2-2).

يهتم المحلل الفني بعد رسمه لخريطة النقطة والشكل بالمنطقة المكدسة كما يوضحها الشكل (2-11) بغرض دراسة الاتجاه العام، والتي تمكنه من اتخاذ القرار وكذا التنبؤ بالاتجاه الذي تسلكه الأسعار قبل خروجها من تلك المنطقة إن كان صعودي أو نزولي، فيرى البعض أن معرفة هذا الاتجاه تتم بمقارنة عدد الأعمدة داخل المنطقة المكدسة التي تمثل ارتفاع في السعر مع تلك الأعمدة التي تمثل انخفاض في السعر، فإذا كان عدد الأعمدة التي تمثل ارتفاعاً في السعر أكبر من الأخرى فمن المتوقع أن يكون اتجاه خروج الأسعار صعودي والعكس صحيح، غير أن هذا الرأي غير دقيق في بعض الأحيان¹. ويعبر الخروج الصعودي للأسعار عن حالة ارتفاع الأسعار فيكون التوقيت ملائماً لاتخاذ قرار الشراء، بينما يعبر الخروج النزولي للأسعار عن حالة انخفاض الأسعار فيكون التوقيت ملائماً لاتخاذ قرار البيع².

شكل (2-11): المنطقة المكدسة والخروج النزولي و الصعودي لأسعار الأسهم



Source: James Chen, Op.Cit, PP.188-189.

¹ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص.117.

² منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.456.

المطلب الثاني: مدخل التحليل الأساسي

يستخدم التحليل الأساسي الأساليب العلمية من أجل تقدير القيمة الحقيقية (القيمة العادلة) للسهم ومقارنتها مع قيمته السوقية لغرض اتخاذ القرار الاستثماري السليم، وذلك من خلال دراسة الظروف الاقتصادية العامة ومكونات الاقتصاد الكلي والجزئي، وتحليل القطاع الذي تنتمي إليه الشركة ثم تحليل سهم الشركة نفسها، وسيتم في هذا المطلب التطرق إلى مفهوم التحليل الأساسي ومراحل من خلال الفروع الموالية.

الفرع الأول: مفهوم التحليل الأساسي

يعد كل من David Dodd & Benjamin Graham من مؤسسي منهج التحليل الأساسي، حيث كانا أول من وضع قواعد هذا المنهج التنبؤي من خلال كتابهما "Security Analysis" الذي تم نشره عام 1934، ومنذ ذلك الوقت تطورت أساليب التحليل الأساسي في تحديد القيمة الجوهرية وهي القيمة الحقيقية التي يتجه نحوها سعر السهم على مدى فترة زمنية طويلة. ومن أشهر دعاة التحليل الأساسي إضافة إلى Dodd & Graham يجب ذكر كل من: Philip A. Fisher، Peter Lynch، Warren E. Buffet.¹

1. تعريف التحليل الأساسي

لقد وردت العديد من التعاريف لمنهج التحليل الأساسي من أبرزها ما يلي:
"يعنى التحليل الأساسي والذي يطلق على أصحابه بالأساسيين بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية الشركة، إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، وتمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره الشركة"².
"التحليل الأساسي هو تحليل ظروف الاقتصاد الكلي، وتحليل ظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، ومن ثم تحليل ظروف الشركة نفسها بهدف التنبؤ بالأرباح المستقبلية ودرجة المخاطرة المحيطة بها ومعدل العائد المطلوب، وذلك من أجل تحديد القيمة الحقيقية للسهم المصدر من طرف الشركة"³.
"التحليل الأساسي هو وسيلة من وسائل التحليل العلمية لاستقراء القيمة الجوهرية للسهم استنادا إلى الاعتقاد السائد بأن سعر السهم يميل إلى التحرك جهة قيمته الحقيقية، ومن خلاله يتم التنبؤ بسعر السهم المستقبلي واتجاهاته هبوطا أو صعودا، آخذين في الاعتبار البيئة الداخلية والخارجية للسوق"⁴.
مما سبق يمكن تعريف التحليل الأساسي على أنه منهج تحليلي علمي يعتمد على تحليل الأساسيون، يعنى بدراسة الظروف الاقتصادية بشكل عام، وظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة بشكل خاص، وكذا ظروف الشركة المصدرة للسهم بشكل مفصل، بغرض تقدير الأرباح المستقبلية وتقييم المخاطر التي يحتمل أن تتعرض لها

¹ Marta Figurska, Radoslaw Wisniewski, **Fundamental Analysis-Possibility Of Application On The Real Estate Market**, Journal Of Real Estate Management And Valuation, Volume 24, Issue 4, Warsaw, Poland, 2016, P.36., Available on:

<https://sciendo.com/pdf/10.1515/remav-2016-0028>

² منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.283.

³ أحمد محمد فرحات، مرجع سبق ذكره، ص.34.

⁴ أحمد أزهرى الطيب الفكي، مرجع سبق ذكره، ص.131.

تلك الأرباح، ومن ثم تحديد القيمة الحقيقية أو الجوهرية للسهم ومقارنتها مع قيمته السوقية من أجل اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

2. فرضيات التحليل الأساسي

يقوم التحليل الأساسي على مجموعة من الفرضيات يمكن تلخيصها كما يلي:

– السوق المالية كفؤة في شكلها الضعيف فقط، ولا يمكن تحقيق أرباح غير عادية من خلال تحليل المعلومات التاريخية ودراساتها؛

– إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية من خلال تحليل المعلومات الواردة، بغرض تحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها مع قيمتها السوقية، ومن ثم اكتشاف الأوراق ذات الحلل السعري واتخاذ قرار الشراء من عدمه، ومنه إمكانية تحقيق أرباح غير عادية¹؛

– لا يمكن الاعتماد على تحليل المعلومات من داخل السوق المالية فقط، بل يجب أيضا دراسة وتحليل المعلومات الخارجية المتعلقة بظروف الاقتصاد، ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة وظروف الشركة المصدرة للأوراق المالية من أجل تحديد قيمتها الحقيقية واتخاذ القرار الاستثماري السليم².

3. مداخل التحليل الأساسي

يعتمد المحللون الأساسيون على مدخلين في تحليل الأوراق المالية هما³:

1.3. مدخل التحليل الكلي فالجزئي Macro-Micro Approach: ويعرف أيضا بالتحليل من الأعلى إلى الأسفل، وحسب هذا المدخل تكون نقطة البداية تحليل الظروف الاقتصادية العامة ونقطة النهاية تحليل ظروف الشركة المصدرة للورقة المالية، حيث تهدف المرحلة الأولى إلى التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية للدولة والتأثير المحتمل لتلك التغيرات على سوق الأوراق المالية، تتبعها المرحلة الثانية والتي يتم فيها تحليل ظروف الصناعة أو القطاع في محاولة لمعرفة الصناعة أو الصناعات الواعدة، إما بسبب الظروف الاقتصادية التي يحتمل أن تسود في المستقبل، أو بسبب تطور تكنولوجي أو تغير اجتماعي، أو بسبب أي متغير آخر يحتمل أن يكون له تأثير على الصناعة، ثم تأتي المرحلة الأخيرة وهي مرحلة التحليل على مستوى الشركة بهدف معرفة أفضل الشركات داخل الصناعات الواعدة والتي يوصي المحللون بالاستثمار في أوراقها المالية، ويستخدم هذا المدخل عادة من أجل البحث عن أفضل ورقة مالية يمكن الاستثمار فيها⁴.

2.3. مدخل التحليل الجزئي فالكلي Micro-Macro Approach: ويعرف أيضا بالتحليل من الأسفل إلى الأعلى، وحسب هذا المدخل تكون نقطة البداية تحليل ظروف الشركات الفردية، تتبعها مرحلة تحليل الصناعة

¹ عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص ص. 62-63.

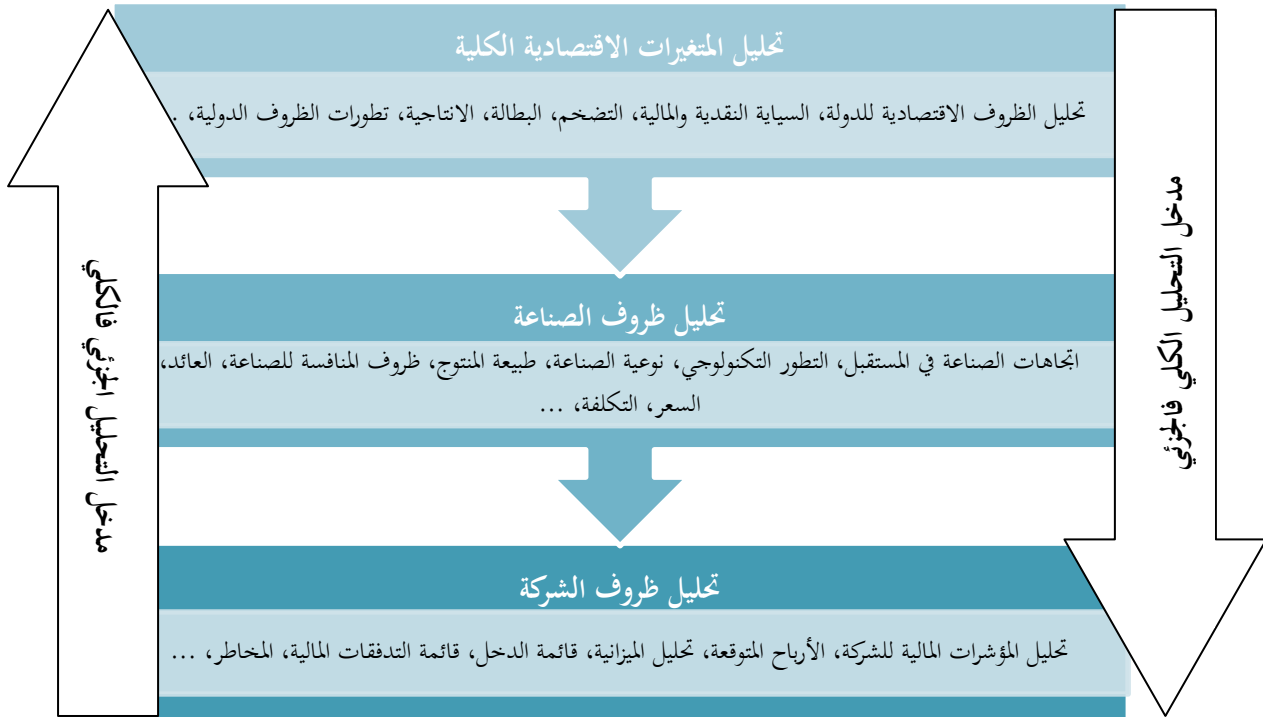
² حنان سعدي، مرجع سبق ذكره، ص. 74.

³ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص. 285.

⁴ عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص. 61.

أو القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، لتكون المرحلة لأخيرة تحليل الظروف الاقتصادية التي تمارس في ظلها مختلف الصناعات نشاطها، ويستخدم هذا المدخل عادة عندما يريد المحلل اتخاذ قرار الاستثمار بشأن ورقة مالية معينة. ويعتبر كلا المدخلين مكملين لبعضهما البعض، ذلك أن التحليل من الأعلى إلى الأسفل قد يهمل شركات أدائها جيد في مرحلة تحليل ظروف الصناعة، نفس الشيء بالنسبة للتحليل من الأسفل إلى الأعلى إذ يمكن أن تكون الشركات التي تم تحليلها ليست أفضل الشركات المتاحة للاستثمار، أو قد تكون الشركة جيدة إلا أن ظروف القطاع الذي تنتمي إليه غير ملائمة¹. ويمكن تلخيص هذين المدخلين من خلال الشكل الموالي:

شكل (2-12): منهج التحليل الأساسي



المصدر: عديلة مرمت، مرجع سبق ذكره، ص.62.

الفرع الثاني: مراحل التحليل الأساسي

يمر التحليل الأساسي -مدخل التحليل الكلي فالجزئي- بثلاثة مراحل أساسية يمكن تلخيصها كما يلي:

1. تحليل الظروف الاقتصادية

يمثل التحليل الاقتصادي الخطوة الأولى في التحليل الأساسي وفق مدخل التحليل الكلي فالجزئي، وتشمل هذه المرحلة دراسة المتغيرات الاقتصادية الكلية للتنبؤ بالحالة الاقتصادية إن كانت رواج أو كساد ومدى تأثيرها على الاستثمار في سوق الأوراق المالية، ويكن تلخيص أهم الخطوات التي يقوم عليها التحليل الاقتصادي كالاتي:

1.1. المتغيرات الاقتصادية الكلية المؤثرة على سوق الأوراق المالية: يهتم المحللون الأساسيون بدراسة وتحليل المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تؤثر على سوق الأوراق المالية لغرض التنبؤ بحركة أسعار الأوراق المالية²، باعتبار أن هذه الأخيرة هي انعكاس للظروف الاقتصادية، ومن أهم هذه المتغيرات ما يلي:

¹ نفس المرجع، ص.62.

² أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000، ص.72.

أ. **السياسة المالية:** ويقصد بها وسائل تمويل الانفاق الحكومي، وباعتبار أن الضرائب من أهم مصادر الإيرادات في موازنات أغلب الدول لذا فإن للسياسة الضريبية تأثير هام على المعاملات في سوق الأوراق المالية¹، فإذا لجأت الدولة إلى اتباع سياسة مالية توسعية عن طريق تخفيض معدل الضريبة على أرباح الشركات سوف يؤثر إيجاباً على أرباحها الصافية فترتفع، وينعكس ذلك على أسعار الشركات فترتفع بدورها، إلا أن لتخفيض الضرائب آثار سلبية أيضاً أهمها تقليص موارد ميزانية الدولة، الأمر الذي قد يدفع الحكومة إلى التمويل بالعجز مما يتسبب في إحداث موجات تضخمية، لذا تأمل الحكومة أن يكون التأثير الإيجابي لتخفيض الضريبة والمتمثل في زيادة أرباح الشركات أكبر من التأثير السلبي المتمثل في انخفاض القيمة الحقيقية لتلك الأرباح والناجم عن التضخم². وهنا يبرز دور المحلل الأساسي في التنبؤ بالتأثير المتوقع من تخفيض أو رفع معدل الضريبة على أرباح الشركات، وتحليل السياسة المالية التي تتبعها الدولة وتحديد آثارها على حركة أسعار الأوراق المالية.

ب. **السياسة النقدية:** تتمثل في درجة سيطرة الدولة على كمية النقود المتداولة -المعروضة- من خلال الاجراءات الرقابية الممارسة من طرف البنك المركزي عن طريق ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة، أسعار إعادة الخصم ونسبة الاحتياطي القانوني³. وتعتبر السياسة النقدية عاملاً مؤثراً في حركة تداول الأوراق المالية وتطور أسعارها في السوق انطلاقاً من مبدأ انتقال الصدمات النقدية إلى مختلف الأسواق حسب ما يراه الكينزيون والتقليديون على حد سواء⁴، حيث تتجه أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية نحو الصعود عندما تسعى الدولة إلى زيادة المعروض من النقود وهو ما يعرف بالسياسة التوسعية، بغرض تخفيض معدلات الفائدة وتخفيض تكلفة الائتمان مما يؤدي إلى التوسع في منح القروض وتشجيع الاستثمار ومن ثم زيادة الإنتاج، غير أن هذه الزيادة في عرض النقود قد تكون مصحوبة بارتفاع أسعار السلع وزيادة التضخم، مما يؤدي إلى زيادة العائد المطلوب على الاستثمار الذي يستخدم كمعدل خصم في معادلة تسعير الأوراق المالية وهو ما ينجم عنه انخفاض أسعار الأوراق المالية⁵، لذلك يجب على المحلل المالي أن يتنبأ بالتأثير الصافي لزيادة المعروض النقدي على أسعار الأسهم، إلا أن البعض يرى أن أسعار الأوراق المالية هي التي تتحكم في السياسة النقدية للدولة، مثل ما حدث في الولايات الأمريكية المتحدة عام 1991 حيث اضطرت إلى خفض سعر الفائدة من خلال زيادة المعروض النقدي⁶.

ج. **معدل التضخم:** التضخم هو الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار في الاقتصاد، وقد يؤدي الارتفاع غير المتوقع في معدل التضخم إلى التأثير سلباً على أسعار الأسهم بشكل مباشر، حيث أن الاعلان عن ارتفاع

¹ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.288.

² حنان سعدي، محمد حشماوي، أهمية بناء محفظة الأوراق المالية بالاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي، مجلة المدير، المجلد 5، العدد 1، المركز الجامعي لتيبازة، تيبازة، الجزائر، 2018، ص.179. من الموقع:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/451/5/1/69428>

³ عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.97.

⁴ مريم سايفي، دور المؤشرات البورصية في اتخاذ قرار الاستثمار المالي في الألفية الثالثة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد المالي وتقنيات كمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2017-2018، ص.121.

⁵ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص.91.

⁶ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية وتقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص.60.

معدل التضخم يعني توقع المزيد من الزيادة في هذا الأخير من قبل المستثمرين مما يؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار وانخفاض القيمة السوقية للسهم¹. كما يمكن أن تتأثر أسعار الأسهم بشكل غير مباشر جراء ارتفاع معدل التضخم، فقد يعتقد بعض المتعاملين أن زيادة معدل التضخم سوف تدفع بالبنك المركزي إلى الحد من عرض النقود، مما يترتب عليه انخفاض في التدفقات النقدية للشركات ومن ثم انخفاض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية، وإن لم يتخذ البنك المركزي أي إجراء تجاه العرض، فقد يصاحب الارتفاع في معدل التضخم زيادة في الطلب على الموارد المالية من طرف الشركات مما قد يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة، ومنه انخفاض القيمة السوقية للأسهم بالتبعية².

د. الناتج المحلي الإجمالي: هو مجموع السلع والخدمات المنتجة محليا، والتقارير الخاصة بحجم الناتج المحلي الإجمالي لها تأثيرات إيجابية أو سلبية على الأسعار في سوق الأوراق المالية، فمثلا الاعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يمكن أن يؤدي إلى زيادة التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل بالأسهم وارتفاع أسعارها، لذا يجب على المحلل الأساسي أن يسعى دائما إلى معرفة إذا كان هناك نمو في الناتج المحلي الإجمالي ومصدر ذلك الأخير من أجل اختيار القطاعات المناسبة للاستثمار فيها³.

هـ. المتغيرات الدولية الهامة: إضافة إلى المتغيرات السابقة يهتم المحلل الأساسي أيضا بتحليل أثر المتغيرات الاقتصادية العالمية على الاقتصاد المحلي، ولعل من أهمها مدى قوة العملة المحلية وما لها من تأثير على حركة أسعار الأوراق المالية بصفة عامة وعلى الاستثمارات الأجنبية بصفة خاصة⁴، أيضا سعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه وأهم وأهم تقلباته، وأثر ذلك على أسعار الأوراق المالية خاصة إذا كانت الورقة المالية تنتمي إلى صناعات مرتبطة بقطاعات التصدير والاستيراد⁵، كما يهتم بتحليل الأوضاع العالمية التي تنعكس آثارها على اقتصادات الدول الأخرى وعلى حركة الأسعار في أسواقها المالية، على غرار الأحداث السياسية العالمية كأحداث 11 سبتمبر 2001، وحرب العراق عام 2003 والأزمة المالية العالمية عام 2008، أي أن المحلل الأساسي لا يمكنه تجاهل أثر تلك العوامل على نشاط سوق الأوراق المالية، بل يجب عليه تحليلها وتحديد آثارها وبناء توقعاته على أساسها⁶.

2.1. المؤشرات الاقتصادية لغرض التنبؤ بالظروف الاقتصادية: تمثل المؤشرات الاقتصادية أدوات يستخدمها الاقتصاديون للوقوف على الحالة التي عليها اقتصاد الدولة، وتنقسم تلك المؤشرات إلى ثلاث مجموعات⁷: مؤشرات تسبق الأحداث، مؤشرات تواكب الأحداث ومؤشرات لاحقة للأحداث، ويمكن تلخيصها كما يلي:

¹ حنان سعيدي، محمد حشماوي، مرجع سبق ذكره، ص.180.

² منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.296.

³ عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.96.

⁴ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص.92.

⁵ عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.98.

⁶ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص.92.

⁷ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.297.

جدول (2-3): المؤشرات الاقتصادية المستخدمة في التنبؤ بالظروف الاقتصادية

المؤشرات الاقتصادية	مجموعة المؤشرات
هي متغيرات اقتصادية تسبق في حركتها تقلبات مستوى النشاط الاقتصادي، أي يكون التغير فيها سابقا للتغير الذي يطرأ على الحالة الاقتصادية العامة التي يعكسها إجمالي الدخل الوطني، ومن بينها: متوسط عدد ساعات العمل للمنتج أسبوعيا، متوسط عدد مطالبات التأمين ضد البطالة أسبوعيا، قيمة أوامر الإنتاج التي تتلقاها مصانع إنتاج المواد الخام والسلع الاستهلاكية، تصاريح ورخص بناء المساكن الجديدة، صافي التغير في أسعار المواد الخام، المعروض بالأسواق من النقود، مؤشر بورصة الأوراق المالية.	المؤشرات التي تسبق الأحداث Leading Economic Indicators
هي متغيرات سيرها متزامن مع الأحداث، فيظهر فيها التغير خلال نفس الفترة التي يحدث فيها تغيير في الظروف الاقتصادية العامة، ومن بينها: عدد العاملين المسجلين في أنشطة غير زراعية، صافي دخل الفرد (دخل الفرد، التحويلات للغير)، مؤشر الإنتاج الصناعي، معدل التغير في حجم الدين الخارجي، حجم النشاط الصناعي والتجاري، معدل النمو الاقتصادي.	المؤشرات التي تواكب الأحداث Coincident Economic Indicators
هي متغيرات يظهر عليها التغيير بعد وقوع تغير في الحالة الاقتصادية العامة، أهمها: متوسط فترة البطالة، نسبة التغيير في تكلفة العمل في المصانع، القروض الصناعية والتجارية، معدل التضخم، نسبة المخزون إلى المبيعات، متوسط سعر الفائدة، نسبة أقساط القروض إلى الدخل.	المؤشرات اللاحقة للأحداث Lagging Economic Indicators

المصدر: تم إعداده اعتمادا على:

- حامد العربي الحضيري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية، القاهرة، مصر، 2000، ص.181.
- عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.99-100.

2. تحليل ظروف الصناعة

يمثل التحليل الصناعي الخطوة الثانية في التحليل الأساسي وفق مدخل التحليل الكلي فالجزئي، ويهدف إلى معرفة الصناعات التي تتميز بمستوى عائد مرتفع ومن ثم التركيز على تحليل أداء الشركات التي تنتمي إلى تلك الصناعات دون الأخرى، وتبرز أهميته في حالة كون أداء الصناعات المختلفة يتميز بالتباين عبر الزمن في الوقت الذي يتسم فيه أداء الصناعة الواحدة بالاستقرار وأداء الشركات داخل كل صناعة بالتماثل¹. وتبدأ مرحلة تحليل ظروف الصناعة بتعريف وتصنيف الصناعة ثم تجميع البيانات والمعلومات المتاحة عنها، ومن ثم تحديد الجوانب الأساسية التي ينبغي أن يركز عليها التحليل، ويليهما بعد ذلك تحليل ظروف الصناعة باستخدام بعض الأدوات

¹ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.315.

تتضمن تحليل دورة حياة الصناعة، تحليل الطلب على منتجات الصناعة والتنبؤ بمعدل نمو الصناعة¹، ويمكن تلخيص ما سبق فيما يلي:

1.2. تعريف وتصنيف الصناعة (طبيعة المنتج): في هذه الخطوة يقوم المحلل المالي بتعريف الصناعة ذاتها، ويختلف ذلك التعريف حسب الهدف الذي يرمي إليه، فيمكن تعريفها على أساس المنتج الذي تقدمه أو على أساس مصدر المنافسة التي تواجهها... إلخ، ولا يقتصر دور المحلل الأساسي على تعريف الصناعة فحسب بل يمتد إلى تحديد موقعها وتصنيفها بالنسبة لباقي الصناعات²، وتصنف الصناعات إلى³:

أ. الصناعات المتنامية: هي تلك الصناعات التي تنمو بشكل مضطرد يفوق معدل النمو في الاقتصاد الوطني مثل: الصناعات التكنولوجية، الاتصالات وتصميم أنظمة المعلومات،... إلخ.

ب. الصناعات المرتبطة بالدورات: هي تلك الصناعات التي تتأثر بشدة الظروف الاقتصادية السائدة من رواج أو كساد، أي أنها تزدهر مع ازدهار الاقتصاد وتركد مع موجات الكساد، مثل صناعات السلع المعمرة (الأجهزة الكهرومنزلية، السيارات،...) حيث يمكن للمستهلك تأجيل قرار شرائها خلال فترة الكساد إلى أن تتحسن الظروف الاقتصادية.

ج. الصناعات الدفاعية: هي تلك الصناعات التي تزدهر بازدهار الاقتصاد وتنكمش بانكماشه، إلا أن هذا الانكماش يكون بمعدل أقل من الانكماش الحاصل في الاقتصاد ككل مثل: صناعة الأغذية، الملابس، الأدوية،... إلخ.

د. الصناعات المتنامية والمرتبطة أيضا بالدورات: ويقصد بها الصناعات التي تجمع بين سمات الصناعات المتنامية والصناعات المرتبطة بالدورات، وهو تصنيف استحدثته بيوت السمسرة وبعض صحف ومجلات المال والأعمال، ومن الأمثلة على تلك الصناعات صناعة خطوط الطيران، ففي الظروف العادية يسير معدل نمو تلك الصناعة مع معدل نمو الاقتصاد الوطني، أما في الظروف غير العادية فيفوق معدل نموها معدل نمو الاقتصاد الوطني كحالة ظهور أنواع مستحدثة من الطائرات تسهم في تخفيض تكلفة السفر أو تحقيق راحة للمسافرين⁴.

2.2. تجميع البيانات والمعلومات عن الصناعة: يحصل المحلل الأساسي على المعلومات التي يحتاجها عن طريق جهات رسمية أو خاصة تهتم بتلك المعلومات، وتتضمن البيانات عن كل صناعة من حيث المبيعات، صافي ربح المبيعات، هامش الربح، نصيب السهم من التوزيعات، نسبة سعر السهم إلى ربحيته والعائد على حقوق الملكية⁵.

3.2. الاعتبارات الأساسية في تحليل ظروف الصناعة: يقوم المحلل الأساسي بتحديد الاعتبارات الأساسية المميزة لكل صناعة من خلال النقاط التالية¹:

¹ نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص. 170.

² منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص. 320.

³ نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص. 171.

⁴ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص. 322.

⁵ نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص. 171.

أ. التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح: يقوم المحلل الأساسي بدراسة التغير في معدل نمو المبيعات بين الماضي والحاضر وتحديد مدى استقراره عبر الزمن، وكذا التحليل التاريخي للأرباح مما يساعده على التنبؤ بالمرحلة المستقبلية لدورة حياة الصناعة، ومدى قدرة الصناعة من الاستفادة من فترة الرواج أو مواجهة فترة الكساد. ويشمل هذا التحليل ما يلي²:

- التكاليف خاصة تكاليف العمالة، تكاليف المواد الخام وتكاليف الإدارة؛
- معدل الزيادة في أسعار المنتجات؛
- إنتاجية العامل؛
- معدل دوران الأصول والذي يحدد القدرة على توليد المبيعات؛
- نقطة التعادل.

ب. حجم الطلب وحجم العرض: من الاعتبارات التي ينبغي أن يهتم بها المحلل الأساسي تقدير حجم العرض والطلب على منتجات الصناعة، حيث يقوم بدراسة ما إذا كان الطلب في تزايد أو تراجع أو استقرار، وأيضاً ما إذا كانت الطاقة المتاحة للصناعة قادرة على تغطية أي زيادة محتملة للطلب، وفي حالة ثبوت العكس فإن ذلك ينذر بدخول منتج جديد وهو ما قد يترتب عليه زيادة كبيرة في العرض واشتداد المنافسة بين شركات الصناعة، فيكون لذلك أثر عكسي على الربحية وأسعار الأسهم بالتبعية³.

ج. ظروف المنافسة: للوقوف على ظروف المنافسة في المستقبل، ينبغي على المحلل الأساسي أن يعرف إذا ما كانت هناك موانع تحد من دخول شركات جديدة إلى الصناعة، ويمكن التمييز بين ثلاث موانع رئيسية هي: تميز منتجات الصناعة، مزايا مطلقة في التكاليف ومزايا الحجم الكبير (اقتصاديات الحجم)^{4*}.

د. طبيعة المنتجات وتكنولوجيا الصناعة: ينبغي على المحلل الأساسي أن يدرس العلاقة بين حجم الطلب على المنتج ونصيب المنتج من متوسط دخل الفرد، ذلك لأن الصناعات التي تنمو بسرعة عادة ما تكون منتجة لسلع تستحوذ على حصة كبيرة من متوسط دخل الفرد على المستوى الوطني، كما يجب أن يشمل التحليل تحديد العلاقة بين التغير في الطلب على المنتج والتغير في دخول المستهلكين لذلك المنتج، وهو ما يعرف بمرونة الطلب، أيضاً تحديد ما إذا كانت الصناعة تعتمد أكثر على العمالة أو على الآلات والتكنولوجيا الحديثة، وتحليل مدى قدرة الصناعة على مواكبة التطور التكنولوجي للمحافظة على قدرتها في مواجهة المنافسة سواء كانت أجنبية أو محلية⁵.

¹ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص.94.

² نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص.172.

³ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.326.

* مزيد من التفصيل أنظر: منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.326-327.

⁴ نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص.172.

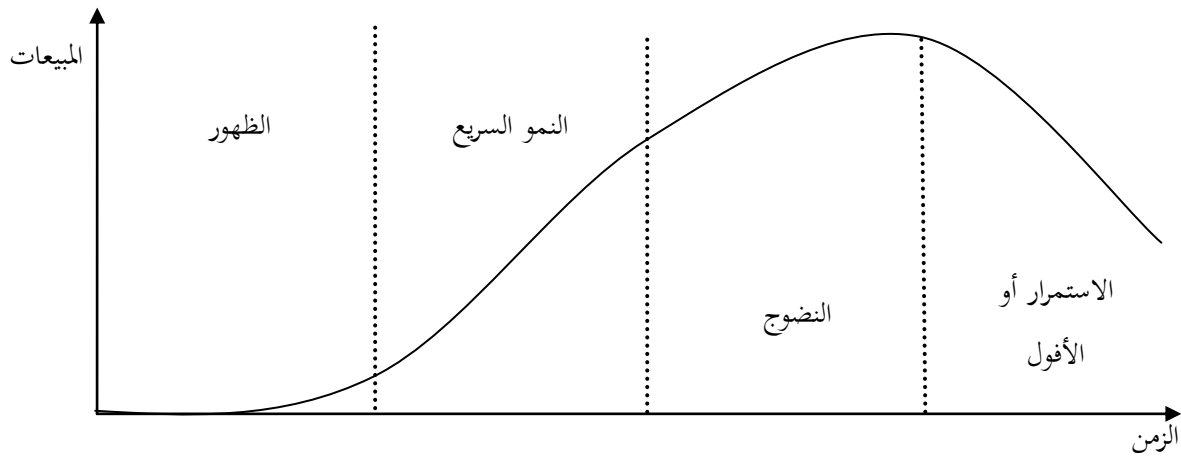
⁵ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.328-329.

هـ. تأثير الحكومة: يسعى المحلل الأساسي لمعرفة مدى التدخل الحكومي وتأثيره على شؤون الصناعة، ويختلف هذا التأثير من قطاع إلى آخر فقد يكون سلبياً كفرض المزيد من الضرائب على الشركات وتحديد السقف المعياري لتقلب أسعار السلع والخدمات، أو قد يكون إيجابياً كمنح المساعدات المالية، أو تقديم الإعفاءات الضريبية لتشجيع الاستثمار أو فرض رسوم جمركية لتوفير الحماية للصناعات المحلية¹.

4.2. أدوات تحليل ظروف الصناعة: هناك العديد من أدوات التحليل القطاعي، يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

أ. دورة حياة الصناعة: يقصد بدورة حياة الصناعة دورة حياة المنتج الرئيسي الذي تقدمه الصناعة، وهي تلك المراحل الزمنية التي يمر بها المنتج أو الصناعة في السوق، وتعد هذه الدورة واحدة من الأساليب المستعملة في تحليل الماضي والتنبؤ بمستقبل الصناعة. وتمر دورة حياة الصناعة بأربعة مراحل كما يوضحه الشكل الموالي:

شكل (2-13): دورة حياة الصناعة



المصدر: منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.333.

يقصد بمرحلة الظهور ولادة منتج جديد أو صناعة جديدة وفي هذه الحالة تكون المبيعات عند حدها الأدنى، وتتكاثر جهود البحث والتطوير لإدخال التحسينات على ذلك المنتج؛ تليها مرحلة النمو السريع وفيها تظهر نماذج مختلفة للمنتج ويزداد حجم المبيعات بشكل ملحوظ وكذا الأرباح؛ أما مرحلة النضوج فتتمثل نهاية مرحلة النمو أين يكون السوق قد تشبع ليصل معدل نمو الصناعة إلى مستوى أقل من مستوى نمو الدخل الوطني؛ وفي الأخير تأتي مرحلة الاستمرار أو الأفول وعندها قد يتعرض المنتج إلى تدهور حجم المبيعات بسبب تقادمه أو ظهور منتجات جديدة، فيصبح استمرار الصناعة مرهوناً بتنوع خطوط الإنتاج من خلال إدخال منتجات جديدة².

ب. التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة: من خلال تحليل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة بغرض تحديد العوامل المؤثرة على ذلك الطلب والتي تعد الأساس للتنبؤ بمبيعات الصناعة من بينها³: العوامل الجغرافية ومكان تواجد السوق المستهدفة، الطبقة الاجتماعية المستهدفة ومتوسط الدخل الفردي والأسري، النمط

¹ رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات: دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مرجع سبق ذكره، ص.52.

² نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص.174.

³ محمد بن عيشوش، مرجع سبق ذكره، ص.198.

الاستهلاكي للأفراد المستهدفين،... إلخ، ومن الأساليب الشائعة في التنبؤ تحليل الانحدار المتعدد والذي يقتضي إيجاد العلاقة بين حجم مبيعات الصناعة كمتغير تابع والعوامل المؤثرة عليه كمتغيرات مستقلة¹.

3. تحليل ظروف الشركة

يمثل تحليل ظروف الشركة الخطوة الأخيرة في التحليل الأساسي وفق مدخل التحليل الكلي فالجزئي، إذ تهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للأسهم كمدخل أساسي لاتخاذ قرار الاستثمار فيها، ويشمل هذا التحليل تحليل المركز المالي للشركة ومقارنته مع أوضاع باقي الشركات المنتمة إلى نفس القطاع، تحليل المخاطر ومن ثم تقدير الربحية المستقبلية والقيمة الحقيقية للأسهم، ويمكن تلخيص ما سبق فيما يلي:

1.3. تحليل المركز المالي للشركة: ويعتبر من الأدوات الضرورية التي يمكن الاستعانة بها لتحليل الوضع المالي للشركة وتحديد مدى انعكاسه على قيمة أسهمها، وذلك من خلال تحليل القوائم المالية المقارنة، تحليل قائمة مصادر واستخدامات الأموال، التحليل باستخدام النسب والمؤشرات المالية.

أ. تحليل القوائم المالية المقارنة: تعتبر القوائم المالية من أكثر التقارير المحاسبية أهمية نظراً لاحتوائها على معلومات تبين المركز المالي والنقدي للشركة في فترة محددة، كما أن هذه القوائم موضوعة بشكل موحد يسهل عملية المقارنة على المحلل المالي². يهدف تحليل القوائم المالية المقارنة إلى الكشف عن التطورات الحادثة في بنودها خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة، ويوجد نوعين من القوائم المقارنة هي: الميزانية العمومية المقارنة وقائمة الدخل المقارنة³، حيث يمكن إجراء التحليل بهاتين القائمتين إما بشكل رأسي من خلال مقارنة كل بند من بنود القائمتين الماليتين السابقتين إلى إجمالي القائمة بهدف إظهار الأهمية النسبية لكل بند ضمن مجموعته أو ضمن القائمة المالية أو بشكل أفقي من خلال مقارنة بنود القائمتين السابقتين مع مثيلتهما في الفترات السابقة، ويدعى أيضاً بالتحليل المتحرك وهو أفضل من التحليل الرأسي⁴.

ب. تحليل قائمة مصادر واستخدامات الأموال: تعتبر هذه القائمة من أساليب التحليل شائعة الاستخدام، وتحدد باختصار قنوات استخدام أموال الشركة ومصادرها التي ساهمت بتغطية تلك الاستخدامات خلال فترة زمنية معينة، وبذلك فهي تعطي صورة واضحة عن حركة الأصول (الموجودات) والخصوم (المطلوبات) وفق الملكية من خلال دراسة التغيرات الحاصلة في بنود الميزانية العمومية لفترتين زمنيتين متتاليتين⁵. وتجب هذه القائمة على تساؤلات المستثمر الذي يسعى إلى معرفة المركز المالي الحقيقي للشركة من أجل الاستثمار في أسهمها، فهي توضح

¹ نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص.175.

² محمد عبد الله شاهين محمد، محافظ الأوراق المالية: إدارة-تحليل-تقييم، مرجع سبق ذكره، ص.41.

³ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.353.

⁴ محمد عبد الله شاهين محمد، محافظ الأوراق المالية: إدارة-تحليل-تقييم، مرجع سبق ذكره، ص.41.

⁵ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي: اتجاهات معاصرة، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص.46.

نسبة المصادر الذاتية إلى إجمالي المصادر، نسبة اعتماد الشركة على الأموال المقترضة لتمويل استخداماتها،... إلخ¹، ويتم تصنيف التغيرات الحاصلة على بنود الميزانية العمومية إلى مصادر واستخدامات وفق المصنوفة التالية:

جدول (2-4): مصنوفة مصادر واستخدامات الأموال

النقصان	الزيادة	البيان
مصدر	استخدام	الأصول
استخدام	مصدر	الخصوم
استخدام	مصدر	حقوق الملكية

المصدر: عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي: اتجاهات معاصرة، مرجع سبق ذكره، ص.46.

ج. التحليل باستخدام النسب المالية: يعتبر التحليل بواسطة النسب المالية من أكثر الوسائل استخداماً لتحليل المركز المالي للشركة، حيث تفيد في استنباط الحقائق عن الوضع المالي للشركة ودرجة جاذبيتها الاستثمارية، ويمكن استخدامها على المستوى القطاعي لمقارنة أوضاع الشركات المنتمية إلى نفس القطاع ومن ثم الحكم على وضع الشركات الجيدة وتلك المتعثرة². وحتى يتم تكوين صورة واضحة عن مدى سلامة الوضع المالي للشركة لا بد من الاعتماد على عدة نسب وعادة ما تتمثل في:

– **نسب السيولة:** تقيس مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزامات قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) مما لديها من نقدية أو أصول أخرى قابلة للتحويل إلى نقدية في فترة زمنية قصيرة نسبياً (الأصول المتداولة)³، وتشمل ما يلي⁴:

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} = \text{مرة}$$

تقيس النسبة السابقة عدد مرات تغطية الأصول المتداولة للخصوم المتداولة أي أنها تعبر عن قدرة الشركة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل بالاعتماد على أصولها المتداولة، وتعد هذه النسبة مؤشر جيد على سيولة الشركة إذا زادت عن الواحد الصحيح.

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{(\text{الأصول المتداولة} - \text{المخزون})}{\text{الخصوم المتداولة}} = \text{مرة}$$

تقيس نسبة السيولة السريعة مدى قدرة الشركة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل بأصولها المتداولة الأكثر سيولة (باستثناء المخزون)، وتفيد هذه النسبة عندما تواجه الشركة مشاكل في تصريف المخزون، أي أنها تعبر عن قدرة الشركة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل دون اللجوء إلى تصفية المخزون (أقل الأصول المتداولة قابلة للتحويل إلى سيولة خلال فترة قصيرة)، وتعد نسبة السيولة السريعة البالغة 1 أو أكثر مؤشراً جيداً على سيولة

¹ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.358.

² رفيق مزهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات: دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مرجع سبق ذكره، ص.55.

³ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.359.

⁴ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي: اتجاهات معاصرة، مرجع سبق ذكره، ص.84-86.

الشركة. وعلى العموم يجب مقارنة النسبتين السابقتين للشركة مع متوسط نسبة الصناعة أو مع مثيلاتها من الشركات المنافسة في نفس القطاع لأن زيادة السيولة عن الحد اللازم يضيع على الشركة فرص بديلة للربح.

$$\text{صافي رأس المال العامل} = \text{الأصول المتداولة} - \text{الخصوم المتداولة}$$

يمثل صافي رأس المال العامل مؤشر مطلق لسيولة الشركة ويوفر هامش أمان للمقرضين في الأجل القصير، كما أن الصافي يمكن أن يؤثر حجم الأموال المملوكة والمقترضة في رأس المال العامل، وعليه فإن ارتفاع الصافي أمر مرغوب به، كما أن صافي رأس المال المساوي للصفر يعني أن نسبة التداول مساوية للواحد الصحيح.

— **نسب النشاط:** تقيس كفاءة إدارة الأصول، أي مدى قدرة الشركة على توليد المبيعات مما لديها من أصول، وتكشف مقارنة نسب النشاط للشركة مع مثيلاتها في الصناعة عما إذا كان الاستثمار في الأصول أقل أو أكثر من اللازم، فزيادة الاستثمار عن الحاجة يمثل مصادر مالية معطلة قد تتكبد بسببه الشركة بعض التكاليف الزائدة، كما أن عدم كفاية الاستثمار في الأصول يمثل فرص ضائعة لتحقيق مبيعات إضافية، وفي كلتا الحالتين تتأثر ربحية الشركة سلباً ومن ثم تتأثر القيمة السوقية لأسهم الشركة بالتبعية¹. ومن بين هذه النسب ما يلي²:

$$\text{معدل دوران الذمم المدينة} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{متوسط الذمم المدينة}} = \text{مرة}$$

تعرف أيضاً بنسبة دوران الحسابات المدينة تقيس عدد المرات التي يتم فيها تحصيل الذمم المدينة خلال فترة قصيرة عادة سنة، وهي مؤشر على الإدارة الجيدة للموارد وتستخدم في تقييم السياسة الائتمانية للشركة ونجاحها في إدارة الائتمان، وارتفاع هذه النسبة يعكس نجاح الشركة بالاستثمار بالذمم المدينة وجدارتها في تحصيل مستحقاتها.

$$\text{معدل دوران إجمالي الأصول} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{مرة}$$

تعرف أيضاً بنسبة الكثافة الرأسمالية وتؤشر كفاءة الشركة وقدرتها على استخدام الأصول المتاحة لدعم المبيعات، لذا تعتبر أداة للرقابة الإدارية على استثمارات الشركة.

$$\text{معدل دوران الأصول الثابتة} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي الأصول الثابتة}} = \text{مرة}$$

تعكس هذه النسبة الطاقة المستخدمة أي مدى استخدام الشركة للآلات والمعدات والكيفية التي تدير بها الاستثمارات طويلة الأجل، وارتفاع هذه النسبة يعكس كفاءة استخدام الموجودات الثابتة.

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{متوسط المخزون}} = \text{مرة}$$

¹ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص ص. 359-360.

² عدنان تايه العجمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي: اتجاهات معاصرة، مرجع سبق ذكره، ص ص. 89-90.

يقاس معدل دوران المخزون بعدد المرات التي يتحول فيها المخزون إلى مبيعات خلال السنة، ويشير المعدل العالي إلى كفاءة الإدارة وأن الشركة لا تحتفظ بمخزون كبير، كما أن المخزون لديها ذو قدرة بيعية عالية¹.
 - **نسب المديونية:** تقيس مدى اعتماد الشركة على الاقتراض (الدين) في تمويل استثماراتها مقارنة مع التمويل المقدم من المالكين، وتدعى هذه النسب أيضا بنسب رافعة التمويل لأنها تقيس نسبة استخدام الديون في هيكل تمويل الشركة، ومن بين هذه النسب ما يلي²:

$$\text{نسبة الديون إلى إجمالي الأصول} = \frac{\text{إجمالي الديون (ط + ق)}}{\text{إجمالي الأصول}} \times 100$$

تقيس هذه النسبة مدى مساهمة المقرضين في تمويل استثمارات الشركة وبطرح ناتج النسبة من الواحد الصحيح يمكن الحصول على نسبة مساهمة المالكين في تمويل الشركة، فزيادة هذه النسبة بشكل كبير يعني ارتفاع الخطر التمويلي للشركة، كما أن انخفاض هذه النسبة بشكل كبير يعني أن الشركة لا تستخدم طاقتها على الاقتراض بشكل كاف مما يجرم المالكين من عوائد إضافية.

$$\text{نسبة تغطية الأرباح للفائدة على الديون} = \frac{\text{الأرباح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{الفائدة على الديون}} = \text{مرة}$$

تقيس النسبة السابقة عدد مرات تغطية الأرباح قبل الفائدة والضريبة للفوائد المترتبة على الشركة نتيجة استخدام الديون في هيكلها المالي، أي إلى أي مدى يمكن لأرباح الشركة أن تددني ولا يزال باستطاعتها تغطية ودفع الفائدة على قروضها، فإذا كان عدد مرات التغطية صغير فإن أي تدني في الأرباح عما هو متوقع سوف يدفع بالشركة عن التوقف عن تسديد الفوائد على القروض ويعرضها إلى الإفلاس.

$$\text{نسبة تغطية الالتزامات المالية الثابتة} = \frac{\text{الأرباح قبل الفائدة والضريبة + الأرباح}}{\text{الفائدة على الديون + الأرباح + احتياطي تسديد سندات الدين}} = \text{مرة}$$

تقيس النسبة السابقة عدد مرات تغطية الالتزامات الثابتة بتقسيم الأرباح قبل الفائدة والضريبة مضافا إليها دفعات الأرباح على الالتزامات الثابتة للشركة، وتتضمن هذه الالتزامات بالإضافة إلى الفائدة على الديون إيجار العقارات والمعدات، ودفعات احتياطي (صندوق) تسديد الدين المنصوص عليها عادة في عقود الاقتراض أو إصدارات سندات الدين، بعبارة أخرى تقيس هذه النسبة إلى أي مدى يمكن لأرباح الشركة أن تنخفض ومازال في مقدورها تسديد التزاماتها المالية الثابتة.

- **نسب الربحية:** تعتبر من أهم النسب المؤثرة على قرار الاستثمار في أسهم الشركة المصدرة، إذ تؤثر الربحية بشكل مباشر على كل من جاذبية الأسهم ومدى اكتسابها للعوائد الرأسمالية، وتقيس نسب الربحية قدرة الشركة

¹ سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2018، ص.239.
² محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، السعودية، ط6، 2010، ص.139-141.

على توليد الأرباح من المبيعات والأموال المستثمرة سواء أموال الملاك أو تلك التي دفعها المقرضون¹. وتضم هذه النسب بصفة أساسية ما يلي:

$$\text{هامش إجمالي الربح} = \frac{\text{إجمالي الربح}}{\text{صافي المبيعات}} \times 100$$

$$\text{هامش الربح التشغيلي} = \frac{\text{الربح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{صافي المبيعات}} \times 100$$

$$\text{هامش صافي الربح} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{صافي المبيعات}} \times 100$$

تعكس نسب هامش الربح السابقة قدرة الشركة على تقديم المنتجات بسعر أدنى أو أعلى، لذلك فهي تؤثر قدرة الدينار من المبيعات على تحقيق الربح، ويمكن استخدام نسب هامش الربح لزيادة فاعلية الرقابة الإدارية على التكاليف، ويعد هامش صافي الربح من أكثر النسب استخداماً إذ يفيد في تحديد النمو المتوقع للشركة وموقفها التنافسي في الأجل الطويل².

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{إجمالي الأصول}} \times 100$$

تقيس النسبة السابقة مدى كفاءة الإدارة في استخدام أصولها وأسلوب استثمار أموال الشركة وقدرتها على تحويلها إلى أرباح، أي أنها تقيس إنتاجية الدينار المستثمر في الأصول.

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الدخل بعد الضريبة - توزيعات حملة الأسهم الممتازة}}{\text{حقوق الملكية}} \times 100$$

تقيس هذه النسبة العوائد التي تتحقق في الشركة من خلال استثمار حقوق الملكية، أي أنها تقيس إنتاجية الدينار الواحد المستثمر من أموال المالكين³.

د. التحليل باستخدام المؤشرات المالية: يلجأ المحللون إلى حساب مؤشرات أخرى تعرف أيضاً بنسب السوق، تدعم النتائج المتحصل عليها من التحليل بالنسب المالية السابقة، كما أنها تعطي صورة واضحة عن المركز المالي للشركة وتساهم في تحديد اتجاهات الاستثمار في أسهمها، ومن أهم هذه المؤشرات ما يلي:

– **ربحية السهم الواحد:** يوفر هذا المؤشر مقدار الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية، كما أنه مؤشر على النمو المحتمل في حقوق الملكية والذي بدوره ينعكس في الأسعار السوقية للأسهم لتحقيق الأرباح الرأسمالية، ولذلك

¹ رفیق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات: دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مرجع سبق ذكره، ص.55.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتنخطيط المالي: اتجاهات معاصرة، مرجع سبق ذكره، ص.94.

³ أكرم أحمد رضا الطويل، صلاح الدين شبل جاسم، الشراء وفقاً لـ (Seven Rights) والأداء الاستراتيجي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019، ص.93-94.

تسعى الشركة إلى تعظيم ربحية السهم الواحد نظرا لانعكاساته الايجابية على تعظيم ثروة المساهمين في الأجل الطويل. وتحسب ربحية السهم الواحد وفق الصيغة الآتية¹:

$$\text{ربحية السهم الواحد} = \frac{\text{صافي الدخل} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية الصادرة}}$$

يتضح من الصيغة السابقة استبعاد أرباح الأسهم الممتازة باعتبارها التزاما على الشركة يستحق من صافي الدخل قبل حملة الأسهم العادية، أما مقام النسبة فهو يمثل عدد الأسهم المصدرة فعلا وغالبا تكون مساوية لرأس المال المدفوع المذكور في الميزانية العمومية عندما تكون القيمة الاسمية للسهم دينار واحد.

– نسبة السعر إلى ربحية السهم (مضاعف الربحية): تعد هذه النسبة من أهم المؤشرات في سوق الأوراق المالية، وتكتسب أهميتها كونها تعكس حالة التفاوض والتشاور بشأن الأسعار السوقية للأسهم، وتمثل هذه النسبة عدد مرات استلام المستثمر للأرباح التي تبرر السعر المدفوع للسهم، لذا فهي تمثل حاصل قسمة آخر سعر إغلاق للسهم على ربحية السهم الواحد ولنفس الفترة كما يلي²:

$$\text{مضاعف الربحية} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم (سعر الاغلاق)}}{\text{ربحية السهم الواحد}} = \text{مرة}$$

– ناتج مقسوم الأرباح (غلة التوزيعات): يعرف أيضا بمعدل الربح السنوي المتحقق للمستثمر كونه يمثل مصدر مهم للعائد، ويرتبط هذا المؤشر بقدرة السوق على إدراك النمو المتوقع للشركة في المستقبل، فانخفاض الناتج يشير إلى زيادة النمو المتوقع مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهم الشركة في السوق³. ويتوقف قبول المستثمر لناتج تلك النسبة على الأهداف التي يسعى من ورائها، فمثلا لو أن المستثمر يسعى إلى تغطية نفقاته المعيشية فقط فإنه يفضل توجيه مخصصات الاستثمار إلى شراء أسهم الشركات ذات الغلة المرتفعة، أما إذا كان من كبار المستثمرين فسوف يفضل توجيه مخصصاته نحو شراء أسهم الشركات الواعدة والتي يتوقع نموها مستقبلا حتى لو كانت غلة التوزيعات منخفضة لعدة سنوات، ويتم حساب هذا المؤشر وفق الصيغة الآتية⁴:

$$\text{غلة التوزيعات} = 100 \times \frac{\text{توزيعات الأرباح للسهم الواحد}}{\text{القيمة السوقية للسهم الواحد (سعر الاغلاق)}}$$

– مؤشر مضاعف القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية: أو مضاعف (مكرر) القيمة الدفترية يعبر عن مدى قدرة الشركة على توليد قيمة إضافية للسهم ممثلة في عدد المرات التي يزيد بها السعر السوقي للسهم عن قيمته الدفترية⁵ (سبق تعريف القيمة الدفترية وإعطاء صيغتها في المبحث الأول من هذا الفصل)، بعبارة أخرى فهو

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي: اتجاهات معاصرة، مرجع سبق ذكره، ص.97-98.

² نفس المرجع، ص.100.

³ نفس المرجع، ص.101.

⁴ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.361.

⁵ رفیق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات: دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مرجع سبق ذكره، ص.57.

يعكس جاذبية الفرص الاستثمارية والميزة التنافسية للشركة، فالشركة التي لها مضاعف أكبر من الواحد الصحيح تكون أكثر جاذبية للاستثمار في أسهمها قياساً بالشركات التي لها مضاعف أقل من الواحد الصحيح، ويحسب المؤشر السابق كما يلي¹:

$$\text{مضاعف (مكرر) القيمة الدفترية} = \frac{\text{سعر السهم السوقى}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}}$$

2.3. تحليل المخاطرة: كما تم التعرض إليه في المبحث الأول من هذا الفصل، فإن القيمة السوقية للسهم العادي لشركة ما تتحدد وفقاً للشئائية (عائد/مخاطرة)، لذا ينبغي على المحلل أن يتعرف على حجم المخاطرة التي تتعرض لها الشركة قبل اتخاذ قرار الاستثمار في أسهمها، ويمكن تحليل المخاطرة التي تتعرض لها الشركة من خلال تحليل مخاطرة النشاط والمخاطرة المالية، ويمكن تلخيصها كالتالي²:

أ. مخاطرة النشاط أو الأعمال: ويقصد بها درجة التذبذب في ربحية الشركة بسبب التغير في حجم المبيعات لأسباب ترجع إلى ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، وتقاس هذه المخاطرة وفق الصيغة التالية:

$$\text{مخاطرة النشاط} = \frac{\text{الانحراف المعياري لربح العمليات}}{\text{متوسط ربح العمليات}}$$

ب. التقلب في المبيعات: تعتبر درجة التقلب في المبيعات المحدد الأول لربحية الشركة، وتقاس كما يلي:

$$\text{التقلب في المبيعات} = \frac{\text{الانحراف المعياري للمبيعات}}{\text{متوسط المبيعات}}$$

ج. المخاطرة المالية: تمثل المخاطرة المالية كما تم تعريفها سابقاً (ضمن المخاطرة غير المنتظمة)، التذبذب في صافي الربح بعد الضريبة، أي التذبذب في العائد المتبقي لحملة الأسهم العادية بسبب اعتماد الشركة على مصادر تمويلية أخرى تدفع عنها تكاليف ثابتة كالقروض، السندات والأسهم الممتازة³. وتعتبر نسب المديونية التي سبق ذكرها بمثابة مؤشرات للمخاطر المالية، ولقياس أكثر دقة لهذه الأخيرة يمكن استخدام نسبة درجة الرفع المالي والتي تعطى وفق الصيغة الموالية⁴:

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{صافي ربح العمليات} - \text{أعباء التمويل الثابتة}}$$

د. مخاطرة الافلاس: يحدد المحلل الأساسي مدى اقتراب الشركة أو ابتعادها عن مخاطرة التعرض للإفلاس، ويمكن اعتماد بعض النماذج التي تتنبأ بحدوث الافلاس والتعثر المالي للشركة قبل وقوعه مثل نموذج ألتمان ونموذج بيفر.

¹ محمد أمين عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص.152.

² نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص.176.

³ منير ابراهيم هندي، الادارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص.613.

⁴ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.369.

3.3. تقدير الربحية المستقبلية للسهم: يعد تحليل ربحية السهم في نهاية السنة الحالية مقدمة للتنبؤ بربحية السهم في السنوات المقبلة، وذلك باستخدام عدة مداخل من بينها مدخل تحليل الاتجاه والذي يضم بدوره ثلاث نماذج يمكن تلخيصها كالاتي¹:

أ. النموذج الأول: تحسب فيه ربحية السهم بضرب القيمة الدفترية للسهم في معدل العائد على حقوق الملكية:

$$\text{ربحية السهم} = \text{القيمة الدفترية للسهم} \times \text{عائد حقوق الملكية}$$

ب. النموذج الثاني: تحسب فيه ربحية السهم بضرب المبيعات لكل سهم في هامش صافي الربح:

$$\text{ربحية السهم} = \text{مبيعات كل سهم} \times \text{هامش صافي الربح}$$

ج. النموذج الثالث: تحسب فيه ربحية السهم بضرب معدل العائد على حقوق الملكية في نسبة الأرباح المحتجزة:

$$\text{ربحية السهم} = \text{عائد حقوق الملكية} \times \text{نسبة الأرباح المحتجزة}$$

وسواء تعلق الأمر بالنموذج الأول، الثاني أو الثالث فإن استخدامهم يتطلب توافر بيانات تاريخية عن المتغيرات التي يتكون منها كل نموذج وذلك لفترة زمنية لا تقل عن 5 سنوات ولا تزيد عن 10 سنوات.

4.3. تقدير القيمة الحقيقية للسهم: يسعى المحلل الأساسي من وراء تحليله لربحية السهم المستقبلية إلى محاولة تحديد القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يتخذها سعر السهم، وهناك عدة نماذج يتم اعتمادها لتقدير القيمة الحقيقية للأسهم العادية سوف يتم التطرق إليها في المبحث الموالي.

¹ نفس المرجع، ص ص. 403-405.

المبحث الثالث: نماذج تقييم الأسهم العادية

يستخدم المحللون مجموعة من النماذج لتقييم الأسهم العادية المتداولة في السوق المالية، حيث تعتبر منهاجاً في تحديد القيمة الحقيقية للأسهم ومن ثم اتخاذ القرار الاستثماري السليم، وتقوم هذه النماذج على افتراض أساسي يفيد بأن القيمة الحقيقية لأي سهم تتساوى مع القيمة الحالية لكل التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلاً طوال فترة امتلاك هذه الأسهم، وسيتم التطرق إلى أهم هذه النماذج من خلال المطالب الموالية.

المطلب الأول: نموذج خصم توزيعات الأرباح (Dividend Discount Model (DDM)

يعتبر نموذج خصم التوزيعات (DDM) أحد النماذج الأولى المستخدمة لتقييم الأسهم العادية، تم تطويره من طرف John B. Williams عام 1931، ولا زال من أكثر النماذج استخداماً في التقييم إلى يومنا هذا¹. وتمثل الفكرة الأساسية لهذا النموذج في إيجاد القيمة الحقيقية للسهم، والتي تمثل مجموع القيم الحالية لسلسلة متنامية من توزيعات الأرباح المستقبلية المخصومة في كل مرحلة من مراحل تلك السلسلة عند معدل خصم معين يتلائم مع درجة المخاطرة (معدل العائد المطلوب)². ولتطبيق هذا النموذج يجب على المحلل أن يقدر أولاً توزيعات السهم من الأرباح المتوقعة في المستقبل، معدل العائد المطلوب، وكذلك عدد الفترات أو السنوات التي يتوقع أن تستمر خلالها التوزيعات، وتمثل الصيغة الرياضية الموالية الصورة العامة لنموذج خصم التوزيعات³:

$$V = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{D_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+K)^\infty} = \sum_{t=1}^{n \rightarrow \infty} \frac{D_t}{(1+K)^t}$$

حيث:

V: القيمة الحقيقية للسهم العادي؛

D_t: التوزيعات المتوقعة خلال الفترة t؛

K: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

لقد سبق التطرق في الفصل الأول إلى خصائص الأسهم العادية، حيث تم ذكر أن هذه الأخيرة ليس لها تاريخ استحقاق، أي أن المستثمر يمكنه الاحتفاظ بالسهم لفترة غير محددة قد تؤول إلى ما لا نهاية، لذلك فإن الصيغة الرياضية السابقة تستند إلى فرضية أن المستثمر سوف يحتفظ بالسهم إلى الأبد، وهو ما يعرف بنموذج تقييم الأسهم لفترة لا نهائية. وبافتراض أن المستثمر سوف يبيع السهم بعد احتفاظه به لفترة محددة t، فإن القيمة الحقيقية للسهم تصبح مساوية لمجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الدورية والمتمثلة في توزيعات الأرباح المستقبلية خلال الفترة t التي يحتفظ فيها المستثمر بالسهم، مضافاً إليها القيمة التي يتوقع أن يباع بها هذا السهم

¹ Jeff Madura, **Financial Markets And Institutions**, Cengage Learning, Stamford, United States Of America, 11th Ed, 2015, P.282.

² سامر فخري محي الدين عبيدات، استخدام كلفة التمويل في تقييم الأسهم العادية: دراسة تطبيقية في بورصة عمان، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم المالية، تخصص تمويل ومصارف، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، المفرق، عمان، 2008، ص.58.

³ William F. Sharpe & Others, **Investments**, Prentice Hall, Inc, New Jersey, United States Of America, 6th Ed, 1999, P.525.

عند نهاية هذه الفترة¹، وهو ما يعرف بنموذج تقييم الأسهم لفترة محددة، وتعطى القيمة الحقيقية للسهم وفق هذا النموذج حسب الصيغة التالية²:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+K)^t} + \frac{P_n}{(1+K)^n}$$

حيث:

V: القيمة الحقيقية للسهم العادي؛

D_t: التوزيعات المتوقعة للسهم خلال الفترة t؛

K: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)؛

P_n: سعر السهم العادي في نهاية الفترة t=n.

يجدر الإشارة إلى أنه عند استخدام نموذج خصم توزيعات الأرباح، يجب الأخذ بعين الاعتبار نمط التوزيعات الذي تتبعه الشركة المصدرة للسهم ونوعية القطاع الذي تعمل به من أجل استخدام نموذج الخصم المناسب، حيث يمكن اشتقاق ثلاث نماذج أخرى لتحديد القيمة الحقيقية للأسهم العادية تقوم بدورها على فروض معينة تتعلق بنمط التوزيعات المستقبلية³، يمكن تلخيصها من خلال الفروع الآتية:

الفرع الأول: نموذج النمو الصفري The Zero Growth Model

يعبر النموذج الصفري أو نموذج التوزيعات الثابتة عن الحالة التي تكون فيها توزيعات حملة الأسهم العادية ثابتة ومتساوية عبر الزمن، أي أن النمو الدوري لتلك التوزيعات معدوم⁴، وبما أن الأسهم العادية ليس لها تاريخ استحقاق فإنه من الصعب تطبيق النموذج العام لخصم توزيعات الأرباح، لذلك تم تبسيطه كما يلي⁵:

بالرجوع إلى معادلة النموذج العام لخصم توزيعات الأرباح حيث: $D_1=D_2=D_3=...=D_{\infty}=D$ ، تصبح

المعادلة كالآتي:

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

ويمكن تبسيطها كما يلي:

$$V = D \left[\sum_{t=1}^{n \rightarrow \infty} \frac{1}{(1+K)^t} \right]$$

¹ طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003، ص.404.

² رياض دهال، الأدوات المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 15، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2003، ص.6، من الموقع:

https://www.arab-api.org/images/publication/pdfs/102/102_develop_bridge15.pdf

³ إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، الامارات العربية المتحدة، 2005، ص.31.

⁴ عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.141.

⁵ William F. Sharpe & Others, Op.Cit, P.526.

يمكن ملاحظة أن المعادلة الأخيرة عبارة عن متتالية هندسية، وباستخدام خاصية المتتاليات اللامنتهية، وإذا كان: $K > 0$ فإن:

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

وينتج عن تطبيق هذه الخاصية على المعادلة السابقة صيغة نموذج النمو الصفري التالية:

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

ويمكن القول أن نموذج النمو الصفري هو نموذج نظري أكثر من واقعي، إذ أنه نادراً ما تكون نسبة نمو توزيعات الأرباح ثابتة أي معدومة باستثناء الأسهم الممتازة التي تحصل على توزيعات ثابتة عموماً¹.

الفرع الثاني: نموذج النمو الثابت The Constant Growth Model

نظراً لعدم منطقية فرضية ثبات توزيعات الأرباح بشكل دائم إلى ما لا نهاية وفقاً لنموذج النمو الصفري، قدم Gordon نموذجاً لاحتساب القيمة الحقيقية للسهم العادي يقوم على افتراض أساسي مفاده أن توزيعات الأرباح تنمو بمعدل نمو ثابت g إلى ما لا نهاية غالباً ما يقترب من معدل نمو الاقتصاد الوطني، وأن هذا المعدل لا يمكن أن يكون أكبر من معدل العائد المطلوب²، وعموماً إذا كان D_0 يمثل مقدار التوزيعات التي تحصل عليها المستثمر في نهاية الفترة الحالية، فإن التوزيعات المتوقعة في نهاية الفترة t تعطى وفق الصيغة الآتية³:

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

حيث:

D_t : توزيعات الأرباح المتوقعة في نهاية الفترة t ؛

D_0 : توزيعات الأرباح الفعلية في نهاية السنة الحالية؛

g : معدل نمو التوزيعات السنوي وهو ثابت.

بالرجوع إلى معادلة النموذج العام لخصم توزيعات الأرباح وبتعويض D_t بصيغتها الجديدة، تصبح المعادلة

كالآتي:

$$V = \sum_{t=1}^{n \rightarrow \infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+K)^t}$$

ويمكن تبسيطها كما يلي:

$$V = D_0 \left[\sum_{t=1}^{n \rightarrow \infty} \frac{(1+g)^t}{(1+K)^t} \right]$$

وباستخدام خاصية المتتاليات اللامنتهية، وإذا كان: $k > g$ فإن:

¹ أسماء كسري، مرجع سبق ذكره، ص.90.

² رفیق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات: دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مرجع سبق ذكره، ص.67.

³ William F. Sharpe & Others, Op.Cit, P.528.

$$\sum_{t=1}^{n \rightarrow \infty} \frac{(1+g)^t}{(1+K)^t} = \frac{1+g}{K-g}$$

وينتج عن تطبيق هذه الخاصية على المعادلة السابقة صيغة نموذج النمو الثابت كما يلي:

$$V = D_0 \left(\frac{1+g}{K-g} \right)$$

إن فرض ثبات معدل نمو التوزيعات يبقى فرض نظري بعيد نوعا ما عن الواقع، فعلى الرغم من إمكانية وجود شركة تنمو أرباحها بمعدل معقول وثابت خلال فترة طويلة نسبيا، إلا أنه لا يمكن أن يستمر هذا الثبات طوال عمر الشركة، لذا يظل تطبيق معادلة هذا النموذج صالح نسبيا إذا كان تباين معدل النمو من عام إلى آخر طفيف نسبيا¹ بمعنى يمكن تطبيقها على الشركات ذات النمو الثابت لتوزيعات الأرباح.

الفرع الثالث: نموذج النمو المتعدد The Multiple Growth Model

يعرف أيضا بنموذج النمو غير الثابت، تم تطويره من طرف Molodovsky & Murphy ويقوم على فرض أساسي مفاده أنه من غير الواقع بقاء توزيعات الأرباح المستقبلية للشركات بدون نمو، كما أنه من المستحيل استمرار نموها بشكل ثابت طوال عمر الشركة²، أي أن التوزيعات المستقبلية لا تنمو على وتيرة واحدة باعتبار أن العديد من الشركات خاصة حديثة النشأة تتسم توزيعاتها بتقلب معدلات نموها، حيث تقوم في بداية نشاطها بإعادة استثمار أرباحها مما يؤدي إلى ندرة توزيعاتها، ثم تبدأ تدريجيا في مرحلة أخرى بتوزيع الأرباح وفق معدلات نمو متغيرة إلى أن يستقر ذلك المعدل بعد فترة زمنية³. ويتم احتساب القيمة الحقيقية للسهم العادي وفق هذا النموذج كالاتي⁴:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+K)^t} + \frac{D_{T+1}}{(K-g)(1+K)^T}$$

كما أن التوزيعات بعد الفترة T تعطى وفق المعادلة التالية: $D_{T+1} = D_t(1+g)$ ، وتعويضها في المعادلة السابقة تصبح كما يلي:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+K)^t} + \frac{D_t(1+g)}{(K-g)(1+K)^T}$$

حيث:

D_{T+1} : توزيعات الأرباح بعد الفترة T أي للفترة T+1؛

T: تاريخ نهاية مرحلة النمو غير الثابت؛

K: معدل العائد المطلوب؛

¹ عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.143.

² نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص.229.

³ عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.144.

⁴ William F. Sharpe & Others, Op.Cit, PP.529-531.

g: معدل النمو الثابت الذي يستمر منذ نهاية مرحلة النمو غير الثابت.

أيضا يجب التمييز بين إذا كان معدل نمو التوزيعات يتغير مرة واحدة أو مرتين، أي إذا كان معدل نمو التوزيعات يرتفع في مرحلة أولى ثم ينخفض ويستقر في مرحلة ثانية، أو إذا كان معدل نمو التوزيعات يمر بمرحلة النمو المرتفع والمستقر، ثم بمرحلة النمو المنخفض تدريجيا ومن ثم مرحلة النمو المستقر إلى مالا نهاية¹، وعليه وفق هذا النموذج يمكن اشتقاق حالتين لنمو التوزيعات كالآتي:

1. نموذج ذو المرحلتين لنمو التوزيعات: يعالج هذا النموذج القيمة الحقيقية لسهم الشركة التي تتميز توزيعاتها بالتغير وفق مرحلتين: مرحلة النمو المرتفع، ثم مرحلة الانخفاض والاستقرار، أي أن كل مرحلة لها معدل نمو خاص، ويمكن صياغة معادلة هذا النموذج كالآتي²:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{D_t(1+g_1)}{(1+K)^t} + \sum_{t=T+1}^{\infty} \frac{D_t(1+g_2)^{t-1}}{K-g_2} \times \frac{1}{(1+K)^t}$$

حيث:

g1: معدل نمو التوزيعات في المرحلة الأولى؛

g2: معدل نمو التوزيعات في المرحلة الثانية.

2. نموذج ذو المراحل الثلاث لنمو التوزيعات: وفق هذا النموذج تمثل القيمة الحقيقية للسهم القيمة الحالية للتوزيعات أثناء المراحل الثلاث للنمو، أي القيمة الحالية للتوزيعات أثناء مرحلة النمو المرتفع، مضاف إليها القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة خلال مرحلة التحول (مرحلة النمو المنخفض تدريجيا)، بالإضافة إلى القيمة الحالية للتوزيعات في المرحلة الثالثة (مرحلة النمو المستقر إلى مالا نهاية)، ويمكن صياغة معادلة هذا النموذج كما يلي³:

$$V = \sum_{t=1}^{T_1} \frac{D_0(1+g_1)}{(1+K)^t} + \sum_{t=T_1+1}^{T_2} \frac{D_{n1}(1+g_2)}{(1+K)^t} + \frac{D_{n2}(1+g_3)}{(K-g_3)(1+K)^{T_2}}$$

حيث:

D_{n1}: التوزيعات في نهاية مرحلة النمو المرتفع؛

D_{n2}: التوزيعات في نهاية مرحلة النمو المنخفض تدريجيا؛

n₁: عدد سنوات مرحلة النمو؛

n₂: عدد سنوات مرحلة النمو المنخفض تدريجيا؛

g₁, g₂, g₃: معدلات النمو في المراحل الثلاثة على التوالي.

¹ حياة زيد، مرجع سبق ذكره، ص.74.

² عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.145.

³ نفس المرجع، نفس الصفحة.

المطلب الثاني: مدخل الربحية ونموذج التدفق النقدي لتقييم الأسهم العادية

يستخدم المحللون الأساسيون مداخل أخرى لتقييم الأسهم العادية على أساس ربحيتها وتدفعاتها النقدية، وليس على أساس توزيعاتها فقط كما يفترضه نموذج خصم توزيعات الأرباح، وسيتم في هذا المطلب عرض لهذه النماذج من خلال الفرعين الآتيين:

الفرع الأول: مدخل الربحية

يعتبر مدخل الربحية بديل آخر لتقدير القيمة الحقيقية للسهم العادي على أساس ربحيته وليس توزيعاته، حيث يعتقد بعض الباحثون أنه لطالما الأرباح المتولدة عن السهم العادي هي من حق حاملتها، فإن التقييم السليم للسهم ينبغي أن يركز على الربحية بدلا من التوزيعات والتي تتجاهل حسب وجهة نظرهم تأثير الأرباح المحتجزة، ويمكن توضيح هذا المدخل من خلال النموذجين المواليين:

1. نموذج مضاعف الربحية Price - Earning Ratio Model (PER) Bates: هو نموذج يقوم بتقييم السهم انطلاقا من مضاعف ربحيته، يستخدمه الأساسيون باعتباره نموذج عملي أكثر واقعية، ويعد مضاعف السعر إلى العائد من بين المؤشرات الهامة التي يتم حسابها وتتبعها في سوق الأوراق المالية، ويتم نشرها في الصحف المتخصصة في مجال البورصة¹.

ويتم احتساب هذا المضاعف لمعرفة القيمة التي يكون المستثمر مستعدا لدفعها للحصول على سهم الشركة من خلال قسمة السعر السوقي للسهم (سعر الإغلاق) على ربحيته (تم التطرق إليه سابقا ضمن التحليل باستخدام المؤشرات المالية)، ويستخدم بكثرة من طرف المختصين والمحللين لتحديد فرص الشراء المناسبة فهم يعتبرون الأسهم ذات مضاعف الربحية الضعيف بالنسبة لمعدل السوق (النسبة المعيارية للسوق) بأنها مسعرة بأقل من قيمتها، وبذلك تمثل فرص استثمارية جيدة. وكما يتم الحصول على مضاعف الربحية في الفترة 1، يمكن أيضا الحصول عليه في الفترة n وفق الصيغة الآتية التي تقوم على الفرضيات التالية²:

– الأرباح تنمو بمعدل g ثابت حتى الفترة n؛

– معدل توزيع الأرباح q ثابت.

$$M = (PER)_n = PER_0 \left(\frac{1 + K}{1 + g} \right)^n - \frac{q}{0,1} \times \frac{1 + g}{g - K} \left[1 - \left(\frac{1 + K}{1 + g} \right)^n \right] \times 0,1$$

حيث:

PER_n: مضاعف الربحية للفترة n؛

¹ حنان سعدي، دور قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية في اتخاذ القرار الاستثماري: دراسة تطبيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر، مجلة الحوكمة المسؤولة الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 2، العدد 1، جامعة أحمد زبانه، غليزان، الجزائر، 2020، ص.33، من الموقع:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/603/2/1/123404>

² عبد الحميد حفيظ، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأوراق المالية الأردنية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.58.

PER_0 : مضاعف الربحية للفترة 0 سنة التقييم حيث $PER_0 = P/E$ ؛

q : معدل توزيع الأرباح؛ g : معدل نمو الأرباح؛

K : معدل العائد المطلوب.

2. نموذج تقييم الربحية **Earning Valuation Model**: يقوم نموذج تقييم الربحية على مبدأ أن تحديد قيمة السهم تكون انطلاقاً من الأرباح المتوقعة تحقيقها من طرف الشركة وليس على أساس التوزيعات، وحسب هذا النموذج فإن أي أرباح يتقرر احتجازها هي بمثابة استثمار إضافي في أصول الشركة من قبل حملة الأسهم، لذا فإن القيمة الحقيقية للسهم العادي يتوقع أن تساوي القيمة الحالية للربحية المستقبلية للسهم مطروحا منها القيمة الحالية لنصيب السهم من الاستثمارات المستقبلية التي هي في ذاتها نصيبه من الأرباح المحتجزة¹، ويتم صياغة هذا النموذج وفق المعادلة التالية²:

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

حيث:

V : القيمة الحقيقية للسهم العادي؛

E_t : ربحية السهم العادي المتوقعة في نهاية الفترة t ؛

I_t : الأرباح المحتفظ بها في الفترة t لاستثمارات الشركة المستقبلية؛

K : معدل العائد المطلوب.

يطلق على المعادلة السابقة النموذج العام لتقييم الربحية، وإذا ما افترض أن الربحية المستقبلية للسهم تنمو بمعدل g يميل إلى الثبات، فإنه يمكن إعادة صياغة المعادلة السابقة كما يلي³:

$$V = \frac{E_t - I_t}{(K - g)}$$

حيث:

g : معدل النمو الثابت.

يطلق على المعادلة الأخيرة نموذج الربحية ذو النمو الثابت وهي تشبه معادلة نموذج النمو الثابت للتوزيعات، وهذا ما يؤكد أن التوزيعات هي الأساس في تقييم الأسهم العادية⁴.

أيضا هناك حالة خاصة لنموذج تقييم الربحية عندما يكون معدل العائد المطلوب على الاستثمار مساويا لمعدل العائد المتوقع على حقوق الملكية، فإن القيمة الحقيقية للسهم العادي تعطى وفق الصيغة التالية⁵:

¹ أسماء كسري، مرجع سبق ذكره، ص.98.

² زهير غراية، مرجع سبق ذكره، ص.148.

³ عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.147.

⁴ حياة زيد، مرجع سبق ذكره، ص.77.

⁵ سميرة لطرش، مرجع سبق ذكره، ص.246.

$$V = \frac{E_t}{K}$$

تشبه الحالة الخاصة السابقة حالة النمو الصفري لنموذج خصم توزيعات الأرباح، ذلك لأنه في حالة تعادل معدل العائد المطلوب على الاستثمار مع معدل العائد على حقوق الملكية فإن الأرباح المحتجزة لن يكون لها أي تأثير على تقدير القيمة الحقيقية للأسهم العادية¹.

الفرع الثاني: نموذج التدفقات النقدية Cash Flows Model

يقوم هذا النموذج على مبدأ أساسي يفيد بأن القيمة الحقيقية لكل سهم هي القيمة الحالية لكل التدفقات النقدية المستقبلية التي يحققها هذا الأخير، فعند حساب إيراد كل سهم هناك مجموعة من المصاريف التي لا تمثل سوى تسجيلاً محاسبياً مثل: الاهتلاكات والمؤونات، شهرة المحل، إطفاء براءة الاختراع، ديون معدومة... الخ، ويرى المحلل وفقاً لهذا النموذج أنه من المنطقي إضافة هذه المصاريف غير النقدية (Non-Cash Expenses) إلى إيرادات كل سهم، ومن ثم حساب قيمة التدفقات النقدية الناشئة عن نشاط الشركة لكل سهم²، ويتم الحصول على التدفقات النقدية (Cash-Flows) من العمليات للسنة t لكل سهم كما يلي³:

$$CF_t = E_t + \frac{NCE_t}{N_t}$$

حيث:

CF_t : التدفق النقدي لكل سهم في السنة t؛

E_t : ربحية السهم في السنة t؛

NCE_t : مجموع المصاريف غير النقدية في السنة t،

N_t : عدد الأسهم في السنة t.

كما أنه وفق هذا النموذج تم إضافة المصاريف غير النقدية إلى الاستثمار الصافي للسهم، على عكس نموذج تقييم الربحية الذي استبعد تلك المصاريف، وعليه يحدد نصيب السهم من الاستثمار الاجمالي وفق العلاقة التالية⁴:

$$TI_t = I_t + \frac{NCE_t}{N_t}$$

حيث:

TI_t : الاستثمار الاجمالي لكل سهم في السنة t؛ I_t : الاستثمار الصافي في السنة t.

ومن ثم يمكن تحديد القيمة الحقيقية للسهم حسب هذا النموذج وفق الصيغة الموالية⁵:

¹ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 1999، ص.391.

² خالد وهيب الراوي، الأسواق المالية والنقدية، دار ميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000، ص.290.

³ حياة زيد، مرجع سبق ذكره، ص.77.

⁴ نفس المرجع، نفس الصفحة.

⁵ خالد وهيب الراوي، مرجع سبق ذكره، ص.293.

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t - TI_t}{(1 + K)^t}$$

المطلب الثالث: نماذج بديلة لتقييم الأسهم العادية

بالإضافة إلى النماذج السابقة هناك نماذج أخرى يستخدمها المحللون من أجل تحديد القيمة الحقيقية للأسهم العادية، ويمكن تلخيصها في النقاط التالية:

الفرع الأول: نموذج والتر للتقييم Walter's Valuation Model

وضح James E. Walter أنه لا يمكن فصل كل من سياسة توزيع الأرباح وسياسة الاستثمار لأي شركة عن بعضهما باعتبارهما مترابطتان، ومن ثم فإن قرار توزيع الأرباح يؤثر دائما على قيمة الشركة، ولقد بنى والتر نموذجه هذا على أساس العلاقة بين معدل العائد الداخلي للإستثمار (معدل العائد على الإستثمار R) وبين تكلفة رأس المال (معدل العائد المطلوب K)¹، ويتحدد قرار توزيع الأرباح للشركة وفق هذه العلاقة كما يلي²:

– إذا كان $R > K$: يجب على الشركة أن تحتفظ بأرباحها لأنها تمتلك فرص استثمارية مربحة ويمكنها تحقيق عوائد أكثر من التي يحققها المساهمون عند إعادة استثمار التوزيعات، وتسمى الشركات حسب هذه الحالة بشركات النمو ولديها نسبة دفع التوزيعات معدومة أي $D/P=0$ ؛

– إذا كان $R < K$: يجب على الشركة أن تدفع جميع الأرباح إلى حملة الأسهم العادية في شكل توزيعات لأن المساهمين لديهم فرص لتحقيق عوائد أكثر عند إعادة استثمار تلك التوزيعات، وتكون نسبة دفع التوزيعات $D/P=100\%$ ، وتسمى الشركات حسب هذه الحالة بالشركات المترجمة؛

– إذا كان $K=R$: ليس لقرار توزيع أرباح الشركة أي تأثير على القيمة السوقية للسهم، ومن ثم فإن الشركة لا تبالي بمقدار الأرباح التي يجب احتجازها أو توزيعها، وفي هذه الحالة فإن نسبة دفع التوزيعات يمكن أن تختلف من 0 إلى 100%.

ويتم صياغة هذا النموذج وفق المعادلة التالية³:

$$V = \frac{\left[D + \frac{R}{K} (E - D) \right]}{K}$$

حيث:

V: القيمة الحقيقية للسهم العادي الواحد؛

D: توزيعات أرباح السهم الواحد؛

E: ربحية السهم العادي الواحد؛

(E-D): الأرباح المحتجزة للسهم الواحد؛

¹ D. Chandra Bose, **Fundamentals Of Financial Management**, PHI Learning Private Limited, New Delhi, India, 2nd Ed, 2010, P.429.

² Business Jargons, **Walter's Model**, Available on: <https://businessjargons.com/walters-model.html#>, Consulted the: 07/06/2021.

³ D. Chandra Bose, **Op.Cit**, P.430.

R: معدل العائد الداخلي (معدل العائد على الاستثمار)؛

K: تكلفة رأس المال (معدل العائد المطلوب).

الفرع الثاني: نموذج H The H-Model

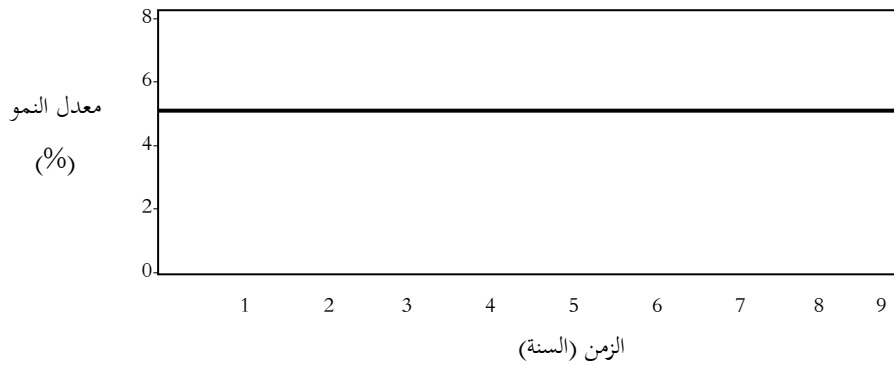
كما تم التطرق إليه سابقاً، يفترض نموذج النمو الثابت نمو توزيعات الأرباح بمعدل ثابت g إلى ما لا نهاية، بينما يفترض كل من نموذج ذو المرحلتين ونموذج ذو المراحل الثلاث لنمو التوزيعات أن النمو يتغير بشكل مفاجئ من معدل إلى آخر، إلا أنه يوجد صورة أخرى لنموذج خصم توزيعات الأرباح يسمى بنموذج H، ويستخدم هذا الأخير لتقييم الأسهم العادية في حالة افتراض أن نمو التوزيعات سيتغير من معدل إلى آخر بشكل خطي¹.

يمثل نموذج H نموذجاً ذو مرحلتين لنمو التوزيعات، لكنه على عكس النموذج الكلاسيكي يفترض أن معدل النمو خلال مرحلة النمو الأولية ليس ثابتاً ولكنه ينخفض بشكل خطي مع مرور الزمن حتى يصل إلى حالة النمو المستقر²، بمعنى آخر يفترض هذا النموذج أن النمو خلال المرحلة الأولى يبدأ بمعدل مرتفع ثم يتراجع بشكل خطي خلال فترة انتقالية محددة نحو معدل نمو ثابت يمكن استخدامه إلى ما لا نهاية³.

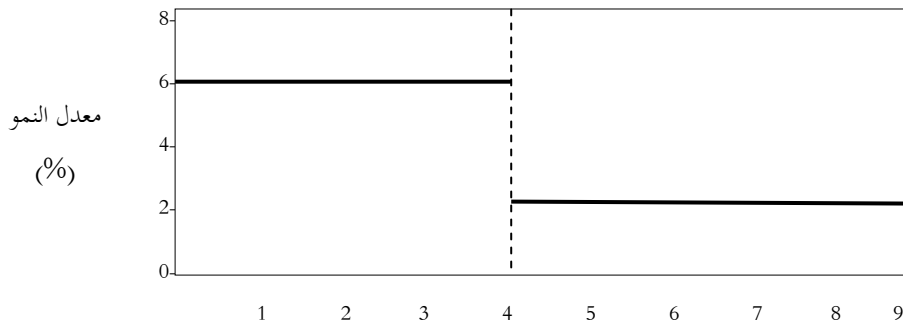
ولمزيد من التوضيح يمثل الشكل الموالي تطور معدل النمو عبر الزمن حسب بعض نماذج التقييم كما يلي:

شكل (2-14): تطور معدل النمو عبر الزمن في نماذج التقييم المختلفة

نموذج النمو الثابت (نموذج Gordon للنمو)



نموذج ذو المرحلتين لنمو التوزيعات

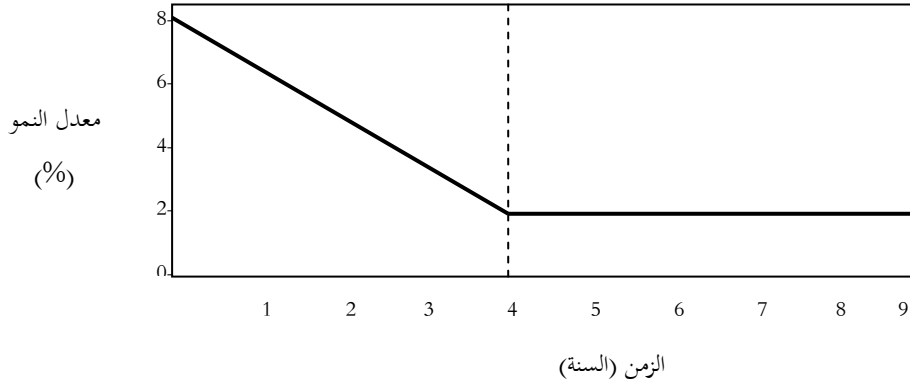


¹ Pamela Peterson Drake, **Dividend Valuation Models**, P.7., Available on: <https://docplayer.net/13470852-Dividend-valuation-models-prepared-by-pamela-peterson-drake-ph-d-cfa.html>, Consulted the: 07/06/2021.

² Aswath Damodaran, **Investment Valuation: Tools And Techniques For Determining The Value Of Any Asset**, John Wiley & Sons, Inc, New York, United States Of America, 2nd Ed, 2002, P.338.

³ James R. Hitchner, **Financial Valuation: Applications And Models**, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, United States Of America, 2nd Ed, 2006, P.128.

نموذج H



Source: Matthias Meitner, **The Market Approach To Comparable Company Valuation**, Physica-Verlag Heidelberg, A Springer Company, Munich, Germany, 2006, P.115.

ويتم حساب القيمة الحقيقية للسهم العادي وفق هذا النموذج حسب مرحلتين، حيث يتم في المرحلة الأولى تحديد قيمة السهم وفق معدل النمو الاستثنائي المتوقع خلال فترة التنبؤ، أما المرحلة الثانية يفترض فيها ثبات معدل النمو، وتتحدد قيمة السهم فيها وفق صيغة نموذج النمو الثابت لـ Gordon¹، ويمكن التعبير عن هذا النموذج رياضياً من خلال الصيغة التالية²:

$$V = \frac{D_0 \times (1 + g_n)}{K - g_n} + \frac{D_0 \times H \times (g_a - g_n)}{K - g_n}$$

حيث:

V: القيمة الحقيقية للسهم العادي؛

D₀: توزيعات الأرباح الأولية؛

H: نصف مدة الفترة الانتقالية أو المرحلة الأولى؛

g_a: معدل النمو المتوقع في المرحلة الأولى (مرحلة النمو غير العادي)؛

g_n: معدل النمو في مرحلة الثبات (مرحلة النمو العادي)؛

K: معدل العائد المطلوب.

الفرع الثالث: نموذج ليرنر وكارلتون (L-C) Model

يعد نموذج (L-C) صيغة مطورة لنموذج النمو الثابت (نموذج Gordon للنمو)، حيث يوضح العلاقة المهمة بين القيمة الحقيقية للسهم العادي وقيمه الدفترية، فإذا كان معدل العائد على الاستثمار في صيغة القيمة الدفترية أقل من معدل العائد المطلوب للسهم فإن القيمة الحقيقية تنخفض إلى مستوى أقل من القيمة الدفترية، وفي حالة العكس فإن القيمة الحقيقية للسهم تصبح أكبر من قيمته الدفترية، كما يحدد هذا النموذج طبيعة استراتيجية الشركة المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح والتي تهدف إلى تعظيم القيمة الحقيقية للسهم إضافة إلى قيمته السوقية، حيث تقوم هذه الاستراتيجية على مبدأ تخفيض الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية عندما يكون

¹ James R. Hitchner, **Op.Cit**, P.128.

² Pamela Peterson Drake, **Op.Cit**, P.7.

معدل العائد على الاستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب والعكس صحيح¹، ويمكن التعبير عن هذا النموذج بالعلاقة التالية²:

$$V = \frac{(1 - I)RBV}{K - g_{rb}}$$

حيث:

V: القيمة الحقيقية للسهم العادي؛

I: نسبة الأرباح المحتجزة للسهم العادي الواحد، (1-I): توزيعات الأرباح للسهم الواحد؛

RBV: معدل العائد على الاستثمار في صيغة القيمة الدفترية؛

K: معدل العائد المطلوب؛

g_{rb}: معدل نمو الأرباح، توزيعات الأرباح والقيمة الدفترية للسهم العادي.

¹ نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص ص. 232-233.

² كزار سليم عبد الزهرة وآخرون، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية: دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 9، العدد 29، جامعة الكوفة، العراق، 2013، ص. 202، من الموقع:

<https://www.iasj.net/iasj/download/5878dc82a5e11b22>

المبحث الرابع: علاقة كفاءة السوق المالية الناشئة بالقيمة السوقية للأسهم العادية

تفترض نظرية كفاءة السوق المالية أن أسعار الأسهم تستجيب فوراً للمعلومات الجديدة الواردة إلى السوق بحيث تعكس الأسعار كل المعلومات سواء كانت تاريخية، عامة أو خاصة، كما أنه في ظل السوق المالية الكفؤة تتعادل القيمة السوقية للأسهم مع قيمتها الحقيقية (تتخذ القيمة العادلة) لأن الأسعار سوف تصحح نفسها على الفور (لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين استجابة الأسعار لها وهو ما يعكس مفهوم الكفاءة الكاملة)، وهو افتراض غير واقعي ذلك لأن الأسواق المالية تتأثر بمجموعة من العوامل تنقص من درجة كفاءتها مما يؤدي إلى انحراف القيمة السوقية للأسهم عن قيمتها الحقيقية، وسيتم في هذا المبحث التطرق إلى آلية تأثير كفاءة الأسواق المالية الناشئة على القيمة السوقية للأسهم من خلال المطالب الموالية.

المطلب الأول: المعلومات لغرض تقييم الأسهم العادية

يعتبر توفير المعلومات السليمة والدقيقة في السوق المالية من الأولويات التي يركز عليها المحللون الماليون وخبراء التقييم، ذلك لأنها تلعب دوراً هاماً في تحديد القيمة السوقية للأسهم العادية، ومن ثم اتخاذ القرار الاستثماري السليم من طرف المستثمرين، وعليه لا بد من توافر نظام معلومات متكامل يتيح مختلف المعلومات الأساسية التي يحتاج إليها المحلل أو المستثمر لغرض التقييم من مصادر مختلفة، وفق متطلبات معينة تجعلها مقبولة وفعالة في عملية التقييم، وسيتم توضيح ما سبق من خلال الفروع الموالية.

الفرع الأول: تعريف ومتطلبات المعلومات

قبل التطرق إلى المعلومات التي يحتاجها المحلل أو المستثمر في السوق المالية لغرض تقييم أسهم الشركات، لا بد من تعريفها أولاً والتعرف على متطلباتها التي تجعلها ذات جودة وكفاءة في عملية التقييم.

1. تعريف المعلومات

تعددت التعاريف حول المعلومات، وسيتم التطرق إلى بعضها كما يلي:
تعرف المعلومات بصفة عامة بأنها¹: "البيانات التي تمت معالجتها لتصبح بشكل أكثر نفعاً للمستقبل، والتي لها قيمة في الاستخدام الحالي أو في اتخاذ قرارات مستقبلية".
"تعبّر عن حقيقة أو ملاحظة أو إدراك، أو أي شيء محسوس أو غير محسوس يستخدم في تخفيض عدم التأكد بالنسبة لحالة أو حدث معين وتضيف معرفة للفرد أو المجموعة".
أما المعلومات المتعلقة بتعاملات الأسواق المالية تم تعريفها بأنها:
"بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد، الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل استخدامها في صياغة القرارات الاستثمارية"².

¹ عبد الله حمود سراج، أهمية خصائص المعلومات في بناء اختيار قرارات المنظمة، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 4، العدد 4، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2005، ص.131، من الموقع:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/63/4/4/6002>

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص.104.

"بيانات محددة عن الأوراق المالية محل التداول في السوق المالية وعن ظروف السوق المحيطة بهذه الأوراق، شرط أن تكون هذه البيانات ذات أثر فعال في اتخاذ القرار الاستثماري بشأن التعامل مع هذه الأوراق وبأسعار محددة"¹.

مما سبق يمكن القول أن المعلومات في السوق المالية عبارة عن بيانات منظمة تتعلق بالأوراق المالية أو الشركة المصدرة لها (الأرباح المحققة، الاستراتيجيات المحققة، توزيعات الأرباح،...)، كما تتعلق بظروف السوق (سعر الصرف، سعر الفائدة، السيولة،...) التي يتم التداول فيها، حيث تؤثر تلك المعلومات على أسعار الأوراق المالية ومن ثم على عملية اتخاذ القرار الاستثماري.

2. متطلبات المعلومات

حتى تكون المعلومات ذات جودة وفائدة لمستخدميها خاصة صغار المستثمرين، يجب أن تتوفر فيها مجموعة من المتطلبات أو الخصائص يمكن تلخيصها كما يلي²:

- **الموثوقية:** تمتلك المعلومات لخاصية الموثوقية إذا كانت خالية من الأخطاء الجوهرية والتحيز، وتعتبر بصدق عن الأحداث والعمليات، وتتضمن هذه الخاصية ثلاث خصائص ثانوية وهي³:
 - القابلية للتحقق: ويقصد بها توفر المستندات الدالة على صدق المعلومات وسهولة الرجوع إليها عند الحاجة؛
 - الحياد والموضوعية: أي إعداد المعلومات بحيادية دون إبرازها بشكل يخدم أحد الأطراف على حساب الآخر؛
 - الصدق في التعبير: أن يكون مضمونها معبر عنه بصدق دون زيادة أو نقصان.
 - **الملائمة:** أي أن تكون المعلومات ملائمة لحاجات صناع القرار، وتمتلك المعلومات خاصية الملائمة عندما تؤثر على القرارات الاقتصادية للمستخدمين من خلال مساعدتهم في تقييم الأحداث الماضية والحاضرة والمستقبلية، وتتضمن هذه الخاصية ثلاث خصائص ثانوية وهي:
 - التوقيت الملائم: يقصد به توفير المعلومات في حينها قبل أن تفقد منفعتها أو قدرتها على التأثير في عملية اتخاذ القرار، وقد يكون من المناسب التوضيح بشيء من الدقة على حساب التوقيت؛
 - التغذية العكسية: أي أنها تساعد مستخدمها في تقييم مدى صحة توقعاته السابقة، ومنه تقييم نتائج القرارات التي بنيت على هذه التوقعات؛
 - القيمة التنبؤية للمعلومات: هي خاصية المعلومات في مساعدة المستخدمين على زيادة احتمال تصحيح تنبؤات نتائج أحداث ماضية أو أحداث حاضرة.
- إضافة إلى الخصائص السابقة هناك خصائص أخرى هي:

¹ عديلة مرمت، مرجع سبق ذكره، ص.40.

² جميلة الجوزي، صفة العمري، تأثير استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال على كفاءة الأسواق المالية الخليجية: دراسة حالة بورصة الإمارات، السعودية، الكويت، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 8، العدد 2، جامعة جيلالي بونعام، عين الدفلة، الجزائر، 2017، ص.121، من الموقع:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/296/8/2/55657>

³ عبد الله حمود سراج، مرجع سبق ذكره، ص.133.

– الشمولية: ويقصد بها توفير المعلومات لمستخدميها بما يفي احتياجاتهم دون إخفاء أو انتقاص أي حقائق أو معلومات عن الموضوع محل القرار¹؛

– السهولة والوضوح: يجب أن تكون المعلومات واضحة ومفهومة لمستخدميها، وأن تكون خالية من ألفاظ أو رموز أو مصطلحات أو متغيرات رياضية ومعادلات غير معروفة، فالمعلومات الغامضة غير المفهومة لن تكون لها قيمة حتى ولو كانت ملائمة وتم تقديمها في الوقت المناسب لمتخذ القرار².

الفرع الثاني: المعلومات الأساسية المستخدمة في السوق المالية لغرض التقييم

تتأثر أي شركة بما يحدث في محيطها الداخلي والخارجي معا باعتبارها نظاما مفتوحا، حيث تتأثر قيمة الشركة ومن ثم قيمة الأسهم التي تصدرها بمحيطها الخارجي من خلال المعلومات المتاحة عن الظروف العامة للاقتصاد والسوق، إضافة إلى ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، كما تتأثر بمحيطها الداخلي من خلال المعلومات المتاحة عن الظروف الداخلية للشركة في حد ذاتها، ومما سبق يمكن تصنيف المعلومات التي يستخدمها المحلل أو المستثمر والتي تؤثر على قيمة أسهم الشركة إلى نوعين هما:

1. المعلومات الخارجية

تمثل المعلومات الخارجية معلومات عن المحيط الخارجي للشركة، ويمكن تلخيصها فيما يلي³:

1.1. معلومات تخص الظروف الدولية السائدة: هي المعلومات المتاحة عن التحولات السياسية، الاقتصادية والاجتماعية لدولة معينة، والتي من شأنها أن تؤثر بشكل كبير على اقتصاديات أخرى وبالتبعية على حركة الأسواق المالية فيها، وتكون هذه المعلومات عادة في صورة لا تسمح للمستثمر العادي أن يستخلص منها النتائج، ويعنى بها أكثر المحللون وخبراء التقييم الذين ينشرون وجهات نظرهم في المجلات والصحف بشأن تأثير تلك الأحداث على اقتصاد الدولة وقطاعات الأعمال فيها، إضافة إلى تأثيرها على الأوراق المالية التي تصدرها الشركة.

2.1. معلومات تخص الظروف الاقتصادية المحلية السائدة: هي المعلومات المتاحة عن المتغيرات الداخلية التي تحدث داخل الدولة ذاتها وتؤثر على الحالة الاقتصادية لهذه الأخيرة، ومن بين الأحداث الداخلية درجة النمو الاقتصادي في الدولة، مستوى التضخم، اتجاه سعر الفائدة، الدورات الاقتصادية، نسبة البطالة،... إلخ، كل هذه المتغيرات التي تعكس الحالة الاقتصادية للدولة تؤثر على أسعار أسهم الشركات المتداولة في الأسواق المالية.

3.1. معلومات تخص ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للأسهم العادية: هي المعلومات المتاحة عند تحليل القطاع الذي تنشط فيه الشركة والتي تؤثر مباشرة على عملية اختيار الأسهم: كحجم الطلب على منتجات القطاع في السوق، ظروف المنافسين، والسياسات الاقتصادية للدولة تجاه القطاع حيث تحظى بعض

¹ نفس المرجع، ص. 132.

² سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص. 69.

³ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص. 214-217.

القطاعات بتحفييزات جبائية لتشجيع الاستثمار فيها،... إلخ¹. وعادة ما تكون هذه المعلومات في صورة خام كما هو الحال بالنسبة لمعلومات الظروف الدولية السائدة، أي أنها تحتاج إلى تحليل عميق واستنتاجات أكثر وضوح من طرف المحللين وخبراء التقييم الذين يقومون بنشر وجهات نظرهم حول تأثير تلك المعلومات على صناعة أو قطاع ما مجاناً أو بتكاليف زهيدة، وتزود المستثمر العادي بالمعرفة وتساعد على اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

2. المعلومات الداخلية

تمثل المعلومات الداخلية معلومات عن المحيط الداخلي للشركة، ومن أهم هذه المعلومات التي تفيد في عملية التقييم ما يلي:

1.2. معلومات تخص الشركة: ويمكن تلخيصها فيما يلي²:

أ. **معلومات حول السياسة المحاسبية:** يؤدي استخدام سياسة محاسبية معينة على حساب سياسات محاسبية أخرى إلى احتمال الحصول على قوائم مالية مختلفة عن بعضها البعض لنفس المجموعة من الأحداث والظروف، فلذا يساعد الإفصاح عن السياسة المحاسبية للشركة المحلل على تفسير سليم للأرقام الواردة في القوائم المالية، مما يساهم في التقييم العادل للأسهم الصادرة عن الشركة.

ب. **معلومات حول استمرارية الشركة:** وهي معلومات تخص قدرة الشركة على الاستمرارية، فإذا توفرت معلومات تفيد أن الشركة قادرة على تحقيق النمو والاستمرار، فإن ذلك سيؤثر إيجابياً على قيمة الشركة ومن ثم على قيمة أسهمها، أما إذا حدث العكس وتوفرت معلومات حول عدم قدرة الشركة على الاستمرارية، أدى ذلك إلى تدهور قيمتها ومن ثم عزوف المستثمرين عن تداول أسهمها.

ج. **معلومات حول التزامات الشركة المحتملة:** وهي معلومات تخص الالتزامات المحتملة للشركة اتجاه الغير، فبعض الالتزامات تظهر عادة نتيجة القضايا المرفوعة ضد الشركة أو منازعات مع أطراف أخرى، قد تتطلب تسويتها تحويل مبالغ ضخمة فيؤثر ذلك على الأداء المالي للشركة ومن ثم تدهور قيمتها، لذلك يجب توفر هذه المعلومات للمحلل حتى يقوم بتحليلها واعتمادها في تقييم أسهم الشركة.

د. **معلومات حول القوائم المالية للشركة:** وهي معلومات مرتبطة بعناصر القوائم المالية، وتعتبر هذه الأخيرة من أهم التقارير المحاسبية المساعدة على تقييم القوة المالية للشركة، وتحديد التوقعات المستقبلية المتعلقة بمركزها المالي وربحياتها، وتضم هذه المعلومات بدورها ما يلي:

– معلومات حول الأصول الثابتة: من خلال الإفصاح عن: مخصصات الاهتلاك لكل فترة، الطرق المستخدمة في حساب وتسجيل الاهتلاكات حسب الأنواع الرئيسية للأصول القابلة للاهتلاك، معلومات حول الانجازات تحت التنفيذ والأصول الثابتة المستخدمة في النشاط، معلومات حول رصمة تكلفة الإقراض،... إلخ.

¹ 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 مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016-2017، ص.56.

² عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.77-79.

– معلومات حول المخزون: إضافة إلى المعلومات السابقة حول الأصول الثابتة تقوم الشركة بالإفصاح عن معلومات حول طبيعة الطريقة المحاسبية المستخدمة لتقييم المخزون، وكذا معلومات عن المبالغ وأصناف المخزونات.

– معلومات حول الديون طويلة الأجل: تظهر الديون طويلة الأجل كرقم إجمالي في الميزانية، لذلك تقدم الشركة معلومات تفصيلية خاصة بعقود الديون طويلة الأجل في شكل ملاحظات أو ملاحق مرفقة للميزانية.

– معلومات حول رأس المال: يتغير مفهوم رأس المال حسب نوعه، فهناك رأس المال المرخص به، رأس المال المدفوع ورأس المال المصدر، لذلك يجب على الشركة أن تقدم المعلومات الخاصة بكل نوع وقيمتها بالشكل الذي يفيد مستخدم القوائم المالية.

هـ. **معلومات حول التدفقات النقدية:** يمكن أن تكون التدفقات النقدية قد حدثت في الماضي وتسمى بالتدفقات السابقة، كما يتوقع أن تحدث في المستقبل وتسمى بالتدفقات المستقبلية، وعادة ما يعتمد على التدفقات السابقة لتقدير التدفقات المستقبلية، لذا يهتم المحلل بمهذين النوعين من التدفقات باعتبارهما وسيلة تساعد على تحديد سلوك عوائد ومصروفات الشركة حاضرا ومستقبلا ومن ثم تحديد قيمة الشركة وقيمة أسهمها.

و. **معلومات حول مقاييس الربحية الموزعة:** يعبر مقياس الربحية الموزعة عن نسبة الربح المقترحة للتوزيع والمحددة من طرف مجلس الإدارة، وتمثل هذه النسبة أولوية الاهتمام بالنسبة للمستثمرين والمحللين سواء كانت خاصة بفترة حالية أو فترة مستقبلية، فحصول المستثمرين على معلومات داخلية خاصة بتوزيع الأرباح يؤثر مباشرة على قيمة أسهم الشركة المتداولة في السوق المالية.

2.2. معلومات تخص أسهم الشركة: عادة ما يهتم المستثمرون بمعلومات الربحية والعوائد الخاصة بأسهم الشركة، ومن ضمن مؤشرات الربحية التي تفيدي في تقييم الأسهم ما يلي¹:

أ. **ربحية السهم المتوقع:** يمثل نصيب السهم الواحد من الأرباح المتوقع أن تحققها الشركة في المستقبل، ولذلك فهو يعتبر من أدوات قياس أداء الشركة في المستقبل، فكلما زادت ربحية السهم المتوقعة كلما كان ذلك في صالح المساهمين، أيضا هناك علاقة طردية بين ربحية السهم المتوقعة ومعدل العائد على السهم، حيث أنه كلما زادت ربحية السهم المتوقعة كلما زاد معدل العائد على السهم.

ب. **معدل العائد المتوقع على حقوق المساهمين:** يعد معدل العائد المتوقع على حقوق المساهمين من أهم نسب أو مؤشرات ربحية الشركة، حيث يعكس كفاءة الإدارة في استغلال أموال المساهمين في الشركة وقدرتها على توليد عوائد من تلك الأموال، ولذلك فإنه كلما زاد معدل العائد المتوقع على حقوق المساهمين كلما زاد الاستثمار في أسهم الشركة ومن ثم زيادة قيمتها.

ج. **معدل العائد المتوقع على رأس المال المستثمر:** يعكس معدل العائد المتوقع على رأس المال المستثمر قدرة الشركة على تحقيق عوائد من مختلف مصادر الأموال المستثمرة (سواء كانت مصادر داخلية أو خارجية)، ولذلك فإنه يعتبر مقياسا لمدى نجاح إدارة الشركة في استخدام الأموال المتاحة بغض النظر عن مصدر تلك الأموال،

¹ عبد القادر روتال، القوائم المالية ودورها في ترشيد القرارات الاستثمارية المالية في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2017-2018، ص ص 138-139.

وهناك علاقة طردية بين معدل العائد المتوقع على رأس المال المستثمر ومعدل العائد على السهم وقيمتها، فكلما زاد معدل العائد المتوقع على رأس المال المستثمر كلما زاد الإقبال على تداول أسهم الشركة، وبالتالي زيادة معدل العائد على السهم ومن ثم زيادة قيمته في السوق المالية.

الفرع الثالث: مصادر المعلومات في السوق المالية لغرض التقييم

هناك العديد من المصادر التي يمكن للمستثمرين والمحللين الحصول من خلالها على معلومات، من أجل تقييم أسهم الشركات واتخاذ القرار الاستثماري السليم، وهي:

1. مصادر داخلية

من أهم المصادر الداخلية للحصول على المعلومات التي تهم المستثمرين تلك التقارير المالية المنشورة من قبل الشركة المصدرة للأسهم، ويمكن تقسيمها إلى¹:

1.1. التقارير المالية المقدمة إلى حملة الأسهم: تتمثل في تقارير دورية (سنوية أو أقل من ذلك) مثل: الميزانية العامة، جدول حسابات النتائج والتقرير الأدبي للمدير العام الذي يوضح فيه النتائج المحققة، الموازنات التقديرية والاحتمالات المستقبلية للمركز المالي للشركة.

2.1. التقارير المالية المقدمة إلى لجنة البورصة: تتضمن هذه التقارير الكثير من المعلومات منها مالية وأخرى غير مالية، فهذه التقارير تقدم غالبا من طرف الشركة عند إصدارها أسهم جديدة (سواء كانت حديثة التأسيس أو راغبة في التوسع) في شكل نشرة إصدار أو كتب الاستثمار، وتحتوي هذه النشرة على كافة المعلومات والتوضيحات التي تمكن المستثمر من اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم أو الإحجام عنها. بالإضافة إلى النشرة السابقة توجد تقارير أخرى منها شهرية يطلق عليها اسم نموذج k-8 تقدم فيها الشركة معلومات حول عملية التصويت بالإنابة، وكذلك تقارير أخرى نصف سنوية تعرف بنموذج k-9 غير معتمدة من طرف المراقب المالي تتضمن معلومات حول إيرادات الشركة ومصروفاتها، وكذا تقرير سنوي تقدمه الشركة إلى لجنة البورصة ويطلق عليه اسم نموذج k-10 ويشبه النموذج k-9 غير أنه أكثر تفصيلا ومعتمد من طرف المراقب المالي.

2. مصادر خارجية

يمكن اختصار أهم المصادر الخارجية التي يحصل من خلالها المستثمر على المعلومات فيما يلي²:

¹ عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.82.

² العديد من المراجع أهمها:

– منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.219-238.

– عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.80-81.

– 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، مرجع سبق ذكره، ص.57-59.

– براهيم علي عباس، أهمية المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية كأساس لخدمة قرارات الاستثمار في الأوراق المالية: دراسة ميدانية في سوق الأوراق المالية بالجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس، المدية، الجزائر، 2017-2018، ص.178-179.

1.2. الصحف: تساهم الصحف المتخصصة بالأسواق المالية في نشر أهم المعلومات عن الشؤون المالية العالمية والمحلية، كما تزود المستثمر بمعلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وعن تحليل الخبراء لهذه المعلومات، ومن أبرز هذه الصحف ما يلي:

أ. **صحيفة نيويورك تايمز:** صحيفة يومية لها مكانتها بين الصحف الأمريكية، وذلك لحرصها على دقة ما تنشره من أخبار إضافة إلى سرعتها في نقل الجديد إلى قرائها، حيث تغطي هذه الصحيفة أهم الأخبار عن الشؤون العالمية أو المحلية سواء كانت سياسية، اقتصادية أو اجتماعية، إضافة إلى تعليق الخبراء على الأمور الهامة التي تناولتها تلك الأخبار والآثار الناجمة عنها، كما تستعرض الصحيفة في قسم خاص الأخبار المالية العالمية والمحلية ومعلومات عن أحوال الأسواق المالية في العديد من الدول.

ب. **صحيفة وول ستريت:** صحيفة تصدر يوميا ما عدا يومي العطلة الأسبوعية السبت والأحد، وتعد من أوسع الصحف انتشارا ليس في الولايات المتحدة الأمريكية فقط بل وفي خارجها، وهي تزود القارئ بمعلومات مشابهة لتلك التي تزودها صحيفة نيويورك تايمز، إضافة إلى أنها تنشر وجهات نظر الخبراء وتوقعاتهم بشأن المستقبل.

ج. **صحيفة يوميات المستثمر:** صحيفة مختصة بشؤون الاستثمار، تقوم بعرض مواضيع تهم كل من يريد توجيه موارده للاستثمار في الأسهم والأوراق المالية، ومن بين المعلومات التي تنشرها هذه الصحيفة ترتيب الشركات من حيث معدل نمو ربحية السهم والقوة النسبية للقيمة السوقية للسهم، إضافة إلى مؤشرات السوق لقطاعات معينة وكذا المؤشرات لأسهم معينة وغيرها من المعلومات.

بالإضافة إلى الصحف السابقة هناك صحف عربية اقتصادية مثل: صحيفة جوردن تايمز الأردنية، صحيفة الأهرام الاقتصادي المصرية، صحيفة المؤشر الكويتية،... إلخ، تنشر معلومات عن أسعار الأسهم ومؤشرات السوق ومواضيع أخرى متعلقة بالأسواق المالية.

2.2. المجالات المالية المتخصصة: تعد المجالات المتخصصة من بين أهم مصادر المعلومات وهي مكلفة نوعا ما مقارنة بالصحف، كما تحظى باهتمام فئة المستثمرين المحترفين الذين توفر لهم المعلومات على شكل مقالات خاصة بمجال الاستثمار، وجهات نظر المختصين في مجال المال والأعمال، تقديم تحليل لصناعات أو شركات معينة،... إلخ، ومن أشهر المجالات المتخصصة في مجال المال والأعمال في العالم: مجلة بارون، مجلة فورشن، مجلة أخبار التجارة والمال، مجلة المحللين الماليين، مجلة التحليل المالي والكمي، مجلة إدارة الأعمال،... إلخ.

3.2. المطبوعات الحكومية: تعتبر من أهم مصادر المعلومات عن الأحوال الاقتصادية بصفة عامة والجوانب المالية بصفة خاصة، إضافة إلى كونها مصدرا للمعلومات عن العديد من الصناعات، عادة ما تكون شهرية أو سنوية وتتضمن بيانات إحصائية عن الأسعار، الأجور والإنتاج، وخراطم توضح حجم الدخل القومي وعناصره، والدورات الاقتصادية، وظروف أسواق رأس المال، وتوقعات تخص شركات الأعمال، كما توجد مطبوعات حكومية تكشف معلومات عن عرض النقود، أسعار الفائدة، مستوى النشاط الاقتصادي، معدل التضخم وغيرها من المعلومات ذات أهمية للمستثمر.

4.2. مطبوعات استشاري الاستثمار: يقصد باستشاري الاستثمار المؤسسات المتخصصة في مجال المال والأعمال، ومن أشهرها في الولايات المتحدة الأمريكية مؤسسة ستاندرد آند بورز، مؤسسة مودي لخدمات المستثمرين ومؤسسة مسح مستوى قيمة الاستثمار، وتأكيدا على أهمية توفير المعلومات للمستثمر بتكلفة منخفضة فقد اعتبر المشرع الأمريكي تكلفة اقتناء منشورات تلك المؤسسات من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

5.2. بنوك وشبكة المعلومات: بنوك المعلومات هي بنوك للبيانات توفر للمستثمرين بيانات تفصيلية عن الأوراق المالية المتداولة وعن الشركات التي أصدرتها، وتعبئ تلك البيانات في أقراص مغمطة يمكن للمستثمر شرائها بتكلفة زهيدة مقارنة بحجم المعلومات الهامة التي تفيده بها. كما يمكن الحصول على المعلومات من الشبكة العنكبوتية العالمية للمعلومات (الانترنت)، التي تعتبر وسيلة اتصال سريعة، بسيطة وحديثة تسمح بالاتصال بين الجمهور المتباعد خاصة بين مختلف المساهمين وشركاتهم، كما تمكن المستثمر من فحص كم كبير من المعلومات في وقت قصير وذلك بفضل قوة التخزين التي تتمتع بها، إضافة إلى كونها أداة تساهم في تطور أسواق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: المعلومات وكفاءة السوق المالية

تعتبر المعلومات بمثابة المادة الأولية في السوق المالية، ذلك لأن القرارات الاستثمارية للمتعاملين فيها تركز على التنبؤات المستقبلية بشأن اتجاه السوق وأوضاع الأوراق المالية، وتلك التنبؤات تعتمد بالدرجة الأولى على المعلومات المتدفقة سواء كانت تاريخية أو حالية، إضافة إلى كونها روح نظرية كفاءة السوق المالية، وسيتم من خلال هذا المطلب التعرف على علاقة المعلومات بكفاءة السوق المالية.

الفرع الأول: أثر المعلومات على كفاءة السوق المالية

لقد سبق التعرف في الفصل الأول على مفهوم السوق المالية الكفؤة، وللتذكير هي السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية مختلف المعلومات المتاحة سواء كانت تلك المعلومات تاريخية، عامة أو خاصة، أي أن السعر الحالي للسهم تندمج فيه كل المعلومات المتدفقة إلى السوق، أيضا تم الإشارة سابقا إلى أن كفاءة السوق المالية تتباين من ضعيفة إلى متوسطة أو قوية تبعا لطبيعة المعلومات المنعكسة في أسعار الأوراق المالية (معلومات تاريخية أو عامة أو خاصة)، ومن خلال هذا المفهوم يتضح أن كفاءة السوق المالية تمثل قدرة السوق على استيعاب المعلومات المتاحة والمنشورة، وعليه لا يمكن الفصل بين كفاءة السوق المالية وبين مدى توفر المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرون في تقييم الأوراق المالية واتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

تتوقف كفاءة السوق المالية على كفاءة نظام المعلومات السائد في السوق، أي مدى توافر المعلومات الملائمة عن الفرص الاستثمارية من حيث سرعة تدفقها، عدالة فرص الاستفادة منها، وكذا تكاليف الحصول عليها¹، فالمعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في سوق الأوراق المالية على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة المخاطرة المرتبطة بها، وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار مما

¹ أسماء كسري، مرجع سبق ذكره، ص. 144.

يترتب عنه اتساع حجم السوق، وزيادة عدد المتعاملين وحجم التعامل، ويؤدي ذلك كله في الأخير إلى حشد المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية الأكثر ربحية، وتحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية ورفع كفاءة الأسواق المالية¹.

يعتبر الإفصاح عن المعلومات من أهم شروط تحقق كفاءة السوق المالية، حيث يستحيل أن تتسم سوق الأوراق المالية بقدر من الكفاءة دون توفر المعلومات اللازمة لعملية الاستثمار، بل من غير الممكن أن تتحرك أسعار الأسهم في السوق دون توافر المعلومات²، ويعرف الإفصاح بأنه اتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالشركة وتوصيل تلك المعلومات بصفة دورية³، كما أنه هناك من يربط بين درجة الإفصاح وتخفيض حالة عدم التأكد لدى المستفيدين من خلال نشر كل المعلومات الاقتصادية التي لها علاقة بالمشروع سواء كانت معلومات كمية أو معلومات أخرى تساعد المستثمر على اتخاذ قراراته وتخفيض من حالة عدم التأكد لديه عن الأحداث الاقتصادية المستقبلية⁴.

وينقسم الإفصاح عن المعلومات تبعا لنوع البيانات إلى إفصاح مالي وغير مالي، حيث يتضمن الإفصاح المالي نشر المعلومات التي تعكس المركز المالي للشركة في فترة معينة، بينما يقتضي الإفصاح غير المالي نشر المعلومات المتعلقة بنشاط الشركة، حجم إنتاجها وموقعها في القطاع الذي تنتمي إليه، خططها التسويقية ونوع المنتج، إضافة إلى البيانات المتعلقة بالمدراء وأعضاء مجلس الإدارة وخبراتهم المهنية... إلخ⁵.

وعليه يمكن القول أن العلاقة بين المعلومات التي يتم نشرها وبين أسعار الأوراق المالية هي التي تعكس مفهوم كفاءة السوق المالية، كما أن هذه العلاقة هي التي تحدد إقبال المستثمرين على تحليل المعلومات والاعتماد عليها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، فإذا كان المستثمر مقتنع بأن السوق كفء فإنه سوف يقوم بإتباع استراتيجيات بسيطة في تكوين محفظة أوراقه المالية، كما أن المعلومات تكون قد انعكست فعلا في سعر الورقة المالية، وبالتالي سيقبل طلبه على المعلومات ولن تكون هناك فائدة من تحليلها، أما في حالة شعور المستثمر بأن السوق غير كفؤة فسيسعى إلى الحصول على المعلومات من مصادرها المختلفة، وسيستعين بالخبراء والمختصين في تحليل المعلومات المنشورة قصد تحقيق عوائد غير عادية تفوق تلك التي حققها غيره من المستثمرين⁶.

¹ جميلة الجوزي، صافية العمري، مرجع سبق ذكره، ص.122.

² عديلة مرمت، مرجع سبق ذكره، ص.44.

³ خيرة بلحمري، تحليل كفاءة الأسواق المالية العربية: دراسة قياسية لعدد من البورصات العربية (الكويت، تونس وفلسطين) خلال الفترة 2007-2014، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2015-2016، ص.131.

⁴ سميرة لطرش، مرجع سبق ذكره، ص.90.

⁵ شمس الدين أشرف، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، بورصة أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص.26.

⁶ سميرة لطرش، مرجع سبق ذكره، ص.90-91.

وبناء على ما سبق يساهم الإفصاح عن المعلومات في تحسين كفاءة السوق المالية بشكل مباشر أو غير مباشر، ويمكن تلخيص ذلك فيما يلي¹:

- يؤدي الإفصاح الجيد عن المعلومات إلى شفافية أكبر في التعامل مما يزيد من حركة رؤوس الأموال والاستقرار المالي على المستويين المحلي والدولي، أي أن كفاءة السوق المالية تعتمد بدرجة كبيرة على نوعية الإفصاح وعلى كفاءة نظام سوق المعلومات بصفة عامة وأنظمة المعلومات للشركات المقيدة بصفة خاصة؛
- يعمل الإفصاح المالي الجيد على تخفيض تكاليف مصادر التمويل المختلفة لاسيما رؤوس الأموال الخاصة؛
- زيادة الثقة في السوق المالية مما يؤدي إلى تحفيز المستثمرين على التعامل فيها ومن ثم زيادة حجم التداول؛
- تساهم المعلومات المحاسبية والمالية المنشورة بكل شفافية في تقييم أداء الشركات المدرجة في السوق المالية، والتنبؤ بالعوائد والمخاطر المستقبلية، وبالتالي التسعير الجيد لأسهمها ومن ثم زيادة كفاءة السوق؛
- يساهم توفر المعلومات عن أسهم الشركات المدرجة في السوق المالية في زيادة كفاءة تخصيص أي توجيه المدخرات ورؤوس الأموال نحو أسهم الشركات الأكثر مردودية؛
- يؤدي الإفصاح نصف السنوي وربع السنوي إلى التقليل من عدم تماثل المعلومات لاسيما بالنسبة للشركات التي تمتاز بتباين المعلومات فيما بين المتعاملين.

الفرع الثاني: أثر عدم تماثل المعلومات على كفاءة السوق المالية

ينتج عن عدم كفاءة نظام المعلومات عدم تماثل المعلومات (Asymmetric informations)، ويقصد به امتلاك معلومات خاصة من قبل بعض الأطراف المشاركة في السوق تفوق المعلومات العامة المتاحة لباقي الأطراف، مما يؤثر على يقينهم بالمحتوى الاقتصادي للمعلومات وبالتالي صنع القرار الاستثماري، وينشأ عن هذا التباين في المعلومات بعض الفوائد مثل تجنب خسارة أو تحقيق ربح في صورة عوائد غير عادية لصالح المشاركين في السوق ذوي المعلومات الخاصة على حساب الذين اعتمدوا على المعلومات العامة فقط².

ومن بين العوامل التي تؤدي إلى عدم كفاءة نظام المعلومات ما يلي³:

- التأخير في نشر المعلومات المالية المتعلقة بالشركات المتعاملة في السوق المالية، وبالتالي فقدان أهمية البعد الزمني للمعلومات فتقل الفائدة منها بالنسبة للمستثمرين؛

¹ محفوظ جبار، استجابة الأسواق المالية للمعلومات المحاسبية: دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2004، مجلة العلوم الانسانية، المجلد 23، العدد 1، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2012، ص.ص. 195-196، من الموقع:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/23/23/1/2621>

² وائل عبد الحليم عوض عبد الحليم، أثر التغير في مستوى الإفصاح الالكتروني للتقارير المالية على عدم تماثل المعلومات في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية: دراسة إمبريقية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة، تخصص محاسبة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، الشرقية، مصر، 2018، ص.5.

³ خيرة الداوي، غريب بولرباح، علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 4، العدد 2، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2017، ص.162، من الموقع:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/100/4/2/41097>

– ضعف محتوى المعلومات التي يقدمها نظام المعلومات تجعل المتعاملين في السوق لا يعتمدون على تلك المعلومات في اتخاذ قرارات استثمارية سليمة؛

– ضعف البعد الشكلي للمعلومات التي يقدمها نظام المعلومات قد يعيق المتعاملين من الاستثمار في أسهم الشركة التي أصدرت هذه المعلومات.

إن عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات يؤثر سلبا على قرار المستثمرين من جهة وعلى كفاءة السوق المالية ذاتها من جهة أخرى، أي أن عدم تماثل المعلومات وامتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون كاعتماد كبار المتعاملين في الشركات على معلومات معينة يتم حجبها عن باقي المستثمرين من أجل تحقيق عوائد غير عادية وذلك قبل نشرها في التقارير والقوائم المالية، يمكن أن يؤدي إلى آثار وخيمة على باقي الأطراف المشاركة في السوق¹، وقد تعتمد إدارة الشركة حجب بعض المعلومات لاعتقادها بأنها تضر بمركزها التنافسي، وبهذا يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى انسحاب الأطراف التي لا تملك المعلومات عن ورقة مالية معينة² بسبب شعورهم بعدم المساواة وبالتالي إحجام المستثمرين عن التعامل بها، وسينعكس ذلك على السوق بتراجع عدد الأوراق المالية المتداولة فيها في لحظة معينة ومن ثم انخفاض حجم التداول وتناقص حجم السوق³.

إضافة إلى ما سبق فإن عدم تماثل المعلومات يمكن أن ينعكس في شكل اتساع مدى السعر مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات، تناقص السيولة وتناقص عدد المتعاملين في السوق، بعبارة أخرى فإن عدم توفر المعلومات أو عدم توافرها بصورة عادلة أمام جميع المستثمرين أو عدم توافر الأشخاص القادرين على تحليلها وتفسيرها سيحول السوق المالية إلى سوق للمضاربة العشوائية تؤدي إلى تسعير خاطئ للأوراق المالية، ومن ثم إلى التخصيص غير الكفء للموارد المالية⁴، وكلها عوامل تضعف كفاءة السوق المالية، وهو ما يلخصه الشكل الموالي:

¹ أسماء كسري، مرجع سبق ذكره، ص.147.

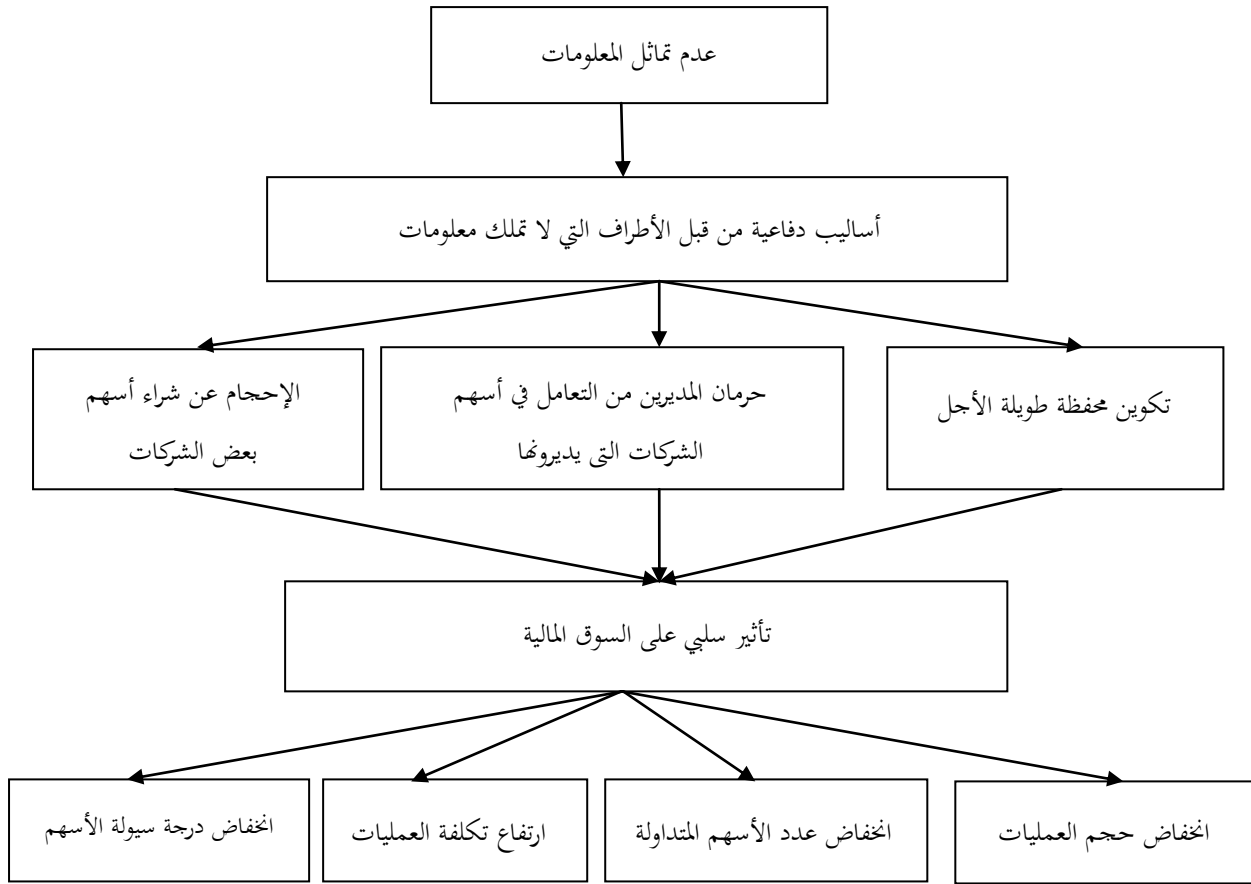
² نبيلة عمامرة، بوحفص حاكمي، حوكمة السوق المالية ومشكلة عدم تناظر المعلومات، مجلة المالية والأسواق، المجلد 4، العدد 2، جامعة عبد الحميد ابن باديس، مستغانم، الجزائر، 2017، ص.103، من الموقع:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/329/4/2/33245>

³ عديلة مرمت، مرجع سبق ذكره، ص.46.

⁴ خيرة الداوي، غريب بولرباح، مرجع سبق ذكره، ص.161.

شكل (2-15): أثر عدم تماثل المعلومات على كفاءة السوق المالية



المصدر: نبيلة عمارة، بوحفص حاكمي، مرجع سبق ذكره، ص.103.

وعموماً ينجم عن ظاهرة عدم تماثل المعلومات مجموعة من الآثار على السوق المالية يمكن تلخيصها كالآتي¹:

1. **زيادة أعباء التمويل (تكلفة رأس المال):** عندما يكون عدم التماثل في المعلومات بين الشركة والسوق المالية فإنه يصعب على السوق تقييم أداء الشركة مما يزيد من حالة عدم التأكد تجاهها، وينعكس ذلك على مصداقية السوق ذاتها، فعدم معرفة السوق المعلومات الضرورية عن الشركة ينقص من ثقة المستثمرين ويؤدي إلى إحجامهم عن التعامل خاصة في المشروعات أو الاصدارات الجديدة للشركة، فتزيد تكلفة تمويل المشروعات بسبب اعتماد الشركة على مبيعات الأسهم بشكل أكبر من القروض أو احتجاز النقدية عند تمويل مشروعاتها، مما يؤدي إلى زيادة أعباء التمويل من هذا النوع.

2. **انخفاض كفاءة السوق المالية:** يترتب عن وجود عدم تماثل المعلومات في السوق المالية ظهور بعض المشاكل التي تعد أسباب ضعف كفاءة السوق المالية، أهمها:

¹ حمدي عبد النعيم عرفات، دور تقرير تعليقات الإدارة في تخفيض عدم تماثل المعلومات في سوق المال المصري، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الدولي الأول حول تفعيل آليات المحاسبة والمراجعة لمكافحة الفساد المالي والإداري، كلية التجارة، جامعة بني سويف، مصر، يومي 7-8 أبريل 2013، ص.10-11.

– التوجيه الخاطيء للاستثمارات من جانب المستثمر، فنتيجة لعدم تماثل المعلومات بين المستثمرين قد يحدث قبل الاستثمار إما الإحجام من قبل المستثمر أو عرض أسعار خاطئة للأوراق المالية؛

– عدم تخصيص السليم للأموال المستثمرة من جانب الشركة، فعدم توافر المعلومات لدى حملة الأسهم عن كيفية استخدام أموالهم بواسطة مديري الشركات يجعلهم أكثر عرضة لعدم تخصيص الكفاء.

3. خلق فجوة القيمة بين قيمة السهم وسعر السهم: تشير فجوة القيمة إلى الاختلاف أو الفرق بين القيمة السوقية لسهم الشركة وتوقعات الإدارة لقيمتها الأساسية، وهذا ما يؤدي إلى حدوث مسافة كبيرة بين أسعار التعامل على أسهم الشركة وأسعارها الأساسية، بعبارة أخرى ابتعاد القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية.

المطلب الثالث: آلية تأثير كفاءة السوق المالية الناشئة على القيمة السوقية للأسهم العادية

لقد خلص الجانب النظري المتعلق بمفهوم كفاءة السوق المالية في الفصل الأول إلى أن الفرض الأساسي الذي تقوم عليه نظرية كفاءة السوق المالية هو أن المستثمرين يهدفون إلى تعظيم أرباحهم، حيث يسعى كل واحد منهم جاهدا إلى تحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن، والتي تنعكس فورا في أسعار الأوراق المالية المتداولة إلى أن تصبح تلك الأسعار مرآة للمعلومات الواردة.

بعبارة أخرى تعبر كفاءة السوق عن سرعة الاستجابة للمعلومات المنشورة عن الورقة المالية وعن السوق ككل، حيث أن سعر الورقة المالية يعكس المعلومات المتاحة عنها في نفس لحظة وصول المعلومات وأي معلومات جديدة عن هذه الورقة ستنعكس على سعرها فور إتاحتها للمتعاملين، أي أن المعلومة الجديدة سيتم تحليلها في ضوء القيمة الحالية للورقة المالية وينعكس أثرها على السعر في شكل تغيرات موجبة أو سالبة حسب أثر تلك المعلومة على القيمة الحقيقية للسهم، ويوضح بعض الباحثين أن الاستجابة الفورية للمعلومات بتعديل أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا تدل على ثلاث نقاط هامة هي¹:

– في ظل كفاءة السوق تقترب القيمة السوقية للسهم من قيمته الحقيقية تبعا للمعلومات المتاحة عنه، أي أن القيمة السوقية للسهم في تاريخ معين هي دالة للمعلومات المتاحة عنه في السوق المالية.

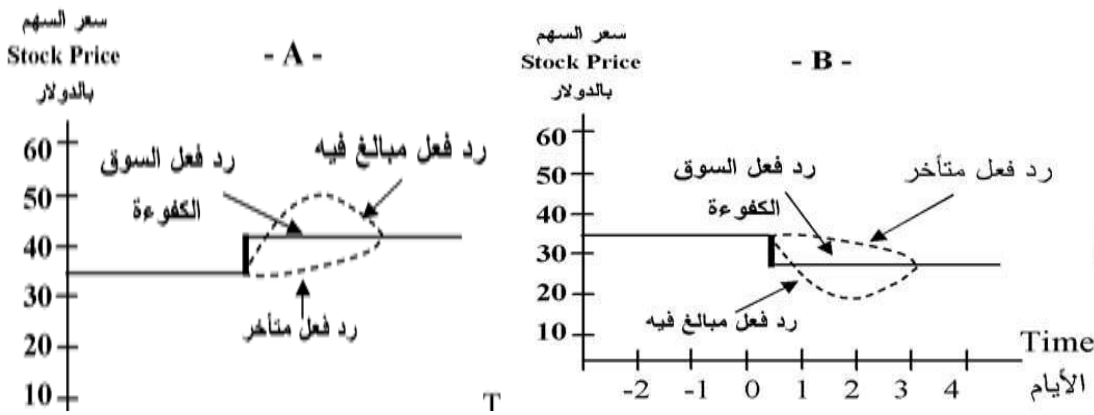
– المعلومات التي وصلت إلى السوق في الماضي ليس لها تأثير حالي على سعر السهم، فالأساس أن تكون السوق قد استلمت المعلومات واستوعبتها جيدا وتعاملت معها بإحداث تغيرات في سعر السهم بصورة فورية، ومع هذا فمن الممكن أن يكون نشر المعلومات قد تم قبل فترة وجيزة وتجاوبت السوق معها بصورة فورية لكنها لم تستوعب الأثر الحقيقي للمعلومة، ومن ثم تعاود السوق تعديل الأسعار فيما بعد وربما يستمر ذلك لفترة معينة، وترجع هذه المشكلة إلى إفراط المتعاملين في الاعتماد على معلومات معينة أكثر من أثرها الحقيقي في سعر السهم.

¹ مصطفى بداوي، دور المعلومة في دعم وتعزيز كفاءة السوق المالي، مجلة الإبداع، المجلد 5، العدد 5، جامعة البليدة2، البليدة، الجزائر، 2015، صص.242-243، من الموقع:

الفصل الثاني: أثر كفاءة الأسواق المالية الناشئة على القيمة السوقية لأسهم الشركات

– تصل المعلومات إلى كافة المتعاملين في وقت واحد كما أن قدراتهم على التحليل متقاربة مما يعني عدم قدرتهم على تحقيق عوائد غير عادية بناء على معلومات خاصة، ويجب الإشارة إلى أن المعلومات الخاصة تأخذ إحدى صورتين التاليتين: الحصول على المعلومات قبل بقية المتعاملين أو فهم الأثر الحقيقي للمعلومة أكثر من الآخرين. وعليه تظهر ردة فعل السوق المالية من خلال قدرة المتعاملين في السوق على تقييم أسهم الشركات المرتبطة بمدى قدرتهم على تحليل وتفسير المعلومات الواردة بسرعة، والتي من شأنها أن تترك آثارها على أسعار الأسهم، الأمر الذي يؤدي إلى ظهور فروقات ما بين القيمة السوقية للسهم وقيمه العادلة (القيمة الحقيقية للسهم)، حيث ترتبط مدة تلك الفروقات تماما بمدة تحليل المعلومات وتفسيرها¹، ويمكن توضيح استجابة سعر السهم لورود معلومة جديدة من خلال الشكل (2-16).

شكل (2-16): ردة فعل سعر السهم تجاه معلومة جديدة في سوق كفاءة وسوق غير كفاءة



المصدر: منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.498.

يمثل الجزء A من الشكل (2-16) ردة فعل السوق المالية الكفاءة وغير الكفاءة عند ورود معلومات جديدة تفاؤلية متعلقة بالسهم، بينما يمثل الجزء B ردة فعل السوق المالية الكفاءة وغير الكفاءة في حال ورود معلومات جديدة تشاؤمية. يتضح من الشكل أن هناك ثلاث حالات ممكنة لردة فعل سعر السهم تجاه ورود معلومة جديدة في اليوم 0، حيث أدى وصول المعلومة الايجابية حسب الجزء A من الشكل إلى رفع سعر السهم من 35 إلى 40 دولار، بينما أدى وصول المعلومة السلبية حسب الجزء B إلى تراجع سعر السهم من 35 إلى 30 دولار، ويمكن تلخيص الحالات الثلاثة كما يلي:

– الخط المستمر: يبين اتجاه سعر السهم في السوق الكفاءة، في هذه الحالة هناك ارتفاع مباشر لسعر السهم إلى 40 دولار (الجزء A) وانخفاض مباشر لسعر السهم إلى 30 دولار (الجزء B) في اليوم الذي وصلت فيه المعلومة الجديدة الايجابية أو السلبية، أي أن الاستجابة فورية ودقيقة وهو ما يعكس مفهوم الكفاءة الكاملة التي سبق التطرق إليها في الفصل الأول؛

¹ سليم قط، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الاسلامية: دراسة مقارنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2016، ص.65.

– الخط المتقطع (ردة فعل مبالغ فيه): يصف ردة فعل سعر السهم في السوق غير الكفؤة، حسب الجزء A فإن المستثمرين متفائلون جدا تجاه محتوى المعلومة الجديدة الواردة إلى السوق مما يؤدي إلى ردة فعل مبالغ فيها وارتفاع سعر السهم إلى أكثر من قيمته الحقيقية، ثم يدركون أن القيمة الحقيقية للسهم أقل من السعر المتداول به فيتسارعون نحو بيع الأسهم بعد انقضاء فترة معينة (أكثر من يوم حسب الشكل) مسببين بذلك تراجع السعر وتصحيحه حتى يقارب القيمة الحقيقية للسهم أي 40 دولار، وتحدث نفس ردة الفعل المبالغ فيها حسب الجزء B عندما يكون المستثمرون متشائمين جدا تجاه محتوى المعلومة الجديدة فينخفض سعر السهم إلى أقل من قيمته الحقيقية، ليعاود الارتفاع عند إدراك المستثمرين أن السعر أقل من قيمته الحقيقية بعد انقضاء فترة معينة (يومين أو ثلاثة) ويصبح يعادل قيمته الحقيقية أي 30 دولار؛

– الخط المتقطع (ردة فعل متأخرة): يصف ردة فعل سعر السهم في السوق غير الكفؤة، حسب الجزء A يقوم الوسطاء بتحليل محتويات المعلومة الجديدة الإيجابية التي يشاركونها مع فئة قليلة من المتعاملين المهمين، ويتم تداول الأسهم بسرعة من طرف هذه الفئة مما يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم ببطء، وبعد مدة تنتشر التقارير حول هذه المعلومة، ويدرك المستثمرون العاديون أن القيمة الحقيقية للسهم أكبر من ذلك فتزيد أوامر الطلب على السهم، مما يؤدي إلى ارتفاع سعره إلى قيمته الحقيقية أي 40 دولار، كما تحدث نفس ردة الفعل المتأخرة بنفس التحليل حسب الجزء B لكن بمعلومة جديدة سلبية. وتعكس الحالتين الأخيرتين (ردة فعل مبالغ فيها وردة فعل متأخرة) مفهوم الكفاءة الاقتصادية التي تم التطرق إليها في الفصل الأول.

تتفاوت الأسواق المالية فيما بينها من حيث الكفاءة تبعاً لتفاوت التشريعات والتسهيلات والإمكانات، حيث يوجد مؤشران يصلح استخدامهما كمقياس لكفاءة السوق المالية، الأول يتمثل في انخفاض تكلفة التبادل، والثاني يتمثل في سرعة استجابة الأسعار السائدة في السوق للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيها، وتوفر هذين المؤشرين مرهون بتوافر مجموعة من الشروط مثل السيولة، ووسائل الاتصال، والشفافية، والتقنيات الحديثة، وهيئة إدارة السوق¹. ولقد سبق التطرق إلى طبيعة الكفاءة في الأسواق المالية الناشئة في الفصل الأول، وتم استخلاص أنها تختلف من سوق ناشئة إلى أخرى وأن معظم الدراسات التي أجريت في هذه الأسواق خلصت إما إلى عدم كفاءة بعض الأسواق الناشئة أو كفاءة بعضها عند المستوى الضعيف، كما تم توضيح أن هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر سلباً على كفاءة هذه الأسواق من بينها: صغر حجمها، نقص الإفصاح وضعف أنظمة الاتصال، ندرة المحللين، ... إلخ.

ويعتبر عامل عدم تماثل المعلومات الذي تتميز به الأسواق المالية الناشئة نتيجة نقص الإفصاح والشفافية إضافة إلى ضعف أنظمة الاتصال والرقابة من بين العوامل الأساسية التي تؤثر سلباً على درجة الكفاءة في هذه الأسواق، ومن ثم انحراف القيمة السوقية للأسهم عن قيمتها الحقيقية إما بالزيادة أو النقصان، مما يؤدي إلى تحقيق

¹ طارق الحاج، غسان دعاس، تأثير المتغيرات الكمية للتداول في سوق فلسطين للأوراق المالية على التنبؤ بمؤشر القدس، مجلة جامعة النجاح للأبحاث، المجلد 19، العدد 1، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2005، ص.28، من الموقع:

https://journals.najah.edu/media/journals/full_texts/effects-quantitative-components-palestine-securities-exchange-al-quds-index.pdf

أرباح غير عادية من طرف بعض المستثمرين على حساب الآخرين. ويمكن تلخيص أهم العوامل التي تضعف مستوى الكفاءة في الأسواق المالية الناشئة ومن ثم التضخيم في مدى انحراف القيمة السوقية للأسهم المتداولة فيها عن قيمتها الحقيقية أو العادلة في النقاط التالية¹:

– مدى توافر وجودة المعلومات المتعلقة بأسهم الشركات المتداولة في السوق: تشير معظم الدراسات السابقة إلى نقص جودة المعلومات المتاحة في الأسواق المالية الناشئة مقارنة بالأسواق المتقدمة إضافة إلى عدم كفاءة نظام معالجة هذه المعلومات (تفسير المعلومات وتحليلها)، وهو ما ينقص من كفاءة هذه الأسواق ومن ثم التقييم الخاطئ للأسهم المتداولة فيها؛

– التداول المتقطع أو غير المنتظم: يمثل أكبر عائق بالنسبة لكفاءة الأسواق المالية الناشئة، ففي بعض الأسواق الناشئة خاصة تلك التي مازالت في مرحلة النمو أو مرحلة ولادة نشاط التداول (انظر المبحث الثاني من الفصل الأول)، عادة ما يتم تداول الأسهم بشكل متقطع مثلاً: جلسة تداول واحدة في اليوم، ومن يومين إلى أربعة أيام تداول في الأسبوع، أيضاً بعض الأسواق الناشئة تفتح التداول لفترة قصيرة على مدى يوم واحد، مما يصعب عملية تعديل أسعار الأسهم المتداولة فيها للمعلومات الجديدة المتدفقة، ومن ثم يزيد انحراف القيمة السوقية للأسهم عن قيمتها العادلة؛

– انخفاض سيولة السوق: تعد السيولة المنخفضة في الأسواق الناشئة من العوامل التي تؤثر بدورها على كفاءتها باستثناء الأسواق الناشئة المتقدمة، حيث لا يزال نشاط التداول في بعض منها ضعيف كما تعكسه مؤشرات السيولة فيها (نسبة دوران الأسهم أو نسبة حجم التداول إلى إجمالي القيمة السوقية)، حيث أن المستثمرين المؤسسين (البنوك، شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق التحوط،... إلخ) خاصة الأجانب ليسوا على استعداد للاستثمار فيها بسبب نقص السيولة نسبياً وانخفاض رأس المال، كما أنهم غير مستعدين للاحتفاظ بمحافظ أوراقهم المالية لأنه لا يمكن تنفيذ أوامر بيع وشراء الأسهم على الفور بسبب نقص السيولة، أيضاً زيادة تكاليف المعاملات يؤدي إلى إحجام المستثمرين، وعليه يعد مشكل نقص السيولة خطيراً بشكل خاص في الحالات التي يسعى فيها المستثمرون إلى تحقيق عوائد فورية جراء بيع أسهمهم في حين يستغرق السوق وقتاً لتنفيذ تلك الأوامر؛

– نقص الافصاح والشفافية: تؤدي إلى سوء تسعير الأسهم واتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة من طرف المتعاملين فيها، ففي معظم الأسواق المالية الناشئة تطالب الشركات المتعاملة فيها بتقارير سنوية فقط، حيث أن نشر التقارير ربع ونصف سنوية غير إلزامي فيها باستثناء القليل من الأسواق الناشئة، إضافة إلى عدم صرامة نظام الرقابة التنظيمية فيها، إلا أنه في السنوات الأخيرة اضطلعت العديد من حكومات الأسواق الناشئة ببرامج واسع من الإصلاحات لتعزيز شفافية الأسواق ومصداقية المعلومات، ومن ثم التقليل من عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين المحليين والأجانب؛

¹ Mohamed El Hedi Aroui & Others, **The Dynamics Of Emerging Stock Markets**, Springer-Verlag, Berlin, Germany, 2010, PP.99-100.

– القيود على تدفق رأس المال وتنظيم السوق: والمتمثلة أساساً في المسائل التنظيمية والتي تحد من نشاط التداول وحقوق الملكية للمستثمرين المحليين والأجانب، وبالتالي يمنع التخصيص الكفء للموارد وتوجيهها نحو الاستثمارات الأكثر ربحية، مما يؤدي إلى بطء تعديل أسعار الأسهم ومن ثم انحراف قيمتها السوقية عن قيمتها العادلة.

وفي الأخير يمكن القول أن عملية تقييم الأسهم العادية في الأسواق المالية هي عملية معقدة تعتمد أساساً على مدى توفر المعلومات ذات الجودة وكذا القدرة على تفسيرها وتحليلها، ذلك لأن المعلومات هي مدخلات نماذج التقييم التي يعتمدها المحللون في تقديرهم للقيمة الحقيقية للأسهم، فكلما كان نظام المعلومات كفاء كلما كانت السوق المالية كفؤة، كلما كانت عملية التقييم أكثر كفاءة، بمعنى آخر كلما زادت كفاءة السوق المالية كلما اقتربت القيمة الحقيقية للأسهم من قيمتها السوقية ويصبح التسعير عادلاً، والعكس صحيح.

خلاصة الفصل الثاني

من خلال ما تم عرضه ضمن الإطار النظري لهذا الفصل، اتضح أن عملية تقييم الأسهم هي ذلك الإجراء المنظم الذي يتحدد بواسطته سعر بيع الأسهم مستقبلا من خلال استخدام مجموعة من النماذج الرياضية، وتتأثر عملية التقييم بمجموعة من العوامل المباشرة أهمها كفاءة السوق المالية، أداء الشركة ورشادة المستثمر، وأخرى غير مباشرة كحالة الاقتصاد (انتعاش أو انكماش)، مدى الاستقرار السياسي والاجتماعي، التغيير في معدلات الضرائب على الأرباح، التغيير في أسعار الفائدة على القروض والودائع، الكوارث الطبيعية،... إلخ، كما تبين أن للأسهم العادية قيم مختلفة يجب على المستثمر التمييز بينها أهمها القيمة الاسمية، القيمة الدفترية، القيمة التصفوية، القيمة السوقية والقيمة الحقيقية (القيمة العادلة) وتمثل القيمتين الأخيرتين أساس عملية التقييم في السوق المالية، ويسعى المستثمر إلى تقييم العوامل الأساسية التي تحدد القيمة السوقية للسهم العادي والمتمثلة في عائد السهم الذي يكون إما على شكل توزيعات الأرباح أو على شكل عوائد رأسمالية ناتجة عن فروقات الأسعار في السوق، وينقسم إلى عائد فترة الانتظار، العائد المتوقع ومعدل العائد المطلوب، إضافة إلى محدد ثاني هو مخاطرة السهم التي يتعرض لها المستثمر وتنقسم إلى مخاطرة منتظمة ومخاطرة غير منتظمة. وتتأثر القيمة السوقية للأسهم العادية بعدة عوامل أهمها: التوقعات بخصوص مستقبل الشركة ومركزها المالي، توزيعات الأرباح للشركة في نهاية كل سنة، القيمة الدفترية، العرض والطلب وكذا الأوضاع الاقتصادية العامة.

أيضا تم التطرق إلى المداخل المستخدمة لتحليل الأسهم في الأسواق المالية، حيث اتضح وجود أسلوبين للتحليل يمكن انتهاجهما من طرف المحلل، التحليل الفني الذي يختص في تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي وتحليلها بغية التنبؤ بحركتها في المستقبل، ويقوم هذا التحليل على مجموعة من الفرضيات أهمها: عدم كفاءة السوق، تحرك الأسعار في اتجاهات، تتحدد القيمة السوقية على أساس قوى العرض والطلب، التاريخ يعيد نفسه، حجم التداول يؤكد اتجاه الأسعار. ومن أبرز نظريات التحليل الفني نظرية داو ونظرية موجات إليوت، ويستخدم التحليل الفني مجموعة من الأدوات منها لغرض التنبؤ بحركة السوق وأخرى لغرض التنبؤ بحركة السهم، إضافة إلى مدخل التحليل الأساسي الذي يعنى بتقدير القيمة الحقيقية للسهم ومقارنتها مع قيمته السوقية من أجل اتخاذ القرار الاستثماري السليم، وذلك من خلال تحليل الظروف الاقتصادية العامة ومكونات الاقتصاد الكلي والجزئي، وتحليل قطاع الصناعة الذي تنتمي إليه الشركة وأخيرا تحليل ظروف الشركة ذاتها، ويعرف بمدخل التحليل من الأعلى إلى الأسفل، ويمكن التحليل انطلاقا من تحليل ظروف الشركة وصولا إلى تحليل ظروف الاقتصاد العامة ويعرف بمدخل التحليل من الأسفل إلى الأعلى، كما يفترض التحليل الأساسي أن السوق المالية كفؤة في شكلها الضعيف فقط، وأنه يمكن التنبؤ بأسعار الأسهم من خلال تحليل المعلومات الواردة إلى السوق، ولا يجب الاكتفاء بتحليل المعلومات داخل السوق فقط بل يجب تحليل المعلومات الخارجية المتعلقة بظروف الاقتصاد، الصناعة والشركة المصدرة للأسهم.

كما تم التعرف على أهم نماذج تقييم الأسهم العادية والتي تقوم على افتراض أساسي مفاده أن القيمة الحقيقية لأي سهم تتساوى مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها مستقبلا طيلة امتلاك هذه

الأسهم، ومن أبرز هذه النماذج: نموذج خصم توزيعات الأرباح والذي يشتق منه ثلاث نماذج أخرى تبعا لنمط التوزيعات المستقبلية للشركة وهي: نموذج النمو الصفري، نموذج النمو الثابت ونموذج النمو المتعدد، نماذج مدخل الربحية والتي تضم نموذج مضاعف الربحية ونموذج تقييم الربحية، نموذج التدفقات النقدية. بالإضافة إلى النماذج السابقة هناك نماذج بديلة يستخدمها المحللون لتقدير القيمة الحقيقية للسهم أهمها: نموذج والتر للتقييم، نموذج H، نموذج ليرنر وكارلتون.

أيضا اتضح أن توافر المعلومات السليمة والدقيقة في السوق المالية من الأولويات التي يركز عليها المحللون وخبراء التقييم، ذلك لأن كفاءة السوق المالية تتوقف على كفاءة نظام المعلومات أي مدى توافر المعلومات الملائمة عن الفرص الاستثمارية من حيث سرعة تدفقها، عدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها، كما أن عدم تماثل المعلومات ينعكس سلبا على السوق المالية في شكل زيادة أعباء التمويل، انخفاض كفاءة السوق وخلق فجوة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم أي التسعير الخاطئ للأسهم، كما تبين أن هناك مجموعة من العوامل التي تؤدي إلى انخفاض مستوى الكفاءة في الأسواق المالية الناشئة ومن ثم زيادة انحراف القيمة السوقية للأسهم عن قيمتها الحقيقية تتمثل أساسا في: نقص جودة المعلومات، التداول المتقطع، انخفاض سيولة السوق، نقص الشفافية والافصاح، قيود تدفق رأس المال وتنظيم السوق، إلخ.



الفصل الثالث:

قياس أثر كفاءة

سوق قطر للأوراق

المالية على القيمة

السوقية لأسهم

الشركات

تمهيد

يهدف هذا الفصل إلى قياس واختبار أثر كفاءة السوق المالية الناشئة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المتداولة فيها، وقد تم اتخاذ سوق قطر للأوراق المالية كنموذج للدراسة باعتبارها من أهم الأسواق المالية العربية وأولى أسواق دول مجلس التعاون الخليجي التي تم ترقيتها إلى مصاف الأسواق الناشئة ابتداء من عام 2014 من طرف كل من مؤشر MSCI و S&P Dow Jones، ليتم ترقيتها مرة أخرى من طرف مؤشر FTSE عام 2015، وكانت هذه الترقية المستحقة بمثابة اعتراف من طرف المؤسسات المالية العالمية بالمجهودات والخطوات التي حققتها سوق قطر خلال الأعوام التي سبقت ترقيتها في مجال بنيتها التحتية وتحديث آلياتها بما يتوافق مع المعايير الدولية مما ساهم في تحسن أدائها. ولتحقيق غرض الدراسة تم اعتماد الفترة الممتدة من 2014 إلى 2020 باعتبارها تغطي الفترة التي ارتقت فيها بورصة قطر إلى سوق مالية ناشئة، كما تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث كالتالي:

- المبحث الأول: تحليل تطور سوق قطر للأوراق المالية؛
- المبحث الثاني: اختبار كفاءة سوق قطر للأوراق المالية عند المستوى الضعيف؛
- المبحث الثالث: تقدير القيمة الحقيقية للأسهم المتداولة في بورصة قطر باستخدام نموذج مضاعف الربحية؛
- المبحث الرابع: الدراسة القياسية لأثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات.

المبحث الأول: تحليل تطور سوق قطر للأوراق المالية (بورصة قطر)

شهد الاقتصاد القطري خلال السنوات الأخيرة تطوراً كبيراً في مختلف المجالات، مدعوماً بسياسة حكومية حرصت على انتعاج مبدأ الاقتصاد الحر القائم على قوى السوق، ويبرز ذلك في انسجام الخارطة الاقتصادية للبلاد مع التطورات الاقتصادية العالمية، وكذا التطور الذي أحرزته سوق قطر للأوراق المالية منذ تأسيسها عام 1995. وقد حققت هذه الأخيرة العديد من الإنجازات التي تسعى من ورائها لأن تكون منصة لتنويع الاقتصاد الوطني وتحقيق التنمية المستدامة، حيث تنوعت هذه الإنجازات خلال الأعوام الماضية سواء على مستوى الأداء أو على مستوى تطوير بنيتها التحتية أو في مجال المسؤولية الاجتماعية ونشر الثقافة الاستثمارية بين أفراد المجتمع أو في مجال تحسين الشفافية وتطوير علاقات المستثمرين وتطوير الإفصاح ونشر المعلومات وفقاً لأفضل الممارسات الدولية، بالإضافة إلى تطوير المنتجات والخدمات التي تلبي مختلف التطلعات الاستثمارية¹، كل ذلك ساهم في تطورها وترقيتها من سوق مبتدئة إلى سوق ناشئة، وبغية الإحاطة بشكل تفصيلي بهذه السوق وتحليل أدائها خلال فترة الدراسة تم التطرق إلى المطالب الموالية.

المطلب الأول: نظرة عامة حول سوق قطر للأوراق المالية

بغية التعرف على سوق قطر للأوراق المالية سيتم تناول هذا المطلب من خلال ما يلي:

الفرع الأول: نشأة سوق قطر للأوراق المالية وأهدافها

يمكن تلخيص مراحل نشأة سوق قطر للأوراق المالية وأهم أهدافها كالاتي:

1. نشأة سوق قطر للأوراق المالية (بورصة قطر)

تأسست بورصة قطر* (Qatar Stock Exchange (QSE) عام 1995 تحت إسم سوق الدوحة للأوراق المالية بغرض تنظيم تداول الأوراق المالية المدرجة بالإضافة إلى المهام الإشرافية والرقابية، وبعد سنوات تم تعديل اسمها إلى بورصة قطر بعد تحويل السوق إلى شركة مساهمة قطرية وانتقال المهام الإشرافية والرقابية لهيئة قطر للأسواق المالية، وأصبحت السوق مرخصة من قبل الهيئة للقيام بجميع أنشطة تداول الأوراق المالية في البلاد. ومنذ ذلك الوقت تطورت السوق لتصبح واحدة من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج، ويمكن تلخيص الأحداث التي ساهمت في تطور سوق قطر للأوراق المالية كالاتي²:

¹ بورصة قطر، نبذة عن بورصة قطر، من الموقع: <https://www.qe.com.qa>، تاريخ الإطلاع: 2021/07/17.

* يتم تسمية سوق قطر للأوراق المالية حسب موقعها الرسمي ببورصة قطر كما يتم تسميتها في بعض الأبحاث بسوق الدوحة للأوراق المالية (التسمية السابقة للسوق) وكلها تعبر عن هيئة واحدة.

² بورصة قطر، لمحة عامة، من الموقع: <https://www.qe.com.qa>، تاريخ الإطلاع: 2021/07/17.

جدول (3-1): مراحل تطور سوق قطر للأوراق المالية

السنة	الأحداث
1995	تأسيس السوق
1997	بدء التعامل رسمياً تحت مسمى سوق الدوحة للأوراق المالية بوجود 17 شركة مدرجة
2001	تدشين أول نظام تداول آلي في السوق اسمه نظام Horizon
2002	إطلاق أول موقع إلكتروني رسمي للسوق
2005	صدور مرسوم أميري يسمح للمستثمرين الأجانب بتملك أسهم في الشركات المدرجة بنسبة تصل إلى 25% من أسهم الشركات القابلة للتداول
2006	طرح سبعة إصدارات جديدة (حقوق اكتتاب واكتتابات عامة أولية) بقيمة إجمالية قدرها 10.8 مليار ريال؛ تغيير حد السعر اليومي للسهم من 5% إلى 10% صعوداً أو هبوطاً؛ قبول سوق الدوحة كعضو منتسب في المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية IOSCO
2007	قبول سوق الدوحة كعضو مراسل في الاتحاد العالمي للبورصات خلال الاجتماع السنوي لمجلس إدارة الاتحاد المنعقد في شنغهاي بتاريخ 14 أكتوبر 2007
2008	تنفيذ الخطط التي ركزت على التنمية الرأسية من خلال الاستثمار في تطوير القوى العاملة والتكنولوجيا والبيئة التنظيمية، والتنمية الأفقية عن طريق زيادة عدد الشركات المدرجة
2009	توقيع اتفاقية شراكة لتشكيل سوق عالمية بين جهاز قطر للاستثمار ومجموعة NYSE Euronext؛ تغيير اسم سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة قطر عند إبرام الصفقة مما يمثل بداية حقبة جديدة في تاريخ بورصة قطر
2010	إدخال منصة تداول جديدة تعتمد على أحدث تكنولوجيات التداول المستخدمة في بورصة NYSE ومجموعة بورصات Euronext
2011	إطلاق سوق أدوات الدين وإدراج الشريحة الأولى من أذونات الخزينة؛ تطبيق عملية التسليم مقابل الدفع DVP**
2012	إطلاق سوق الشركات الناشئة المخصص لإدراج الشركات الصغيرة والمتوسطة
2013	الإعلان عن قرار ترقية بورصة قطر إلى مرتبة الأسواق الناشئة من طرف مؤشر MSCI والذي تم تفعيله ابتداءً من ماي 2014؛ رفع تصنيف بورصة قطر إلى مرتبة الأسواق الناشئة من طرف مؤشر S&P Dow Jones؛ العديد من النجاحات مثل: إدراج السندات، العضوية الكاملة في الاتحاد العالمي للبورصات حيث أصبح الرئيس التنفيذي لبورصة قطر عضواً في مجلس إدارة الاتحاد العالمي للبورصات
2015	ترقية بورصة قطر من قبل مؤشر FTSE إلى تصنيف سوق ناشئة

* NYSE Euronext أكبر شركة سوق مالية عالمية نشأت عام 2007 عن اندماج بورصة نيويورك (NYSE) مع بورصة أروونكست والتي هي عبارة عن اندماج لكل من بورصة أمستردام، بروكسل، باريس (حالياً تضم أكثر)، سمحت للمساهمين بخفض التكاليف، إدارة نظام الإدراج المركزي ووضع القواعد المتعلقة بالتنظيم العام للسوق وغرفة المقاصة، وفي 2013/11/12 أصبحت تحت سيطرة مجموعة Intercontinental Exchange.

** DVP (Delivery Versus Payment) نظام تسوية تداولات الأوراق المالية في السوق يتم بموجبه تسليم الأوراق المالية مقابل تسديد أثمانها بشكل متزامن ونهائي.

الفصل الثالث: قياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات

2016	انضمام بورصة قطر إلى مبادرة الأمم المتحدة للبورصات المستدامة SSEI*
2018	تصنيف بورصة قطر كأفضل البورصات أداءً على مستوى العالم؛ إدراج أول صناديق الاستثمار المتداولة على مستوى قطر وأكبرها على مستوى دول مجلس التعاون الخليجي؛ إطلاق بورصة قطر لمنصة خاصة بتقارير الاستدامة لتكون بذلك الأولى في المنطقة وباعتبارها بورصة رائدة على مستوى العالم في تحقيق معايير الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات
2019	تنفيذ عملية تجزئة القيمة الاسمية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة وعقد عدة ندوات وبرامج توعوية حول عملية التجزئة؛ إدراج أسهم شركة "بلدنا" للتداول في بورصة قطر ليرتفع عدد الشركات المدرجة في السوق إلى 47 شركة مساهمة عامة قطرية؛ في إطار جهود البورصة لتعزيز الاستدامة والتثقيف المالي، تم تنظيم أول مسابقة من نوعها للتعليم المالي لطلبة الجامعات والتي تهدف إلى تعزيز الوعي المالي والاستثماري لدى جيل الشباب بما يتماشى مع ركيزة التنمية البشرية في رؤية قطر الوطنية 2030.

المصدر: تم إعداده اعتماداً على: بورصة قطر، نبذة عن بورصة قطر، من الموقع: <https://www.qe.com.qa>، تاريخ الإطلاع: 2021/07/17.

2. أهداف سوق قطر للأوراق المالية

تهدف سوق قطر للأوراق المالية إلى تحقيق النقاط التالية¹:

- إتاحة الفرص لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني القطري؛
- العمل على تطوير السوق المالية على نحو يخدم عمليات التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة؛
- تطوير وترشيده أساليب وإجراءات التعامل بالأوراق المالية بالسوق بما يكفل سلامة المعاملات، دقتها ويسرهما وتوفير الحماية للمتعاملين؛
- تطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية، وتحديد المتطلبات الواجب توافرها في نشرة الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب؛
- قيد الأوراق المالية الجديدة بالسوق، والتيسير والسرعة في تسهيل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية مع ضمان تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد أسعار هذه الأوراق وحماية صغار المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم؛
- جمع المعلومات والإحصاءات عن الأوراق المالية التي يجري التعامل بها ونشر التقارير حولها بشرط أن تتناول المعلومات الإجمالية لا الفردية والشخصية؛
- تقديم دراسات للمراكز المالية للشركات مما يساعد المستثمرين عند شراء الأوراق المالية؛

* SSEI (Sustainable Stock Exchange Initiative) مبادرة أطلقتها الأمم المتحدة تهدف إلى تشجيع البورصات بالتعاون مع المستثمرين ومنظمي سوق رأس المال والشركات، بالاهتمام بقضايا التنمية المستدامة والتي تركز على الحفاظ على مستوى أداء بيئي جيد، مسؤولية اجتماعية متميزة والتزامها بمعايير حوكمة الشركات.

¹ اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية، أهداف السوق، قرار وزير المالية والاقتصاد، رقم 10، المادة 5، 1999.

- إجراء الدراسات وتقديم التوصيات والمقترحات للجهات الرسمية المختلفة بشأن القوانين النافذة وتعديلها بما يتلاءم والتطور الذي تتطلبه السوق؛
- الاتصال بالأسواق المالية المجاورة بهدف الاطلاع وتبادل المعلومات والخبرات بما يحقق مواكبة التقدم في أساليب التعامل في هذه الأسواق ويساعد على سرعة تطوير السوق المالية القطرية، وكذلك الانضمام لعضوية المنظمات والاتحادات العربية والدولية ذات العلاقة؛
- تنظيم إجراءات تحويل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسهيلها وتبسيطها؛
- ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية والانضباط بين شركات الوساطة ووكلائها والعاملين في مجال التعامل بالأوراق المالية؛
- توفير تواجد شركات وساطة ووكلاء مؤهلين في السوق مع تشجيع تأهيل شركات ووكلاء جدد وغيرهم من العاملين في سوق الأوراق المالية بهدف رفع كفاءتهم العلمية والعملية؛
- ضمان إتمام عملية بيع وشراء الأوراق المالية في جو من النزاهة والحياد من خلال اتباع سياسة الإفصاح عن معلومات الأسهم المتداولة ونشر كل المعلومات المتوفرة عن شركات المساهمة وتوفيرها للمتعاملين.
- ويتمثل الهدف الرئيسي لبورصة قطر في دعم الاقتصاد القطري من خلال تزويد المستثمرين بمنصة يقومون من خلالها بعمليات التداول بنزاهة وكفاءة، وتميز بورصة قطر بكونها جزءاً من استراتيجية وطنية شاملة تقوم على الوصول إلى العالمية في مجال الخدمات المالية وتشجيع الاستثمار، من خلال تحويل البورصة إلى سوق من الطراز العالمي وتعزيز مركز الدوحة لتكون مركزاً مالياً إقليمياً، وذلك من خلال السعي إلى تحقيق الأهداف التالية¹:
- تطوير بورصة إقليمية ودولية ناجحة ذات جذور محلية قوية؛
- المساعدة على تحويل قطر لتصبح مركزاً مالياً مهماً في منطقة الخليج؛
- توفير مجموعة متنوعة من فرص التداول والاستثمار لأعضاء البورصة وللمستثمرين فيها؛
- توفير إمكانية لقيام المستثمرين المحليين والدوليين بالاستثمار في الشركات المدرجة القطرية وغير القطرية؛
- أن تصبح مؤسسة مهمة وذات سمعة عالمية وسوقاً رائدة على الصعيدين الوطني والإقليمي؛
- توفير بيئة عمل تقوم على مكافأة التميز وإعطاء الفرصة لإبراز المهارات والقدرات؛
- السعي لأن تكون بورصة قطر سوقاً جاذبة للجهات المصدرة المحلية والإقليمية التي تسعى لزيادة رأسمالها، كما تسعى لاستقطاب المستثمرين الذين يطمحون لتداول الأوراق المالية ومنتجات المشتقات..

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي العام لسوق قطر للأوراق المالية

يتكون الهيكل التنظيمي العام لسوق قطر للأوراق المالية من ثلاث هيئات رئيسية تتمثل في:

1. هيئة قطر للأسواق المالية Qatar Financial Markets Authority

¹ بورصة قطر، الرؤية والرسالة، من الموقع: <https://www.qe.com.qa>، تاريخ الإطلاع: 2021/07/17.

قضى القانون رقم 33 لعام 2005 بإنشاء هيئة قطر للأسواق المالية وتحويل سوق الدوحة للأوراق المالية (بورصة قطر حالياً) إلى شركة مساهمة قطرية بغرض تنظيم الأسواق المالية والإشراف عليها. وأعطى القانون للهيئة كافة الصلاحيات التنظيمية والإشرافية والرقابية اللازمة لممارسة مهامها، وقد تولت الهيئة مهامها رسمياً في سبتمبر من عام 2007 وتم إخطار السوق والشركات المدرجة وشركات الخدمات المالية بالانتقال الرسمي للمهام الإشرافية والرقابية من السوق إلى الهيئة بعد أن قامت السوق بذلك على مدار 10 سنوات سابقة، ومن أجل مواكبة التطورات التي تشهدها الأسواق المالية صدر القانون رقم 8 لعام 2012 بشأن هيئة قطر للأسواق المالية، ودخل حيز التنفيذ في 18 أكتوبر 2012 ليحل بذلك محل القانون رقم 33 لعام 2005¹. وتسعى هيئة قطر للأسواق المالية إلى الارتقاء بالسوق المالية القطرية لتصبح نموذجاً إقليمياً للخدمات المالية، كما تهدف إلى حماية المستثمرين والمحافظة على استقرار ونزاهة وشفافية السوق، إضافة إلى تنمية مستوى المهارة والمعرفة بما يدعم نمو وتنوع الاقتصاد الوطني، ويمكن تلخيص المهام الأساسية للهيئة في النقاط التالية²:

- تنظيم السوق المالية والإشراف عليها ورقابتها؛
 - تنظيم التعامل في أنشطة الأوراق المالية بما يتسم بالعدالة، التنافسية والشفافية؛
 - توعية الجمهور بنشاط الأوراق المالية وتشجيع الاستثمار فيها وتنميتها؛
 - مراقبة قواعد التعامل بين المتعاملين في أنشطة تداول الأوراق المالية وغيرها؛
 - تطبيق سياسة الإفصاح بما يحقق العدالة والشفافية ويحول دون تعارض المصالح أو استغلال المعلومات الداخلية؛
 - مكافحة أسباب وقوع الجرائم المتصلة بالأسواق المالية؛
 - دعم الصلات والروابط وتبادل المعلومات مع الأسواق المالية الخارجية، الهيئات، المؤسسات والمنظمات الإقليمية والدولية للاستفادة من أساليب التعامل فيها بما يساعد على تطوير السوق المالية القطرية؛
 - إجراء الدراسات وجمع المعلومات والإحصاءات عن أنشطة الأسواق المالية ونشر التقارير الخاصة بها.
- كما تتولى الهيئة بموجب القانون رقم 8 لعام 2012 مسؤولية تطبيق وتنفيذ القوانين واللوائح المعمول بها للإشراف والرقابة على الأوراق المالية وعلى الأنشطة المتعلقة بالتعامل مع الأوراق المالية بدولة قطر، وعليه تتجلى مهام الهيئة أيضاً في³:
- إصدار القواعد واللوائح المتعلقة بسوق رأس المال والتعامل بالأوراق المالية داخل دولة قطر، استناداً للمعايير الدولية وما يتناسب مع احتياجات السوق القطرية ويحقق الأغراض الرقابية للهيئة؛

¹ بورصة قطر، لمحة عامة، من الموقع: <https://www.qe.com.qa>، تاريخ الإطلاع: 2021/07/17.

² هيئة قطر للأسواق المالية، نبذة عن نشأة هيئة قطر للأسواق المالية، من الموقع: <https://www.qfma.org.qa>، تاريخ الإطلاع: 2021/07/17.

³ هيئة قطر للأسواق المالية، عن الهيئة، من الموقع: <https://www.qfma.org.qa>، تاريخ الإطلاع: 2021/07/17.

الفصل الثالث: قياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات

– ضمان نزاهة وشفافية السوق من خلال مراقبة عمليات التداول بالموازاة مع بورصة قطر بصفتها الجهة المختصة، وكشف التلاعبات والمخالفات التي قد تطرأ في السوق أو الصفقات المشبوهة، واتخاذ الإجراءات اللازمة في هذا الشأن وفقاً للقوانين واللوائح؛

– متابعة إفصاح الشركات المدرجة بالبورصة ومراقبة تداول الأوراق المالية ومتابعة التزام الشركات والأفراد المرخص لهم بمزاولة أنشطة أو وظائف خاضعة للرقابة بشروط التراخيص الممنوحة لهم؛

– القيام بعمليات التفتيش الدورية وغير الدورية على البورصة والشركات المرخص لها بمزاولة الأنشطة الخاضعة للرقابة؛

– الترخيص بإدراج الأوراق المالية للتداول ببورصة قطر؛

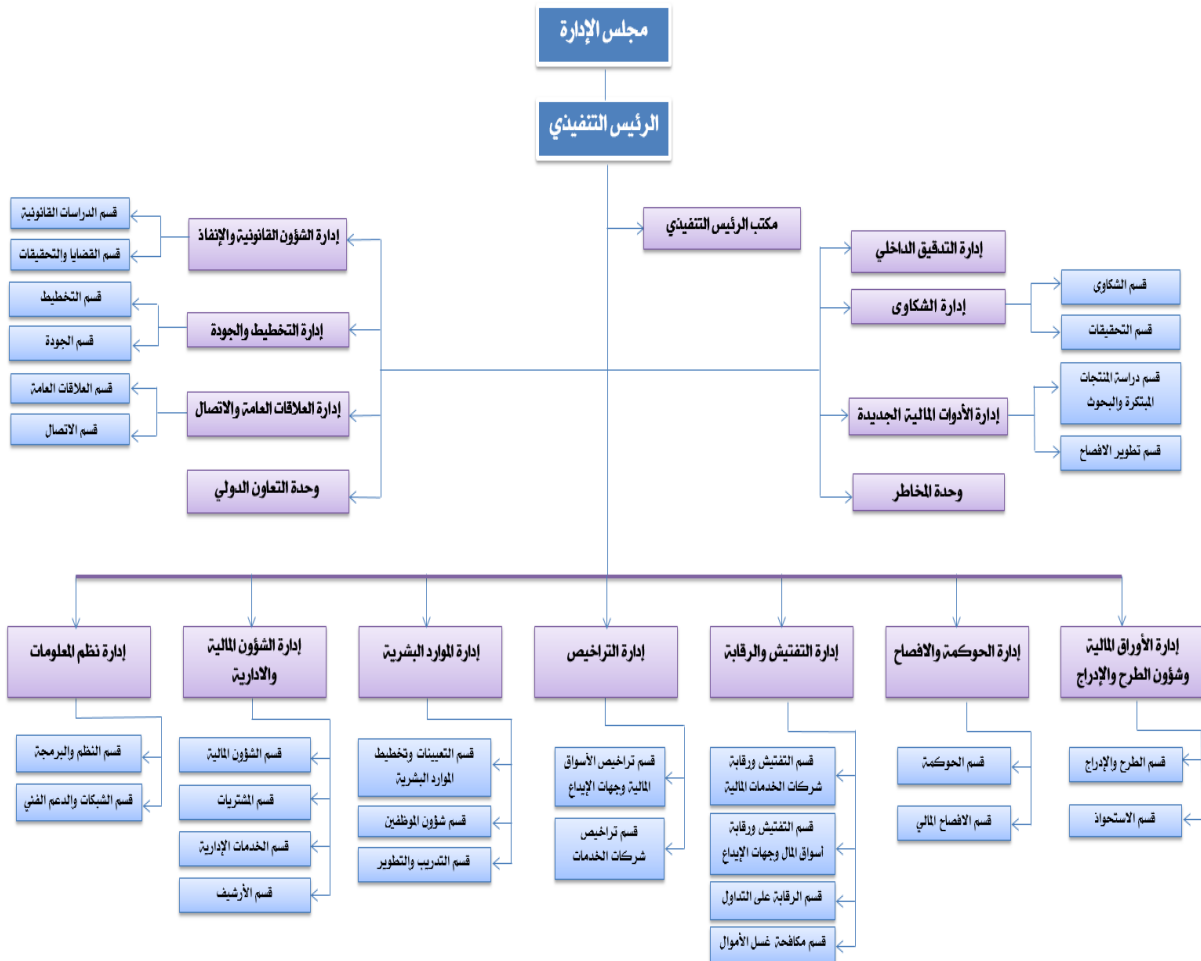
– دعم نمو وتطور سوق رأس المال في دولة قطر ويشمل ذلك تشجيع إدخال أدوات مالية وآليات تداول جديدة وتطبيق التكنولوجيا المتطورة وزيادة وعي المستثمرين؛

– ترخيص الأفراد والشركات لمزاولة الأنشطة والوظائف الخاضعة لرقابة الهيئة.

ويمثل الشكل الموالي الهيكل التنظيمي لهيئة قطر للأسواق المالية (لمزيد من التفصيل انظر قرار مجلس إدارة

هيئة قطر للأسواق المالية رقم 2 لعام 2016 المتعلق بالهيكل التنظيمي):

شكل (3-1): الهيكل التنظيمي لهيئة قطر للأسواق المالية



المصدر: هيئة قطر للأسواق المالية، الهيكل التنظيمي للهيئة، من الموقع: <https://www.qfma.org.qa>، تاريخ الإطلاع: 2021/07/17.

2. شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية Qatar Central Securities Depository

شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية هي شركة لتقديم الخدمات مرخصة من طرف هيئة قطر للأسواق المالية، تعنى بتقديم خدمات المقاصة والتسوية وحفظ الأوراق المالية وغيرها من الأدوات المالية المتداولة في بورصة قطر، تهدف إلى تقديم بنية تحتية للأدوات المالية داخل السوق القطرية والسوق الإقليمية وخارج المنطقة أيضاً، كما تسعى هذه الشركة إلى زيادة الثقة بها محلياً ودولياً، والمساهمة في تعزيز بيئة استثمارية آمنة وجذابة لرؤوس الأموال، ومن ثم المساهمة في دعم واستقرار الاقتصاد الوطني. تتمثل المهمة الأساسية للشركة في حفظ ونقل ملكية الأوراق المالية وتسوية أسعارها باعتماد أفضل المعايير الدولية، إضافة إلى الارتقاء بمستوى الخدمات المقدمة للمستثمرين بالاعتماد على كفاءة وتأهيل مواردها البشرية وكذا أنظمتها التكنولوجية المتطورة¹.

3. بورصة قطر Qatar Stock Exchange

تم الترخيص لشركة قطر القابضة* وهي شركة مملوكة بالكامل لجهاز قطر للاستثمار** بتأسيس شركة مساهمة قطرية مملوكة بالكامل لها اسمها بورصة قطر، وذلك وفق قرار وزير الأعمال والتجارة رقم 161 لعام 2009 برأس مال قدره 1.000.000.000 دولار أمريكي²، ليتم تحويلها من شركة مساهمة قطرية إلى شركة مساهمة خاصة قطرية وفقاً لقرار وزير الأعمال والتجارة رقم 291 لعام 2017، كما بلغ رأس مالها المصرح به 3.600.000.000 ريال قطري، بينما قدر رأس مالها المصدر بـ 36.400.000 ريال قطري، ويقع المركز الرئيسي لشركة بورصة قطر وكذا مقرها القانوني في الدوحة بدولة قطر، ويجوز لمجلس الإدارة أن ينشئ لها فروعاً أو مكاتب أو وكالات للشركة في دولة قطر وخارجها³، ويمكن التفصيل أكثر في تنظيمها من خلال ما يلي:

1.3. تكوين مجلس إدارة بورصة قطر: يتم اختيار مجلس الإدارة من قبل مساهمي شركة بورصة قطر بهدف الإشراف على الإدارة التنفيذية لأعمال الشركة وأمورها، وتتمثل المسؤولية الرئيسية للمجلس في ضمان استمرارية الشركة وضمان إدارتها بما يتماشى مع مصالح المساهمين بمجمولهم مع الأخذ بعين الاعتبار مصالح أصحاب المصلحة الآخرين، ويكون مجلس الإدارة مسؤول عن تحديد معايير السلوك بما في ذلك المنهج الأخلاقي للشركة والامتثال للقوانين المعمول بها، ومعايير الممارسات وإعداد التقارير المالية، والمعايير النوعية للعمليات والمنتجات

¹ شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية، نبذة عن الشركة، من الموقع: <https://www.qcsd.gov.qa>، تاريخ الإطلاع: 2021/07/17.

* قطر القابضة شركة استثمار عالمية تأسست عام 2006 من طرف جهاز قطر للاستثمار ومرخصة من قبل هيئة مركز قطر للمال، تستثمر محلياً ودولياً في الشركات الخاصة والعامة إلى جانب استثمارات مباشرة أخرى، وتسعى إلى تحقيق عائدات طويلة الأجل على الأصول لإفادة دولة قطر وتنويع الاقتصاد.

** تأسس جهاز قطر للاستثمارات من قبل دولة قطر عام 2005 لتعزيز اقتصادها من خلال التنوع في مجموعة أصول جديدة بناء على تراث الاستثمارات القطرية التي تعود إلى أكثر من 3 عقود، تساعد محافظتها المتنوعة من الاستثمارات الاستراتيجية ط. الأجل على دعم ثروة الموارد الطبيعية الهائلة لدولة قطر.

² النظام الأساسي المعدل لشركة بورصة قطر شركة مساهمة قطرية (ش م ق)، تأسيس الشركة، قرار وزير الأعمال والتجارة، رقم 161، المادة 1، المادة 7، 2009.

³ النظام الأساسي المعدل لشركة بورصة قطر شركة مساهمة خاصة قطرية (ش م خ ق)، تأسيس الشركة، قرار وزير الأعمال والتجارة، رقم 291، المادة 1، المادة 4، المادة 6، 2017.

وغيرها من المعايير التي تعكس توجهات مجلس الإدارة بما يضمن أن يكون سير العمل في مصلحة الشركة، كما يحدد مجلس الإدارة مبادئ توجيهية لأدائه والتقييم الذاتي فيها، ويمكن تلخيص تكوين مجلس إدارة بورصة قطر من خلال ما يلي¹:

أ. **عدد الأعضاء:** يتولى إدارة بورصة قطر مجلس إدارة مكون من خمسة مديرين على الأقل ولكن ليس أكثر من تسعة مدراء بما في ذلك رئيس المجلس وما لا يزيد على عضوين مستقلين، وفقا للمادة 31 من النظام الأساسي لبورصة قطر، وتعتبر شركة قطر القابضة المساهم الوحيد حاليا في بورصة قطر، وبالتالي يتم تعيين أعضاء مجلس الإدارة من قبل قطر القابضة، ويتألف مجلس إدارة بورصة قطر في الوقت الحالي من تسعة مديرين.

ب. **هيكل المجلس:** يجب أن يتمتع أعضاء مجلس الإدارة بالخبرة والمعرفة الكافية التي تمكنهم من أداء وظائفهم بشكل فعال لمصلحة بورصة قطر، ويجب على أعضاء مجلس الإدارة أن يسخروا وقتهم وجهودهم لأداء مهامهم كأعضاء مجلس إدارة، كما يجب أن يشمل المجلس على أعضاء مجلس إدارة تنفيذيين وغير تنفيذيين ومستقلين، وذلك لضمان أن القرارات الصادرة عن المجلس لا يتحكم بها شخص واحد أو مجموعة صغيرة من الأفراد، ويوصى بأن يكون ثلث أعضاء المجلس على الأقل من الأعضاء المستقلين وأن تكون أغلبية الأعضاء من الأعضاء غير التنفيذيين، ويمكن تعريف كل عضو كما يلي:

– **العضو المستقل:** تعرف هيئة قطر للأسواق المالية عضو مجلس الإدارة المستقل بأنه العضو الذي لا يخضع لتأثير أي عامل قد يجد من قدرته على بحث ومناقشة مسائل الشركة والبت فيها بطريقة غير منحازة وموضوعية (على أساس الحقائق فقط)، كأن يكون هو أو أي من أقاربه من الدرجة الأولى حاليا أو خلال السنوات الثلاث الماضية موظفا في الشركة أو عضوا في مجلس الإدارة أو مالكا أو شريكا،... إلخ.

– **العضو غير التنفيذي:** تعرف هيئة قطر للأسواق المالية عضو مجلس الإدارة غير التنفيذي على أنه العضو غير المسؤول عن مهام الإدارة التنفيذية في الشركة، ولا يكون بدوام كامل ولا يحصل على مكافأة شهرية أو سنوية من الشركة بخلاف المكافآت التي يتلقاها باعتباره عضو مجلس إدارة أو عضوا في إحدى اللجان المنبثقة عن المجلس، وتتمثل واجباته الرئيسية فيما يلي:

– المشاركة في اجتماعات مجلس الإدارة وتقديم رأي مستقل بشأن المسائل الإستراتيجية والسياسية ومسائل الأداء والمساءلة والموارد والتعيينات الأساسية والمعايير التشغيلية؛

– ضمان أن الأولوية يجب أن تعطى لمصلحة البورصة ومساهميها في حال وجود تضارب في المصالح؛

– رصد أداء البورصة في تحقيق الأهداف المتفق عليها ومراجعة تقارير أدائها؛

– تطوير القواعد الإجرائية للحكومة في البورصة لضمان تنفيذها بطريقة متسقة؛

¹ بورصة قطر، قواعد حوكمة بورصة قطر، القواعد والأنظمة، ص ص 10-13. من الموقع: <https://www.qe.com.qa>، تاريخ الإطلاع: 2021/07/18.

– إفادة مجلس الإدارة ولجانها المختلفة بالمهارات والخبرات والتخصصات والمؤهلات المتنوعة من خلال الحضور المنتظم لاجتماعات المجلس والمشاركة الفعالة في الجمعيات العامة سواء العادية وغير العادية، وفي نفس الوقت توفير فهم متوازن لآراء المساهمين؛

– المشاركة في لجنة التدقيق في الشركة.

– **العضو التنفيذي:** تعرف الهيئة العضو التنفيذي بأنه عضو مجلس الإدارة الذي يؤدي مهام الإدارة التنفيذية للشركة و/ أو يكون موظفا بدوام كامل في الشركة، ولا يجوز أن يدي هذا العضو بصوته في القرارات ذات الصلة بتعيينه أو إقالته من منصبه، إضافة إلى ذلك يساهم العضو التنفيذي في تحسين الشفافية في الأنشطة التجارية.

ج. مدة العضوية: تكون مدة العضوية في المجلس أربع سنوات وفقا للمادة 32 من النظام الأساسي، ويجوز إعادة انتخاب عضو مجلس الإدارة من قبل شركة قطر القابضة، ويكون مجلس الإدارة هو المسؤول عن تحديد الحد الأقصى لعدد مدد عضوية أحد أعضائه

2.3. أقسام سوق قطر للأوراق المالية: يتم التداول في سوق قطر للأوراق المالية من خلال¹:

أ. السوق الأولية أو سوق الإصدار: تعرف السوق الأولية في دولة قطر بالسوق التي تختص بإصدار الأوراق المالية (أسهم، سندات وأسهم ممتازة)، ولذلك يطلق عليها أيضا سوق الإصدار بحيث يكون بائع الورقة المالية سواء كانت سهم أو سند هو مصدرها، أي أن الشركة هي البائعة لهذه الأوراق، وتتسم عملية الإصدار هذه بأنها غير دورية وغير متكررة، وتكون فيها علاقة البيع والشراء بين المستثمرين والمصدرين مباشرة من خلال مرحلة الاكتتاب، سواء كان اكتتابا عاما أو خاصا، كما تعرف بأنها السوق التي يتم فيها إصدار وبيع الأسهم لأول مرة عن طريق قيام الشركات بإصدار أسهم رأس المال وبيعها بالقيمة الاسمية للمستثمرين، حيث أن القيمة الاسمية للشركات المدرجة في بورصة قطر ثابتة عند سعر 1 ريال للسهم².

ب. السوق الثانوية: تعرف السوق الثانوية في دولة قطر بأنها السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بين المستثمرين شراء وبيعا عبر الوسطاء، ولذلك يطلق عليها إسم سوق التداول (البورصة)، حيث يتم فيها التعامل في الأسهم والسندات التي سبق إصدارها وتداولها في السوق الأولية بين المستثمرين، ولا ينحصر التعامل في هذه السوق فقط في العمليات العاجلة التي تتم تصفيتها فوراً بدفع قيمة الأوراق وتسليمها، وإنما ينسحب أيضا على العمليات الآجلة التي تعقد ولا تتم تصفيتها إلا في مواعيد محددة، وتنقسم هذه السوق إلى سوقين هما:

– **السوق الرئيسية:** وهي السوق التي يتم فيها تداول أسهم الشركات التي استوفت كافة المتطلبات حسب المعايير المحددة لذلك، وحتى يتم إدراج الشركة في هذه السوق يجب أن تستفي المتطلبات والشروط التالية:

– أن تكون شركة مساهمة مرخصة من قبل وزارة الأعمال والتجارة؛

– عدد مساهمين لا يقل عن 30 مساهم (يمكن أن تخضع لبعض الاستثناءات)؛

¹ هيئة قطر للأسواق المالية، مدخل إلى أسواق المال، توعية المستثمر، ص.15، من الموقع: <https://www.qfma.org.qa>، تاريخ الإطلاع: 2021/07/18.

² بورصة قطر، أساسيات البورصة، توعية المستثمر، من الموقع: <https://www.qe.com.qa>، تاريخ الإطلاع: 2021/07/18.

- 20% أسهم قابلة للتداول* (يمكن تخضع لبعض الاستثناءات)؛
- رأس مال مكتتب به 40 مليون ريال قطري كحد أدنى؛
- نشر تقرير سنوي للسنة المالية التي تسبق طلب الإدراج؛
- نشر نشرة إصدار معتمدة من قبل هيئة قطر للأسواق المالية؛
- التعهد بالامتثال لجميع قواعد بورصة قطر ولوائحها؛
- تقديم الأوراق التي تطلبها بورصة قطر وهي: نموذج الطلب، نسخة من عقد التأسيس والنظام الأساسي، نسخة من السجل التجاري ساري المفعول.
- **السوق الثانية:** السوق التي تتألف من عدة فئات تقررها الهيئة أو التي تنشأ من قبل سوق خاضعة للرقابة بعد موافقة الهيئة، ويتم فيها تداول أسهم الشركات التي لا تحقق متطلبات التداول في السوق الرئيسية، أو أسهم الشركات حديثة التأسيس أو أي أوراق أو أدوات مالية أخرى تقررها هيئة قطر للأوراق المالية، وتعرف أيضا بسوق الشركات الناشئة. وتتشابه عملية وإجراءات الإدراج فيما يتعلق بالوثائق المطلوبة وإجراءات تقديم الطلب والمراجعة إلى حد كبير مع عملية وإجراءات الإدراج في السوق الرئيسية، وكلا السوقين تحكمهما قواعد دليل الطرح والإدراج الصادر عن هيئة قطر للأسواق المالية، ومع ذلك هناك بعض الاختلافات في إجراءات الإدراج وذلك بهدف توفير المزيد من المرونة للشركات الراغبة بالإدراج في سوق الشركات الناشئة، والتي تتمثل في:
- سجل الأعمال والاداء: سنة واحدة على الأقل؛
- رأس المال المكتتب به: 2 مليون ريال قطري كحد أدنى ويجب دفع رأس المال المكتتب به بالكامل؛
- نسبة التعويم الحر (الأسهم المتاحة للتداول): 10% بحد أدنى؛
- عدد المساهمين: 20 شخص كحد أدنى (باستثناء المؤسسين)؛
- الوثيقة المنشورة: نشرة المعلومات.

الفرع الثالث: الأوراق المالية المتداولة ونظام التداول في سوق قطر للأوراق المالية

سيتم التعرف على طبيعة الأوراق المالية المتداولة في سوق قطر ونظام التداول فيها من خلال الآتي:

1. الأوراق المالية المتداولة

تمثل الأوراق المالية المتداولة الإصدارات الأولية التي يتم تداولها بين المستثمرين فور إدراجها في السوق الثانوية (بورصة قطر)، بعد أن تم طرحها في السوق الأولية والموافقة على إدراجها من قبل هيئة قطر، وتمثل في¹:

1.1. الأسهم: عبارة عن وحدات ملكية تصدرها الشركة بقيمة متساوية (القيمة الاسمية) وقابلة للتداول، وتمثل الأسهم رأس مال الشركة وتسمى بأدوات الملكية (سبق تعريفها في الفصل الأول)، وبالتالي إذا كان المستثمر يمتلك حصة أسهم في شركة معينة فهو يمتلك جزءا من هذه الشركة ويصبح مساهما فيها.

* للحصول على التفاصيل الكاملة لمتطلبات البورصة المعمول بها حاليا يمكن الاطلاع على: قواعد التعامل في بورصة قطر وإلى الباب الرابع من اللائحة الداخلية لبورصة قطر، وإلى نظام قواعد الإدراج الصادر من قبل هيئة قطر للأسواق المالية.

¹ بورصة قطر، أساسيات البورصة، توعية المستثمر، من الموقع: <https://www.qe.com.qa>، تاريخ الإطلاع: 2021/07/18.

2.1. السندات: عبارة عن وحدات دين تصدرها الشركة بقيمة متساوية (القيمة الاسمية) وقابلة للتداول، وتمثل السندات قرضا طويل أو متوسط أو قصير الأجل (حسب عمر القرض) تتعهد بموجبه جهة الإصدار بسداد الفوائد المستحقة عليه في تواريخ محددة، بالإضافة إلى رد قيمته الاسمية كاملة في نهاية عمره أي عند تاريخ الاستحقاق، وتقتصر السندات المتداولة في بورصة قطر على ما يلي:

أ. **سندات حكومية:** عبارة عن أدوات دين تمثل قرض يتم منحها للمقترض (المعروف بجهة الإصدار) من قبل المقرض (المستثمر)، و تتضمن جهة الإصدار التي يمثلها مصرف قطر المركزي نيابة عن دولة قطر القيام بدفع نسبة معينة من الفائدة (سعر الفائدة أو الكوبون) إلى المستثمر على المبلغ المقترض، وعادة ما يتم دفع الكوبون كل ستة أشهر حتى الوصول إلى تاريخ الاستحقاق، وبعد ذلك تقوم جهة الإصدار بدفع المبلغ المقترض (المبلغ الأصلي) للمستثمر، كما يتم تداول جميع السندات المدرجة في بورصة قطر على شكل وحدات بقيمة اسمية مقدارها 10.000 ريال قطري لكل وحدة¹.

ب. **أذونات الخزينة:** تمثل إحدى سندات الدين الصادرة عن مصرف قطر المركزي، ويتم استخدامها كسياسة نقدية لتنظيم عملية عرض النقود والتأثير في أسعار الفوائد السائدة في السوق، أما من ناحية التصنيف فتعد أذونات الخزينة من سندات الدين قصيرة الأجل بما أن تواريخ الاستحقاق الخاصة بكل إصدار لا تتجاوز السنة، وتتم الإصدارات عادة على أساس منتظم (شهري) وتتراوح فترات استحقاقها بين ثلاثة أو ستة أو تسعة أشهر، كما تجري كافة الإصدارات الأولية الخاصة بها في السوق الأولية التي تضم البنوك المحلية على وجه الحصر والتي تتم عادة عبر المزاد، وتكون أذونات الخزينة صادرة عن مصرف قطر المركزي لأعضاء السوق الأولية بخضم من قيمتها الاسمية أي بدون فائدة، ويقوم أعضاء السوق الأولية بعدها بعرض أوراقهم المالية للبيع على المستثمرين في السوق الثانوية وتقوم جهة الإصدار أو الجهة البائعة باستلام المبلغ المخصص من الجهة المشتري والذي يكون معادلا للقيمة الدفترية أو قيمة التسوية (السعر×الحجم) الخاصة بالأوراق المالية الصادرة أو المبيعة، وعند تاريخ الاستحقاق يستلم حامل الأذونات قيمتها الاسمية من مصرف قطر المركزي، ويكون الفرق بين سعر الإصدار أو سعر الشراء والقيمة الاسمية بمثابة عائد الاستثمار².

ج. **الصكوك (السندات الاسلامية):** تعتبر الصكوك إحدى أدوات الدين الحكومي الهامة تستخدمها الحكومة لتوفير السيولة اللازمة لتمويل مشروعاتها وكأداة من أدوات السياسة النقدية³، فهي عبارة عن أوراق دين لها نفس طبيعة وغرض السندات ولكنها تصدر وفقا لمبادئ الشريعة الاسلامية⁴.

3.1. صناديق المؤشرات المتداولة ETFs: عبارة عن مجموعة الأوراق المالية التي توجد في صندوق استثماري، وتسمى ملكيات أو حيازات هذه الأوراق المالية بوحدات الصندوق، حيث يتم إدراج هذه الوحدات وتداولها في

¹ بورصة قطر، السندات الحكومية القطرية، مطوية عن السندات، من الموقع: <https://www.qe.com.qa> ، تاريخ الإطلاع: 2021/07/18.

² بورصة قطر، مقدمة عن أذونات الخزينة وسوق أذونات الخزينة، من الموقع: <https://www.qe.com.qa> ، تاريخ الإطلاع: 2021/07/18.

³ مصرف قطر المركزي، أدوات الدين العام، من الموقع: <http://www.qcb.gov.qa> ، تاريخ الإطلاع: 2021/07/18.

⁴ بورصة قطر، مقدمة في السندات وسوق السندات، من الموقع: <https://www.qe.com.qa> ، تاريخ الإطلاع: 2021/07/18.

البورصة، في الغالب تكون صناديق المؤشرات المتداولة هي صناديق مفتوحة غير نشطة وتتبع أحد المؤشرات في أداؤها ويمكن أن يحتوي المؤشر على أسهم أو سندات أو سلع¹، ويتم تداولها بصورة يومية بنفس طريقة تداول الأسهم، حيث توفر هذه الصناديق للمستثمرين القدرة على شراء وبيع وحدات الصندوق المصمم لمحاكاة فئة من الأصول أو قطاع معين، كما تتيح للمستثمرين التمتع بمزايا تنويع الأصول دون تكبد التكاليف المرتبطة ببناء محافظهم الاستثمارية بأنفسهم، ومن الأمثلة على هذه الصناديق تلك التي تتبع المؤشر أو تلك التي تتبع أسعار أصول معينة، ويقوم مدير الصندوق باستثمار اشتراكات الصندوق في الأوراق المالية أو المنتجات المناسبة، بحيث يكون لكل وحدة ملكية جزئية في تلك الأصول، وبالنسبة للصندوق المتداول في البورصة الذي يتبع مؤشرا معيننا فهذا يعني أن كل وحدة من وحدات هذا الصندوق ستكون لها ملكية جزئية في جميع الأسهم المشمولة في المؤشر وبنفس نسبتها في ذلك المؤشر. إن صناديق المؤشرات المتداولة والمدرجة في بورصة قطر يمكن شراءها وبيعها كما هو الحال بالنسبة للأسهم خلال يوم التداول، ويمكن للمستثمرين الأفراد شراء أو بيع هذه الصناديق عن طريق شركات الوساطة التي يتعاملون معها وبإمكانهم إدخال نفس أنواع الأوامر التي يتم إدخالها عند بيع وشراء الأسهم، كما يحظى المستثمرون في وحدات هذه الصناديق بشفافية كاملة بالنسبة لمحافظهم الاستثمارية، وذلك من خلال معرفة أصولها المسعرة خلال تعاملات اليوم بالإضافة إلى الإفصاح عن الحيازات بشكل متكرر ومنتظم، كما أن صناديق المؤشرات المتداولة لديها أدنى نسبة نفقات من بين المنتجات الاستثمارية المسجلة، وتمتاز بخاصية الكفاءة في تقليل التكاليف لأنه ومن خلال تنفيذ صفقة واحدة فإن صندوق المؤشرات المتداول يسمح للمستثمرين بتداول جميع مكونات المؤشر ذي الصلة، أيضا يوفر مزودو السيولة المرخصون أسعار عرض وطلب تنافسية، حيث يتمثل دورهم في التفاعل مع مدير الصندوق في السوق الأولية، والحفاظ على استمرارية عرض وحدات الصندوق في السوق الثانوية. وتمثل صناديق المؤشرات المتداولة في بورصة قطر في: صندوق مؤشر بورصة قطر للصناديق المتداولة QETF وصندوق الريان قطر ETF².

4.1. صناديق الاستثمار العقاري REITs: هي عبارة عن وحدات استثمارية في محافظ عقارية ذات صبغة تجارية، تمتلك وتدير ممتلكات عقارية مدرة للدخل، وتذهب معظم إيرادات وأرباح تلك الوحدات إلى المساهمين في تلك المحافظ العقارية، وهي عبارة عن صناديق مغلقة على عكس صناديق الاستثمار المتداولة وتدرج وتداول عادة في البورصات، وتبنى صناديق الاستثمار العقاري المحلي استنادا إلى لوائح مركز قطر للمال كما يلي³:

- تدار من قبل مدير الصندوق (المشغل)؛
- تعتبر بمثابة كيان مستقل يقدم خدمات الحفظ الأمين؛
- تعد كشركة لإدارة الأصول العقارية وتوفير الخدمات لها؛
- تقوم بدور المقيم المستقل الذي يوفر تقييمات منتظمة؛

¹ بورصة قطر، صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة (ETFs)، من الموقع: <https://www.qe.com.qa>، تاريخ الإطلاع: 2021/07/18.

² بورصة قطر، نشرة إعلامية حول صناديق المؤشرات، من الموقع: <https://www.qe.com.qa>، تاريخ الإطلاع: 2021/07/18.

³ بورصة قطر، صناديق الاستثمار العقاري، من الموقع: <https://www.qe.com.qa>، تاريخ الإطلاع: 2021/07/18.

- 75% الحد الأدنى من قيمة الأصول تستثمر في 3 أصول مدرة للدخل على الأقل؛
- 30% الحد الأقصى من قيمة الأصول المستثمرة في الأصول قيد التطوير؛
- الالتزام بتوزيع 80% على الأقل من صافي الدخل السنوي على المساهمين في وحداتها.

وعموماً يتم تداول الأوراق المالية المقيدة في بورصة قطر وفقاً للشروط والقواعد التي تقرها لجنة السوق، وينحصر التعامل مع الوسطاء الأعضاء والمرخصين من قبل الهيئة في تنفيذ الأوامر، فيما تقوم إدارة السوق بإدارة جلسات التداول على وفق معايير محددة يتم تحديثها وإجراء التعديلات الضرورية ضمن متطلبات مصلحة السوق والاقتصاد¹.

2. نظام التداول

يمكن التعرف على نظام التداول في بورصة قطر من خلال ما يلي:

1.2 دورات التداول: يجوز تداول الأوراق المالية من خلال التداول المستمر أو عن طريق المزاد حسب قرار البورصة الذي يصدر وفقاً لسيولة الورقة المالية، وباستثناء الوقت المحدد للتداول المستمر أو سوق المزاد تطبق ذات المبادئ على مختلف مراحل جلسات التداول كالتالي:

أ. فترات جلسة التداول المستمر: تتكون جلسة التداول المستمر من سلسلة الفترات التالية:

– فترة ما قبل الافتتاح؛

– لحظة الافتتاح؛

– فترة التداول المستمر؛

– فترة ما قبل الإغلاق؛

– لحظة الإغلاق؛

– فترة التداول على السعر الأخير (سعر الإغلاق).

ب. فترات التداول عن طريق المزاد: تتكون طريقة التداول عن طريق المزاد من المراحل التالية:

– فترة إدخال الأوامر؛

– فترة عدم الإلغاء؛

– المزاد.

ويوضح الجدول الموالي خصائص التداول في بورصة قطر:

¹ هيئة قطر للأسواق المالية، مدخل إلى أسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص.20، من الموقع: <https://www.qfma.org.qa>، تاريخ الإطلاع: 2021/07/18.

جدول (3-2): خصائص التداول في بورصة قطر

أيام التداول	من الأحد إلى الخميس ما عدا أيام العطل الرسمية
جلسة التداول	تبدأ جلسة التداول اليومية من الساعة 09:00 صباحا حتى 13:15
فترة ما قبل الافتتاح	من الساعة 09:00 صباحا حتى 09:30 صباحا حيث تسمى آخر 5 دقائق في هذه الفترة بفترة عدم الإلغاء (لا يمكن إلغاء الطلبات المدخلة أو تغييرها)
مزاود الافتتاح	الساعة 09:30 صباحا حتى يتم تحديد أسعار الافتتاح
فترة التداول المستمر	من الساعة 09:30 صباحا حتى 13:00
فترة ما قبل الإغلاق	من الساعة 13:00 إلى 13:10 حيث تسمى آخر 5 دقائق في هذه الفترة بفترة عدم الإلغاء (لا يمكن إلغاء الطلبات المدخلة أو تغييرها)
مزاود الإغلاق	الساعة 13:10 حتى يتم تحديد أسعار الإغلاق
فترة التداول الأخير	من الساعة 13:10 إلى 13:15، تأتي هذه الفترة بعد مزاود الإغلاق حيث يمكن للمستثمرين التداول خلالها بسعر الإغلاق المحدد بواسطة مزاود الإغلاق
عملة التداول	ريال قطري
وحدات المزايدة	الأسهم في حالة السعر 10 ريال فأكثر: تكون وحدة المزايدة (0.01) في حالة السعر أقل من 10 ريال: تكون وحدة المزايدة (0.001) صناديق الاستثمار المتداولة وحدة المزايدة (0.001) لكافة الأسعار
أهم أنواع الأوامر	أمر بسعر محدد أمر بسعر السوق الأمر بسعر السوق المحدد بسعر التنفيذ أمر إيقاف الخسارة
الحدود السعرية	10% كحد أقصى وأدنى لتحرك سعر السهم اليومي بالنسبة لسعر الإغلاق السابق
يوم التسوية	T+3

المصدر: بورصة قطر، محة عامة، من الموقع: <https://www.qe.com.qa>، تاريخ الإطلاع: 2021/07/19.

2.2. بيانات الوقت الفعلي: تقوم بورصة قطر بتوفير المعلومات الواردة ضمن سجل الأوامر والخاصة بالصفقات فوراً في الوقت الحقيقي لها، وذلك من خلال منصة توزيع بيانات السوق أو ما يعرف باسم XDP وهو النظام المعتمد لدى NYSE Technologies، حيث يتم تزويد المعلومات التالية بطريقة فورية: المعلومات المرجعية عن الأدوات المدرجة، إحصاءات السوق، بيانات الصفقات الأخيرة للأسهم، أذونات الخزينة والمؤشرات، بالإضافة إلى المعلومات الواردة في سجل الأوامر بأكملها (السوق بحسب كل أمر) ومعلومات عمق السوق (10 مستويات) حسب الأسعار، وتعتبر هذه الخدمة مهمة وضرورية للمتداولين، الوسطاء ومدراء الصناديق الذين يستطيعون التواصل مباشرة مع البورصة و/أو الاستفادة من الخدمات التي يقدمها مزودو البيانات، كما يمكن

لشركات الإعلام استخدام هذه الآلية للحصول على هذه المعلومات وعرض أحداث السوق بصورة كاملة، وتكون منصة توزيع بيانات السوق XDP متوفرة عبر استئجار خط اتصال بالبورصة أو من خلال خدمة VPN*¹.

3.2. النظام الموحد للإفصاح XBRL: تطبق بورصة قطر من خلال مبادرة مشتركة مع هيئة قطر للأسواق المالية النظام الموحد للإفصاح عن البيانات المالية وغير المالية باستخدام لغة XBRL، حيث يستخدم هذا النظام للإفصاح عن البيانات المالية (السنوية ونصف السنوية وربع السنوية) والبيانات غير المالية (أخبار الشركات، أحداث الشركات وغيرها من البيانات الإفصاحية الأخرى المطلوبة من الشركات المدرجة)، وقد تم تطبيق النظام في البداية من خلال مرحلة تجريبية وصولاً إلى تطبيقه بشكل إلزامي على الشركات المدرجة اعتباراً من 1 أكتوبر 2020. تعتبر لغة التقارير المالية الإلكترونية (XBRL) معيار عالمي للإفصاح الإلكتروني عن البيانات المالية والمعلومات عن الأداء والمخاطر والالتزام وغيرها، وهي لغة مجانية مفتوحة يمكن للجميع استخدامها وتوفر ما يلي²:

– تعريفاً واضحاً للمصطلحات المستخدمة في الإفصاح وتوفر طرقاً لاستخدامها؛

– تقارير ومعلومات مرتبطة بهذه المصطلحات؛

– عند الضرورة توفر مصطلحات إضافية خاصة بالإفصاح عن معلومات وبيانات فريدة الحدوث؛

– التأكد من توافق نتائج التقارير الصادرة عن النظام مع المصطلحات المعروفة مسبقاً؛

– تقديم ونشر التقارير المنجزة؛

– استخدام التقارير الصادرة عن النظام بطرق مختلفة.

الفرع الرابع: مؤشرات سوق قطر للأوراق المالية

سيتم تلخيص المؤشرات المعتمدة في بورصة قطر كالتالي:

1. مؤشر بورصة قطر (المؤشر العام) Qatar Exchange Index

يتم تعريف وحساب مؤشر بورصة قطر كما يلي:

1.1. تعريف المؤشر: يقوم مؤشر بورصة قطر (المؤشر العام) بقياس أكبر 20 سهماً في السوق القطرية وأكثرها سيولة، وفي أول يوم تداول من شهري أبريل وأكتوبر يتم إعادة تقييم المؤشر ليحدد بذلك ما إذا كانت المكونات القائمة لا زالت تستوفي معايير المؤشر، حيث يتم ترتيب جميع الشركات المدرجة من خلال رسملة سوق الأسهم المتاحة للتداول فيتم إعطاء هذا العامل وزناً قدره 50%، أما العامل الثاني وهو متوسط قيمة التداول اليومية فيتم إعطاؤه وزناً قدره 50% أيضاً، بينما يتم استبعاد الشركات التي يبلغ معدل دوران أسهمها أقل من 5% من المراجعة السنوية إضافة إلى الشركات التي لا يملك فيها المساهم الواحد سوى أقل من 1% من الأسهم القائمة،

¹ بورصة قطر، بيانات الوقت الفعلي، من الموقع: www.qe.com.qa، تاريخ الإطلاع: 2021/07/19.

* VPN (Virtual Private Network) وتعني شبكة خاصة افتراضية وهي تقنية تقوم على إنشاء اتصال مشفر وآمن عبر الإنترنت من جهاز معين إلى جهاز آخر أو شبكة أجهزة، تؤمن لمستخدمها الحفاظ على خصوصياته والحماية من التجسس أثناء استخدام الإنترنت عن طريق الهاتف أو الكمبيوتر.

² بورصة قطر، الإفصاحات، من الموقع: www.qe.com.qa، تاريخ الإطلاع: 2021/07/19.

وعلى هذا الأساس يتم تحديد المكونات العشرين لمؤشر البورصة للأشهر الستة التالية، وعند تحديد وزن كل سهم من الأسهم المكونة للمؤشر يتم تطبيق عتبة قدرها 15% لكل سهم من الأسهم المكونة للمؤشر، وفي حال كان وزن السهم أكثر من 15% يتم توزيع الترجيح الزائد بشكل متناسب على مكونات المؤشر المتبقية، وفي مثل هذه الحالات فإن تغيير أوزان مكونات المؤشر يحدث في أوقات المراجعة فقط¹.

2.1. منهجية الحساب: يتم ترجيح مؤشرات الأسهم من خلال الرسملة السوقية للأسهم المتاحة للتداول لكل شركة (الأسهم المتاحة للتداول × سعر السهم)، وبهذا فإن حركة سعر الشركة الأكبر (التي تمثل 5% من قيمة المؤشر) سيكون لها تأثير أكبر على المؤشر من الشركة الأصغر (التي تمثل 1% من قيمة المؤشر)، كما أن قيمة المؤشر بحد ذاتها هي عدد يمثل إجمالي القيمة السوقية لكافة الشركات ضمن المؤشر عند نقطة زمنية معينة مقارنة بعملية حسابية عند نقطة الانطلاق، ويتم احتساب قيمة المؤشر اليومية عبر تقسيم إجمالي القيمة السوقية لكافة الشركات المكونة للمؤشر على عدد يسمى المقسوم عليه (Divisor)، وهو عدد يتم اختياره عند نقطة انطلاق المؤشر لتثبيت القيمة الابتدائية للمؤشر عند 100، ويتم تعديل المقسوم عليه عند القيام بالتعديلات على مكونات المؤشر مما يسمح لقيمة المؤشر أن تبقى قابلة للمقارنة مع الوقت.

إضافة إلى ما سبق، يتم تعديل الرسملة السوقية للشركة للأخذ بعين الاعتبار إجراءات الشركة المختلفة، وللتعديل دون تغيير قيمة المؤشر بسبب هذه العمليات، فإن كافة إجراءات الشركات التي تؤثر على الرسملة السوقية للمؤشر تقتضي تعديل المقسوم عليه، ومن خلال هذا التعديل تبقى قيمة المؤشر ثابتة قبل إجراءات الشركات وبعدها، ومن بين الإجراءات التي تتطلب تعديل المقسوم عليه: اكتتابات الأسهم، إضافة/إلغاء أحد المكونات ضمن المؤشر، إصدار أسهم جديدة، إعادة شراء الأسهم².
ويمكن تلخيص ما سبق من خلال الصيغة التالية³:

$$\text{Price Index Level}_t = \frac{\sum_{i=1}^N P_{i,t} \times Q_{i,t} \times C_{i,t}}{\text{Divisor}_t}$$

حيث:

t: يوم حساب المؤشر؛

N: عدد مكونات المؤشر؛

i: يتغير بين 1 وN؛

P_{i,t}: سعر الإغلاق للسهم المكون للمؤشر في اليوم t؛

Q_{i,t}: عدد أسهم المؤشر المتاحة للتداول للشركة المكونة للمؤشر (مؤشر الأسهم الحرة) في اليوم t؛

C_{i,t}: عامل الحد الأقصى للسهم المكون للمؤشر في اليوم t.

¹ بورصة قطر، المؤشرات، من الموقع: www.qe.com.qa، تاريخ الإطلاع: 2021/07/22.

² بورصة قطر، المؤشرات، من الموقع: www.qe.com.qa، تاريخ الإطلاع: 2021/07/22.

³ Qatar Stock Exchange, **Qatar Exchange Index: Index Methodology & Maintenance**, Version 2.3, September 2019, PP.15-16., Available on: www.qe.com.qa, Consulted the: 22/07/2021.

وتعرف بورصة قطر مؤشر الأسهم الحرة أو أسهم المؤشر المتاحة للتداول للشركة على أنها إجمالي عدد أسهم الشركة مطروحا منها:

- الأسهم المملوكة بصورة مباشرة لحكومة قطر والجهات المرتبطة بها؛
- الأسهم المحجوزة للمؤسسين وأعضاء مجلس إدارة الشركة؛
- حصص الأسهم التي تبلغ أو تتجاوز 10% من عدد أسهم الشركة باستثناء الأسهم المملوكة لصناديق التقاعد بقطر.

وقد قامت بورصة قطر بإطلاق عدد من مؤشرات الأسهم الجديدة في أبريل 2012، لتضاف بذلك إلى جانب مؤشر البورصة الحالي (المؤشر العام)، هما مؤشر العائد الإجمالي ومؤشر جميع الأسهم والأسهم القطاعية.

2. مؤشر بورصة قطر للعائد الإجمالي QE Total Return Index

يتم تعريف وحساب مؤشر العائد الإجمالي لبورصة قطر كما يلي:

1.2. تعريف المؤشر: يقيس مؤشر بورصة قطر الأداء السعري للأسهم العشرين المكونة له، بينما يقيس مؤشر العائد الإجمالي (النسخة المستحدثة للمؤشر العام) العائد الكلي ويعكس الدخل المستلم من خلال دفعات أرباح الأسهم العشرين المكونة للمؤشر، حيث تقوم منهجية حسابه على إعادة استثمار الأرباح في المؤشر في يوم إعطاء سعر للورقة المالية السابق لتوزيع الأرباح (اليوم الذي يلي انعقاد الجمعية العامة العادية)، ويمثل مؤشر العائد الإجمالي مجموع العائدات المحققة في المحفظة التي تتعقب مؤشر الأسعار الأساسية وتعيد استثمار أرباح الأسهم في المؤشر العام، وليس في الأوراق المالية التي أعطت الأرباح¹.

2.2. منهجية الحساب: عندما يحدث تعديل XD* لتحويل أرباح الأسهم المعلنة إلى نقاط مؤشر، وذلك وفق الصيغة الآتية²:

$$XD = \sum_{i=1}^N \frac{Div_i \times W_i}{Divisor}$$

حيث:

XD: تعديل توزيعات الأرباح السابقة؛

Div_i: توزيعات الأرباح للسهم الواحد للشركة المكونة للمؤشر؛

W_i: وزن السهم المكون للمؤشر.

ويفترض إعادة استثمار أرباح الأسهم في نهاية التاريخ السابق.

وعليه يتم حساب مؤشر العائد الإجمالي (TR Index Level) لبورصة قطر وفق الصيغة التالية:

¹ بورصة قطر، المؤشرات، من الموقع: www.qe.com.qa، تاريخ الإطلاع: 2021/07/22.

* The Ex Dividend Adjustment XD: أي تعديل توزيعات الأرباح السابقة ويمثل قيمة أرباح الأسهم المعلنة بواسطة الشركات المكونة للمؤشر في التاريخ السابق معبرا عنها بنقاط المؤشر.

² Qatar Stock Exchange, **Qatar Exchange Index: Index Methodology & Maintenance**, Op.Cit, P.16., Available on: www.qe.com.qa, Consulted the: 22/07/2021.

$$\text{TR Index Level}_t = \text{TR Index Level}_{t-1} \times \left(\frac{\text{Price Index Level}_t + \text{XD}}{\text{Price Index Level}_{t-1}} \right)$$

3. مؤشر بورصة قطر لجميع الأسهم والأسهم القطاعية QE All Share Index

يتم تعريف وحساب مؤشر بورصة قطر لجميع الأسهم كما يلي:

1.3. **تعريف المؤشر:** هو المؤشر الذي يغطي أسهم جميع الشركات المدرجة ذات معدل دوران أعلى من 1%، أي نسبة عدد الأسهم التي انتقلت من ملكية شخص إلى آخر خلال السنة، ويعتبر مؤشر جميع الأسهم بمثابة محدد معياري كلي للسوق بحيث يحتوي على ضعف عدد الأسهم المكونة لبورصة قطر، كما يعتبر بمثابة الأساس الذي تقوم عليه مؤشرات الـ 7 قطاعات التي تضم أسهم الشركات المدرجة في مؤشر جميع الأسهم، وتوفر مؤشرات القطاعات إطار عمل يمكن المستثمرين من القيام بعمليات تحليل قطاعية في الزمن الفعلي، وتجدر الإشارة إلى أن مؤشر جميع الأسهم ومؤشرات القطاعات جميعها يقيس العائد الإجمالي، وبالتالي فإن منهجية حسابها هي ذاتها منهجية حساب مؤشر العائد الإجمالي، أي أنها جميعا تقيس الأسعار بالإضافة إلى حركة الدخل المتأتي من توزيعات الأرباح¹.

2.3. **منهجية الحساب:** يتم حساب مؤشر جميع الأسهم كما يلي²:

$$\text{Price Index Level} = \frac{[\sum_i P_i \times Q_i]}{\text{Divisor}}$$

حيث:

Pi: سعر الإغلاق للسهم؛

Qi: عدد أسهم المؤشر المتاحة للتداول للشركة المكونة للمؤشر (مؤشر الأسهم الحرة).

عندما يحدث تعديل XD فإن:

$$\text{TRI} = \text{Previous TRI} \times \left[\frac{\text{Today's } C_i}{\text{Previous } C_i - \text{XD}} \right]$$

$$\text{XD} = \frac{(\text{Gross Div} \times \text{Index Free Float Shares})}{\text{Divisor}}$$

حيث:

Previous TRI: العائد الإجمالي السابق في اليوم t-1؛

Today's C_i: المؤشر العام الحالي في اليوم t؛

Previous C_i: المؤشر العام السابق في اليوم t-1؛

Gross Div: إجمالي توزيعات الأرباح.

4. مؤشر بورصة قطر الريان الإسلامي QE Al Rayan Islamic Index

يتم تعريف وحساب مؤشر الريان الإسلامي كما يلي:

¹ بورصة قطر، المؤشرات، من الموقع: www.qe.com.qa، تاريخ الإطلاع: 2021/07/22.

² Qatar Stock Exchange, QE All Share Index: Index Methodology & Maintenance, Version 2.3, September 2019, P.14., Available on: www.qe.com.qa, Consulted the: 22/07/2021.

1.4. تعريف المؤشر: إضافة إلى المؤشرات السابقة قامت بورصة قطر بإطلاق مؤشر الريان الإسلامي في جانفي 2013 وهو مؤشر مرجعي لصندوق الريان قطر المتداول، حيث يتكون من أسهم متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في بورصة قطر والتي تلي معايير المؤشر، ولتحديد مكونات المؤشر يتم النظر في جميع الشركات القطرية المدرجة، ويستثني الفرز الأولي الشركات التي لا تراعي معايير الاستثمار المسؤول والمستدام كما أن هناك مراحل أخرى من الفرز، وعليه يتم تحديد الوزن النهائي لمكونات المؤشر ليعكس معايير عديدة مثل القيمة السوقية ومتوسط قيمة التداول اليومية، كما لا يسمح لأي سهم أن يكون له وزن كبير جدا في المؤشر بغض النظر عن القيمة السوقية، وقد ضم المؤشر أسهم 24 شركة في 1 أبريل 2021، ويتميز المؤشر بتنوع القطاعات الاقتصادية بالإضافة إلى وجود مزيج من الشركات الكبيرة والمتوسطة التي تعكس الاقتصاد القطري¹.

2.4. منهجية الحساب: تعطى صيغة مؤشر الريان الإسلامي (السعري) كآتي²:

$$\text{Price Index Level}_t = \frac{[\sum_{i=1}^N P_{i,t} \times Q_{i,t}]}{\text{Divisor}_t}$$

عندما يحدث تعديل XD لتحويل أرباح الأسهم المعلنة إلى نقاط مؤشر، وذلك وفق الصيغة الآتية:

$$XD = \sum_{i=1}^N \frac{\text{Div}_i \times \text{DPF}_i \times W_i}{\text{Divisor}}$$

DPF_i: عامل تصفية توزيعات الأرباح للسهم المكون للمؤشر في الدليل المقدم من صندوق الريان للاستثمار.

وتعطى صيغة مؤشر الريان الإسلامي (العائد الإجمالي) كما يلي:

QE Al Rayan Islamic Index_t

$$= \text{QE Al Rayan Islamic Index}_{t-1} \times \left(\frac{\text{Price Index Level}_t + XD}{\text{Price Index Level}_{t-1}} \right)$$

المطلب الثاني: تطور المؤشر والقيمة السوقية لسوق قطر للأوراق المالية

سيتم تناول تطور المؤشر العام والقطاعي، إضافة إلى تطور القيمة السوقية لبورصة قطر خلال فترة الدراسة

(2014-2020) من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: تطور المؤشر العام والقطاعي لسوق قطر للأوراق المالية

يلخص الجدول (3-3) تطور الأداء السنوي لمؤشر بورصة قطر (العام) ومؤشر جميع الأسهم للقطاعات

السبعة المكونة لبورصة قطر خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2020 كما يلي:

¹ صندوق الريان قطر المتداول، نظرة عامة على الصندوق، من الموقع: www.qatr.com.qa/arabic/al-ryan-qatar-etf، تاريخ الإطلاع: 2021/07/22.

² Qatar Stock Exchange, QE Al Rayan Islamic Index: Index Methodology & Maintenance, Version 2.3, September 2019, PP.17-18., Available on: www.qe.com.qa, Consulted the: 22/07/2021.

الفصل الثالث: قياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات

جدول (3-3): تطور المؤشر العام والمؤشر القطاعي لبورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)

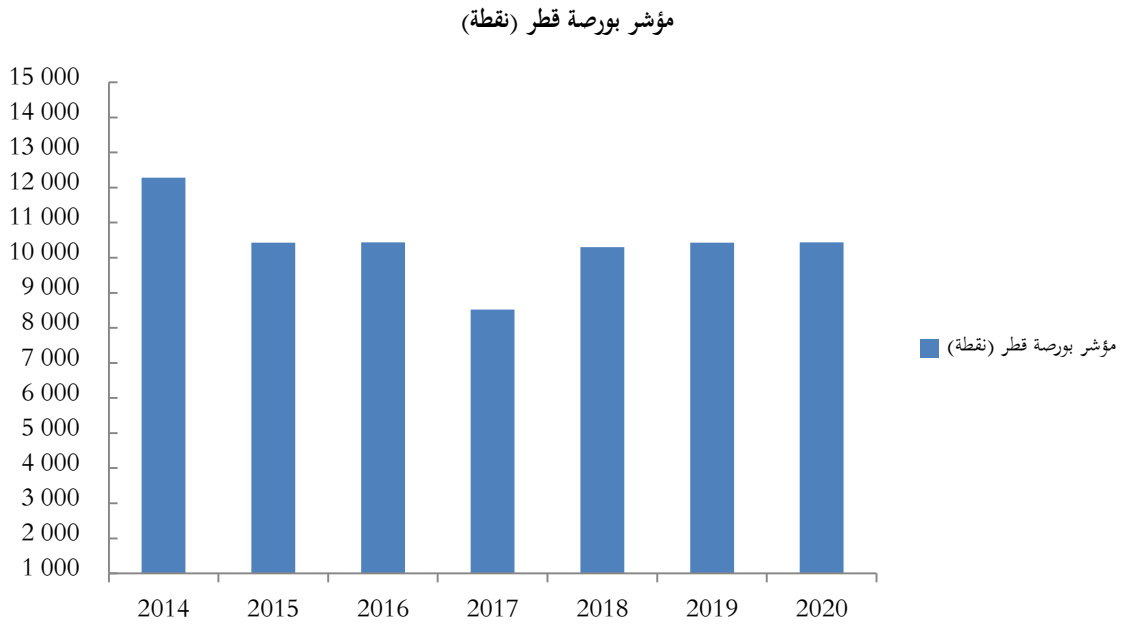
(الوحدة: نقطة)

إغلاق المؤشر العام لـ 2013=10379,59 نقطة

2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	
10435,96	10425,51	10299,01	8523,38	10436,76	10429,36	12285,78	المؤشر العام
0,10	1,23	20,83	18,33-	0,00	15,11-	-	التغير %
4247,890	4220,43	3831,27	2682,15	2912,22	2805,98	3203,99	مؤشر جميع أسهم البنوك والخدمات المالية
0,65	10,16	42,84	7,90-	3,79	12,42-	31,11	التغير %
8141,950	8646,40	6752,86	4963,24	5897,8	6000,82	6907,44	مؤشر جميع أسهم الخدمات والسلع الاستهلاكية
5,83	28,04	36,06	15,85-	1,72-	13,13-	16,13	التغير %
3097,890	2932,01	3214,98	2619,86	3306,67	3187,05	4039,63	مؤشر جميع أسهم الصناعة
5,66	8,80-	22,72	20,77-	3,75	21,11-	15,42	التغير %
2395,930	2734,61	3008,94	3479,69	4435,20	4033,56	3958,54	مؤشر جميع أسهم التأمين
12,38	9,10-	13,54-	21,54-	9,96	1,90	69,44	التغير %
1928,700	1565,04	2187,02	1915,44	2244,46	2332,50	2244,48	مؤشر جميع أسهم العقارات
23,24	28,44-	14,18	14,66-	3,77-	3,92	14,92	التغير %
1010,650	894,98	987,81	1098,75	1206,04	986,46	1485,62	مؤشر جميع أسهم الاتصالات
12,92	9,40-	10,10-	8,90-	22,26	33,60-	2,19	التغير %
3297,180	2555,53	2059,57	1767,99	2547,37	2430,95	2318,49	مؤشر جميع أسهم النقل
29,02	24,08	16,49	30,60-	4,79	4,85	24,76	التغير %

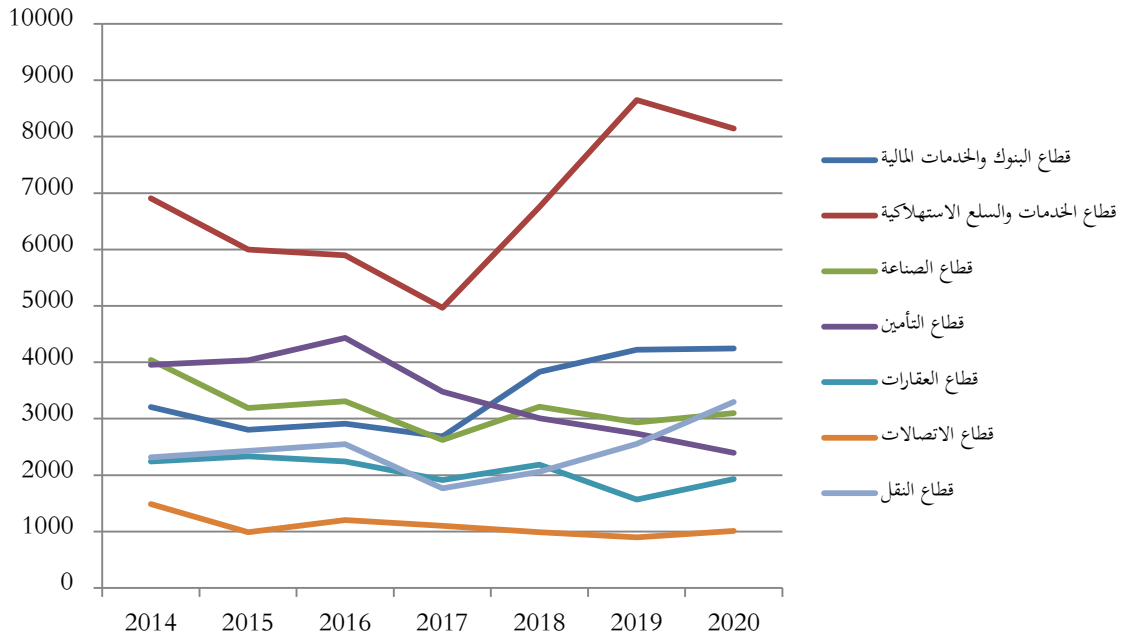
Source: Qatar Stock Exchange, Annual Report (2014 – 2020), Available on: <https://www.qe.com.qa>, Consulted the: 23/07/2021.

شكل (3-2): تطور المؤشر العام لبورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)



المصدر: تم إعداده اعتماداً على معطيات الجدول (3-3).

شكل (3-3): تطور مؤشر جميع الأسهم لقطاعات بورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)



المصدر: تم إعداده اعتماداً على معطيات الجدول (3-3).

يتضح من الجدول (3-3) والشكلين (3-2)، (3-3) على التوالي ما يلي:

عرف مؤشر بورصة قطر (المؤشر العام) تذبذباً خلال فترة الدراسة الممتدة من 2014 إلى 2020، وقد بلغ متوسط تطور المؤشر -1,88% أي مقدار التراجع الذي سجلته بورصة قطر خلال فترة الدراسة، ويعتبر عام 2014 نقطة مضيئة في تاريخ بورصة قطر، حيث سجل المؤشر أعلى مستوى أداء منذ تأسيس سوق قطر

للأوراق المالية قدر ب 12285,78 نقطة مقارنة بإغلاق نهاية عام 2013 عند 10379,59 نقطة، أي زيادة بمعدل 18,36%، ويرجع تحسن أداء المؤشر في هذا العام أساساً إلى السياسات التي انتهجتها دولة قطر لتعزيز المناخ الاستثماري والتي انعكست ثمارها بشكل مباشر على بورصة قطر من خلال ترفيتها إلى مصاف الأسواق المالية الناشئة من طرف مؤشرات MSCI و S&P Dow Jones، وتعتبر هذه الترقية بمثابة اعتراف من طرف المؤسسات المالية العالمية بالخطوات والمجهودات التي بذلتها البورصة في الأعوام الماضية (قبل عام 2014) من أجل تطوير البنية التحتية للسوق وتحديث آلياتها بشكل يتناسب مع المعايير الدولية، كل ذلك ساهم في تعزيز ثقة المساهمين وجذب المزيد من المستثمرين سواء المحليين أو الأجانب، حيث تصدرت بورصة قطر الأسواق العربية والإقليمية واحتلت الترتيب 12 على مستوى العالم من حيث أدائها بحسب تقرير مجموعة بسبوك الاستثمارية (Bespoke Investment Group) التي أخذت بيانات أداء السوق حتى 23 ديسمبر 2014¹. أما على المستوى القطاعي فقد سجلت جميع مؤشرات القطاعات السبعة لبورصة قطر ارتفاعاً ملحوظاً مقارنة مع نهاية عام 2013، حيث جاء مؤشر بورصة قطر لقطاع التأمين في صدارة المؤشرات القطاعية بمعدل نمو قدر ب 69,44%، يليه قطاع البنوك والخدمات المالية بمعدل نمو قدر ب 31,11%، ثم قطاع النقل الذي ارتفع بمعدل 24,76%، قطاع الخدمات والسلع الاستهلاكية بمعدل نمو 16,13%، قطاع الصناعة 15,42%، قطاع العقارات 14,92%، وأخيراً قطاع الاتصالات الذي عرف ارتفاعاً محتشماً مقارنة مع باقي القطاعات قدر ب 2,19%.

وخلال عام 2015 شهد المؤشر العام لبورصة قطر تراجعاً كبيراً قدر ب 15,11% حيث أغلق المؤشر نهاية العام عند 10429,36 نقطة، أي أنه فقد 1856,42 نقطة مقارنة مع إغلاق عام 2014، ويعزى هذا التراجع لأسباب خارجية وداخلية أهمها: تراجع أسعار النفط بأكثر من 65% من قيمته (السبب الرئيسي) وتأثر المستثمرين نفسياً بتقلبات الأسواق الخارجية، ارتفاع سعر صرف الدولار ومعه الريال أمام اليورو والعملات الرئيسية الأخرى، عمليات البيع التي قامت بها مؤسسات أجنبية (تسييل بعض المحافظ الأجنبية) أي ممارسة الضغط من طرف بعض الأسهم القيادية، إضافة إلى غياب الاكتتابات والإدراجات الجديدة في بورصة قطر²، وقد أثرت كل تلك العوامل سلباً على جميع القطاعات باستثناء قطاع النقل، قطاع العقارات وقطاع التأمين، حيث سجلت مؤشراتهما نمواً ضئيلاً قدر ب: 4,85%، 3,92%، 1,90% على التوالي، وقد سجل مؤشر قطاع الاتصالات أكبر تراجعاً قدر ب 33,60%، يليه قطاع الصناعة الذي تراجع بمعدل 21,11%، وأخيراً تراجع

¹ الخليج أونلاين، بورصات 2014.. قطر الأولى عربياً و12 عالمياً، تاريخ النشر: 2014/12/28، من الموقع:

<https://alkhaleejonline.net/اقتصاد/بورصات-2014-قطر-الأولى-عربياً-و-12-عالمياً>, 2021/07/23، تاريخ الاطلاع:

² العديد من المراجع أهمها:

- بشير يوسف الكحلوت، أسباب تراجع مؤشرات البورصة في عام 2015، جريدة الشرق، تاريخ النشر: 2015/11/22، من الموقع:

<https://al-sharq.com/opinion/22/11/2015/2015>، أسباب تراجع مؤشرات البورصة في عام-2015، تاريخ النشر: 2015/11/22، من الموقع:

- دوام طوخي، 2015 عام صعب للبورصة، الراية الاقتصادية، تاريخ النشر: 2015/12/30، من الموقع:

<https://www.raya.com/2015/12/30/2015>، عام صعب للبورصة-2015، تاريخ النشر: 2015/12/30، من الموقع:

كل من: قطاع الخدمات والسلع الاستهلاكية، قطاع البنوك والخدمات المالية ب معدل 13,13% و 12,42% على التوالي.

وقد استمرت حالة الخوف وعزوف المستثمرين وكذا النشاط البيعي من طرف الشركات الأجنبية حتى بداية عام 2016، وفي ظل تواصل انخفاض أسعار النفط وتأثيرها على كامل الاقتصادات الخليجية تمكن مؤشر بورصة قطر من الاستقرار عند 10436,76 نقطة، واقتزن ذلك بإدراج بورصة قطر ضمن مؤشرات FTSE للأسواق الناشئة، وقد وصف أداء بورصة قطر خلال عام 2016 على أنه إيجابي، بل وكان الأفضل مقارنة مع أسواق المنطقة الخليجية في ظل الازمات التي مرت بها هذه الأخيرة والتي من أهمها التراجع في أسعار النفط والعوامل الجيوسياسية في المنطقة¹، كما عرف خلال نفس العام مؤشر بورصة قطر لجميع القطاعات ارتفاعا باستثناء قطاع الخدمات والسلع وكذا قطاع العقارات اللذان عرفا تراجعا ضئيلا قدر ب 1,72% و 3,77% على التوالي.

وقد شهد عام 2017 أعلى وتيرة تراجع سنوية لمؤشر بورصة قطر خلال فترة الدراسة، حيث سجل انخفاضاً قدر ب 18,33% ليغلق في نهاية العام عند النقطة 8523,38 فاقدًا 1913,38 نقطة مقارنة بإغلاق نهاية عام 2016، ويعود هذا التراجع أساساً إلى الحصار السياسي والاقتصادي الذي تم فرضه على دولة قطر في 5 جوان 2017 من طرف السعودية، الإمارات، البحرين ومصر، من خلال قطع علاقاتهم الدبلوماسية وإغلاق جميع المنافذ البرية، البحرية والجوية معها مما أدى إلى تراجع نسبة الشركات المستثمرة من دول مجلس التعاون الخليجي، كما تعتمد بعض المستثمرين التابعين لشركات الدول التي فرضت الحصار على قطر إلى الإضراب والبيع في بورصة قطر للضغط على الأسهم ودفعها إلى الهبوط²، ويمكن ملاحظة تأثير ذلك من خلال تراجع جميع المؤشرات القطاعية دون استثناء حيث كان مؤشر قطاع النقل أكثر تأثراً بتسجيل انخفاض قدر ب 30,60%.

بينما سجل مؤشر بورصة قطر عام 2018 أعلى معدل نمو خلال فترة الدراسة قدر ب 20,83% ليغلق في نهاية العام عند النقطة 10299,01 محققاً بذلك مكاسب بلغت 1775,63 نقطة مقارنة بإغلاق نهاية عام 2017، وعلى الرغم من مواصلة الحصار السياسي والاقتصادي على دولة قطر تمكنت بورصة قطر من التعافي الكامل من آثار الحصار بفضل جملة من الإجراءات الداخلية والعوامل الخارجية الدولية أهمها: رفع سقف الملكية الأجنبية من 25% إلى 49% في أسهم شركات قيادية ببورصة قطر مما دفع بمؤسسة MSCI إلى زيادة أوزان الأسهم القطرية في مؤشرها للأسواق الناشئة، إدراج صندوق الريان المتداول في بورصة قطر الذي يتبع مؤشر بورصة قطر الريان الإسلامي (السعري)، بدء التداول على أول صندوق للمؤشرات المتداولة في بورصة قطر والذي يعد الأكبر على مستوى منطقة الخليج... إلخ³، وقد شهد مؤشر بورصة قطر لجميع القطاعات خلال نفس العام

¹ عوض التوم، مستثمرون: بورصة قطر الأفضل في المنطقة خلال 2016، جريدة الشرق، تاريخ النشر: 2016/12/29، من الموقع:

تاريخ الاطلاع: 2021/07/23، <https://m.al-sharq.com/article/29/12/2016/2016-المنطقة-خلال-مستثمرون-بورصة-قطر-الأفضل-في-المنطقة-خلال-2016>

² محمد بنكاسم، بورصة قطر.. تعاف كلي من ضغوط الحصار وصعود كبير للأسهم، الجزيرة نت، تاريخ النشر: 2019/06/04، من الموقع:

تاريخ الاطلاع: 2021/07/23، <https://www.aljazeera.net/ebusiness/2019/6/4/قطر-بورصة-قطر-حصار-قطر-الأسهم-نسبة>

³ نفس المرجع.

ارتفاعا كبيرا ما عدا قطاع التأمين الذي سجل تراجعاً قدر بـ 13,54% وكذا قطاع الاتصالات الذي انخفض بمعدل 10,10% مقارنة مع نهاية عام 2017.

وفي العام التالي استمر مؤشر بورصة قطر في الارتفاع لكن بمعدل ضئيل قدر بـ 1,23% ليغلق في نهاية العام عند مستوى 10425,51 نقطة، ومن أهم العوامل التي ساهمت في هذا النمو إقبال بورصة قطر على تجزئة القيمة الاسمية لأسهم الشركات المدرجة فيها مما أدى إلى استقطاب شرائح جديدة من صغار المستثمرين وتنشيط السوق، أما على المستوى القطاعي فقد سجل مؤشر ثلاث قطاعات ارتفاعاً ملحوظاً هي: قطاع الخدمات والسلع الاستهلاكية، قطاع النقل وقطاع البنوك والخدمات المالية، أما باقي القطاعات الأربعة فقد شهدت مؤشرات تراجعاً وكان قطاع العقارات الأكثر انخفاضاً بمعدل 28,44%.

وقد واصل مؤشر بورصة قطر أدائه الإيجابي خلال عام 2020 بتسجيله نمواً قدر بـ 0,10% ليغلق في نهاية العام عند النقطة 10435,96، وقد ساهم في نمو المؤشر العام ارتفاع كل المؤشرات القطاعية حيث سجل قطاع النقل نمواً قدر بـ 29,02%، يليه قطاع العقارات الذي حقق تطوراً قدر بـ 23,24% ثم يليه باقي القطاعات بمعدل نمو أقل من القطاعين السابقين، وقد تمكن المؤشر العام من تحقيق أداء إيجابياً ومميزاً مقارنة مع أداء باقي البورصات في العالم والتي تضررت بشكل واضح من جائحة كورونا، وبدل ذلك على حجم الإيجابية التي تتميز بها تعاملات بورصة قطر وكذا حجم ثقة المستثمرين (المحليين أو الأجانب) في السوق، كما يعكس أداء بورصة قطر الجيد الأسس الاقتصادية المتينة التي يتمتع بها الاقتصاد القطري سواء من ناحية التصنيف الائتماني واستقرار العملة وغيرها من المؤشرات التي تنعكس على أداء البورصة.

الفرع الثاني: تطور القيمة السوقية (رسملة السوق) لسوق قطر للأوراق المالية

تعتبر القيمة السوقية الاجمالية أو رسملة السوق عن رأس مال الشركات المدرجة في بورصة قطر، حيث تعكس مستوى وحركة الأسعار في السوق وكذا مستوى السيولة، ويتم حسابها بضرب إجمالي عدد الأسهم المكتتب بها في أسعار إغلاق آخر يوم تداول، أما القيمة السوقية القطاعية فهي تعبر عن رأس مال شركات القطاع، وتعكس مدى مساهمة كل قطاع في القيمة السوقية الاجمالية للسوق، أي مدى قدرة القطاع على تحريك السوق. ويلخص الجدول الموالي تطور القيمة السوقية الإجمالية والقطاعية لبورصة قطر خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2020، وكذا تطور مساهمة كل قطاع في القيمة السوقية الاجمالية كالاتي:

الفصل الثالث: قياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات

جدول (3-4): تطور القيمة السوقية الإجمالية والقطاعية لبورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)

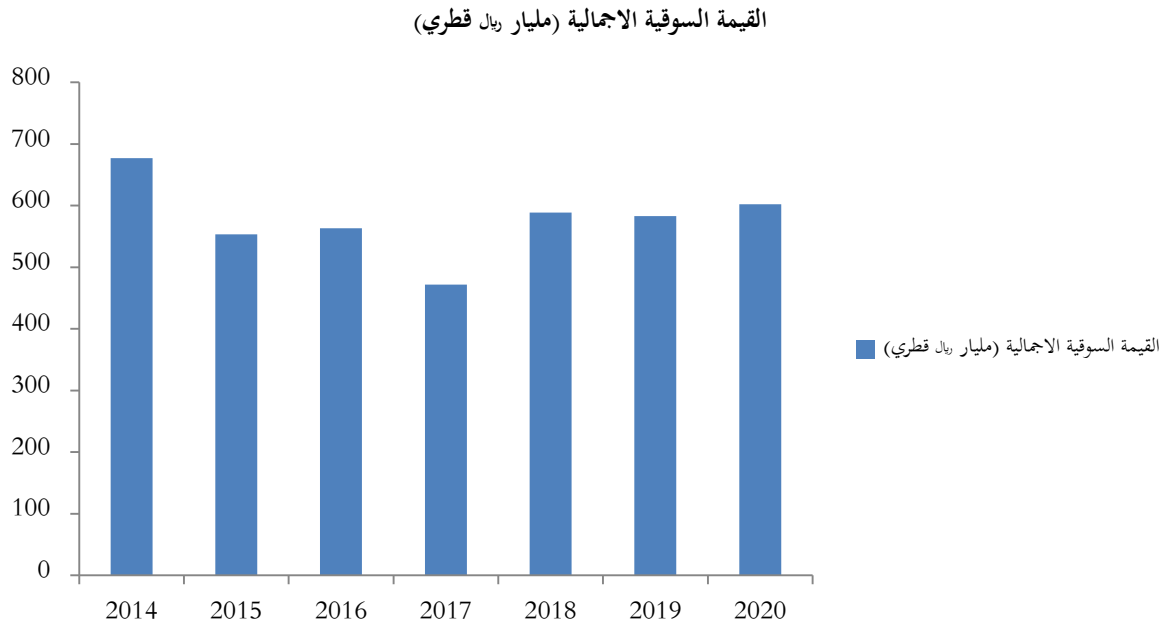
(الوحدة: مليار ريال قطري)

القيمة السوقية الإجمالية ل 2013=555,61 مليار ر.ق

مساهمة القطاع خلال فترة الدراسة %	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	
-	602,20	582,74	588,72	472,02	563,47	553,18	676,79	القيمة السوقية الإجمالية
-	3,34	1,02-	24,72	16,23-	1,86	18,26-	-	التغير %
-	295,83	311,85	291,99	212,06	236,32	228,85	273,59	البنوك والخدمات المالية
45,84	49,12	53,51	49,60	44,93	41,94	41,37	40,42	المساهمة %
-	35,90	36,80	27,18	20,93	26,14	23,10	66,15	الخدمات والسلع الاستهلاكية
5,70	5,96	6,31	4,62	4,43	4,64	4,18	9,77	المساهمة %
-	132,07	132,19	146,03	114,08	144,77	150,21	28,91	الصناعة
21,53	21,93	22,68	24,80	24,17	25,69	27,15	4,27	المساهمة %
-	12,26	14,59	17,06	20,57	26,77	22,11	205,15	التأمين
7,17	2,04	2,50	2,90	4,36	4,99	3,10	30,31	المساهمة %
-	67,66	36,30	56,09	50,63	61,92	66,58	22,39	العقارات
9,15	11,24	6,23	9,53	10,73	10,99	12,04	3,31	المساهمة %
-	29,75	27,58	30,63	35,85	40,53	34,76	53,59	الاتصالات
6,27	4,94	4,73	5,20	7,60	7,19	6,28	7,92	المساهمة %
-	28,73	23,44	19,75	17,90	27,02	26,66	27,01	النقل
4,22	4,77	4,02	3,35	3,79	4,80	4,82	3,99	المساهمة %

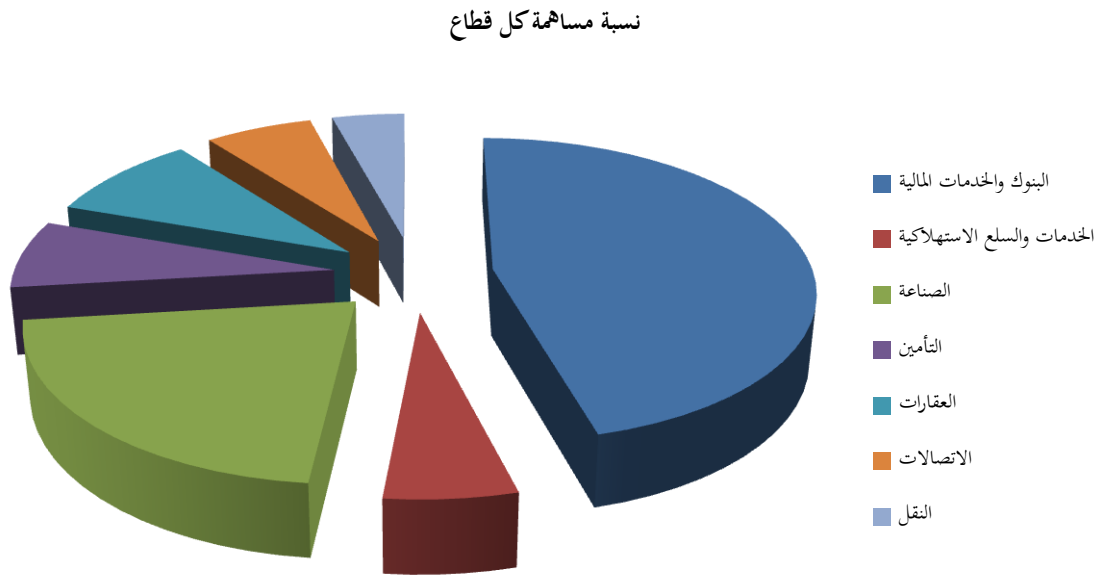
Source: Qatar Stock Exchange, Annual Report (2014 – 2020), Available on: <https://www.qe.com.qa>, Consulted the: 23/07/2021.

شكل (3-4): تطور القيمة السوقية الاجمالية لبورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)



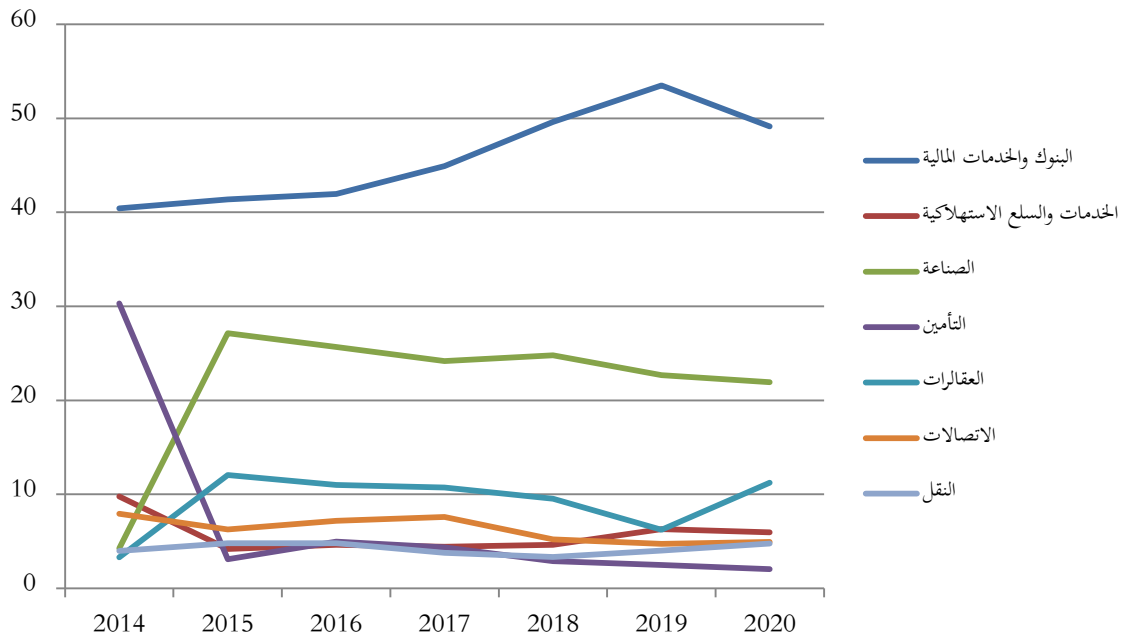
المصدر: تم إعداده اعتمادا على معطيات الجدول (3-4).

شكل (3-5): نسبة مساهمة القطاعات في القيمة السوقية الاجمالية لبورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)



المصدر: تم إعداده اعتمادا على معطيات الجدول (3-4).

شكل (3-6): تطور مساهمة القطاعات في القيمة السوقية الاجمالية خلال الفترة (2014-2020)



المصدر: تم إعداده اعتماداً على معطيات الجدول (3-4).

يتضح من الجدول (3-4) والشكل (3-4) أن القيمة السوقية الإجمالية لبورصة قطر اتجهت نحو التراجع الطفيف بمتوسط 0,93% خلال فترة الدراسة الممتدة من 2014 إلى 2020، ويعكس هذا الانخفاض التراجع الذي سجله المؤشر العام خلال نفس الفترة. أما عن التطور السنوي للقيمة السوقية الإجمالية، فقد بلغت هذه الأخيرة نهاية عام 2014 قيمة 676,79 مليار بنمو 21,81% عن مستواها البالغ 555,61 مليار ريال قطري نهاية عام 2013، ويدعم هذا الارتفاع الأداء الإيجابي الذي حققه مؤشر بورصة قطر في نفس العام جراء ترقية بورصة قطر إلى سوق ناشئة من طرف مؤشرات MSCI و S&P Dow Jones، والتي ساهمت في إضفاء الحيوية على السوق وزيادة ثقة المستثمرين فيها خاصة الأجانب ومن ثم تدفق الاستثمارات، مما أدى إلى ارتفاع عدد الأسهم المتداولة ومستوى السيولة، كما ساهم الاعلان عن إدراج شركات جديدة في تعزيز نشاط البورصة. أما في عام 2015 سجلت القيمة السوقية الإجمالية أكبر تراجع خلال فترة الدراسة قدر بـ 18,26% أي بخسارة قيمتها 123,61 مليار ريال قطري، وهو ما يؤكد تراجع المؤشر العام بـ 15,11% وتراجع أغلب المؤشرات القطاعية، وكما تم ذكره سابقاً ساهم في هذا الانخفاض عدة عوامل على رأسها تراجع أسعار النفط عالمياً الذي كان له تأثير سلبي على موازنات دول منطقة الخليج بصفة عامة ودولة قطر بصفة خاصة، وكذا التوجه نحو اتباع السياسات التقشفية أدى إلى إرباك السوق المالية وانعكس ذلك على الحالة النفسية للمستثمرين بالعزوف عن الاستثمار مما خلق موجة بيع جماعية داخل البورصة، وهو ما يفسر تقلص عدد الأسهم المتداولة وكذا انخفاض أسعارها.

وخلال عام 2016 قدرت القيمة السوقية الإجمالية لبورصة قطر بـ 563,47 مليار مقابل 553,18 مليار ريال قطري نهاية عام 2015، أي تطور بمعدل 1,86% نتيجة الاستقرار الذي حققه المؤشر العام الذي

تمكن من كسر موجة الهبوط على الرغم من استمرار تراجع أسعار النفط، وذلك بفضل انضمام بورصة قطر إلى مؤشر FTSE للأسواق الناشئة مما ساهم في إنعاش السوق مرة أخرى، وانعكس ذلك على جميع القطاعات التي سجلت ارتفاعاً في القيمة السوقية باستثناء قطاعي الصناعة والعقارات اللذان سجلا انخفاضاً طفيفاً.

ونتيجة للحصار السياسي والاقتصادي الذي تم فرضه على دولة قطر عام 2017 تراجع المؤشر العام للبورصة بأعلى وتيرة خلال فترة الدراسة وكذا المؤشرات القطاعية كما تم ذكره سابقاً، وكمحصلة لانخفاض أسعار الأسهم أدى ذلك إلى انخفاض القيمة السوقية الإجمالية بمعدل 16,23% مقارنة مع نهاية عام 2016 وكذا انخفاض القيمة السوقية للقطاعات دون استثناء.

وعلى الرغم من استمرار المقاطعة والحصار على دولة قطر، قفزت القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة قطر عام 2018 بنسبة 24,72% وهي أعلى وتيرة نمو خلال فترة الدراسة محققة بذلك مكاسب قيمتها 116,7 مليار ريال قطري، كما سجلت جميع القطاعات ارتفاعاً في القيمة السوقية ما عدا قطاعي التأمين والاتصالات اللذان شهدا تراجعاً طفيفاً، ويعود هذا التحسن إلى مجموعة التحفيزات التي تبنتها بورصة قطر أبرزها تشجيع الشركات المدرجة فيها برفع نسبة مساهمة الأجانب بها إلى 49% إضافة إلى إدراج شركة جديدة، وبدء التداول على أكبر صندوق للمؤشرات المتداولة في منطقة الخليج... إلخ، كل ذلك ساهم في زيادة عدد الأسهم المتداولة وارتفاع أسعارها.

أما خلال عام 2019 سجلت القيمة السوقية الإجمالية تراجعاً بمعدل 1,02% أي خسارة قيمتها 5,98 مليار ريال قطري مقارنة مع نهاية عام 2018 بسبب تراجع القيمة السوقية لأربعة قطاعات: الصناعة، التأمين، العقارات والاتصالات، وهذا على الرغم من نمو المؤشر العام بمعدل 1,23% إضافة إلى العديد من المحفزات التي شهدتها بورصة قطر خلال نفس العام، والتي تسعى من ورائها إلى التعافي من تداعيات الحصار الذي فرض على قطر وكذا تحسين أدائها، ولعل أبرزها إدراج أسهم شركة جديدة وتجزئة القيمة الاسمية لأسهم الشركات المدرجة فيها.

كما سجلت القيمة السوقية الإجمالية خلال عام 2020 نمواً قدر بـ 3,34% مقارنة مع نهاية عام 2019 لتبلغ قيمة 602,2 مليار ريال قطري وهي ثاني أعلى مستوى بلغته خلال فترة الدراسة، وهذا على الرغم من تراجع القيمة السوقية لأربعة قطاعات: البنوك والخدمات المالية، الخدمات والسلع الاستهلاكية، الصناعة والتأمين، وقد جاء نمو مؤشر بورصة قطر وارتفاع القيمة السوقية الإجمالية خلال هذا العام مخالفاً لمؤشرات الاقتصاد الكلي من انكماش في النمو وعجز في ميزانية الدولة وغيرها من المؤشرات السالبة¹، على الرغم من تداعيات انتشار فيروس كورونا والذي شكل ضغطاً على أغلب الأسواق المالية العالمية.

وفيما يخص المساهمة القطاعية في القيمة السوقية الإجمالية لبورصة قطر خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2020، يتضح من الشكل (3-5) أن قطاع البنوك والخدمات المالية قد استحوذ على حصة الأسد بنسبة

¹ CNBC عربية، كيف كان أداء بورصة قطر خلال 2020، تاريخ النشر: 2020/12/21، من الموقع:

تاريخ الاطلاع: 2021/07/28، <https://www.cnbcarabia.com/news/view/76799/2020-كيفية-أداء-بورصة-قطر-خلال-2020>

مساهمة بلغت 45,84% من إجمالي القيمة السوقية للبورصة، يليها قطاع الصناعة بنسبة مساهمة 21,53%، قطاع العقارات بنسبة 9,15%، قطاع التأمين بنسبة 7,17%، ثم قطاعات الاتصالات، الخدمات والسلع الاستهلاكية والنقل بنسب مساهمة 6,27%، 5,70% و 4,22% على التوالي.

ويبين الشكل (3-6) تطور المساهمة السنوية لكل قطاع على حدى في القيمة السوقية الاجمالية لبورصة قطر خلال فترة الدراسة والتي لم تكن مستقرة في أغلب القطاعات، حيث شهد قطاع البنوك والخدمات المالية نموا تدريجيا للمساهمة خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى غاية 2019 أين تم تسجيل أكبر نسبة مساهمة خلال فترة الدراسة قدرت بـ 53,51%، كما بلغت القيمة السوقية للقطاع 311,85 مليار من إجمالي 582,74 مليار ريال قطري، ويرجع ذلك النمو إلى ارتفاع الأسعار وزيادة عدد الأسهم المكتتب بها لهذا القطاع، وخلال عام 2020 تراجعت نسبة المساهمة في القيمة السوقية الاجمالية إلى 49,12% أي بخسارة قيمتها 16,02 مليار ريال قطري من القيمة السوقية للقطاع.

بينما شهدت نسبة مساهمة قطاع الخدمات والسلع الاستهلاكية في القيمة السوقية الاجمالية تراجعا خلال فترة الدراسة، حيث قدرت عام 2014 بـ 9,77% لتصل إلى 5,96% عام 2020، بينما تم تسجيل أدنى نسبة مساهمة عام 2015 قدرت بـ 4,18% بقيمة سوقية قدرت بـ 23,10 مليار من إجمالي 553,18 مليار ريال قطري.

أما قطاع الصناعة فقد سجل زيادة في نسبة مساهمته في القيمة السوقية الاجمالية خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2020، حيث قفزت من 4,27% عام 2014 إلى 27,15% عام 2015، وهي أكبر نسبة مساهمة خلال فترة الدراسة بقيمة سوقية قدرت بـ 150,21 مليار من إجمالي 553,18 مليار ريال قطري، ثم استقرت نسبة المساهمة عند 21,93% عام 2020.

وعلى عكس قطاع الصناعة، شهد قطاع التأمين تدهورا حيث تقلصت نسبة مساهمته في القيمة السوقية الاجمالية من 30,31% عام 2014 إلى 2,04% عام 2020، وهي أدنى نسبة مساهمة خلال فترة الدراسة حيث قدرت القيمة السوقية للقطاع بـ 12,26 مليار من إجمالي 602,20 مليار ريال قطري، ويعود ذلك التراجع إلى انخفاض أسعار الأسهم هذا القطاع.

أيضا شهد قطاع العقارات أكبر مساهمة له عام 2015 بنسبة 12,04% مقارنة مع 3,31% عام 2014، ثم استقرت عند 11,24% عام 2020 بقيمة سوقية قدرت بـ 67,66 مليار من إجمالي 602,20 مليار ريال قطري.

كما سجل قطاع الاتصالات تراجع مساهمته في القيمة السوقية الاجمالية خلال فترة الدراسة، حيث سجلت أدنى مساهمة له عام 2019 بنسبة 4,73% مقابل 7,92% عام 2014 لتستقر عند 4,94% عام 2020، بقيمة سوقية قدرت بـ 29.75 مليار من إجمالي 602,20 مليار ريال قطري.

الفصل الثالث: قياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات

وأخيرا شهد قطاع النقل ارتفاعا طفيفا في نسبة مساهمته في القيمة السوقية الاجمالية خلال فترة الدراسة، حيث قدرت عام 2020 بـ 4,77% مقارنة مع 3,99% عام 2014، مع تسجيل أعلى نسبة مساهمة عام 2015 بلغت 4,82%.

المطلب الثالث: تطور مؤشرات أداء سوق قطر للأوراق المالية

يلخص الجدول (3-5) مؤشرات أداء بورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)، وسيتم تحليل تطور كل مؤشر على حده من خلال الفروع الموالية:

جدول (3-5): تطور مؤشرات أداء بورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)

2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	
مؤشر حجم السوق							
602,20	582,74	588,72	472,02	563,47	553,18	676,79	رسملة السوق (مليار ر.ق)
532,80	640,05	667,34	586,40	552,30	588,73	750,66	الناتج المحلي الاجمالي (بالأسعار الجارية، مليار ر.ق)
113,03	91,05	88,22	80,49	102,02	93,96	90,16	معدل رسملة السوق %
47	47	46	45	44	43	43	عدد الشركات المدرجة
مؤشر سيولة السوق							
105,78	67,70	68,50	66,25	68,99	93,72	199,29	القيمة السوقية للأسهم المتداولة (مليار ر.ق)
19,85	10,58	10,26	11,30	12,49	15,92	26,55	معدل التداول %
17,57	11,62	11,64	14,04	12,24	16,94	29,45	معدل دوران الأسهم %
مؤشر درجة التركيز							
76.02	76.93	77.84	74.08	73.07	70.17	71.47	درجة التركيز (قياسا برسملة السوق) %

المصدر: تم إعداده اعتمادا على:

- البنك الدولي، البيانات، من الموقع: <https://data.albankaldawli.org/country/QA>، تاريخ الإطلاع: 2021/08/16.

- Qatar Stock Exchange, Annual Report (2014 – 2020), Available on: <https://www.qe.com.qa>, Consulted the: 23/07/2021.

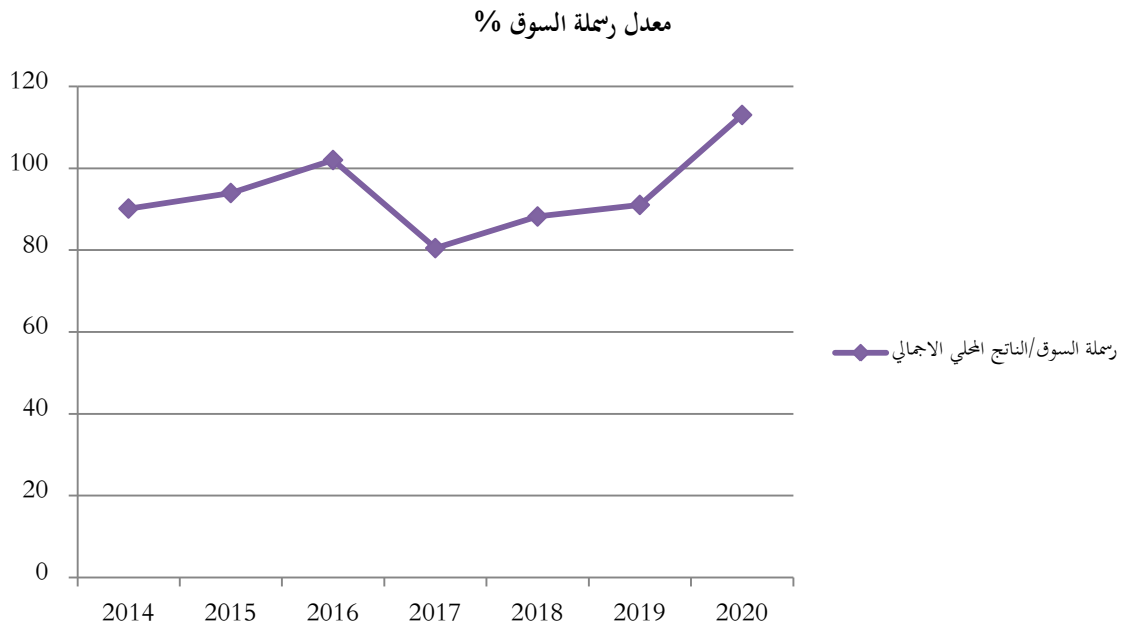
الفرع الأول: تطور مؤشر حجم السوق في بورصة قطر

يتم قياس حجم السوق بمؤشرين متكاملين هما: معدل رسملة السوق وعدد الشركات المدرجة في السوق، فكلما اتسعت السوق كلما دل ذلك على نضجها وتطورها (انظر الفصل الأول)، وسيتم تحليل تطور مؤشر حجم السوق لبورصة قطر خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2020 من خلال تحليل تطور معدل الرسملة السوقية وعدد الشركات المدرجة في السوق.

1. معدل رسملة السوق

يعبر هذا المؤشر عن قدرة السوق على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر، كما يعكس مستوى نشاط السوق، حيث يدل ارتفاعه على اتساع السوق وتطورها، ويمكن تمثيل تطور معدل رسملة السوق لبورصة قطر خلال الفترة (2014-2020) في الشكل الموالي:

شكل (3-7): تطور معدل رسملة السوق لبورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)



المصدر: تم إعداده اعتماداً على معطيات الجدول (3-5).

يتضح من الشكل (3-7) نمو متذبذب لنسبة مساهمة رسملة السوق لبورصة قطر في الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة، حيث ارتفعت من 90,16% عام 2014 إلى 102,02% عام 2016 وذلك رغم انخفاض الناتج المحلي الإجمالي من 750,66 إلى 552,30 مليار ريال أي بمعدل 30,42% والناجم أساساً عن تراجع أسعار النفط، وكذا تراجع الرسملة السوقية ولكن بمعدل أقل من معدل تراجع الناتج المحلي الإجمالي.

وفي عام 2017 تقلصت نسبة مساهمة الرسملة السوقية لبورصة قطر في الناتج المحلي الإجمالي من 102,02% إلى 80,49% بسبب انخفاض القيمة السوقية الإجمالية بمعدل 16,23%، وكذا تراجع القيمة السوقية لجميع القطاعات كما تم ذكره سابقاً -انظر الجدول (3-4)-، وذلك على الرغم من تعافي الاقتصاد القطري نوعاً ما من آثار تراجع أسعار النفط (نمو الناتج المحلي الإجمالي بمعدل 12,27% مقارنة مع 2016).

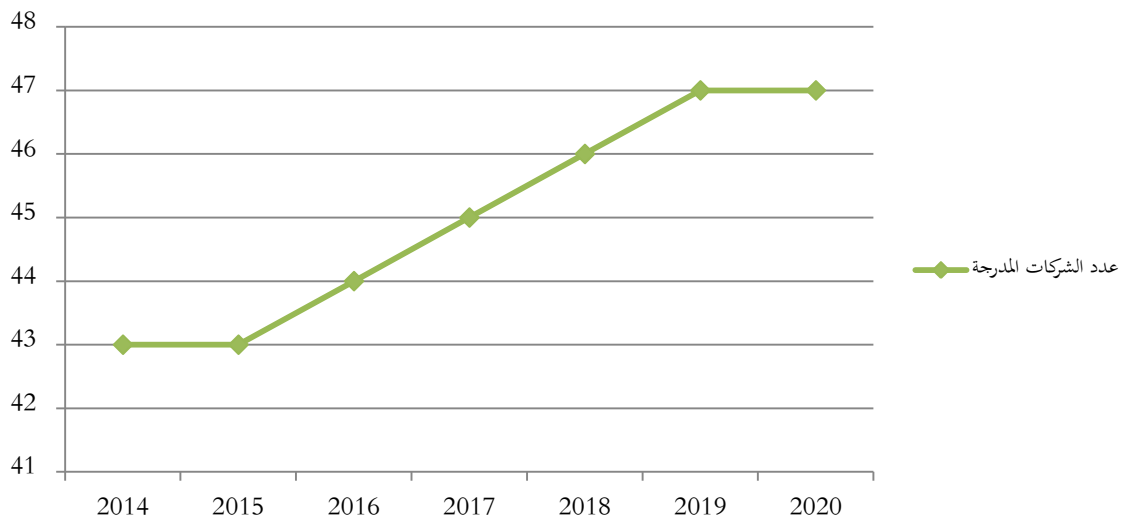
أما خلال الفترة (2018-2020) سجل معدل الرسملة السوقية نموا ملحوظا حيث ارتفع من 80,22% عام 2018 إلى 113,03% عام 2020 وهي أعلى نسبة مساهمة خلال فترة الدراسة، بسبب ارتفاع القيمة السوقية الاجمالية لبورصة قطر نتيجة الاجراءات والتحفييزات (سبق ذكرها) التي تبنتها هذه الأخيرة من أجل استرجاع عافيتها، ويعكس تطور معدل رسملة السوق زيادة مستوى نشاط بورصة قطر وقدرتها على جذب المدخرات المحلية والأجنبية، ومدى صمودها واستقرارها رغم التحديات التي واجهتها خاصة عام 2020 بسبب أزمة جائحة كورونا، ويعتبر متوسط معدل رسملة السوق لبورصة قطر المقدر بـ 94,13% خلال فترة الدراسة مقبول نسبيا مقارنة مع باقي الأسواق الناشئة، إلا أنه لا يمكن الاعتماد عليه وحده من أجل الوصول إلى تقييم حقيقي ودقيق لحجم بورصة قطر، بل من الضروري ربطه بمؤشر عدد الشركات المدرجة في هذه السوق.

2. عدد الشركات المدرجة

يؤدي اتساع حجم السوق قياسا بعدد الشركات المسجلة في البورصة إلى توسيع القاعدة الاستثمارية للسوق، وإحداث نوع من التعامل النشط على الأوراق المالية المتداولة نظرا لتوافر وتنوع الخيارات الاستثمارية المتاحة أمام المستثمرين، ونتيجة لذلك التعامل النشط بيعا وشراء وفي ظل توفر السيولة النقدية فإن أي خلل في معادلة العرض والطلب عادة ما يسفر عن تغيير طفيف في السعر، وهو ما يعني تقليل حجم الخسائر الرأسمالية المحتملة وحماية مؤشر السوق من الانهيار، وعلى عكس ذلك تؤدي محدودية السوق قياسا بعدد الشركات إلى إختلال التوازن بين العرض والطلب مما يؤدي إلى تغيير كبير في أسعار الأسهم، بحيث ترتفع الأسعار إلى مستويات قياسية (الطلب أكبر من العرض)، وسينعكس سلبا على الاقتصاد والمتعاملين في السوق إذا ما تعرضت السوق إلى تصحيح حاد في مسارها السعري¹، ويمثل الشكل الموالي تطور هذا المؤشر في بورصة قطر خلال فترة الدراسة:

شكل (3-8): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)

عدد الشركات المدرجة



المصدر: تم إعداده اعتمادا على معطيات الجدول (3-5).

¹ رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات: دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مرجع سبق ذكره، ص.203.

يتضح من الشكل (3-8) أن عدد الشركات المدرجة في بورصة قطر ارتفع بوتيرة ضعيفة خلال فترة الدراسة بانضمام 4 شركات جديدة فقط على مدى 7 سنوات، حيث ارتفع عدد الإدراجات من 43 شركة بقيمة سوقية قدرت بـ 676,79 مليار عام 2014 إلى 47 شركة بقيمة سوقية بلغت 602,20 مليار ريال قطري نهاية عام 2020، تندرج تحت 7 قطاعات هي: البنوك والخدمات المالية، الخدمات والسلع الاستهلاكية، الصناعة، التأمين، العقارات، الاتصالات والنقل، ويشير عدد الإدراجات في بورصة قطر إلى ضيق السوق وصغر قاعدة المستثمرين بسبب محدودية الخيارات أمامهم، كما أن حجم الإدراجات لا يتناسب مع الرسملة السوقية لبورصة قطر ولا يعكس ترقيتها إلى مصاف الأسواق المالية الناشئة من طرف 3 مؤشرات علمية، ويعود انخفاض عدد الشركات المدرجة في بورصة قطر إلى ارتفاع رسوم الإدراج وتعقيد الاجراءات والمتطلبات المتعلقة بإدراج الشركات في السوق الأولية ومن ثم الثانوية، وعليه فإن بورصة قطر حسب هذا المؤشر تتسم بالمحدودية وعدم الاتساع الأمر الذي يدعو إلى ضرورة المسارعة لإدراج المزيد من الشركات المتوسطة والصغيرة لتصحيح هذا الخلل الهيكلي.

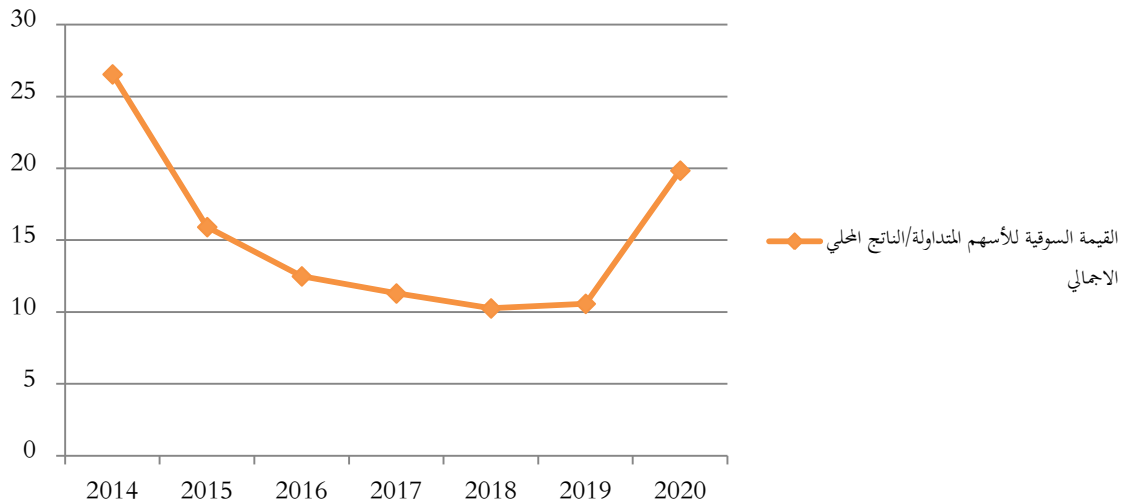
الفرع الثاني: تطور مؤشر سيولة السوق في بورصة قطر

كما سبق الإشارة إليه في الفصل الأول، يتم قياس سيولة السوق بمؤشرين هما: معدل التداول ومعدل دوران الأسهم، وسيتم تحليل تطور مؤشر سيولة السوق لبورصة قطر خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2020 من خلال تحليل تطور معدل التداول ومعدل دوران الأسهم.

1. معدل حجم التداول

يعبر معدل حجم التداول عن حجم التعاملات في السوق (القيمة السوقية للأسهم المتداولة) كنسبة من حجم الاقتصاد الوطني (الناتج المحلي الاجمالي)، حيث يعكس مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني، ويمثل الشكل الموالي تطور معدل التداول في بورصة قطر خلال الفترة (2014-2020).

شكل (3-9): تطور معدل التداول في بورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)
معدل حجم التداول %



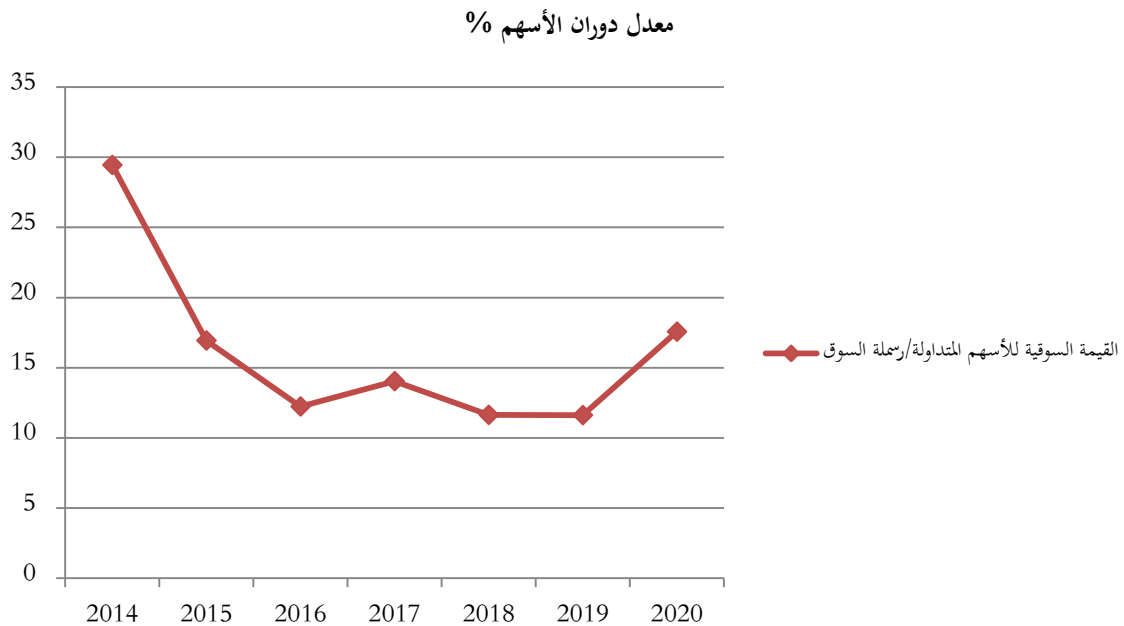
المصدر: تم إعداده اعتماداً على معطيات الجدول (3-5).

يتضح من الشكل (3-9) تقلص نسبة مساهمة القيمة السوقية للأسهم المتداولة في الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (2014-2020)، حيث انخفضت من 26,55% عام 2014 (أعلى نسبة مساهمة خلال فترة الدراسة) إلى 10,26% نهاية عام 2018، بسبب تراجع قيمة الأسهم المتداولة بمعدل 65,63% خلال نفس الفترة جراء الأوضاع والتوترات التي شهدتها بورصة قطر من تراجع أسعار النفط، الحصار السياسي والاقتصادي على دولة قطر... إلخ، مما أدى إلى انخفاض حجم التداول وأسعار الأسهم المتداولة، بينما شهدت الفترة (2018-2020) تحسناً في معدل التداول الذي ارتفع من 10,26% إلى 19,85% بسبب زيادة قيمة الأسهم المتداولة التي قدرت بـ 105,78 مليار ريال قطري نهاية عام 2020 كمحصلة لزيادة عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات، ويعكس نمو معدل التداول في هذه الفترة تحسن مستوى السيولة بسبب زيادة حجم التداول واستقطاب المزيد من المستثمرين نتيجة التحفيز التي تبنتها بورصة قطر من رفع نسبة المساهمة الأجنبية إلى 49%، تجزئة الأسهم، إدراج أسهم شركتين جديدتين... إلخ، مما ساهم في زيادة نشاط السوق وحركتها، وهو ما يؤكد تطور معدل رصمة السوق خلال نفس الفترة، وعموماً قدر متوسط معدل التداول خلال فترة الدراسة بـ 15,27% وهو منخفض مقارنة مع مثيلاتها من الأسواق الناشئة.

2. معدل دوران الأسهم

يعبر معدل دوران الأسهم عن حجم التعاملات في السوق (القيمة السوقية للأسهم المتداولة) كنسبة من رصمة السوق (القيمة السوقية الإجمالية)، ويعكس ارتفاع هذا المؤشر حجم وكثافة التداولات في السوق وكذا انخفاض تكاليف الصفقات، ويمثل الشكل الموالي تطور معدل دوران الأسهم في بورصة قطر خلال الفترة (2014-2020).

شكل (3-10): تطور معدل دوران الأسهم في بورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)



المصدر: تم إعداده اعتماداً على معطيات الجدول (3-5).

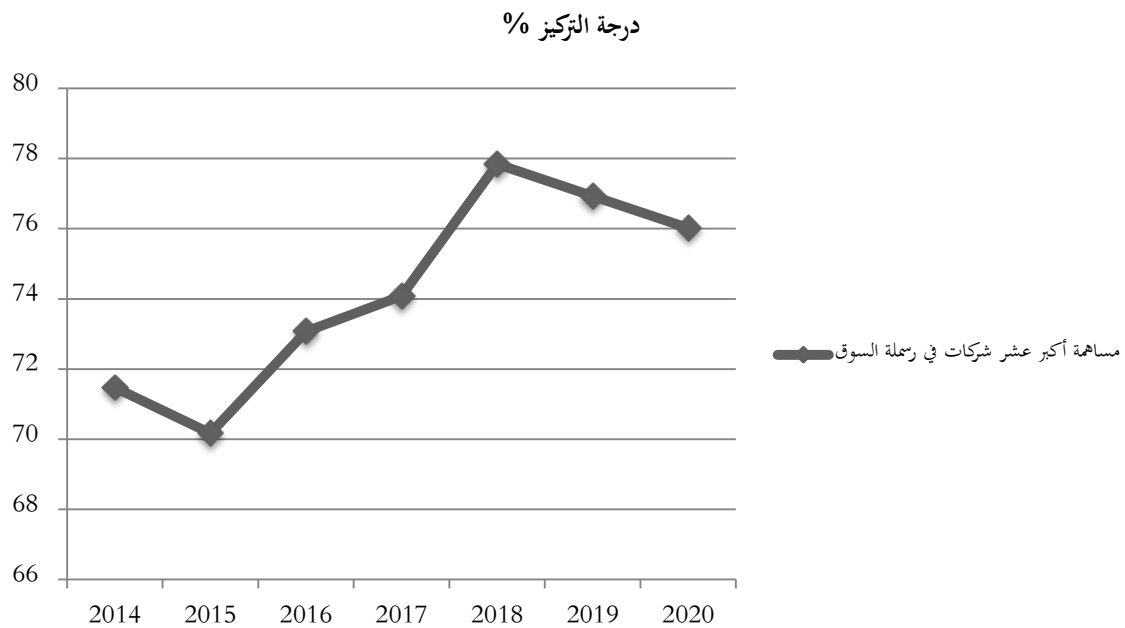
يتضح من الشكل (3-10) أن معدل دوران الأسهم في بورصة قطر قد تحرك في نفس الاتجاه العام لمعدل التداول خلال فترة الدراسة، حيث تراجعت نسبة مساهمة قيمة الأسهم المتداولة في رسملة السوق من 29,45% عام 2014 (أعلى نسبة مساهمة خلال فترة الدراسة) إلى 12,24% نهاية عام 2016 مع تسجيل ارتفاع طفيف إلى 14,04% خلال عام 2017، ويعود السبب وراء تراجع معدل دوران الأسهم خلال هذه الفترة إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم المتداولة وحجم التداول.

بينما شهد معدل دوران الأسهم استقراراً نوعاً ما خلال عامي 2018 و2019، ثم ارتفع عام 2020 ليصل إلى 17,57%، بسبب النمو الذي حققته القيمة السوقية للأسهم المتداولة التي قفزت من 67,70 مليار إلى 105,78 مليار ريال قطري، جراء تجزئة القيمة الاسمية لأسهم الشركات الذي ساهم في زيادة الطلب عليها واستقطاب فئة جديدة من المتعاملين خاصة صغار المستثمرين، فضلاً عن إنعاش السوق بزيادة حجم التداول بيعاً وشراءً، ومن ثم زيادة حجم السيولة. وعموماً قدر متوسط معدل دوران الأسهم في بورصة قطر خلال فترة الدراسة بـ 16,21%، وهو معدل ضعيف مقارنة مع باقي الأسواق المالية الناشئة.

الفرع الثالث: تطور مؤشر درجة التركيز في بورصة قطر

يشير مؤشر درجة التركيز إلى مدى استحواذ عدد قليل من الشركات على السوق (تم الإشارة إليه في الفصل الأول)، ويقاس بمساهمة أكبر عشر شركات في رسملة السوق، فكلما انخفضت درجة التركيز دل ذلك على عدم تأثر السوق بشكل كبير بالتغيرات التي تطرأ على أسعار أسهم تلك الشركات، ومن ثم تطور السوق وكفاءتها، ويمكن تمثيل تطور هذا المؤشر في بورصة قطر خلال فترة الدراسة في الشكل الموالي:

شكل (3-11): تطور درجة التركيز في بورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)



المصدر: تم إعداده اعتماداً على معطيات الجدول (3-5).

يتضح من الشكل (3-11) زيادة درجة التركيز في بورصة قطر خلال فترة الدراسة، حيث ارتفعت من 71,47% عام 2014 إلى 76,02% نهاية عام 2020 وبمتوسط قدر ب 74,23%، ويشير هذا المعدل كما تم ذكره سابقا إلى حصة أكبر 10 شركات في رسملة السوق، بمعنى آخر أكبر من نصف رسملة السوق في بورصة قطر تستحوذ عليها 10 شركات فقط، ويعكس ارتفاع درجة التركيز في سوق قطر للأوراق المالية اختلال التركيبة المالية لبورصة قطر، كما يعكس خطورة الاستثمار في السوق حيث أن أي تدهور يمكن أن تتعرض له الشركات القيادية في السوق وإن كان ضئيلا سيؤثر سلبا على المؤشر العام ومن ثم على ثقة المستثمرين بالسوق.

من خلال تحليل تطور سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2020، اتضح تراجع المؤشر العام ب 1,88%، تراجع القيمة السوقية الإجمالية ب 0,93%، كما أشارت مؤشرات أداء السوق إلى عدم اتساع السوق ومحدوديتها قياسا بعدد الشركات المدرجة في بورصة قطر على الرغم من تحسن معدل رسملة السوق، إضافة إلى تراجع مؤشر سيولة السوق (معدل التداول ومعدل دوران الأسهم) وارتفاع مؤشر درجة التركيز، كل ما سبق يثير التساؤل عن مدى كفاءة سوق قطر للأوراق المالية وقدرتها على التسعير الكفؤ (العادل) للأسهم، وهو ما سيتم اختباره في المباحث اللاحقة.

المبحث الثاني: اختبار كفاءة سوق قطر للأوراق المالية عند المستوى الضعيف

بعد أن تم تقديم نظرة عامة حول بورصة قطر باعتبارها سوق مالية ناشئة وتحليل تطورها خلال الفترة (2014-2020)، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة سيتم تخصيص هذا المبحث لاختبار مستوى كفاءة السوق محل الدراسة في صيغتها الضعيفة من خلال إجراء اختبارات فرضية السير العشوائي على سلسلة الأسعار اليومية لمؤشر بورصة قطر خلال الفترة الممتدة من 2014/01/02 إلى 2020/12/31، وإن تم التوصل إلى عدم كفاءتها وفق هذا المستوى لن يتم اختبار صيغتها المتوسطة باعتبار أن السوق الكفؤة في شكلها المتوسط يجب أن تكون كفؤة في صيغتها الضعيفة، وسيتم تقسيم هذا المبحث إلى المطالب الآتية:

المطلب الأول: تحليل السلسلة الزمنية اليومية لمؤشر بورصة قطر

سيتم دراسة بيانات السلسلة الزمنية اليومية للمؤشر دراسة إحصائية وصفية من خلال النقاط التالية:

الفرع الأول: توصيف البيانات المستخدمة

تعرف السلسلة الزمنية على أنها مجموعة من القيم لمؤشر إحصائي معين مرتبة حسب تسلسل زمني، حيث يقابل كل فترة زمنية قيمة عددية للمؤشر، بمعنى آخر هي مجموعة من المعطيات ممثلة عبر الزمن المرتبة ترتيباً تصاعدياً¹، كما يمكن تعريف بيانات السلسلة الزمنية على أنها مجموع المشاهدات لمتغير أو أكثر خلال الزمن²، وتعتبر السلسلة الزمنية أنسب أداة لرصد سلوك المؤشر العام لبورصة قطر.

تتكون بيانات السلسلة الزمنية المستخدمة في هذه الدراسة من الأسعار اليومية (أسعار الإغلاق) لمؤشر بورصة قطر (QSI) خلال الفترة الممتدة من 2014/01/02 إلى 2020/12/31 (انظر الملحق 1)، والتي تم الحصول عليها من الموقع: <https://sa.investing.com/indices/qs-historical-data>، وقد تم اختيار فترة الدراسة باعتبارها تغطي الفترة التي انضمت فيها بورصة قطر إلى فئة الأسواق المالية الناشئة من خلال ترقيتها من طرف 3 مؤشرات عالمية، وبعد تصفية بيانات أسعار إغلاق المؤشر اليومية عن طريق برنامج Excel، تم الحصول على عينة الدراسة قدرت بـ 1742 مشاهدة يومية (باستثناء أيام عدم التداول المتمثلة في عطلة نهاية الأسبوع وأيام العطل الرسمية)، ومن ثم تمت معالجتها إحصائياً بواسطة برنامج Eviews 9.0 لاستخراج المعطيات اللازمة للدراسة.

الفرع الثاني: دراسة الاحصاءات الوصفية لبيانات السلسلة الزمنية اليومية لمؤشر بورصة قطر

إن الخطوة الأولى في تحليل أية سلسلة زمنية هي التوقيع البياني لمشاهدات السلسلة مع الزمن، وهي خطوة هامة في التحليل لأنها تظهر الملامح الوصفية للبيانات مثل الاتجاه العام، التغيرات الموسمية وعدم الاستمرار، والبيانات الشاذة إن كانت موجودة في السلسلة³.

¹ محمد شيخي، مرجع سبق ذكره، ص.195.

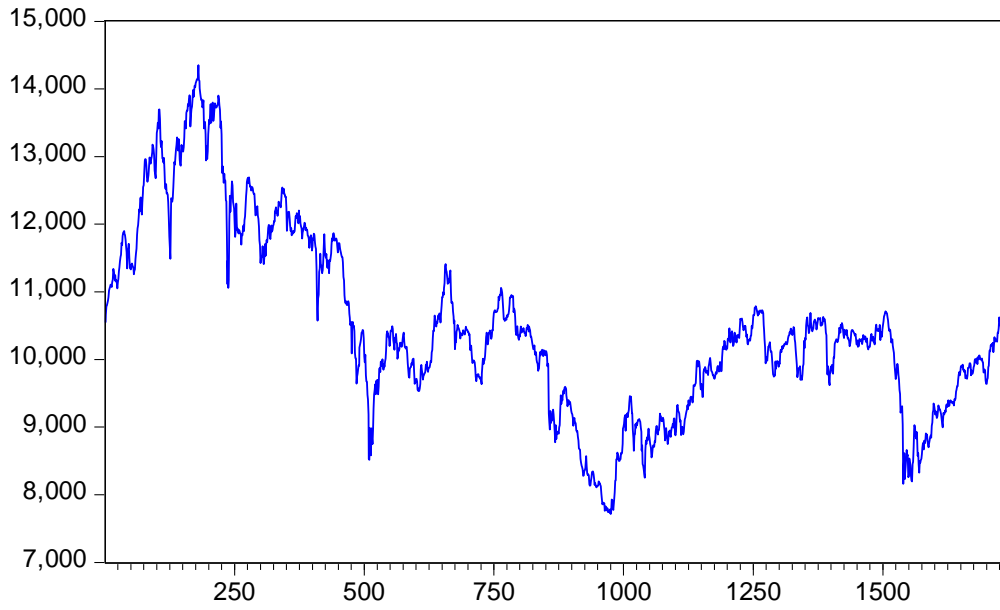
² خالد محمد السواعي، **Eviews والقياس الاقتصادي**، دار الكتاب الثقافي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2012، ص.29.

³ والتر فاندل، السلاسل الزمنية من الواجهة التطبيقية ونماذج بوكس جنكنز، تعريب عبد المرضي حامد عزام، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1992، ص.39.

يسمح التمثيل البياني لسلسلة مؤشر بورصة قطر خلال فترة الدراسة من ملاحظة مسار وشكل هذه الأخيرة وكذا معرفة الفترات التي كانت فيها السوق في أقصى وأدنى مستويات نشاطها، إضافة إلى أنه يمكن من تكوين فكرة مبدئية عن استقرار السلسلة من عدمها، ويمثل الشكل (3-12) تطور السلسلة الزمنية اليومية لمؤشر بورصة قطر والتي يرمز لها بـ: QSI20 خلال الفترة الممتدة من 2014/01/02 إلى 2020/12/31:

شكل (3-12): تطور السلسلة الزمنية اليومية للمؤشر QSI20

QSI20



المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

يتضح مبدئياً من الشكل السابق أن سلسلة المؤشر QSI20 لا تتذبذب حول وسط حسابي ثابت (مركبة الاتجاه العام)، كما يمكن ملاحظة مجالات نمو وتراجع متباينة مكونة بذلك العديد من القمم والقيعان السعرية على مدى فترة الدراسة، مما يوحي إلى وجود مركبة عشوائية ومن ثم عدم استقراريتها. ولدراسة طبيعة السلسلة الزمنية اليومية للمؤشر QSI20 سيتم استخدام الاحصاء الوصفي من خلال مقاييس النزعة المركزية ومقاييس التشتت، وقد تم تلخيصها في الجدول الموالي بعد استخراجها بواسطة برنامج Eviews 9.0 (انظر الملحق 1):

جدول (3-6): الاحصاءات الوصفية للسلسلة الزمنية للمؤشر QSI20

الاحصاءات الوصفية	الوسيط	المتوسط	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الانحراف المعياري
القيمة	10296,28	10459,13	14350,50	7714,26	1350,12

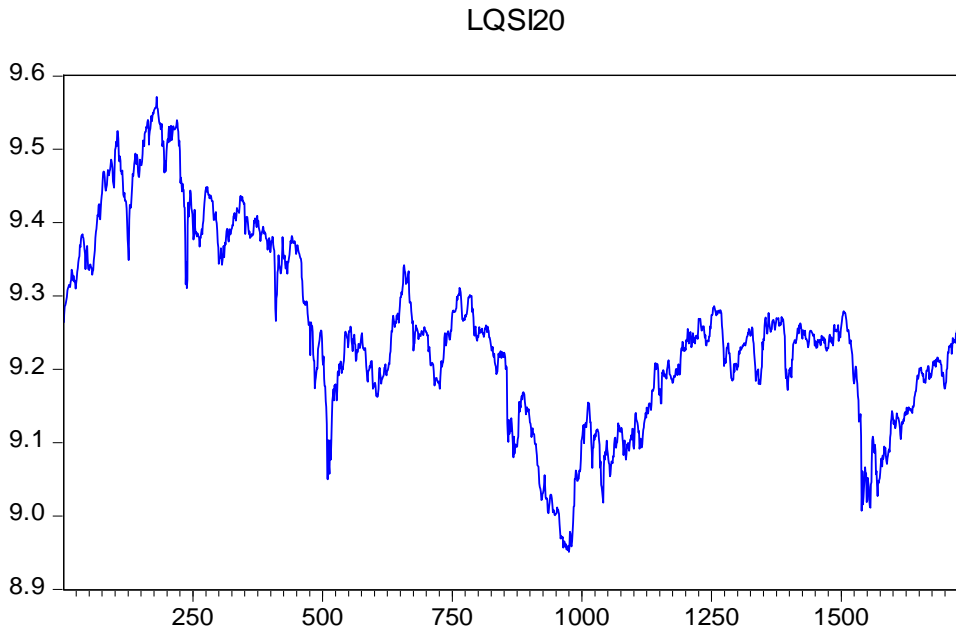
المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول (3-6) أن متوسط السلسلة الزمنية للمؤشر QSI20 قد بلغ 10459,13 نقطة بوسيط قيمته 10296,27 نقطة، وقد بلغ المؤشر أعلى مستوياته خلال فترة الدراسة بقيمة 14350,50 نقطة يوم 2014/09/18، ويرجع الخبراء الماليون تحقيق هذا المستوى القياسي إلى اعتراف مؤسسات مالية عالمية بالأداء المتميز لبورصة قطر من خلال ترقيتها إلى فئة الأسواق الناشئة من طرف مؤشرات MSCI و S&P Dow Jones مما ساهم في إدخال الحيوية وانتعاش المؤشر ليلعب أعلى مستوياته، كما شهدت مقصورة

التداولات تدفق سيولة كبيرة، بينما اعتبر عدد من المستثمرين ورجال الأعمال أن بدء بعض الشركات المدرجة في الإعلان عن أرباحها الربعية شكل عامل إضافي لنشاط السوق تمكنت من خلاله تسجيل موجة جديدة من الارتفاعات تتخللها بعض عمليات جني الأرباح¹، في حين بلغت أدنى قيمة للمؤشر 7714,26 نقطة يوم 30 نوفمبر 2017، ويرجع هذا الانخفاض إلى موجة التراجعات التي سجلها المؤشر بسبب تداعيات الحصار الاقتصادي والسياسي الذي تم فرضه على دولة قطر من طرف بعض الدول العربية يوم 5 جوان 2017، أيضا بلغت قيمة الانحراف المعياري 1350,12 وهي قيمة كبيرة نسبيا تدل على تشتت قيم السلسلة الزمنية حول متوسطها بسبب عدم استقراريتها.

وبغية تثبيت التباين عبر الزمن وتسكين السلسلة يمكن استخدام التحويلات اللوغاريتمية أي تحويل بيانات السلسلة حتى يتم الحصول على منحنى أكثر استقرار من المنحنى الأصلي²، لذا تم إدخال اللوغاريتم على كامل قيم السلسلة الزمنية الأصلية لمؤشر QSI20 وتم الحصول على لوغاريتم السلسلة الزمنية لمؤشر بورصة قطر والتي يرمز لها بـ: LQSI20، ويمثل الشكل (3-13) تطور هذه الأخيرة خلال فترة الدراسة كما يلي:

شكل (3-13): تطور لوغاريتم السلسلة الزمنية اليومية للمؤشر LQSI20



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0.

يتضح مبدئياً من الشكل (3-13) أن السلسلة LQSI20 تحتوي على مركبة الاتجاه العام ولا تتذبذب حول متوسط حسابي ثابت، كما يمكن ملاحظة فترات نمو وتراجع متباعدة خلال فترة الدراسة أي تذبذبات غير منتظمة قد تشير إلى وجود مركبة عشوائية، مما يوحي إلى عدم استقراريتها.

¹ العربي الصامي، ترقية بورصة قطر تخدم مناخ الاستثمار، جريدة الشرق، تاريخ النشر: 2014/10/17، من الموقع:

تاريخ الاطلاع: 2021/08/20، <https://al-sharq.com/article/17/10/2014>، ترقية بورصة قطر تخدم مناخ الاستثمار

² والتر فاندل، مرجع سبق ذكره، تعريف عبد المرضي حامد عزام، ص.42.

ويُلخص الجدول الموالي الاحصاءات الوصفية لسلسلة LQSI20 والتي تم استخراجها بواسطة برنامج Eviews 9.0 (انظر الملحق 1):

جدول (3-7): الاحصاءات الوصفية للوغاريتم السلسلة الزمنية للمؤشر LQSI20

الاحصاءات الوصفية	الوسيط	المتوسط	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الانحراف المعياري
القيمة	9,24	9,25	9,57	8,95	0,13

المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول (3-7) أن متوسط لوغاريتم السلسلة الزمنية للمؤشر LQSI20 قد بلغ 9,25 بوسيط قيمته 9,24، وقد بلغت السلسلة أقصى نمو خلال فترة الدراسة عند القيمة 9,57 في حين بلغت أقصى تراجع عند القيمة 8,95، وبلغت قيمة الانحراف المعياري 0,13. وسيتم في المطلب الموالي اختبار استقرار لوغاريتم السلسلة الزمنية اليومية للمؤشر LQSI20 خلال فترة الدراسة.

المطلب الثاني: اختبار استقرار لوغاريتم السلسلة الزمنية اليومية لمؤشر بورصة قطر

تفترض التجارب العملية على بيانات سلاسل زمنية أن السلسلة الزمنية محل الدراسة ساكنة¹، لذا تعتبر استقرار السلسلة الزمنية شرط جوهري من أجل دراسة تقلبات أي ظاهرة اقتصادية، وتعرف السلسلة الزمنية المستقرة بأنها تلك السلسلة التي تتغير مستوياتها مع الزمن دون أن يتغير المتوسط فيها، وذلك خلال فترة زمنية طويلة نسبياً، أي أن السلسلة لا يوجد فيه اتجاه لا نحو الزيادة ولا نحو النقصان، أما السلسلة الزمنية غير المستقرة فإن المتوسط فيها يتغير باستمرار سواء نحو الزيادة أو النقصان، وتكون السلسلة الزمنية مستقرة بمعنى ضعيف إذا كان متوسطها الحسابي، تباينها وتبايناتها المشتركة* ثابتة عبر الزمن².

وكما تم ذكره سابقاً يعتبر التمثيل البياني لأية سلسلة زمنية خطوة أساسية لتكوين فكرة أولية عن طبيعة السلسلة محل الدراسة، ولكنه غير كافي للحكم على مدى سكونها، بل ينبغي إجراء بعض اختبارات الاستقرار من بينها اختبار معنوية معاملات دالة الارتباط الذاتي واختبارات جذر الوحدة، وسيتم التطرق إليها كما يلي:

الفرع الأول: اختبار معنوية معاملات دالة الارتباط الذاتي (Autocorrelation Function (ACF)

توضح دالة الارتباط الذاتي لسلسلة زمنية الارتباط الموجود بين المشاهدات لفترات مختلفة، ومن الناحية العملية يتم تقدير دالة الارتباط الذاتي للمجتمع بواسطة دالة الارتباط الذاتي للعينة حيث يعبر عن دالة الارتباط الذاتي عند الفجوة k كما يلي³:

$$\rho(k) = \frac{\sum_{t=k+1}^T (y_t - \bar{y})(y_{t+k} - \bar{y})}{\sum_{t=1}^T (y_t - \bar{y})^2} \quad t = 1, 2, 3, \dots, T$$

¹ دامودار جيجارتي، الاقتصاد القياسي، ترجمة ومراجعة هند عبد الغفار عودة، الجزء الثاني، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2015، ص.1019.

* التباين المشترك بين قيمتين لنفس المتغير يعتمد على الفجوة الزمنية بين القيمتين وليس على القيمة الفعلية للزمن الذي يحسب عندها التباين.

² محمد شيخي، مرجع سبق ذكره، ص.200.

³ نفس المرجع، ص.203.

ويمكن حساب الصيغة من بيانات عينة على النحو التالي:

$$\rho(k) = \frac{\hat{\gamma}(k)}{\hat{\gamma}(0)}$$

حيث:

$$\hat{\gamma}(k) = \frac{\sum (y_t - \bar{y})(y_{t+k} - \bar{y})}{T - k} \quad \hat{\gamma}(0) = \frac{\sum (y_t - \bar{y})^2}{T}$$

تمثل T حجم العينة و k طول الفجوة الزمنية، وتتراوح قيمة معامل الارتباط الذاتي $\rho(k)$ بين -1 و 1 . وتكون السلسلة مستقرة إذا كان معامل الارتباط الذاتي يساوي الصفر أو قريب منه لأي فجوة أكبر من الصفر، ففي حالة ما إذا كانت بيانات السلسلة مستقرة فإن معاملات الارتباط غالباً ما يكون لها توزيع طبيعي متوسطه الحسابي 0 وتباينه $T/1$ ، ومن ثم فإن حدود فترة الثقة عند مستوى معنوية 5% لعينة كبيرة الحجم هي $\pm 1.96\sqrt{1/T}$ ، وعليه إذا كان معامل الارتباط يقع خارج هذه الحدود فإنه يتم رفض فرضية العدم ويكون $\rho(k)$ مختلف معنوياً عن الصفر، ومن أجل اختبار مشترك لمعنوية معاملات الارتباط الذاتي كمجموعة يمكن استخدام إحصائية Ljung Box وتعطى وفق العلاقة التالية¹:

$$Q_{LB} = T(T + 2) \sum_{k=1}^k \frac{\hat{\rho}^2(k)}{T - k}$$

حيث تتبع توزيع χ^2 (Khi-Deux) بدرجة حرية k ونسبة معنوية α ، وعندما تكون Q_{LB} المحسوبة أكبر من إحصائية Q_{LB} الجدولية $\chi^2_{\alpha}(k)$ يكون القرار رفض فرضية العدم القائلة بأن كل معاملات الارتباط الذاتي لا تختلف معنوياً عن الصفر عند مستوى معنوية $\alpha\%$ وهذا يعني أن السلسلة غير مستقرة.

وعند إجراء اختبار دالة الارتباط الذاتي على لوغاريتم السلسلة LQSI20 تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-8): نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي ACF على السلسلة LQSI20

Date: 08/26/21 Time: 13:17
Sample: 1 1742
Included observations: 1742

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.996	0.996	1732.0	0.000	
2	0.992	-0.091	3449.6	0.000	
3	0.988	0.023	5153.4	0.000	
4	0.983	-0.096	6841.1	0.000	
5	0.978	-0.002	8512.4	0.000	
6	0.973	0.029	10168	0.000	
7	0.968	0.003	11809	0.000	
8	0.963	0.016	13434	0.000	
9	0.959	0.037	15046	0.000	
10	0.955	-0.023	16644	0.000	
11	0.950	-0.030	18228	0.000	
12	0.946	0.038	19798	0.000	
13	0.941	-0.015	21355	0.000	
14	0.937	0.035	22898	0.000	
15	0.933	-0.030	24429	0.000	
16	0.928	-0.028	25946	0.000	
17	0.924	-0.021	27448	0.000	
18	0.919	0.046	28937	0.000	
19	0.915	0.027	30414	0.000	
20	0.911	0.003	31879	0.000	
21	0.907	0.001	33332	0.000	
22	0.903	-0.011	34773	0.000	
23	0.899	0.019	36202	0.000	
24	0.896	0.005	37621	0.000	
25	0.892	-0.030	39028	0.000	
26	0.888	-0.004	40423	0.000	
27	0.884	0.016	41807	0.000	
28	0.880	-0.027	43178	0.000	
29	0.875	-0.033	44537	0.000	
30	0.871	0.044	45885	0.000	
31	0.867	-0.016	47220	0.000	
32	0.863	0.003	48544	0.000	
33	0.859	0.003	49855	0.000	
34	0.855	-0.033	51155	0.000	
35	0.851	0.005	52443	0.000	
36	0.847	0.058	53720	0.000	

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0.

¹ نفس المرجع، ص ص. 204-205.

يتضح من الجدول السابق أن معاملات الارتباط المحسوبة من أجل الفجوات $k=1,2, \dots, 36$ تختلف معنوياً عن الصفر عند مستوى معنوية 5% لأنها تقع خارج مجال الثقة $[-1.96/\sqrt{T}, +1.96/\sqrt{T}]$ ، حيث $T=1742$ ، إضافة إلى أن معامل الارتباط عند $k=1$ قريب من الواحد الصحيح وكذا المعاملات عند فترات التباطؤ الأخرى تعتبر مرتفعة، أي أن معاملات الارتباط تتناقص بوتيرة ضعيفة جداً مما يدل على عدم استقرارها. ويمكن التأكد من صحة ما سبق من خلال اختبار المعنوية الكلية لمعاملات دالة الارتباط الذاتي ذات الفجوات $k \leq 36$ باستخدام إحصائية Ljung Box، وتوافق إحصائية Q_{LB} المحسوبة آخر قيمة في العمود Q-Stat في الجدول السابق: Q_{LB} المحسوبة = 53720 وهي أكبر تماماً من إحصائية Q_{LB} الجدولية $\chi^2_{(0.05)}(36)=50.99$ (انظر جدول توزيع χ^2)، وعليه يتم رفض فرضية العدم القائلة بأن كل معاملات دالة الارتباط الذاتي لا تختلف معنوياً عن الصفر عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن السلسلة الزمنية اليومية للمؤشر QSI20 غير مستقرة حتى بعد تحويلها إلى لوغاريتم، أو بمعنى آخر لوغاريتم السلسلة الزمنية للمؤشر LQSI20 غير مستقرة خلال فترة الدراسة.

الفرع الثاني: اختبارات جذر الوحدة Unit Root Tests

تهدف اختبارات جذر الوحدة بالإضافة إلى كشف مركبة الاتجاه العام إلى تحديد الطريقة المناسبة لجعل السلسلة مستقرة، ويجب التمييز بين نوعين من النماذج غير المستقرة¹:

- النموذج (Trend Stationary (TS): وهي نماذج غير مستقرة تبرز عدم استقرارية تحديدية ولجعلها مستقرة يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية؛
- النموذج (Difference Stationary (DS): هي نماذج غير مستقرة تبرز عدم استقرارية عشوائية ولجعلها مستقرة يتم استخدام الفروقات من الدرجة الأولى.

تتعدد اختبارات جذر الوحدة لكن سيتم استخدام أهمها لاختبار استقرار السلسلة الزمنية محل الدراسة:

1. اختبار ديكي فولر المطور (Augmented Dickey Fuller Test (ADF)

استحدث ديكي وفولر عام 1981 هذا الاختبار من خلال إضافة فرضية احتمال الارتباط الذاتي بين الأخطاء التي تم إهمالها من طرف اختبار ديكي فولر البسيط*، والذي كان يفترض أن حد الخطأ العشوائي ε_t عبارة عن صدمات عشوائية، ويقوم اختبار ADF على تقدير النماذج الموالية بواسطة طريقة المربعات الصغرى²:

- نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة AR(P):

$$M(4): \nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \nabla Y_{t-j+1} + \varepsilon_t$$

– نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة AR(P) مع وجود الثابت:

¹ للمزيد من التفصيل انظر: محمد شيخي، مرجع سبق ذكره، ص.206.

* نماذج الانحدار الذاتي لاختبار ديكي فولر البسيط (M(1), M(2), M(3)).

² محمد شيخي، مرجع سبق ذكره، ص.210.

$$M(5): \nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \nabla Y_{t-j+1} + C + \varepsilon_t$$

– نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة AR(P) مع وجود الثابت ومركبة الاتجاه العام:

$$M(6): \nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \nabla Y_{t-j+1} + b_t + C + \varepsilon_t$$

ويتم تحديد درجة التأخير P حسب معيار Akaike (AIC) أو معيار Schwarz (SC)، ويتم اختبار

السلسلة بواسطة ADF وفق الفرضيتين التاليتين:

– H_0 : تحتوي السلسلة الزمنية المدروسة على جذر الوحدة أي أنها غير مستقرة؛

– H_1 : لا تحتوي السلسلة الزمنية المدروسة على جذر الوحدة أي أنها مستقرة.

ويتم اتخاذ القرار كالتالي¹:

– إذا كانت t_c المحسوبة أكبر من t_t الجدولية يتم رفض فرضية العدم H_0 وتقبل الفرضية البديلة H_1 ، أي أن السلسلة مستقرة؛

– إذا كانت t_c المحسوبة أقل من t_t الجدولية يتم رفض الفرضية البديلة H_1 وتقبل فرضية العدم H_0 ، أي أن السلسلة غير مستقرة.

وقد تم تطبيق اختبار ديكي فولر المطور على لوغاريتم السلسلة الزمنية اليومية للمؤشر LQSI20 خلال فترة الدراسة بعد أن تم تحديد فترة الإبطاء (درجة التأخير P) وفق المعيارين AIC و SC بواسطة البرنامج الاحصائي Eviews 09، وتم الحصول على النتائج الملخصة في الجدولين المواليين:

جدول (3-9): نتائج تحديد درجة التأخير المثلى

VAR_Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: LQSI20
Exogenous variables: C
Date: 08/26/21 Time: 10:53
Sample: 1 1742
Included observations: 1732

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	1119.586	NA	0.016090	-1.291670	-1.288519	-1.290505
1	5361.720	8474.470	0.000120	-6.189053	-6.182752	-6.186722
2	5368.617	13.76992	0.000119	-6.195862	-6.186410	-6.192367
3	5369.108	0.980561	0.000119	-6.195275	-6.182672	-6.190614
4	5377.093	15.92248*	0.000118*	-6.203340*	-6.187587*	-6.197514*
5	5377.094	0.002473	0.000119	-6.202187	-6.183283	-6.195195
6	5377.869	1.544792	0.000119	-6.201928	-6.179873	-6.193770
7	5377.885	0.031710	0.000119	-6.200791	-6.175586	-6.191469
8	5378.145	0.516793	0.000119	-6.199937	-6.171580	-6.189449
9	5379.362	2.419088	0.000119	-6.200187	-6.168679	-6.188534
10	5379.798	0.868048	0.000119	-6.199536	-6.164878	-6.186718

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

¹ نفس المرجع، ص. 208.

يتضح من الجدول (3-9) أن درجة التأخير المثلى وفق معياري AIC و SC هي $P=4$ لأنها تقابل أقل قيمة عند المعيارين.

جدول (3-10): نتائج اختبار ADF على السلسلة LQSI20

السلسلة	درجة التأخير P	النموذج	المعامل	إحصائية ADF	القيمة الحرجة عند %5	قيمة الاحتمال
LQSI20	4	M(4)	-	0,107-	1,941-	0,647
	4	M(5)	معامل الثابت C=0,04	2,127-	2,863-	0,234
	4	M(6)	معامل الاتجاه العام T=-1.07 ^E -06	2,644-	3,412-	0,261

المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0 (انظر الملحق 1).

يتضح من الجدول (3-10) أن جميع القيم المحسوبة لإحصائية ADF بالقيمة المطلقة (وفق نماذج الانحدار الذاتي الثلاثة) أقل تماماً من القيم الحرجة لتوزيع Mackinnon عند مستوى معنوية 5% بالقيمة المطلقة، وهو ما تؤكد قيمة الاحتمال التي قدرت بـ: 0,647، 0,234، 0,261 على التوالي وهي أكبر تماماً من مستوى الدلالة 0,05، وعليه يتم قبول فرضية العدم H_0 أي أن السلسلة LQSI20 تحتوي على جذر وحدوي مما يعني أنها غير مستقرة وفق اختبار ADF.

ومن أجل تحديد إن كانت السلسلة LQSI20 غير مستقرة من النوع DS أو TS يمكن النظر إلى معاملات الثابت والاتجاه العام في النموذجين الأخيرين M(5) و M(6) كما يلي:

– معامل الاتجاه العام T حسب النموذج الأخير للانحدار الذاتي يختلف معنوياً عن الصفر أي يتم رفض فرضية النموذج TS؛

– معامل الثابت C يختلف معنوياً عن الصفر أي يتم قبول فرضية النموذج DS بمشتقة.

وعليه فإن السلسلة LQSI20 خلال فترة الدراسة غير مستقرة من النوع DS بمعنى عدم استقرار عشوائية، ولجعلها مستقرة يتم استخدام الفروقات من الدرجة الأولى.

2. اختبار فيليبس وبيرون (PP)

يختلف اختبار فيليبس وبيرون (PP) عن اختبار ديكي فولر المطور (ADF) في أنه يستخدم طرق إحصائية لا معلمية للتعامل مع مشكلة الارتباط المتسلسل في مقادير الأخطاء دون إضافة مقادير الفروق في الفترات الزمنية المتأخرة¹، فهو يسمح بإلغاء التحيزات الناتجة عن المميزات الخاصة للتذبذبات العشوائية وذلك من خلال اعتماد فيليبس وبيرون لنفس التوزيعات المحدودة لاختبارات ديكي وفولر (البسيط والمطور)، ويجري هذا الاختبار في أربعة مراحل كما يلي²:

¹ دامودار جيجارتي، مرجع سبق ذكره، ص. 1052.

² محمد شيخي، مرجع سبق ذكره، ص. 212.

– تقدير نماذج الانحدار الذاتي الثلاثة لاختبار ديكي فولر البسيط بواسطة طريقة المربعات الصغرى مع حساب الاحصائيات المرافقة؛

– تقدير التباين قصير المدى: $\widehat{\sigma}^2 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \widehat{\varepsilon}_t^2$ حيث ε_t تمثل البواقي؛

– تقدير المعامل المصحح S_1^2 المسمى بالتباين طويل المدى والذي يستخرج من خلال التباينات المشتركة لبواقي النماذج السابقة، حيث:

$$S_1^2 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \widehat{\varepsilon}_t^2 + 2 \sum_{i=1}^1 \left(1 - \frac{i}{1+1}\right) \frac{1}{N} \sum_{i+1}^n \widehat{\varepsilon}_t \widehat{\varepsilon}_{t-i}$$

ومن أجل تقدير هذا التباين يجب إيجاد عدد التباطؤات Newey-West I المقدر بدلالة عدد المشاهدات الكلية T كما يلي:

$$l \approx 4 \left(\frac{T}{100}\right)^{2/9}$$

– حساب إحصائية فيليبس وبيرون:

$$t_{\hat{\phi}}^* = \sqrt{k} \times \frac{(\hat{\phi} - 1)}{\widehat{\sigma}_{\hat{\phi}}} + \frac{T(k-1)\widehat{\sigma}_{\hat{\phi}}}{\sqrt{k}}, \quad k = \frac{\widehat{\sigma}^2}{s_1^2}$$

حيث k تساوي 1- عندما تكون ε_t تشويش أبيض، وتقارن إحصائية فيليبس وبيرون مع القيمة الحرجة لجدول توزيع Mackinnon، كما يستخدم هذا الاختبار نفس فرضيات اختبار ديكي فولر المطور ونفس القرار. وتطبيق اختبار فيليبس وبيرون على لوغاريتم السلسلة الزمنية اليومية للمؤشر LQSI20 خلال فترة الدراسة تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-11): نتائج اختبار PP على السلسلة LQSI20

السلسلة	النافذة	النموذج	احصائية PP	القيمة الحرجة عند 5%	قيمة الاحتمال
LQSI20	Newey-West	M(1)	0,048-	1,941-	0,667
		M(2)	1,983-	2,863-	0,295
		M(3)	2,536-	3,412-	0,310

المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0 (انظر الملحق 1).

يتضح من الجدول (3-11) أن جميع القيم المحسوبة لإحصائية PP بالقيمة المطلقة (وفق نماذج الانحدار الذاتي الثلاثة) أقل تماماً من القيم الحرجة لتوزيع Mackinnon عند مستوى معنوية 5% بالقيمة المطلقة، وهو ما تؤكد قيمة الاحتمال التي قدرت بـ: 0,667، 0,295، 0,310 على التوالي وهي أكبر تماماً من مستوى الدلالة 0,05، وعليه يتم قبول فرضية العدم H_0 أي أن السلسلة LQSI20 تحتوي على جذر وحدوي مما يعني أنها غير مستقرة وفق اختبار PP.

3. اختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS)

اقترح كل من Kwiatkowski, Phillips, Schmidt, Shin عام 1992 استخدام اختبار مضاعف لاغرانج لاختبار فرضية العدم التي تقرر استقرارية السلسلة، ويكون اختبار KPSS على المراحل التالية¹:

– بعد تقدير نماذج الانحدار الذاتي السابقة (2) و(3)، يتم حساب المجموع الجزئي للبواقي كالتالي:

$$S_t = \sum_{i=1}^t \hat{\varepsilon}_i$$

– يتم تقدير التباين طويل الأجل S_i^2 بنفس طريقة اختبار فيليبس وبيرون؛

– تحسب إحصائية اختبار KPSS من العلاقة:

$$LM = \frac{1}{S_1^2} \times \frac{\sum_{t=1}^T S_t^2}{T^2}$$

وعلى عكس اختبار ADF و PP يتم اختبار KPSS وفق الفرضيتين التاليتين:

– H_0 : السلسلة الزمنية المدروسة مستقرة؛

– H_1 : السلسلة الزمنية المدروسة غير مستقرة.

ويتم اتخاذ القرار كالتالي:

– يتم رفض فرضية العدم (فرضية الاستقرار) إذا كانت الاحصائية المحسوبة LM أكبر من القيمة الحرجة المستخرجة من الجدول المعد من طرف Kwiatkowski, Phillips, Schmidt, Shin؛

– يتم قبول فرضية العدم (فرضية الاستقرار) إذا كانت الاحصائية المحسوبة LM أقل من القيمة الحرجة.

وبتطبيق اختبار KPSS على لوغاريتم السلسلة الزمنية اليومية للمؤشر LQSI20 خلال فترة الدراسة تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-12): نتائج اختبار KPSS على السلسلة LQSI20

القيمة الحرجة عند 5%	إحصائية KPSS	النموذج	النافذة	السلسلة
0,463	2,589	M(2)	Newey-West	LQSI20
0,146	0,668	M(3)		

المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0 (انظر الملحق 1).

يتضح من الجدول (3-12) أن القيمتان المحسوبتان لإحصائية LM وهما: 2,589 و 0,668 على التوالي أكبر تماماً من القيمتان الحرجتان 0,463 و 0,146 على التوالي عند مستوى معنوية 5%، وعليه يتم رفض فرضية العدم H_0 أي أن السلسلة LQSI20 غير مستقرة خلال فترة الدراسة وفق اختبار KPSS.

وكخلاصة لاختبارات استقرارية السلسلة الزمنية اليومية للمؤشر LQSI20 خلال فترة الدراسة أثبتت كل النتائج سواء المتعلقة باختبار دالة الارتباط الذاتي أو اختبارات جذر الوحدة الثلاثة أنها غير مستقرة من النوع DS أي وجود اتجاه عام عشوائي، ومن أجل نزع مركبة الاتجاه العام العشوائية سيتم في المطلب الموالي تحويل سلسلة

¹ محمد شيخي، مرجع سبق ذكره، ص. 213.

لوغاريتم مؤشر بورصة قطر بواسطة الفروقات من الدرجة الأولى للحصول على سلسلة عوائد المؤشر واختبار استقراريتها.

المطلب الثالث: اختبار استقرارية السلسلة الزمنية اليومية لعوائد مؤشر بورصة قطر

بغية إزالة مركبة الاتجاه العام العشوائية من سلسلة لوغاريتم المؤشر LQSI20 تم تحويلها بواسطة الفروقات من الدرجة الأولى، وتم الحصول على سلسلة عوائد مؤشر بورصة قطر والتي يرمز لها بـ: DLQSI20 كما يلي:

$$\nabla \text{LogQSI20} = \text{LogQSI20}_t - \text{LogQSI20}_{t-1} \quad t = 2, 3, 4, \dots, 1742$$

وقد تم حساب العوائد اليومية بواسطة اللوغاريتم الطبيعي للمؤشر وفق الصيغة الآتية:

$$R_t = \text{Ln} \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right)$$

حيث:

Rt: عائد المؤشر في الفترة الحالية t؛

Pt: سعر الاغلاق اليومي للمؤشر خلال الفترة الحالية t؛

Pt-1: سعر الاغلاق للمؤشر خلال الفترة السابقة t-1؛

Ln: اللوغاريتم الطبيعي.

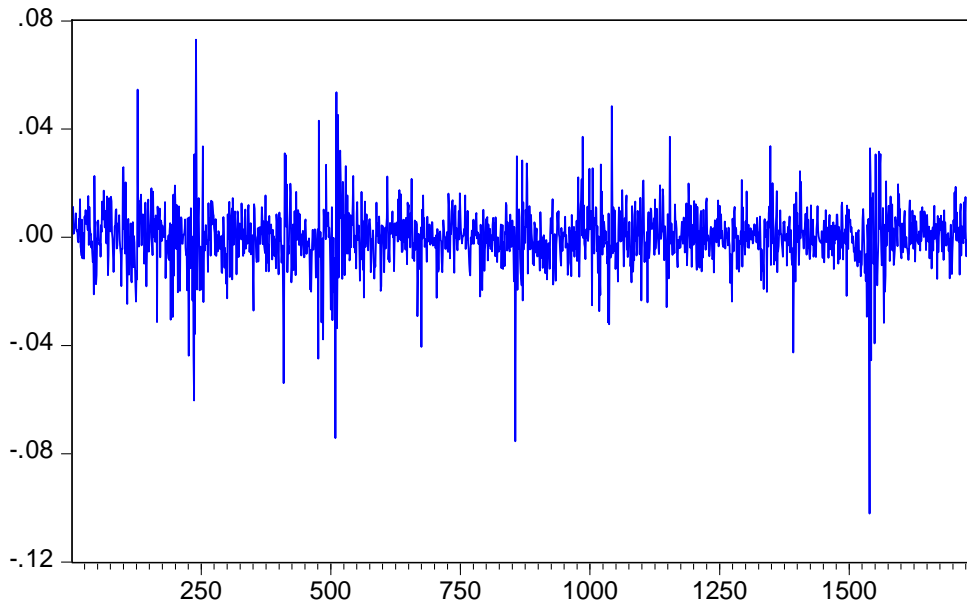
وسيتم اختبار استقرارية سلسلة عوائد المؤشر DLQSI20 خلال فترة الدراسة من خلال ما يلي:

الفرع الأول: تطور السلسلة الزمنية اليومية لعوائد مؤشر بورصة قطر

يمثل الشكل (3-14) تطور السلسلة الزمنية اليومية لعوائد المؤشر DLQSI20 خلال فترة الدراسة:

شكل (3-14): تطور السلسلة الزمنية اليومية لعوائد المؤشر DLQSI20

DLQSI20



المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

يتضح مبدئياً من الشكل السابق أن سلسلة عوائد المؤشر DLQSI20 خلال فترة الدراسة تلتف حول محور الفواصل، أي أنها تتذبذب حول متوسط حسابي ثابت (عدم وجود اتجاه عام في السلسلة)، مما يوحي إلى استقراريتها، وحتى يتم التأكد من ذلك سيتم اختبار استقرارية السلسلة DLQSI20.

الفرع الثاني: اختبار دالة الارتباط الذاتي (ACF) على سلسلة عوائد مؤشر بورصة قطر

بعد تطبيق اختبار دالة الارتباط الذاتي على السلسلة DLQSI20 بواسطة البرنامج الاحصائي Eviews

9.0 تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-13): نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي ACF على السلسلة DLQSI20

Date: 08/29/21 Time: 14:36
Sample: 1 1742
Included observations: 1741

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.088	0.088	13.514	0.000
		2	-0.018	-0.025	14.049	0.001
		3	0.089	0.094	27.953	0.000
		4	0.016	-0.001	28.408	0.000
		5	-0.034	-0.032	30.484	0.000
		6	-0.004	-0.006	30.516	0.000
		7	-0.017	-0.020	31.011	0.000
		8	-0.048	-0.040	35.027	0.000
		9	0.011	0.020	35.247	0.000
		10	0.030	0.028	36.838	0.000
		11	-0.043	-0.041	40.131	0.000
		12	0.006	0.013	40.195	0.000
		13	-0.024	-0.037	41.225	0.000
		14	0.014	0.028	41.578	0.000
		15	0.029	0.024	43.050	0.000
		16	0.021	0.019	43.810	0.000
		17	-0.044	-0.048	47.278	0.000
		18	-0.032	-0.029	49.053	0.000
		19	-0.001	-0.006	49.057	0.000
		20	-0.012	-0.003	49.300	0.000
		21	-0.002	0.009	49.305	0.000
		22	-0.018	-0.020	49.892	0.001
		23	-0.014	-0.007	50.255	0.001
		24	0.032	0.027	52.015	0.001
		25	0.010	0.002	52.176	0.001
		26	-0.019	-0.019	52.841	0.001
		27	0.021	0.025	53.610	0.002
		28	0.039	0.031	56.369	0.001
		29	-0.043	-0.047	59.680	0.001
		30	0.011	0.013	59.897	0.001
		31	0.008	-0.007	60.003	0.001
		32	-0.022	-0.005	60.837	0.002
		33	0.024	0.030	61.826	0.002
		34	0.005	-0.008	61.864	0.002
		35	-0.064	-0.060	69.045	0.001
		36	-0.029	-0.021	70.530	0.001

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول السابق أن جميع معاملات الارتباط المحسوبة من أجل الفجوات k باستثناء $k=1$ و $k=3$ و $k=35$ لا تختلف معنوياً عن الصفر عند مستوى معنوية 5% لأنها تقع داخل مجال الثقة (-). حيث $T=1741$ ، أي أنها تتناقض بوتيرة سريعة نحو الصفر، مما يدل على أن السلسلة DLQSI20 مستقرة خلال فترة الدراسة حسب هذا الاختبار.

الفرع الثالث: اختبارات جذر الوحدة على سلسلة عوائد مؤشر بورصة قطر

تم اعتماد كل من اختبار ADF، PP، و KPSS للتأكد من احتواء السلسلة DLQSI20 على جذر

وحدوي أم لا كما يلي:

1. اختبار ديكي فولر المطور على سلسلة عوائد مؤشر بورصة قطر

الفصل الثالث: قياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات

لقد تم تطبيق اختبار ADF على السلسلة DLQSI20 بعد أن تم تحديد درجة التأخير P وفق المعيارين AIC و SC بواسطة البرنامج الإحصائي Eviews 9.0، تم الحصول على النتائج الملخصة في الجدولين المواليين:

جدول (3-14): نتائج تحديد درجة التأخير المثلى

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: DLQSI20
Exogenous variables: C
Date: 08/29/21 Time: 15:15
Sample: 1 1742
Included observations: 1731

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	5356.471	NA	0.000120	-6.187719	-6.184567	-6.186553
1	5363.047	13.13643	0.000120	-6.194161	-6.187857	-6.191829
2	5363.633	1.171553	0.000120	-6.193684	-6.184227	-6.190186
3	5371.211	15.11993*	0.000119*	-6.201283*	-6.188675*	-6.196620*
4	5371.213	0.003511	0.000119	-6.200130	-6.184369	-6.194301
5	5372.125	1.818632	0.000119	-6.200029	-6.181116	-6.193034
6	5372.164	0.078259	0.000119	-6.198919	-6.176854	-6.190758
7	5372.500	0.668428	0.000119	-6.198152	-6.172934	-6.188824
8	5373.875	2.734692	0.000119	-6.198584	-6.170214	-6.188091
9	5374.225	0.696864	0.000119	-6.197834	-6.166312	-6.186175
10	5374.888	1.316749	0.000119	-6.197444	-6.162770	-6.184619

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول (3-14) أن درجة التأخير المثلى وفق معياري AIC و SC هي $P=3$.

جدول (3-15): نتائج اختبار ADF على السلسلة DLQSI20

السلسلة	درجة التأخير P	النموذج	المعامل	إحصائية ADF	القيمة الحرجة عند %5	قيمة الاحتمال
DLQSI20	3	M(4)	-	19,186-	1,941-	0,000
	3	M(5)	معامل الثابت C=-1,88E-05	19,181-	2,863-	0,000
	3	M(6)	معامل الاتجاه العام T=7,79E-08	19,176-	3,412-	0,000

المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0 (انظر الملحق 1).

يتضح من الجدول (3-15) أن جميع القيم المحسوبة لإحصائية ADF بالقيمة المطلقة (وفق نماذج الانحدار الذاتي الثلاثة) أكبر تماماً من القيم الحرجة لتوزيع Mackinnon عند مستوى معنوية 5% بالقيمة المطلقة، وهو ما يؤكد قيمة الاحتمال التي قدرت بـ: 0,000 في النماذج الثلاثة وهي أقل تماماً من مستوى الدلالة 0,05، وعليه يتم رفض فرضية العدم H_0 أي أن السلسلة DLQSI20 لا تحتوي على جذر وحدوي مما يعني أنها مستقرة خلال فترة الدراسة وفق اختبار ADF.

2. اختبار فيليبس وبيرون على سلسلة عوائد مؤشر بورصة قطر

بتطبيق اختبار PP على السلسلة DLQSI20 بواسطة البرنامج الإحصائي Eviews 9.0 تم الحصول

على النتائج التالية:

جدول (3-16): نتائج اختبار PP على السلسلة DLQSI20

السلسلة	النافذة	النموذج	احصائية PP	القيمة الحرجة عند 5%	قيمة الاحتمال
DLQSI20	Newey-West	M(1)	38,184-	1,941-	0,000
		M(2)	38,173-	2,863-	0,000
		M(3)	38,162-	3,412-	0,000

المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0 (انظر الملحق 1).

يتضح من الجدول (3-16) أن جميع القيم المحسوبة لإحصائية PP بالقيمة المطلقة (وفق نماذج الانحدار الذاتي الثلاثة) أكبر تماماً من القيم الحرجة لتوزيع Mackinnon عند مستوى معنوية 5% بالقيمة المطلقة، وهو ما تؤكد قيمة الاحتمال التي قدرت بـ: 0,000 في النماذج الثلاثة وهي أقل تماماً من مستوى الدلالة 0,05، وعليه يتم رفض فرضية العدم H_0 أي أن السلسلة DLQSI20 لا تحتوي على جذر وحدوي مما يعني أنها مستقرة خلال فترة الدراسة وفق اختبار PP.

3. اختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin على سلسلة عوائد مؤشر بورصة قطر

بتطبيق اختبار KPSS على السلسلة DLQSI20 بواسطة البرنامج الاحصائي Eviews 9.0 تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-17): نتائج اختبار KPSS على السلسلة DLQSI20

السلسلة	النافذة	النموذج	إحصائية KPSS	القيمة الحرجة عند 5%
DLQSI20	Newey-West	M(2)	0,065	0,463
		M(3)	0,062	0,146

المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0 (انظر الملحق 1).

يتضح من الجدول (3-17) أن القيمتان المحسوبتان لإحصائية LM: 0,065 و 0,062 على التوالي أقل تماماً من القيمتان الحرجتان 0,463 و 0,146 على التوالي عند مستوى معنوية 5%، وعليه يتم قبول فرضية العدم H_0 أي أن السلسلة DLQSI20 مستقرة خلال فترة الدراسة وفق اختبار KPSS. وكخلاصة لاختبارات استقرارية السلسلة الزمنية اليومية لعوائد المؤشر DLQSI20 بينت كل النتائج سواء المتعلقة باختبار دالة الارتباط الذاتي أو اختبارات جذر الوحدة الثلاثة أنها مستقرة خلال فترة الدراسة، وعليه يمكن إجراء اختبارات فرضية السير العشوائي على سلسلة عوائد المؤشر.

المطلب الرابع: اختبارات فرضية السير العشوائي لسلسلة عوائد مؤشر بورصة قطر

لاختبار كفاءة سوق مالية معينة عند المستوى الضعيف وفقاً لنموذج السير العشوائي، يفترض هذا الأخير أن التغيرات المتتالية في سلسلة الأسعار أو العوائد مستقلة تماماً عن بعضها (عشوائية)، كما أنها موزعة توزيعاً طبيعياً متماثلاً، حيث لا يمكن الاعتماد على حركة الأسعار الماضية للتنبؤ بالأسعار المستقبلية في المدى القصير، لذا سيتم اختبار فرضية السير العشوائي لسلسلة عوائد المؤشر DLQSI20 من خلال ما يلي:

الفرع الأول: اختبارات التوزيع الطبيعي Normality Tests

تعتبر دراسة التوزيع الاحتمالي لأي سلسلة زمنية مستقرة أول خطوة لتحديد سلوكها وتكوين نظرة أولية حول طبيعتها، كما يعتبر توزيع السلسلة توزيعاً طبيعياً شرط من شروط فرضية السير العشوائي، ومن صفات التوزيع الطبيعي يجب أن يكون معامل Skewness معدوماً ومعامل Kurtosis مساوياً إلى 3، حيث يتميز القانون الطبيعي بالتناظر بالنسبة إلى المتوسط وباحتمال ضعيف للقيم الشاذة، بينما يعتمد اختبار Jarque-Bera على المعاملين السابقين، وسيتم التطرق لهذه الاختبارات كما يلي¹:

1. اختبار Skewness للتناظر واختبار Kurtosis للتفلطح

إذا كان العزم المركز من الدرجة k للسلسلة Y_t من الشكل:

$$\mu_k = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (Y_t - \bar{Y})^k$$

فإن معامل Skewness من الشكل:

$$S = \frac{\left[\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (Y_t - m)^3 \right]^2}{\left[\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (Y_t - m)^2 \right]^3} = \frac{\mu_3^2}{\mu_2^3} = \beta_1$$

أما معامل Kurtosis فهو من الشكل:

$$K = \frac{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (Y_t - m)^4}{\left[\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (Y_t - m)^2 \right]^2} = \frac{\mu_4}{\mu_2^2} = \beta_2$$

حيث m المتوسط الحسابي للسلسلة الزمنية المستقرة.

وإذا كان التوزيع طبيعياً وعدد المشاهدات $n > 30$ فإن:

$$\beta_1^{1/2} \sim N\left(0, \sqrt{\frac{6}{T}}\right)$$

$$\beta_2 \sim N\left(3, \sqrt{\frac{24}{T}}\right)$$

ويتم حساب الاحصاءات V_1 (التناظر) و V_2 (التفلطح) ومقارنتها مع القيمة 1,96 عند مستوى معنوية

5% وفق الصيغتين التاليتين:

$$V_1 = \frac{\beta_1^{1/2} - 0}{\sqrt{\frac{6}{T}}}$$

¹ محمد شيخي، مرجع سبق ذكره، ص ص. 219-221.

$$V_2 = \frac{\beta_2 - 3}{\sqrt{\frac{24}{T}}}$$

أما بالنسبة للقرار إذا كانت فرضيات العدم $H_0: V_1=0$ و $H_0: V_2=0$ محققة من أجل V_1 و V_2 أقل من أو يساوي 1,96 فإنه يتم قبول فرضية التوزيع الطبيعي للسلسلة.

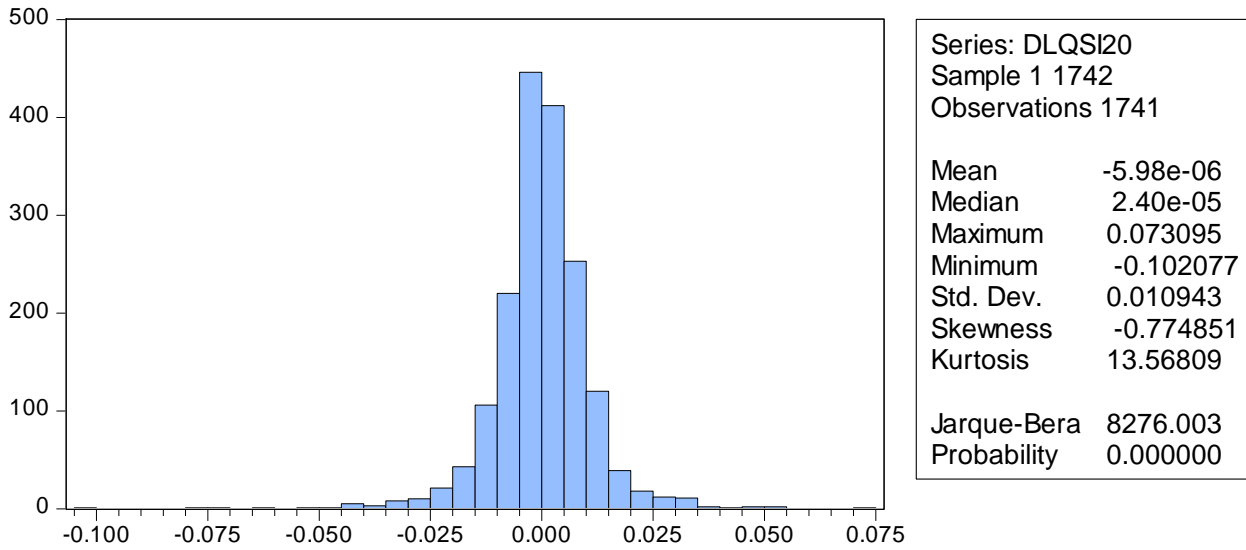
2. اختبار Jarque-Bera

يجمع اختبار Jarque-Bera بين معاملي الاختبارين السابقين، فإذا كانت β_2 , $\beta_1^{1/2}$ تتبعان التوزيع الطبيعي فإن القيمة JB تتبع توزيع χ^2 بدرجة حرية 2 كما يلي:

$$JB = \frac{T}{6}\beta_1 + \frac{T}{24}(\beta_2 - 3)^2 \sim \chi^2_{\alpha}(2)$$

أما بالنسبة للقرار إذا كان $JB > \chi^2_{\alpha}(2)$ يتم رفض فرضية التوزيع الطبيعي للسلسلة بنسبة معنوية α %.
وبتطبيق اختبارات التوزيع الطبيعي السابقة على السلسلة محل الدراسة DLQSI20 بواسطة البرنامج الإحصائي Eviews 9.0 تم الحصول على النتائج الملخصة في الشكل الموالي:

شكل (3-15): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي على السلسلة DLQSI20



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الشكل (3-15) أن السلسلة DLQSI20 لا تتخذ شكل التوزيع الطبيعي، وهذا ما تؤكدته نتائج اختبار التوزيع الطبيعي حيث:

— حسب نتائج اختبار التناظر فإن معامل Skewness $\beta_1^{1/2} = -0,775$ ، وعليه فإن إحصائية V_1 تحسب كالتالي:

$$V_1 = \frac{-0.775 - 0}{\sqrt{\frac{6}{1741}}} = |-13.20| > 1.96$$

بما أن $|V_1| > 1,96$ فإنه يتم رفض فرضية العدم $H_0: V_1=0$ أي أن السلسلة DLQSI20 غير متناظرة.

– حسب نتائج اختبار التفلطح فإن معامل Kurtosis $\beta_2 = 13.568$ ، وعليه فإن إحصائية V_2 تحسب كالتالي:

$$V_2 = \frac{13.568 - 3}{\sqrt{\frac{24}{1741}}} = 90.32 > 1.96$$

بما أن $V_2 > 1.96$ فإنه يتم رفض فرضية التفلطح الطبيعي للسلسلة DLQSI20.

– حسب نتائج اختبار Jarque-Bera فإن $JB = 8276.003$ وهي أكبر تماماً من $\chi^2_{0.05}(2) = 5.99$ ، وعليه يتم رفض فرضية التوزيع الطبيعي عند مستوى معنوية 5%، أي أن السلسلة DLQSI20 لا تتوزع طبيعياً. كخلاصة لاختبارات التوزيع الطبيعي أوضحت النتائج عدم تماثل توزيع عوائد السلسلة والذي جاء ملتويًا نحو اليسار وهو ما توضحه القيمة السالبة لمعامل الالتواء ($Sk = -0.775$)، مما يدل على تركيز نسبة كبيرة من المشاهدات في الجهة اليسرى، أما قيمة معامل التفلطح ($Ku = 13.568$) فهي موجبة وأكبر من 3 أي أن التوزيع من نوع Leptokurtic، بمعنى آخر فإن توزيع سلسلة عوائد المؤشر مدبب الرأس وليس متفلطح، أما قيمة إحصائية JB فقد دعمت نتيجة الاختبارين السابقين وأكدت أن السلسلة DLQSI20 لا تتبع التوزيع الطبيعي خلال فترة الدراسة.

الفرع الثاني: اختبارات الاستقلالية Independence Tests

تعتبر عدم قابلية السلسلة الزمنية للتنبؤ على المدى القصير أو بمعنى آخر استقلالية التغيرات المتتالية للأسعار شرط من شروط فرضية السير العشوائي، فوفقاً لفرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة لا ينبغي أن تكون الأسعار أو حركة العوائد مرتبطة عبر الزمن، ويمكن اختبار ذلك إحصائياً من خلال ما يلي:

1. اختبار BDS

اقترح كل من Brock, Dechert and Scheinkman عام 1987 اختبار غير معلمي يعتمد على تكامل الارتباط، ويعتبر هذا الاختبار أكثر قوة عندما يفوق حجم العينة 1000 مشاهدة، حيث يتم اختبار الفرضية القائلة بأن السلسلة مستقلة ومتماثلة التوزيع ضد فرضية الارتباط الخطي أو غير الخطي، ويمكن القول أن هذا الاختبار يختبر قابلية السلسلة الزمنية للتنبؤ على المدى القصير، أي يدرس طبيعة الصدمات الخارجية التي تطرأ على الأسواق المالية، حيث يعتبر هذا الاختبار أكثر شيوعاً في دراسة السلاسل المالية¹، ويكون القرار حسب هذا الاختبار رفض فرضية العدم التي تفترض استقلالية السلسلة إذا كانت إحصائية BDS أكبر تماماً من القيمة الجدولية للتوزيع الطبيعي Z عند مستوى معنوية $\alpha\%$.

ويتم هذا الاختبار وفق الفرضيتين التاليتين:

– H_0 : سلسلة عوائد المؤشر DLQSI20 مستقلة فيما بينها خلال فترة الدراسة؛

– H_1 : سلسلة عوائد المؤشر DLQSI20 غير مستقلة فيما بينها خلال فترة الدراسة.

¹ لمزيد من التفصيل انظر: محمد شيخي، مرجع سبق ذكره، ص ص 223-224.

وبتطبيق اختبار BDS على السلسلة محل الدراسة DLQSI20 بواسطة البرنامج الاحصائي Eviews 9.0 تم الحصول على النتائج الملخصة في الجدول الموالي:

جدول (3-18): نتائج اختبار BDS على السلسلة DLQSI20

BDS Test for DLQSI20
Date: 08/30/21 Time: 23:05
Sample: 1 1742
Included observations: 1742

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.020229	0.002230	9.071296	0.0000
3	0.039905	0.003550	11.24146	0.0000
4	0.052201	0.004235	12.32745	0.0000
5	0.056588	0.004422	12.79803	0.0000
6	0.056520	0.004272	13.23008	0.0000
7	0.053096	0.003922	13.53742	0.0000
8	0.048277	0.003473	13.90042	0.0000
9	0.043006	0.002994	14.36572	0.0000
10	0.037671	0.002527	14.90678	0.0000
11	0.032698	0.002098	15.58395	0.0000
12	0.028276	0.001719	16.45289	0.0000

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول (3-18) أن قيم Z-Statistic من أجل الأبعاد $D=2, 4, \dots, 12$ ، أكبر تماما من القيمة الجدولية للتوزيع الطبيعي $Z=1.96$ عند مستوى معنوية 5%، وعليه يتم رفض فرضية الاستقلالية مما يدل على وجود ارتباط بين قيم السلسلة DLQSI20 خلال فترة الدراسة حسب هذا الاختبار.

2. اختبار نسبة التباين Variance Ratio Test

يعتبر اختبار نسبة التباين واختصاره VR المقترح من طرف Lo and Mackinlay عام 1988 أكثر قوة مقارنة باختبارات الاستقلالية الأخرى، لذا تم استخدامه بشكل واسع في الدراسات الحديثة التي اختبرت الكفاءة عند المستوى الضعيف، ويقوم هذا الاختبار غير المعلمي على فرضية أن تباين السلسلة الزمنية التي تسير عشوائيا يزيد بصورة خطية مع الزمن، وبالتحديد إذا كانت سلسلة العوائد تتبع السير العشوائي، فإن تباين الفروقات q للسلسلة يجب أن يكون q مرة من تباين فروقاتها الأولى¹، وقد قام Lo and Mackinlay باشتقاق اختبار طبيعي معياري مقارب احصائيا لاختبار معامل التباين، وتوصلا إل أن فرضية عدم لمعامل عدم الارتباط الذاتي يمكن اختبارها من خلال حساب المعايير الاحصائية، وكان النموذج المقدم من طرفهما كما يلي²:

$$z(q) = \frac{VR(q) - 1}{\sigma(q)} \quad \sigma(q) = \left[\frac{2(2q - 1)(q - 1)}{3q(nq)} \right]^2$$

حيث: nq عدد صحيح يدل على إجمالي عدد الملاحظات.

ويتم هذا الاختبار وفق الفرضيتين التاليتين:

— $H_0: VR(q)=1$: سلسلة عوائد المؤشر DLQSI20 تتبع السير العشوائي خلال فترة الدراسة؛

¹ مروان جمعة درويش، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف، مرجع سبق ذكره، ص.99.

² علي حسن، مرجع سبق ذكره، ص.81.

– $H_1: VR(q) \neq 1$: سلسلة عوائد المؤشر DLQSI20 لا تتبع السير العشوائي خلال فترة الدراسة. فإذا تم رفض فرضية السير العشوائي وكانت $VR(q) > 1$ فإن العوائد ستكون ذات ارتباط متسلسل إيجابي، أما إذا كانت $VR(q) < 1$ فإن العوائد ستكون ذات ارتباط متسلسل سلبي.

وبتطبيق اختبار VR على السلسلة محل الدراسة DLQSI20 بواسطة البرنامج الاحصائي Eviews 9.0 تم الحصول على النتائج الملخصة في الجدول الموالي:

جدول (3-19): نتائج اختبار VR على السلسلة DLQSI20

Null Hypothesis: DLQSI20 is a martingale
Date: 08/31/21 Time: 21:48
Sample: 1 1742
Included observations: 1740 (after adjustments)
Heteroskedasticity robust standard error estimates
User-specified lags: 2 4 8 16

Joint Tests		Value	df	Probability
Max z (at period 2)*		8.087986	1740	0.0000
Individual Tests				
Period	Var. Ratio	Std. Error	z-Statistic	Probability
2	0.558358	0.054605	-8.087986	0.0000
4	0.270531	0.097745	-7.463010	0.0000
8	0.144696	0.140437	-6.090303	0.0000
16	0.068157	0.183827	-5.069128	0.0000

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول (3-19) أن جميع قيم VR من أجل الفترات $P=2, 4, 8, 16$ أقل من الواحد الصحيح مما يدل على وجود ارتباط متسلسل سلبي بين عوائد السلسلة، كما أن جميع قيم Z-Statistic بالقيمة المطلقة أكبر تماماً من القيمة الحرجة للتوزيع الطبيعي $Z_t=1.96$ عند مستوى معنوية 5%، وهو ما تؤكد قيمة الاحتمال عند جميع الفترات والتي تساوي 0,00 وهي أقل تماماً من مستوى دلالة 0,05، وعليه يتم رفض فرضية السير العشوائي أي أن عوائد المؤشر المكونة للسلسلة DLQSI20 غير مستقلة فيما بينها حسب هذا الاختبار.

الفرع الثالث: تلخيص النتائج

يمكن تلخيص نتائج اختبارات فرضية السير العشوائي على السلسلة DLQSI20 خلال فترة الدراسة كالآتي:

– أثبتت نتائج اختبارات التوزيع الطبيعي أن السلسلة DLQSI20 غير متناظرة حسب اختبار Skewness وغير متفلطحة طبيعياً حسب اختبار Kurtosis، أما اختبار Jarque-Bera فقد أكد أنها لا تتبع التوزيع الطبيعي؛

– خلصت نتائج الاستقلالية من خلال اختبار BDS أن عوائد السلسلة DLQSI20 غير مستقلة فيما بينها، كما أثبت اختبار VR أن السلسلة محل الدراسة لا تتبع السير العشوائي نتيجة وجود ارتباط سلبي بين قيمها؛

– تشير نتائج الاختبارات السابقة إلى أن السلسلة DLQSI20 لا تتمتع بخصائص التوزيع الطبيعي كما أن قيمها لا تتمتع بالاستقلالية فيما بينها، أي أن سلسلة عوائد المؤشر DLQSI20 لا تتبع في سلوكها نموذج السير العشوائي خلال فترة الدراسة، ويمكن التنبؤ بالعوائد المستقبلية لمؤشر بورصة قطر باستخدام العوائد التاريخية للمؤشر في المدى القصير، وعليه فإن بورصة قطر غير كفؤة عند المستوى الضعيف خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2020.

المبحث الثالث: تقدير القيمة الحقيقية للأسهم المتداولة في بورصة قطر باستخدام نموذج مضاعف الربحية بعد أن تم اختبار كفاءة سوق قطر للأوراق المالية عند المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة، حيث تم التوصل إلى عدم كفاءتها وإمكانية التنبؤ بأسعار الأسهم المتداولة فيها على المدى القصير، سيتم في هذا المبحث تحديد سلوك القيمة السوقية لعينة من الأسهم المتداولة في بورصة قطر وتقييمها باستخدام نموذج مضاعف الربحية (سبق التطرق إليه في الجانب النظري) خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2020، من خلال تقدير قيمتها الحقيقية ومقارنتها مع قيمتها السوقية.

المطلب الأول: توصيف البيانات المستخدمة في تقدير القيمة الحقيقية للأسهم المتداولة في بورصة قطر

بغية تقدير القيمة الحقيقية لعينة من الأسهم المتداولة في بورصة قطر خلال فترة الدراسة تم اعتماد نموذج مضاعف الربحية ل Bates باعتباره أحد نماذج التقييم شائعة الاستخدام من طرف المحللين في بورصة قطر، إضافة إلى توفر البيانات الضرورية لتطبيقه على عينة الدراسة.

الفرع الأول: عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة الخاصة بهذا الجزء في جميع أسهم الشركات المكونة لمؤشر بورصة قطر في آخر تاريخ مراجعة له خلال فترة الدراسة الممتدة من 2014 إلى 2020 والموافق ل 1 أكتوبر 2020 (انظر الملحق 2)، باستثناء أسهم الشركات التي لم تكن مدرجة خلال كامل فترة الدراسة، ويعود السبب وراء اختيار مكونات مؤشر بورصة قطر باعتباره يضم 20 سهم لأكبر الشركات المدرجة من حيث الرسملة السوقية، السيولة، قيمة التداول اليومية ومعدل دوران الأسهم (سبق تحديد منهجية اختيار مكوناته في المبحث الأول من هذا الفصل)، أي أن اعتماد مكوناته (باستثناء أسهم الشركات غير المدرجة خلال كامل فترة الدراسة) كعينة لتقدير قيمتها الحقيقية ومقارنتها مع قيمتها السوقية سيعطي صورة عن مدى كفاءة السوق في تسعير الأسهم المتداولة فيها، وبعد استبعاد أسهم الشركات المكونة للمؤشر التي لم تكن مدرجة خلال فترة الدراسة، تم الحصول على عينة تتكون من أسهم 18 شركة (انظر الملحق 2) تتوزع على كامل قطاعات السوق كالتالي:

جدول (3-20): مكونات عينة الدراسة

القطاع	رمز الشركة	نسبة مساهمة القطاع في العينة %
البنوك والخدمات المالية	QNBK	33,33
	QIBK	
	MARK	
	CBQK	
	QIIK	
	DHBK	
الخدمات والسلع الاستهلاكية	QFLS	5,56
الصناعة	IQCD	22,22
	QEWS	
	MPHC	
	AHCS	
التأمين	QATI	5,56
العقارات	BRES	16,66
	UDCD	
	ERES	

الفصل الثالث: قياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات

5,56	ORDS	الانصالات
11,11	QGTS	النقل
	QNNS	
100	18	المجموع

المصدر: تم إعداده اعتماداً على الملحق 2.

الفرع الثاني: مصادر البيانات

لتقدير القيمة الحقيقية للأسهم عينة الدراسة تم جمع المعطيات اللازمة الخاصة بكل سهم من العينة والمتمثلة في أسعار الافتتاح والإغلاق، توزيعات الأرباح السنوية، ربحية السهم، معدل توزيع الأرباح ومضاعف السعر إلى العائد، إضافة إلى بيانات أسعار الإغلاق السنوية لمؤشر بورصة قطر لجميع سنوات الدراسة الممتدة من 2014 إلى 2020 (انظر الملحق 2) بالاعتماد على:

– التقارير السنوية لبورصة قطر (2014-2020) المتوفرة على الموقع الرسمي للبورصة:

<https://www.qe.com.qa>

– دليل المستثمر السنوي (2014-2020) المتوفر على الموقع الرسمي لبورصة قطر:

<https://www.qe.com.qa>

الفرع الثالث: خطوات الدراسة

سيتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم العينة خلال فترة الدراسة باستخدام نموذج مضاعف الربحية (انظر الفصل الثاني) وفق الصيغة التالية:

$$M = (PER)_n = PER_0 \left(\frac{1+K}{1+g} \right)^n - \frac{q}{0,1} \times \frac{1+g}{g-K} \left[1 - \left(\frac{1+K}{1+g} \right)^n \right] \times 0,1$$

حيث:

M_n : مضاعف الربحية للفترة n ؛

M_0 : مضاعف الربحية للفترة 0 سنة التقييم حيث $M_0 = P/E$ ؛

q : معدل توزيع الأرباح أو نسبة توزيعات الأرباح للسهم إلى ربحيته حيث $q = D/E$ ؛

g : معدل نمو الأرباح؛

K : معدل العائد المطلوب أو معدل الخصم.

وقبل تقدير القيمة الحقيقية يجب حساب جميع متغيرات الصيغة السابقة كما يلي:

يتم حساب معدل نمو الأرباح g للعينة خلال فترة الدراسة وفق الصيغة الآتية:

$$g = \frac{E_n - E_{n-1}}{E_{n-1}}$$

حيث:

E_n : العائد على السهم (الربحية) للفترة n ؛ E_{n-1} : ربحية السهم للفترة السابقة $n-1$.

وبما أن نموذج مضاعف الربحية يفترض ثبات نمو الأرباح من الفترة 0 إلى الفترة n سيتم اعتماد المتوسط الحسابي لمعدل نمو الأرباح لأسهم العينة خلال الفترة (2014-2020) وفق الصيغة التالية¹:

$$\text{Arithmetic Average} = \frac{\sum g}{n}$$

حيث: n عدد المشاهدات التي حصل بها نمو الأرباح.

كما أنه يفترض ثبات معدل توزيع الأرباح q لذا سيتم اعتماد متوسط معدل توزيع الأرباح لأسهم العينة خلال فترة الدراسة وفق الصيغة التالية:

$$\text{Arithmetic Average} = \frac{\sum q}{n}$$

ولحساب معدل العائد المطلوب K (انظر الفصل الثاني) لكل سهم من العينة خلال فترة الدراسة سيتم استخدام الصيغة الموالية:

$$K = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

حيث:

K: معدل العائد المطلوب؛ R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة ويقاس بالعائد على الأوراق الحكومية؛

R_m : معدل العائد للسوق أو محفظة السوق؛ β_i : معامل بيتا للورقة المالية (مقياس المخاطرة المنتظمة).

بما أن معدل العائد الخالي من المخاطرة هو معدل الفائدة على سندات الخزينة الحكومية، سيتم اعتماد معدل السندات الحكومية القطرية فئة 7 سنوات بمعدل 3,25% (تم استخراجها من الموقع الرسمي لبورصة قطر). وسيتم حساب معامل β لكل سهم من العينة خلال فترة الدراسة وفقاً للصيغة الآتية (انظر الفصل الثاني):

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_s \cdot R_m)}{\sigma_m^2} = \frac{r_{sm}\sigma_s\sigma_m}{\sigma_m^2} = \frac{r_{s,m}\sigma_s}{\sigma_m}$$

حيث:

β_i : معامل بيتا للسهم i؛ $\text{Cov}(R_s, R_m)$: التباين المشترك بين عائد السهم وعائد السوق؛

σ_m^2 : تباين معدل عائد السوق؛ r_{sm} : معامل الارتباط بين عائد السهم وعائد السوق؛

σ_s : الانحراف المعياري لعائد السهم؛ σ_m : الانحراف المعياري لعائد السوق.

كما سيتم حساب عائد السهم R_s لعينة الدراسة وعائد السوق R_m خلال فترة الدراسة وفق الصيغتين:

$$R_s = \frac{P_1 - P_0 + D_Y}{P_0}$$

حيث:

P_1 : سعر الإغلاق للسهم في نهاية السنة؛ P_0 : سعر الافتتاح للسهم في بداية السنة؛

D_Y : توزيعات الأرباح السنوية للسهم.

$$R_m = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص.118.

الفصل الثالث: قياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات

P_t : قيمة (سعر الإغلاق) المؤشر نهاية السنة؛ P_{t-1} : قيمة المؤشر بداية السنة (سعر الإغلاق في السنة السابقة).

المطلب الثاني: نتائج الدراسة

يمكن تلخيص نتائج حساب البيانات اللازمة لتقدير القيمة الحقيقية لأسهم العينة خلال فترة الدراسة وفق

صيغة نموذج مضاعف الربحية لـ Bates والمتحصل عليها باستخدام برنامج Excel 2016 في الفروع الموالية:

الفروع الأول: نتائج حساب العوائد السنوية للسوق والأسهم

يمثل الجدول (3-21) العائد السنوي لمؤشر السوق R_m والذي تم حسابه انطلاقاً من أسعار الإغلاق

السنوية لمؤشر بورصة قطر خلال فترة الدراسة كما يلي:

جدول (3-21): العائد السنوي لمؤشر بورصة قطر خلال الفترة (2014-2020)

السنة	قيمة المؤشر في بداية السنة P_{t-1}	قيمة المؤشر في نهاية السنة P_t	عائد مؤشر السوق R_m
2014	10379.59	12285.78	0,1836
2015	12285.78	10429.36	-0,1511
2016	10429.36	10436.76	0,0007
2017	10436.76	8523.38	-0,1833
2018	8523.38	10299.01	0,2083
2019	10299.01	10425.51	0,0123
2020	10425.51	10435.96	0,0010
متوسط عائد السوق خلال الفترة (2014-2020)			0,0102 (1,02%)

المصدر: تم إعداده اعتماداً على التقارير السنوية لبورصة قطر (2014-2020).

تشير النتائج في الجدول السابق إلى أن متوسط العائد السنوي لمؤشر بورصة قطر المحقق خلال فترة الدراسة

قدر بـ 0,0102 نقطة، أي أنه حقق نمو بمعدل 1,02%.

يلخص الجدول الموالي نتائج حساب العائد السنوي لأسهم العينة R_s خلال فترة الدراسة كما يلي:

جدول (3-22): العائد السنوي لأسهم عينة الدراسة خلال الفترة (2014-2020)

السهم	العائد السنوي للسهم R_s							متوسط عائد السهم لكل السنوات
	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	
QNBK	0,27399	-0,16589	-0,03312	-0,19012	0,59524	0,08672	-0,10611	0,06582
QIBK	0,53165	0,08138	0,02500	-0,01829	0,61872	0,04276	0,14820	0,20421
IQCD	0,04415	-0,31302	0,10455	-0,12821	0,43928	-0,20000	0,09162	0,00548
MARK	0,46805	-0,11374	0,06024	0,06999	0,15709	0,01551	0,18987	0,12100
QFLS	-0,25158	-0,22614	0,03322	-0,24097	0,72097	0,43030	-0,15905	0,04382
CBKQ	0,01839	-0,27982	-0,28571	-0,05079	0,42972	0,26943	-0,05263	0,00694
QIIK	0,40492	-0,16196	0,04375	-0,06390	0,28425	0,52753	-0,03182	0,14325
QEWS	0,08939	0,17533	0,10042	-0,18886	0,07208	-0,07764	0,15356	0,04633
QGTS	0,19537	0,06496	0,04467	-0,25652	0,19583	0,39106	0,36515	0,14293
MPHC	-0,38800	-0,31864	-0,13820	-0,15939	0,25635	0,76712	-0,15847	-0,0199
QATI	0,40847	-0,07143	0,01889	-0,36675	-0,2808	-0,07799	-0,25253	-0,0889

الفصل الثالث: قياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات

-0,0213	0,08368	-0,02201	-0,1470	-0,07507	0,43071	-0,35537	-0,06437	ORDS
0,10358	0,00313	-0,06030	0,34209	0,05023	-0,09950	0,00957	0,47987	BRES
0,02270	0,12171	0,06153	0,09072	-0,24638	0,07882	-0,05640	0,10893	UDCD
0,06381	0,20407	-0,02662	0,24792	-0,34102	0,05426	0,03842	0,26965	QNNS
-0,0610	-0,04055	0,13047	-0,1857	-0,09742	-0,13961	-0,15929	0,06529	DHBK
0,17046	1,88780	-0,51765	0,06481	-0,20526	-0,02376	0,08609	-0,09882	ERES
-0,0331	0,10086	-0,03507	0,05475	-0,36642	0,01643	-0,08142	0,07933	AHCS

المصدر: تم إعداده اعتماداً على الملحق 2 باستخدام برنامج Excel 2016.

يتضح من الجدول السابق أن نسبة 72,22% من أسهم العينة قد حققت عوائد سنوية موجبة خلال فترة

الدراسة، أما باقي الأسهم (MPHC، QATI، ORDS، DHBK و AHCS) كانت عوائدها سالبة.

الفرع الثاني: نتائج حساب معامل بيتا ومعامل العائد المطلوب للأسهم

يمكن تلخيص نتائج حساب معامل بيتا ومعامل العائد المطلوب لأسهم العينة خلال فترة الدراسة، والتي تم

الحصول عليها من خلال تطبيق صيغ حسابها سابقة الذكر باستخدام برنامج Excel 2016 في الجدولين

المولين:

جدول (3-23): نتائج حساب معامل بيتا لأسهم العينة خلال الفترة (2014-2020)

معامل بيتا β_s	تباين عائد السوق $\sigma^2 R_m$	التباين المشترك Covariance(R_s, R_m)	السهم
1,73	0,01899	0,0329	QNBK
1,53		0,0291	QIBK
1,26		0,0240	IQCD
0,86		0,0164	MARK
1,39		0,0263	QFLS
1,11		0,0210	CBKQ
1,25		0,0237	QIHK
0,27		0,0051	QEWS
0,82		0,0156	QGTS
0,53		0,0100	MPHC
0,75		0,0142	QATI
0,20		0,0038	ORDS
1,06		0,0201	BRES
0,69		0,0131	UDCD
1,15		0,0219	QNNS
0,16		0,0030	DHBK
0,02		0,0005	ERES
0,81		0,0154	AHCS

المصدر: تم إعداده اعتماداً على معطيات الجدول (3-21) و(3-22) باستخدام برنامج Excel 2016.

تشير النتائج في الجدول السابق إلى أن معامل بيتا أكبر من الواحد الصحيح بإشارة موجبة بالنسبة لأسهم

شركات قطاع البنوك والخدمات المالية المكونة للعينة خلال فترة الدراسة باستثناء سهمي MARK و DHBK،

الفصل الثالث: قياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات

إضافة لأسهم شركات QFLS، IQCD، BRES و QNNS، وتدلل هذه النتائج على أن أسهم الشركات سابقة الذكر والتي تمثل 44,44% من عينة الدراسة هي أسهم هجومية لأن عوائدها تتحرك في اتجاه السوق (إشارة موجبة) بمعدل أكبر من معدل التغير في عائد السوق، بمعنى آخر عوائد هذه الأسهم أكثر تقلبا من عائد السوق صعودا ونزولا في نفس الاتجاه، ومخاطرتها أكبر من مخاطرة السوق.

أيضا تشير النتائج في الجدول السابق إلى أن معامل بيتا لباقي أسهم الشركات والتي تمثل 55,56% من عينة الدراسة أقل من الواحد الصحيح بإشارة موجبة، وتدلل هذه النتائج على أنها أسهم دفاعية لأن عوائدها تتحرك في اتجاه السوق (إشارة موجبة) بمعدل أقل من معدل التغير في عائد السوق، بمعنى آخر عوائد هذه الأسهم أقل تأثرا بتقلب عائد السوق صعودا ونزولا في نفس الاتجاه، ومخاطرتها أقل من مخاطرة السوق.

جدول (3-24): نتائج حساب معدل العائد المطلوب لأسهم العينة خلال الفترة (2014-2020)

السهم	معامل بيتا للسهم β_s	عائد السوق خلال فترة الدراسة R_m	معدل العائد الخالي من المخاطر R_{fr}	معدل العائد المطلوب للسهم K
QNBK	1,73	0,0102	0,0325	-0,0061
QIBK	1,53			-0,0016
IQCD	1,26			0,0044
MARK	0,86			0,0133
QFLS	1,39			0,0015
CBKQ	1,11			0,0077
QIKK	1,25			0,0046
QEWS	0,27			0,0265
QGTS	0,82			0,0142
MPHC	0,53			0,0207
QATI	0,75			0,0158
ORDS	0,20			0,0280
BRES	1,06			0,0089
UDCD	0,69			0,0171
QNNS	1,15			0,0069
DHBK	0,16			0,0289
ERES	0,02			0,0321
AHCS	0,81			0,0144

المصدر: تم إعداده اعتمادا على معطيات الجدول (3-21) و(3-23) باستخدام برنامج Excel 2016.

يتضح من الجدول السابق أن معظم أسهم العينة كانت عوائدها المحققة (انظر الجدول 3-22) أكبر من معدل العائد المطلوب مما يدل على جاذبية تلك الأسهم للاستثمار، كما تبين أن معدل العائد المطلوب لكل من QNBK و QIBK سالب الأمر الذي يعتبر غير منطقي لا سيما أن السهمين حققا عوائد موجبة خلال فترة الدراسة، بينما حققت بعض الأسهم عوائد أقل من معدل عوائدها المطلوب والمتمثلة في: CBKQ, MPHS, QATI, ORDS, QNNS, AHCS.

الفرع الثالث: نتائج حساب مضاعف الربحية ل Bates

تم الحصول على مضاعف الربحية لكل سهم من العينة خلال فترة الدراسة بتطبيق الصيغة الرياضية التالية:

$$M = (PER)_{2020} = PER_{2014} \left(\frac{1+K}{1+g} \right)^6 - \frac{q}{0,1} \times \frac{1+g}{g-K} \left[1 - \left(\frac{1+K}{1+g} \right)^6 \right] \times 0,1$$

K: معدل العائد المطلوب أو معدل الخصم بالنسبة لكل سهم وتم حسابه في الجدول (3-24)؛

g: متوسط معدل نمو الأرباح لكل سهم خلال فترة الدراسة وهو ثابت (انظر الملحق 2)؛

q: متوسط معدل توزيع الأرباح لكل سهم خلال فترة الدراسة وهو ثابت (انظر الملحق 2)؛

n: عدد سنوات الدراسة باعتبار سنة 2014 السنة 0.

وقد تم تلخيص النتائج في الجدول الموالي:

جدول (3-25): نتائج حساب مضاعف الربحية لأسهم العينة خلال الفترة (2014-2020)

مضاعف الربحية بالقيمة السوقية في نهاية الفترة (2020)	مضاعف الربحية بالقيمة الحقيقية في نهاية الفترة (2020)	$q(1+g)/0,1(g-K)[1-(1+K/1+g)^6].0,1$	$1-(1+K/1+g)^6$	$q(1+g)/0,1(g-K)$	$(1+K/1+g)^6$	السهم
13,72	13,20	2,228	-0,083	-268,948	1,083	QNBK
13,16	5,54	2,174	0,488	44,507	0,512	QIBK
32,94	28,08	6,978	-1,187	-58,788	2,187	IQCD
15,62	12,34	4,136	0,005	8024,014	0,995	MARK
26,31	18,54	4,923	-0,540	-91,078	1,540	QFLS
13,75	4,17	2,061	0,424	48,617	0,576	CBKQ
14,60	9,47	4,018	0,100	399,783	0,900	QIKK
17,00	16,45	4,006	-0,518	-77,413	1,518	QEWS
15,14	8,24	3,451	0,190	181,313	0,810	QGTS
51,18	50,66	7,786	-1,832	-42,505	2,832	MPHC
78,73	82,39	7,684	-5,203	-14,768	6,203	QATI
21,49	33,64	4,542	-1,053	-43,142	2,053	ORDS
10,97	8,00	3,693	-0,991	-37,260	1,991	BRES
27,58	30,28	6,771	-1,780	-38,049	2,780	UDCD
141,86	35,93	18,234	-3,987	-45,730	4,987	QNNS
10,29	23,38	5,341	-2,302	-23,205	3,302	DHBK
177,60	87,07	3,339	-2,091	-15,969	3,091	ERES
42,75	53,44	9,021	-2,948	-30,599	3,948	AHCS

المصدر: تم إعداده اعتماداً على الملحق 2 ومعطيات الجدول (3-24) باستخدام برنامج Excel 2016.

الفصل الثالث: قياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات

تشير نتائج الجدول السابق إلى أن مضاعف الربحية بالقيمة الحقيقية المحسوب أقل من مضاعف الربحية بالقيمة السوقية بالنسبة لـ 13 سهم من عينة الدراسة، أما باقي الأسهم والمتمثلة في: QATI, ORDS, UDCD, DHBK, AHCS أشارت القيم الحقيقية لمضاعف ربحيتها بأنها أكبر من القيم السوقية لهذا الأخير.

الفرع الرابع: نتائج تقدير القيمة الحقيقية للأسهم

بعد أن تم حساب مضاعف الربحية لسنة 2020 (نهاية فترة الدراسة) لأسهم العينة، يمكن استخراج القيمة الحقيقية لها انطلاقاً من صيغة مضاعف الربحية والمتمثلة في:

$$M_{2020} = \frac{V}{E_{2020}}$$

حيث:

M_{2020} : مضاعف ربحية السهم المقدر بالقيمة الحقيقية لسنة 2020 وفق نموذج Bates؛
 V : القيمة السوقية الحقيقية (العادلة) للسهم سنة 2020؛ E_{2020} : ربحية السهم الفعلية سنة 2020.
 ويمكن تلخيص النتائج في الجدول التالي:

جدول (3-26): نتائج تقدير القيمة الحقيقية لأسهم العينة خلال سنة 2020

السهم	ربحية السهم (ريال قطري) E	مضاعف الربحية بالقيمة الحقيقية في نهاية الفترة	القيمة الحقيقية للسهم (ريال قطري) V
QNBK	13,00	13,20	171,63
QIBK	13,00	5,54	72,05
IQCD	3,30	28,08	92,66
MARK	2,90	12,34	35,78
QFLS	7,10	18,54	131,63
CBKQ	3,20	4,17	13,35
QIHK	6,20	9,47	58,69
QEWS	10,50	16,45	172,72
QGTS	2,10	8,24	17,31
MPHC	0,40	50,66	20,26
QATI	0,30	82,39	24,72
ORDS	3,50	33,64	117,74
BRES	3,10	8,00	24,79
UDCD	0,60	30,28	18,17
QNNS	0,50	35,93	17,96
DHBK	2,30	23,38	53,78
ERES	0,10	87,07	8,71
AHCS	0,20	53,44	10,69

المصدر: تم إعداده اعتماداً على الملحق 2 ومعطيات الجدول (3-25) باستخدام برنامج Excel 2016.

بعد أن تم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم العينة خلال سنة 2020 وفق نموذج Bates، سيتم مقارنتها مع القيمة السوقية لكل سهم خلال نفس الفترة والحكم عليها: إن كانت مسعرة بالقيمة السوقية العادلة أو ذو تسعير

الفصل الثالث: قياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات

مضخم (القيمة السوقية أكبر من القيمة الحقيقية) أو ذو تسعير مخفض (القيمة السوقية أقل من القيمة الحقيقية)، ومن ثم تحديد فجوة القيمة أي مدى انحراف القيمتين السوقية والحقيقية عن بعضهما، كما يبينه الجدول الموالي:

جدول (3-27): نتائج مقارنة القيمة الحقيقية لأسهم العينة مع قيمتها السوقية خلال سنة 2020

السهم	القيمة الحقيقية للسهم نهاية فترة الدراسة (2020/12/31)	القيمة السوقية للسهم نهاية فترة الدراسة (سعر الإغلاق في 2020/12/31)	نتيجة التقييم	فجوة القيمة (ريال قطري)
QNBK	171,63	178,30	تسعير مضخم	6,67
QIBK	72,05	171,10	تسعير مضخم	99,05
IQCD	92,66	108,70	تسعير مضخم	16,04
MARK	35,78	45,30	تسعير مضخم	9,52
QFLS	131,63	186,80	تسعير مضخم	55,17
CBKQ	13,35	44,00	تسعير مضخم	30,65
QIHK	58,69	90,52	تسعير مضخم	31,83
QEWS	172,72	178,50	تسعير مضخم	5,78
QGTS	17,31	31,80	تسعير مضخم	14,49
MPHC	20,26	20,47	تسعير مضخم	0,21
QATI	24,72	23,62	تسعير مخفض	-1,10
ORDS	117,74	75,20	تسعير مخفض	-42,54
BRES	24,79	34,01	تسعير مضخم	9,22
UDCD	18,17	16,55	تسعير مخفض	-1,62
QNNS	17,96	70,93	تسعير مضخم	52,97
DHBK	53,78	23,67	تسعير مخفض	-30,11
ERES	8,71	17,76	تسعير مضخم	9,05
AHCS	10,69	8,55	تسعير مخفض	-2,14

المصدر: تم إعداده اعتماداً على الملحق 2 ومعطيات الجدول (3-26).

تشير النتائج المبينة في الجدول السابق إلى انحراف القيمة السوقية لجميع الأسهم عن قيمتها الحقيقية بدرجات متفاوتة سواء نحو الأعلى أو الأسفل، حيث اتضح أن القيمة الحقيقية لـ 13 سهم من العينة أقل من قيمتها السوقية أي أنها مسعرة بأكبر مما يجب، وهو ما توضحه فجوة القيمة بين القيمة الحقيقية والسوقية للسهم ذات الإشارة الموجبة، وتشير هذه الوضعية إلى أنها فرصة مربحة بالنسبة للشركة قد تدفعها إلى إصدار أسهم جديدة، أما بالنسبة للمستثمر فسيقبل على بيع هذه الأسهم إن كانت في حوزته لتجنب خسائر محتملة عند انخفاض قيمتها السوقية مستقبلاً، أما بقية الأسهم والمتمثلة في: QATI, ORDS, UDCD, DHBK, فهي مسعرة بأقل مما يجب ذلك لكون قيمتها الحقيقية أكبر من قيمتها السوقية وهو ما توضحه فجوة القيمة بين القيمة الحقيقية والسوقية للسهم ذات الإشارة السالبة، وتشير هذه الوضعية إلى أنها فرصة استثمارية

لتحقيق مكاسب بالنسبة للمستثمر الذي يرغب في الشراء، أما الشركة فلن تقبل على إصدار أسهم جديدة ويمكن أن تعيد شراء أسهمها لتقليص الخسائر المحتملة.

المطلب الثالث: تلخيص النتائج

يمكن تلخيص النتائج التي تم التوصل إليها من خلال تقدير القيمة الحقيقية لعينة من الأسهم خلال فترة الدراسة، وذلك بالاعتماد على نموذج مضاعف الربحية لـ Bates كالاتي:

– قدر متوسط العائد السنوي لمؤشر بورصة قطر المحقق خلال فترة الدراسة بـ 1,02%؛
– حققت نسبة 72,22% من أسهم العينة عوائد سنوية موجبة خلال فترة الدراسة، أما باقي الأسهم والمتمثلة في: MPHC، QATI، ORDS، DHBK و AHCS كانت عوائدها سالبة؛

– بينت نتائج حساب معامل بيتا أن 44,44% من عينة الدراسة هي أسهم هجومية لأن عوائدها تتحرك في اتجاه السوق (إشارة موجبة) بمعدل أكبر من معدل التغير في عائد السوق، أي أن عوائدها أكثر تقلبا من عائد السوق صعودا ونزولا في نفس الاتجاه ومخاطرتها أكبر من مخاطرة السوق، أما باقي الأسهم والتي تمثل 55,56% من عينة الدراسة هي أسهم دفاعية لأن عوائدها تتحرك في اتجاه السوق (إشارة موجبة) بمعدل أقل من معدل التغير في عائد السوق، وعليه فإن عوائدها أقل تأثرا بتقلبات عائد السوق صعودا ونزولا في نفس الاتجاه ومخاطرتها أقل من مخاطرة السوق؛

– معظم أسهم العينة كانت عوائدها المحققة أكبر من معدل العائد المطلوب مما يدل على جاذبية تلك الأسهم للاستثمار، بينما حققت بعض الأسهم عوائد أقل من معدل عائد المطلوب والمتمثلة في: CBKQ, MPHS, QATI, ORDS, QNNS, AHCS؛

– مضاعف الربحية بالقيمة الحقيقية المحسوب أقل من مضاعف الربحية بالقيمة السوقية بالنسبة لـ 13 سهم من عينة الدراسة، أما باقي الأسهم والمتمثلة في: QATI, ORDS, UDCD, DHBK, AHCS فقد أشارت القيم الحقيقية لمضاعف ربحيتها بأنها أكبر من القيمة السوقية لهذا الأخير؛

– بينت نتائج تقدير القيمة الحقيقية لأسهم العينة أن هناك فجوة بين هذه الأخيرة والقيمة السوقية لجميع الأسهم، وكان التسعير إما مضحما أو مخفضا، أي انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية، ويدل ذلك على إمكانية المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية ناتجة عن التسعير الخاطئ للأسهم (الفرق بين القيمة الحقيقية للسهم وقيمه السوقية)، ويعكس ما سبق ضعف كفاءة التسعير في بورصة قطر ويمكن إرجاعها إلى عدم كفاءة بورصة قطر عند المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة التي تم التوصل إليها في المبحث السابق.

المبحث الرابع: الدراسة القياسية لأثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات يهدف هذا المبحث إلى اقتراح نموذج لقياس واختبار أثر بعض مؤشرات أداء السوق التي تعكس كفاءة السوق الناشئة القطرية للأوراق المالية والمتمثلة في معدل رسملة السوق، معدل حجم التداول ومعدل دوران الأسهم على القيمة السوقية لعينة من أسهم الشركات المتداولة في بورصة قطر والمتمثلة في أسعار إغلاق الأسهم خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2020، وستعتمد هذه الدراسة على جانبيين من التحليل هما التحليل الوصفي لمغريات الدراسة والتحليل الإحصائي القياسي للنموذج.

ولتحقيق هدف الدراسة القياسية سيتم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب، حيث سيهتم المطلب الأول بتوصيف منهجية الدراسة من خلال تقديم عينة الدراسة وتحديد مصادر البيانات، التعريف بمتغيرات الدراسة إضافة إلى عرض المنهجية المستخدمة، أما المطلب الثاني سيتم فيه قياس وتحليل أثر كفاءة بورصة قطر على القيمة السوقية لأسهم عينة الدراسة، فيما سيتم تخصيص المطلب الثالث لتلخيص نتائج الدراسة القياسية.

المطلب الأول: توصيف منهجية الدراسة القياسية

قبل الشروع في تقدير النموذج القياسي واختباره سيتم أولاً توصيف منهجية الدراسة كالاتي:

الفرع الأول: عينة الدراسة ومصادر البيانات

يهتم هذا الفرع بتقديم عينة الدراسة وتحديد مصادر البيانات كما يلي:

1. عينة الدراسة

يشمل مجتمع الدراسة جميع الشركات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة (2014-2020) والتي بلغ متوسط عددها 45 شركة (سبق التطرق إلى تطور عدد الشركات في بورصة قطر خلال فترة الدراسة)، وتمثل عينة الدراسة في أكبر 10 شركات من حيث عدد أسهمها المتداولة (حجم التداول) في بورصة قطر خلال نفس الفترة والتي حققت الشروط التالية:

– الشركات التي لم يتم إيقاف التداول في أسهمها خلال فترة الدراسة؛

– الشركات التي لم يتم دمجها أو تحويل ملكيتها خلال فترة الدراسة؛

– الشركات التي لم يتم إدراجها حديثاً في بورصة قطر خلال فترة الدراسة.

وبعد ترتيب الشركات من حيث حجم التداول واستبعاد الشركات التي لم تستوفي الشروط السابقة خلال الفترة (2014-2020)، تم الحصول على عينة الدراسة والتي بلغ عدد أسهمها المتداولة 48,53% من إجمالي حجم التداول في السوق (انظر الملحق 3) موزعة على 6 قطاعات، ويلخص الجدول الموالي توزيع العينة على قطاعات بورصة قطر كما يلي:

جدول (3-28): توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات

القطاع	عدد شركات العينة حسب كل قطاع	نسبة مساهمة القطاع في العينة %
البنوك والخدمات المالية	2	20
الخدمات والسلع الاستهلاكية	1	10
الصناعة	1	10
العقارات	4	40
الاتصالات	1	10
النقل	1	10
المجموع	10	100

المصدر: تم إعداده اعتماداً على الملحق (3).

2. مصادر البيانات

بعد تحديد عينة الدراسة تم تجميع البيانات الضرورية لإجراء الدراسة القياسية، حيث تم الحصول على أسعار إغلاق أسهم الشركات المكونة للعينة (بيانات شهرية) لحساب متوسط أسعار الإغلاق الربع سنوية، إضافة إلى البيانات الربع سنوية الخاصة بالسوق (الناتج المحلي الإجمالي، رسملة السوق والقيمة المتداولة للأسهم) والضرورية لحساب المتغيرات المستقلة للدراسة خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2020 بالاعتماد على:

– البيانات التاريخية الشهرية لكل سهم من العينة من جانفي 2014 إلى ديسمبر 2020 المتوفرة على الموقع:

<https://sa.investing.com>

– المنشورات الفصلية الصادرة عن وزارة التخطيط التنموي والإحصاء لدولة قطر: نافذة على الإحصاءات الاقتصادية لدولة قطر (2014-2020) المتوفرة على الموقع:

<https://www.psa.gov.qa/ar/Pages/default.aspx>

– النشرات الفصلية الصادرة عن صندوق النقد العربي: أداء أسواق الأوراق المالية العربية (2014-2020) المتوفرة على الموقع:

<https://www.amf.org.ae/ar>

– التقارير السنوية لبورصة قطر (2014-2020) المتوفرة على الموقع الرسمي للبورصة:

<https://www.qe.com.qa>

الفرع الثاني: تحديد متغيرات الدراسة

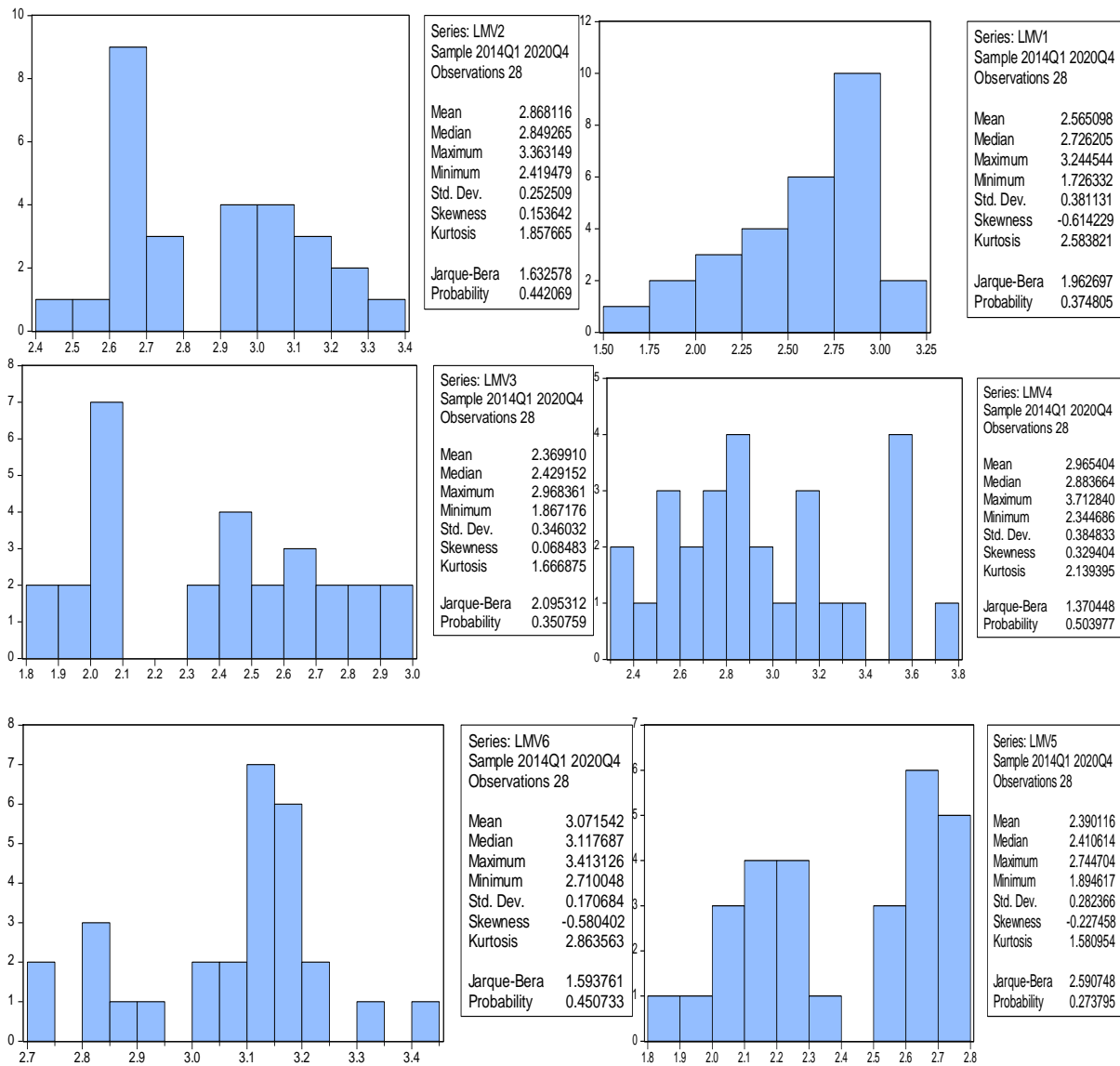
تم الاعتماد في هذه الدراسة على مجموعة من المؤشرات كمتغيرات مستقلة تعكس كفاءة السوق المالية القطرية من أجل قياس أثر هذه الأخيرة على القيمة السوقية والمعبر عنها بسعر الإغلاق (المتغير التابع) لعينة من الأسهم المتداولة في بورصة قطر، وذلك من خلال استخدام بيانات ربع سنوية خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2020، وسيتم التفصيل فيها كما يلي:

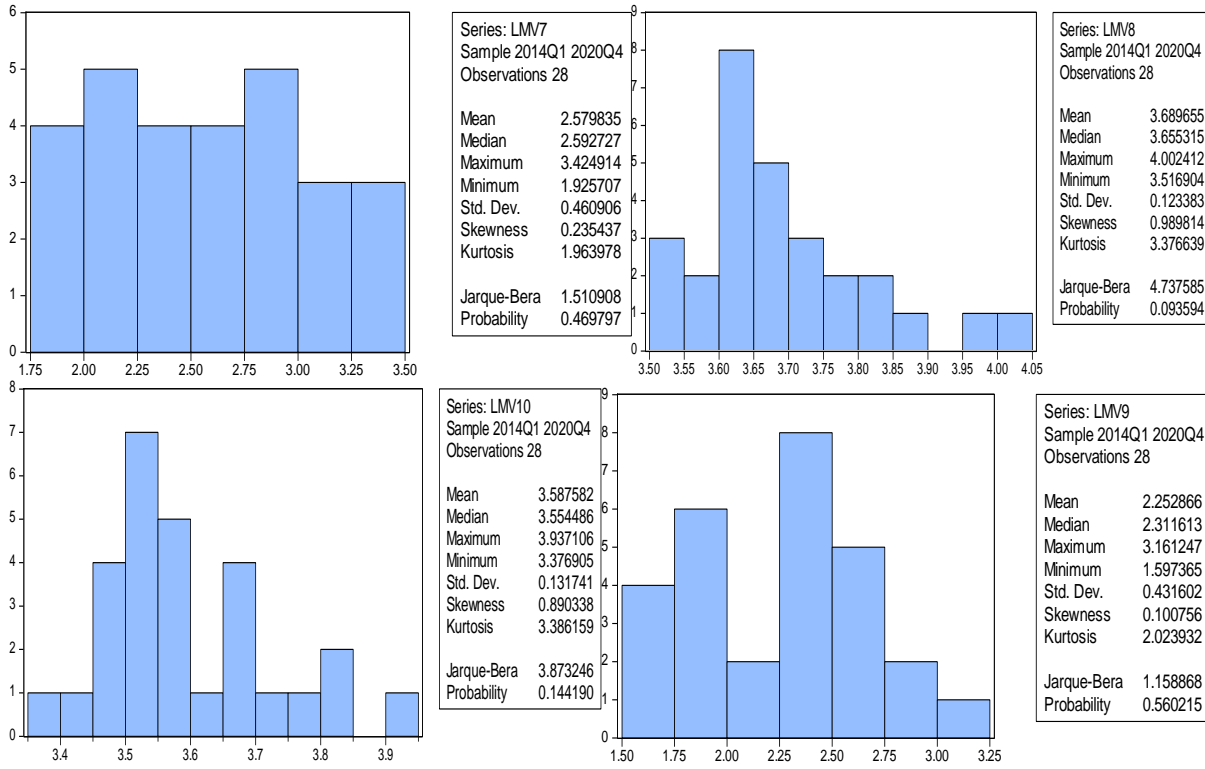
1. المتغير التابع

– القيمة السوقية **MV**: يتمثل المتغير التابع لنموذج الدراسة القياسية في القيمة السوقية للسهم Market Value Per Share (MV) معبرا عنها بسعر إغلاق كل سهم من عينة الدراسة، ويعتبر سعر الإغلاق كمقياس لتتبع الأداء الكلي للسهم حيث يمكن المستثمر من تكوين صورة أولية عن قيمته في السوق، وقد تم اعتماد أسعار الإغلاق الربع سنوية (متوسط سعر الإغلاق لـ 3 أشهر) لأسهم عينة الدراسة المتداولة في بورصة قطر خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2020 (انظر الملحق 3).

وقد أظهرت نتائج التحليل الوصفي لأسعار الإغلاق ($MV_1, MV_2, \dots, MV_{10}$) الموافقة لكل سهم من العينة على الترتيب (وفق البرنامج الإحصائي Eviews 9.0)، أن جميع المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي ولها الخصائص الإحصائية الملخصة في الشكل الموالي:

شكل (3-16): الخصائص الإحصائية لمتغير القيمة السوقية خلال الفترة (2020-2014)



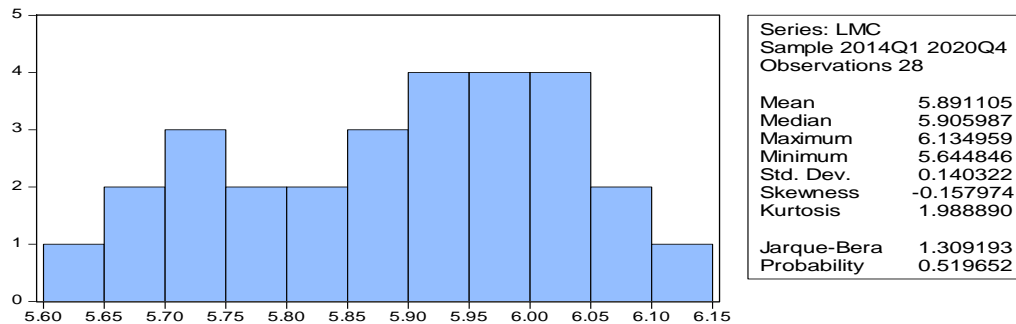


المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

2. المتغيرات المستقلة

– **معدل رسملة السوق MC**: يتمثل أحد المتغيرات المستقلة لنموذج الدراسة القياسية في معدل رسملة السوق **Market Capitalization Ratio (MC)** (سبق تعريفه في الفصل الأول)، وهو أحد مؤشرات حجم السوق الذي يعبر عن قدرة السوق على حشد رأس المال وتنوع المخاطر، حيث تم الحصول عليه من خلال قسمة إجمالي القيمة السوقية الربع سنوي لبورصة قطر على إجمالي الناتج المحلي الربع سنوي لدولة قطر (انظر الملحق 3)، وقد تم اعتماده كمؤشر يعكس كفاءة بورصة قطر وتطورها خلال فترة الدراسة بغية معرفة مدى تأثيره على القيمة السوقية لأسهم العينة، وقد أظهر التحليل الوصفي لبيانات هذا المتغير أنها تتوزع طبيعياً ولها الخصائص التالية:

شكل (3-17): الخصائص الاحصائية لمتغير معدل رسملة السوق خلال الفترة (2014-2020)

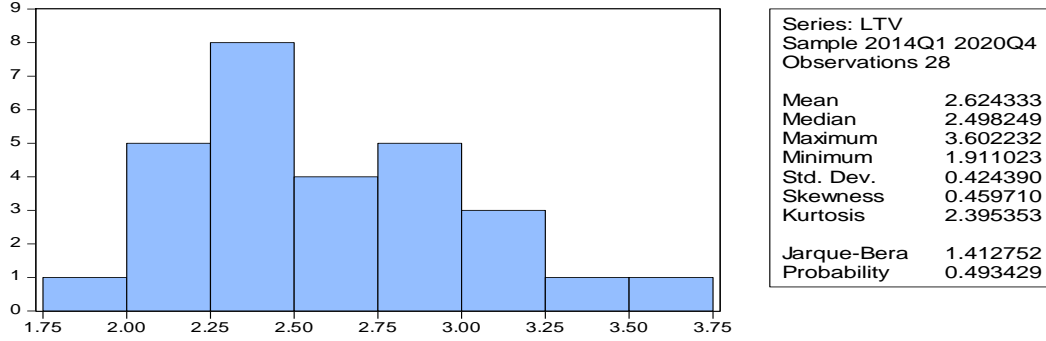


المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

– **معدل حجم التداول TV**: تم اقتراح معدل حجم التداول **Traded Value Ratio (TV)** كمتغير مستقل ثاني لنموذج الدراسة القياسية يعبر عن حجم السيولة في بورصة قطر خلال فترة الدراسة، حيث تم الحصول عليه بقسمة إجمالي القيمة المتداولة للأسهم الربع سنوي على الناتج المحلي الإجمالي الربع سنوي لدولة قطر

(انظر الملحق 3)، وقد تم اعتماده باعتباره مؤشرا يعكس كفاءة بورصة قطر خلال فترة الدراسة بغية تحديد مدى تأثيره على القيمة السوقية لأسهم العينة، وقد اتضح من خلال التحليل الوصفي لبيانات هذا المتغير أنها تتوزع طبيعياً، ويلخص الشكل الموالي خصائصه الاحصائية خلال فترة الدراسة كما يلي:

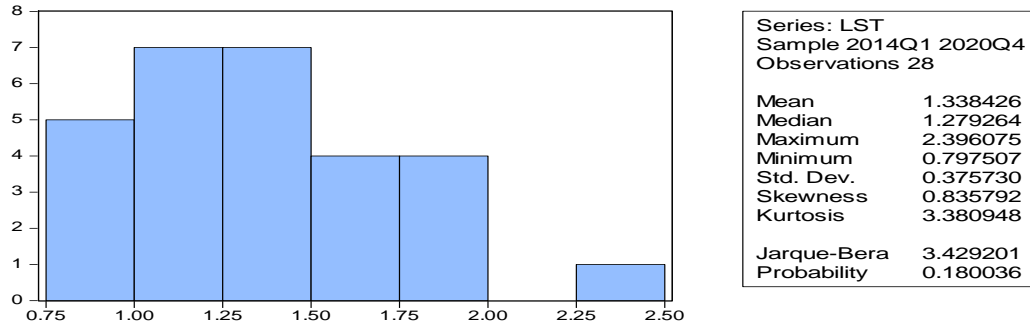
شكل (3-18): الخصائص الاحصائية لمتغير معدل التداول خلال الفترة (2014-2020)



المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

– **معدل دوران الأسهم ST**: يتمثل المتغير المستقل الثالث لنموذج الدراسة القياسية في معدل دوران الأسهم **Stock Turnover Ratio (ST)**، ويعبر هو الآخر عن حجم السيولة في السوق ويقاس بحجم المعاملات مقارنة بحجم السوق، حيث تم الحصول عليه من خلال قسمة إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة الربع سنوي على إجمالي القيمة السوقية الربع سنوي لبورصة قطر (انظر الملحق 3)، وقد تم اعتماده باعتباره مؤشر يعكس كفاءة بورصة قطر خلال فترة الدراسة بغية تحديد مدى تأثيره على القيمة السوقية لأسهم العينة، وقد اتضح من خلال التحليل الوصفي لبيانات هذا المتغير أنها تتبع التوزيع الطبيعي، وتتصف بالخصائص الاحصائية التالية:

شكل (3-19): الخصائص الاحصائية لمتغير معدل دوران الأسهم خلال الفترة (2014-2020)



المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

الفرع الثالث: تقديم المنهجية المستخدمة

من أجل قياس أثر المتغيرات المستقلة والتي سبق تحديدها على المتغير التابع للدراسة تم اتباع المنهجية الآتية:

1. صياغة نموذج الدراسة القياسية

لقياس أثر كل من معدل رسملة السوق، معدل التداول ومعدل دوران الأسهم على سعر الإغلاق لكل

سهم من عينة الدراسة، تمت صياغة النماذج وفق الصيغة اللوغاريتمية كما يلي:

$$LMV_1 = c + b_1 LMC + b_2 LTV + b_3 LST$$

$$LMV_2 = c + b_1 LMC + b_2 LTV + b_3 LST$$

$$LMV_3 = c + b_1 LMC + b_2 LTV + b_3 LST$$

$$\begin{aligned} LMV_4 &= c + b_1 LMC + b_2 LTV + b_3 LST \\ LMV_5 &= c + b_1 LMC + b_2 LTV + b_3 LST \\ LMV_6 &= c + b_1 LMC + b_2 LTV + b_3 LST \\ LMV_7 &= c + b_1 LMC + b_2 LTV + b_3 LST \\ LMV_8 &= c + b_1 LMC + b_2 LTV + b_3 LST \\ LMV_9 &= c + b_1 LMC + b_2 LTV + b_3 LST \\ LMV_{10} &= c + b_1 LMC + b_2 LTV + b_3 LST \end{aligned}$$

حيث:

$MV_1, MV_2, \dots, MV_{10}$: سعر إغلاق كل سهم من العينة على الترتيب؛

MC: معدل ربحية السوق؛

TV: معدل حجم التداول؛

ST: معدل دوران الأسهم؛

c: ثابت؛

b_1, b_2, b_3 : معاملات؛

L: اللوغاريتم النبيري.

وسيتم إجراء الاختبارات المولية على النماذج السابقة بغية تحديد أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

2. اختبارات جذر الوحدة Unit Root Tests

تهدف اختبارات جذر الوحدة إلى فحص خواص السلسلة الزمنية لكل متغير من متغيرات نموذج الدراسة خلال الفترة الزمنية للملاحظات، والتأكد من مدى استقراريتها وتحديد درجة تكامل كل متغير على حدى، وتعتبر هذه الخطوة أساسية في الدراسة كونها تجنب الباحث الوقوع في مشكلة الانحراف الزائف أو المضلل الناتج عن استخدام متغيرات غير مستقرة، والذي ينجم عنه علاقة غير حقيقية وزائفة بين تلك المتغيرات.

فإذا كانت السلسلة الأصلية مستقرة في قيمها الأصلية يقال إنها متكاملة من الرتبة صفر $I(0)$ ، أي أنها لا تحتوي على جذر وحدوي، وإذا استقرت السلسلة بعد إجراء الفرق الأول فإن السلسلة الأصلية تكون متكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$ ، أما إذا كانت السلسلة مستقرة بعد إجراء الفرق الثانية (الفرق للفرق الأولى)، فإن سلسلة الفرق الأولى تكون متكاملة من الرتبة الثانية $I(2)$ وهكذا، ومن بين أهم الاختبارات المستخدمة لفحص وجود جذر الوحدة اختبار ديكي فولر المطور (ADF) واختبار فيليبس وبيرون (PP)، وقد سبق التطرق إليهما في المبحث الثاني من هذا الفصل.

3. اختبار التكامل المشترك Cointegration Test

يعرف التكامل المشترك بأنه تصاحب بين سلسلتين زمنيتين أو أكثر، بحيث تؤدي التقلبات في إحداها إلى إلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتهما ثابتة عبر الزمن، بعبارة أخرى بيانات السلاسل الزمنية قد تكون غير مستقرة إذا أخذت كل سلسلة وحدها ولكنها تكون مستقرة كمجموعة، وعليه فإن التكامل المشترك هو التعبير الإحصائي لعلاقة التوازن طويلة الأجل، بحيث إذا اتصف متغيرين بخاصية التكامل المشترك

فيشير ذلك إلى أن العلاقة بينهما تكون متجهة لوضع التوازن في الأجل الطويل، بالرغم من إمكانية وجود انحراف عن هذا الاتجاه في الأجل القصير¹. ومن أهم النماذج المستخدمة لاختبار التكامل المشترك نموذج أنجل جرانجر ونموذج جوهانسن، وفي هذه الدراسة سيتم اعتماد اختبار جوهانسن للتكامل المشترك Johansen Cointegration Test كونه يتناسب مع العينات صغيرة الحجم، وكذلك يتناسب مع حالة وجود أكثر من متغيرين، والأهم من ذلك أن هذا الاختبار يكشف عن ما إذا كان هناك تكامل مشترك فريد، أي يتحقق التكامل المشترك فقط في حالة انحدار المتغير التابع على المتغيرات المستقلة، وهذا له أهميته في نظرية التكامل المشترك التي تشير إلى أنه في حالة عدم وجود تكامل مشترك فريد، فإن العلاقة التوازنية بين المتغيرات تظل مثارا للشك والتساؤل، ولتحديد عدد متجهات التكامل المشترك يقترح جوهانسن اختبار احصائيتين هما²:

– اختبار الأثر **Trace Test**: يختبر فرضية عدم القائلة بأن عدد متجهات التكامل المشترك الفريدة يقل عن أو يساوي العدد q مقابل الفرض البديل $(q=r)$ ، ويحسب بالصيغة الآتية:

$$\lambda_{\text{Trace}} = -T \sum_{i=r+1}^p \ln(1 - \lambda_i)$$

حيث: $(\lambda_{r+1}, \dots, \lambda_n)$ تمثل أقل المتجهات الكامنة، وتشير فرضية عدم أن عدد متجهات التكامل المشترك الكامنة يساوي أو يقل عن r .

– اختبار القيمة الكامنة العظمى **Maximum Eigenvalue**: يختبر فرضية عدم القائلة بأن هناك r متجه للتكامل المشترك مقابل الفرض البديل بوجود $r+1$ متجه للتكامل المشترك، ويحسب وفق الصيغة الآتية:

$$\lambda_{\max}(r, r + 1) = -T \ln(1 - \lambda_{r+1})$$

4. تقدير معلمات نموذج تصحيح الخطأ ECM Estimation

بعد إثبات وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة بمعنى وجود علاقة توازنية على المدى الطويل، يبدأ التفكير في صياغة نموذج تصحيح الخطأ **Vector Error Correction**، وقبل عرض هذا النموذج لابد من الإشارة إلى إمكانية وجود عدم توازن في المدى القصير، وعليه يمكن التعامل مع مقدار الخطأ كأنه خطأ التوازن بحيث يمكن استخدام مقدار الخطأ لربط السلوك في المدى القصير للمتغير التابع مع قيمته في المدى البعيد³، ولربط ما سبق مع أسلوب تصحيح الخطأ لابد من الإشارة إلى أن أول من استخدم هذا الأخير هو سارقون Sargon ثم طوره بعد ذلك كل من أنجل وجرانجر Engel & Granger عندما استخدماه في تصحيح التوازن وفق نظرية

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2005، ص.671.

² عابد بن عابد العبدلي، محددات الطلب على واردات المملكة العربية السعودية في إطار التكامل المشترك وتصحيح الخطأ، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، العدد 32، جامعة الأزهر، القاهرة، مصر، 2007، ص.24، من الموقع:

https://drive.uqu.edu.sa/_/aaabdali/files/my%20papers/determinants%20of%20import%20function.pdf

³ دامودار جيجارتي، مرجع سبق ذكره، ص.1061.

مهمة تعرف بنظرية التمثيل ل Granger، والتي تنص على أنه إذا كان يوجد تكامل مشترك بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة فإنه يمكن التعبير عن هذه العلاقة بنموذج تصحيح الخطأ Vec¹.

وفي هذه الدراسة سيعبر نموذج تصحيح الخطأ مثل ما ذكر سابقاً عن العلاقة طويلة الأجل التي تحتوي على متغيرات ذات فجوة زمنية، وكذا العلاقة قصيرة الأجل بإدخال فروق السلاسل الزمنية التي تعبر عن التغير بين القيم من فترة إلى أخرى، وتصاغ نماذج تصحيح الخطأ للمتغيرات التابعة كالاتي:

$$\begin{aligned}\Delta LMV_1 &= c + b_1\Delta LMC + b_2\Delta LTV + b_3\Delta LST + b_4\Delta U_{t-1} + E_t \\ \Delta LMV_2 &= c + b_1\Delta LMC + b_2\Delta LTV + b_3\Delta LST + b_4\Delta U_{t-1} + E_t \\ \Delta LMV_3 &= c + b_1\Delta LMC + b_2\Delta LTV + b_3\Delta LST + b_4\Delta U_{t-1} + E_t \\ \Delta LMV_4 &= c + b_1\Delta LMC + b_2\Delta LTV + b_3\Delta LST + b_4\Delta U_{t-1} + E_t \\ \Delta LMV_5 &= c + b_1\Delta LMC + b_2\Delta LTV + b_3\Delta LST + b_4\Delta U_{t-1} + E_t \\ \Delta LMV_6 &= c + b_1\Delta LMC + b_2\Delta LTV + b_3\Delta LST + b_4\Delta U_{t-1} + E_t \\ \Delta LMV_7 &= c + b_1\Delta LMC + b_2\Delta LTV + b_3\Delta LST + b_4\Delta U_{t-1} + E_t \\ \Delta LMV_8 &= c + b_1\Delta LMC + b_2\Delta LTV + b_3\Delta LST + b_4\Delta U_{t-1} + E_t \\ \Delta LMV_9 &= c + b_1\Delta LMC + b_2\Delta LTV + b_3\Delta LST + b_4\Delta U_{t-1} + E_t \\ \Delta LMV_{10} &= c + b_1\Delta LMC + b_2\Delta LTV + b_3\Delta LST + b_4\Delta U_{t-1} + E_t\end{aligned}$$

حيث:

U_{t-1} : قيم الإبطاء للفترة الواحدة للخطأ عن انحدار التكامل المشترك.

5. اختبار السببية لجرانجر Granger Causality Test

أوضح Granger عام 1987 كيفية إدخال طريقة جرانجر التقليدية لاختبار السببية عند استخدام نموذج تصحيح الخطأ ECM، وبناء عليه إذا أشار اختبار التكامل المشترك إلى وجود علاقة بين متغيرين في الأجل الطويل فإن هناك على الأقل علاقة سببية باتجاه واحد، ويمكن تحديد اتجاه العلاقة عن طريق استخدام نموذج تصحيح الخطأ المشتق من التكامل المشترك، كما يتيح نموذج تصحيح الخطأ ECM التمييز بين المدى الطويل والمدى القصير، حيث يشير اختبار F لمتغيرات الفرق الأول التباطؤية إلى السببية في المدى القصير، فيما يشير معامل تصحيح الخطأ إلى السببية في المدى الطويل².

ولكن قبل تحديد العلاقة السببية بين المتغيرين يجب تحديد عدد الفجوات الزمنية P المناسب لنموذج VAR(P)، ذلك لأن عدد أقل من P يؤدي إلى خطأ في التوصيف كما أن عدد أكبر من P يؤدي إلى عدم استغلال كامل معلومات السلسلة الزمنية كما ينقص من درجات الحرية، ويتم تحديد عدد الفجوات الزمنية بالاعتماد على عدة معايير أهمها: Schwarz, Akaike, Hannan Quinn، ويتطلب اختبار Granger استخدام المتغيرات في صيغتها المستقرة، ذلك لأن غياب صفة الاستقرار قد يجعل الانحدار المقدر زائفاً، فارتفاع

¹ عبد الحميد حفيظ، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأوراق المالية الأردنية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.256.

² عاطف عيسى بطارسة، العلاقة السببية القائمة بين النقود الإنتاج والأسعار في الأردن خلال الفترة (1970-2013)، المجلة العربية للإدارة، المجلد 37، العدد 2، مصر، 2017، ص.50، من الموقع:

https://aja.journals.ekb.eg/article_17538_78c63449d529e9d448a3db899e8aaf9c.pdf

قيمة معامل التحديد R^2 والمعنوية الاحصائية قد تقترن بارتباط ذاتي متسلسل، حيث قد تؤثر بعض الظروف على جميع المتغيرات لتجعلها تتغير باتجاه واحد مع انعدام العلاقة الحقيقية فيما بينها¹.

في هذه الدراسة عند اختبار فيما إذا كان المتغير MC مثلاً يسبب المتغير MV فإن فرضية العدم تنص أن MC لا يسبب MV مقابل الفرضية البديلة MC يسبب MV ، وإذا كان عدد فترات التباطؤ الزمني هو K فإنه يتم إجراء هذا الاختبار وفق انحدارين هما²:

– الانحدار غير المقيد: يشمل MV_t كمتغير تابع وقيمتها في فترات التباطؤ الزمني، بالإضافة إلى المتغير MC مثلاً في نفس فترات التباطؤ الزمني كمتغير مستقل كما هو مبين في المعادلة الآتية:

$$MV_t = \sum_{i=0}^K \alpha MV_{t-1} + \sum_{i=0}^K \beta MC_{t-1} + \varepsilon_{it}$$

– الانحدار المقيد: وفق المعادلة التالية:

$$MV_t = \sum_{i=0}^K \alpha MV_{t-1} + \varepsilon_{it}$$

ثم يتم مقارنة قيمة F المحسوبة مع قيمة F الجدولية عند مستوى معين، فإذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من الجدولية فإنه يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

المطلب الثاني: اختبار أثر كفاءة بورصة قطر على القيمة السوقية لعينة من أسهم الشركات

بعد أن تم تحديد منهجية الدراسة سيتم في هذا المطلب تطبيق هذه الأخيرة على النموذج المقترح بغية قياس أثر المتغيرات المستقلة والمتمثلة في معدل رسملة السوق، معدل حجم التداول ومعدل دوران الأسهم على المتغير التابع والمتمثل في أسعار إغلاق كل سهم من العينة على الترتيب، وفق النقاط التالية:

الفرع الأول: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة والتكامل المشترك بينها

سيتم اختبار استقرارية متغيرات نموذج الدراسة والتكامل المشترك بينها وفق المنهجية المذكورة سابقاً كالآتي:

1. اختبار الاستقرارية

من أجل اختبار استقرارية المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لكل سهم من عينة الدراسة، تم استخدام اختبار ديكي فولر المطور واختبار فيليبس وبيرون بالاعتماد على البرنامج الاحصائي Eviews 9.0 كما يلي:

1.1 اختبار ديكي فولر المطور **ADF Test**: يقوم هذا الاختبار على فحص استقرارية متغيرات النموذج عبر الزمن من خلال اختبار فرضية ما إذا كانت المتغيرات تحتوي على جذر الوحدة أم لا، ليتم اتخاذ الفروق الأولى في حالة عدم استقرارها عند المستوى، وكما تم الإشارة إليه عند صياغة النموذج تم اتخاذ لوغاريتم المتغيرات المستقلة

¹ شفيق عريش وآخرون، اختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد 5، جامعة تشرين، اللاذقية، سوريا، 2011، ص.82، من الموقع:

<http://journal.tishreen.edu.sy/index.php/econlaw/article/view/7778/7518>

² عبد الحميد حفيظ، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأوراق المالية الأردنية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.257.

الفصل الثالث: قياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات

والمتمثلة في: LMC، LTV، LST وكذا لوغاريتم المتغير التابع لكل سهم من العينة على الترتيب والمتمثل في: LMV1، LMV2، ...، LMV10. وقبل تطبيق اختبار ADF على جميع المتغيرات تم تحديد درجة التأخير المثلى لكل منها (عدد فترات الإبطاء) وفق معيار Schwarz (SC) (انظر الملحق 4)، وقد تم الحصول على النتائج الملخصة في الجدول الموالي:

جدول (3-29): نتائج اختبار ADF على متغيرات الدراسة

الفرق الأول			المستوى				
المتغير	درجة التأخير	احصائية ADF	القيمة الحرجة عند 5%	قيمة الاحتمال	درجة التأخير	احصائية ADF	القيمة الحرجة عند 5%
LMV1	6	-4,523969	-2,981038	0,0915	5	-4,523969	-3,004861
LMV2	12	-	-3,081002	0,0000	-	-	-
LMV3	11	-	-3,052169	0,0040	-	-	-
LMV4	1	-5,357101	-2,981038	0,4068	0	-5,357101	-2,981038
LMV5	1	-7,135238	-2,976263	0,7091	12	-7,135238	-3,081002
LMV6	3	-4,636737	-2,976263	0,8455	0	-4,636737	-2,981038
LMV7	1	-3,754165	-2,976263	0,3437	0	-3,754165	-2,981038
LMV8	0	-6,192569	-2,976263	0,2453	0	-6,192569	-2,981038
LMV9	2	-4,097747	-2,976263	0,6204	0	-4,097747	-2,981038
LMV10	0	-5,423978	-2,976263	0,3298	0	-5,423978	-2,981038
LMC	12	-5,844584	-3,081002	0,1169	0	-5,844584	-2,981038
LTV	12	-6,443377	-3,081002	1,0000	12	-6,443377	-2,981038
LST	11	-4,036116	-3,052169	0,3522	11	-4,036116	-2,991878

المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0 (انظر الملحق 4).

تشير نتائج اختبار ADF الملخصة في الجدول السابق أن جميع المتغيرات غير مستقرة عند المستوى باستثناء سعر إغلاق السهم الثاني من العينة LMV2 وسعر إغلاق السهم الثالث من العينة LMV3، ويتضح ذلك من خلال القيم المحسوبة لإحصائية ADF بالقيمة المطلقة وهي أقل تماماً من القيم الحرجة لتوزيع Mackinnon عند مستوى معنوية 5% بالقيمة المطلقة، وهو ما يؤكد قيم الاحتمال لتلك المتغيرات وهي أكبر تماماً من مستوى الدلالة 0,05، كما تشير النتائج أنه بعد إجراء اختبار ADF على الفروق الأولى لتلك المتغيرات أصبحت مستقرة عند الفرق الأول، ذلك لكون القيم المحسوبة لإحصائية ADF بالقيمة المطلقة أكبر تماماً من القيم الحرجة لتوزيع Mackinnon عند مستوى معنوية 5%، وهو ما يؤكد قيم الاحتمال لتلك المتغيرات وهي أقل تماماً من مستوى الدلالة 0,05، وعليه يتم رفض الفرضية العدمية التي تقتضي بوجود جذر الوحدة عند مستوى معنوية 5%، وبما أن هذه المتغيرات أظهرت أنها مستقرة الفرق الأول، إضافة إلى المتغيرين LMV2 و LMV3 التي أظهرت أنها مستقرة المستوى مما يعني أنها ستكون أيضاً مستقرة الفرق الأول، فهذا يعني أن جميع متغيرات الدراسة متكاملة من الدرجة الأولى I(1) وفق اختبار ADF.

2.1. اختبار فيليبس ويرون **PP Test**: يقوم هذا الاختبار أيضا بفحص استقرارية متغيرات نموذج الدراسة مع مرور الزمن، وبتطبيقه على السلاسل الزمنية للمتغيرات تم الحصول على النتائج المدونة في الجدول الآتي:

جدول (3-30): نتائج اختبار **PP** على متغيرات الدراسة

الفرق الأول			المستوى			المتغير
قيمة الاحتمال	القيمة الحرجة عند 5%	احصائية PP	قيمة الاحتمال	القيمة الحرجة عند 5%	احصائية PP	
0,0030	2,981038-	4,218385-	0,5097	2,976263-	1,517479-	LMV1
0.0001	2,981038-	5,557579-	0,7207	2,976263-	1,048523-	LMV2
0,0043	2,981038-	4,072021-	0,6363	2,976263-	1,252434-	LMV3
0,0001	2,981038-	5,660881-	0,8465	2,976263-	0,635147-	LMV4
0,0003	2,981038-	5,121647-	0,7044	2,976263-	1,090918-	LMV5
0,0009	2,981038-	4,726832-	0,7124	2,976263-	1,070463-	LMV6
0,0086	2,981038-	3,777960-	0,3437	2,976263-	1,863085-	LMV7
0,0000	2,981038-	6,193045-	0,2453	2,976263-	2,102299-	LMV8
0,0052	2,981038-	3,991697-	0,5268	2,976263-	1,482786-	LMV9
0,0002	2,981038-	5,428076-	0,2504	2,976263-	2,088646-	LMV10
0.0001	2,981038-	5,844584-	0,3831	2,976263-	1,777358-	LMC
0,0000	2,981038-	6,653220-	0,2682	2,976263-	2.042236-	LTV
0,0000	2,981038-	7,395313-	0,1323	2,976263-	2,475366-	LST

المصدر: تم إعداده اعتمادا على مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0 (انظر الملحق 4).

تشير نتائج اختبار **PP** الملخصة في الجدول السابق أن جميع المتغيرات غير مستقرة عند المستوى، ويتضح ذلك من خلال القيم المحسوبة لإحصائية **PP** بالقيمة المطلقة وهي أقل تماما من القيم الحرجة لتوزيع **Mackinnon** عند مستوى معنوية 5%، وهو ما تؤكد قيم الاحتمال لتلك المتغيرات وهي أكبر تماما من مستوى الدلالة 0,05، كما تشير النتائج أنه بعد إجراء اختبار **PP** على الفروق الأولى لتلك المتغيرات أصبحت مستقرة عند الفرق الأول، ذلك لكون القيم المحسوبة لإحصائية **PP** بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيم الحرجة لتوزيع **Mackinnon** عند مستوى معنوية 5%، وهو ما تؤكد قيم الاحتمال لتلك المتغيرات وهي أقل تماما من مستوى الدلالة 0,05، وعليه يتم رفض الفرضية العدمية التي تقتضي بوجود جذر الوحدة عند مستوى معنوية 5%، وبما أن هذه المتغيرات أظهرت أنها مستقرة الفرق الأول فهذا يعني أن جميع متغيرات الدراسة متكاملة من الدرجة الأولى **I(1)** وفق اختبار **PP**، وهو ما يتوافق مع نتيجة اختبار **ADF**.

2. اختبار جوهانسن للتكامل المشترك

بعد أن تم إثبات أن جميع متغيرات الدراسة مستقرة ومتكاملة من الدرجة الأولى **I(1)** وفق اختبارات جذر الوحدة السابقة، تم فحص التكامل المشترك وفق منهجية جوهانسن بين المتغير التابع لكل سهم على حده والمتغيرات المستقلة، وقد تم الحصول على النتائج الملخصة في الجداول الآتية:

جدول (3-31): نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين LMV1 والمتغيرات المستقلة

Date: 10/30/21 Time: 10:06
 Sample (adjusted): 2014Q3 2020Q4
 Included observations: 26 after adjustments
 Trend assumption: No deterministic trend
 Series: LMV1 LMC LTV LST
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.510543	32.52786	40.17493	0.2368
At most 1	0.321347	13.95193	24.27596	0.5412
At most 2	0.137671	3.873149	12.32090	0.7291
At most 3	0.000849	0.022078	4.129906	0.9033

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.510543	18.57593	24.15921	0.2381
At most 1	0.321347	10.07878	17.79730	0.4769
At most 2	0.137671	3.851071	11.22480	0.6522
At most 3	0.000849	0.022078	4.129906	0.9033

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0 (انظر الملحق 4).

تشير نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك الملخصة في الجدول (3-31) إلى قبول فرضية العدم H_0 بعدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات عند مستوى معنوية 5%، ذلك لكون القيم الاحتمالية حسب الاختبارين (الأثر والقيمة الكامنة العظمى) أكبر تماماً من مستوى الدلالة 0,05، مما يدل على عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين LMV1، LMC، LTV و LST.

جدول (3-32): نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين LMV2 والمتغيرات المستقلة

Date: 10/30/21 Time: 10:32
 Sample (adjusted): 2014Q4 2020Q4
 Included observations: 25 after adjustments
 Trend assumption: Quadratic deterministic trend
 Series: LMV2 LMC LTV LST
 Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.829151	61.50492	55.24578	0.0127
At most 1	0.355257	17.33053	35.01090	0.8566
At most 2	0.193578	6.357958	18.39771	0.8398
At most 3	0.038413	0.979261	3.841466	0.3224

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.829151	44.17439	30.81507	0.0007
At most 1	0.355257	10.97257	24.25202	0.8433
At most 2	0.193578	5.378697	17.14769	0.8727
At most 3	0.038413	0.979261	3.841466	0.3224

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0 (انظر الملحق 4).

تشير نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك الملخصة في الجدول (3-32) إلى رفض فرضية العدم H_0 بعدم وجود تكامل مشترك عند مستوى معنوية 5% وقبول الفرضية البديلة التي تقضي بوجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج، ذلك لكون القيمة الاحتمالية حسب الاختبارين (الأثر والقيمة الكامنة العظمى) أقل تماماً من مستوى الدلالة 0,05، مما يدل على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين LMV2، LMC، LTV و LST، كما تشير إلى وجود علاقة سببية بينها، ويمكن صياغة المتجه التكاملية الأول الذي تم الحصول عليه (انظر الملحق 4) كما يلي:

$$LMV2 = 0,8821LMC + 2,8140LTV + 1,9228LST$$

وتبين نتائج المتجه التكاملية الأول أن LMV2 يتأثر إيجاباً بمعدل رسملة السوق LMC، ومعدل حجم

التداول LTV، ومعدل دوران الاسهم LST، ويتضح ذلك من خلال الإشارة الموجبة لمعاملات المتجه.

جدول (3-3): نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين LMV3 والمتغيرات المستقلة

Date: 10/30/21 Time: 11:04
 Sample (adjusted): 2014Q4 2020Q4
 Included observations: 25 after adjustments
 Trend assumption: Quadratic deterministic trend
 Series: LMV3 LMC LTV LST
 Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.695932	59.90837	55.24578	0.0184
At most 1	0.564668	30.14576	35.01090	0.1510
At most 2	0.232374	9.354611	18.39771	0.5441
At most 3	0.103925	2.743286	3.841466	0.0977

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.695932	29.76261	30.81507	0.0669
At most 1	0.564668	20.79115	24.25202	0.1345
At most 2	0.232374	6.611325	17.14769	0.7547
At most 3	0.103925	2.743286	3.841466	0.0977

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0 (انظر الملحق 4).

تشير نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك الملخصة في الجدول (3-3) إلى رفض فرضية العدم H_0 بعدم وجود تكامل مشترك عند مستوى معنوية 5% وقبول الفرضية البديلة التي تقضي بوجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج، ذلك لكون القيمة الاحتمالية حسب اختبار الأثر أقل تماماً من مستوى الدلالة 0,05، مما يدل على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين LMV3، LMC، LTV وLST، كما تشير إلى وجود علاقة سببية بينها، ويمكن صياغة المتجه التكاملية الأول الذي تم الحصول عليه (لنظر الملحق 4) كما يلي:

$$LMV3 = 0,1523LMC + 0,2744LTV + 0,1198LST$$

وتبين نتائج المتجه التكاملية الأول أن سعر إغلاق السهم الثالث من العينة LMV3 يتأثر إيجاباً بمعدل رسيمة السوق LMC، ومعدل حجم التداول LTV، ومعدل دوران الاسهم LST، ويتضح ذلك من خلال الإشارة الموجبة لمعاملات المتجه.

جدول (3-34): نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين LMV4 والمتغيرات المستقلة

Date: 10/30/21 Time: 14:12
 Sample (adjusted): 2014Q3 2020Q4
 Included observations: 26 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend (restricted)
 Series: LMV4 LMC LTV LST
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.640865	60.90352	63.87610	0.0867
At most 1	0.478236	34.27805	42.91525	0.2759
At most 2	0.417360	17.36399	25.87211	0.3883
At most 3	0.119848	3.319180	12.51798	0.8366

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.640865	26.62547	32.11832	0.2021
At most 1	0.478236	16.91406	25.82321	0.4650
At most 2	0.417360	14.04481	19.38704	0.2512
At most 3	0.119848	3.319180	12.51798	0.8366

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0 (انظر الملحق 4).

تشير نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك الملخصة في الجدول (3-34) إلى قبول فرضية العدم H_0 بعدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات عند مستوى معنوية 5%، ذلك لكون القيم الاحتمالية حسب الاختبارين (الأثر والقيمة الكامنة العظمى) أكبر تماماً من مستوى الدلالة 0,05، مما يدل على عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين LMV4، LMC، LTV وLST.

كما تشير النتائج الملخصة في الجدول (3-35) إلى قبول فرضية العدم H_0 بعدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات عند مستوى معنوية 5%، ذلك لكون القيم الاحتمالية حسب الاختبارين (الأثر والقيمة الكامنة العظمى) أكبر تماماً من مستوى الدلالة 0,05، مما يدل على عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين LMV5، LMC، LTV وLST.

جدول (3-35): نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين LMV5 والمتغيرات المستقلة

Date: 10/30/21 Time: 17:53
 Sample (adjusted): 2014Q3 2020Q4
 Included observations: 26 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend (restricted)
 Series: LMV5 LMC LTV LST
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.623789	54.79482	63.87610	0.2286
At most 1	0.457905	29.37710	42.91525	0.5393
At most 2	0.323102	13.45692	25.87211	0.7020
At most 3	0.119565	3.310830	12.51798	0.8377

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.623789	25.41772	32.11832	0.2627
At most 1	0.457905	15.92019	25.82321	0.5518
At most 2	0.323102	10.14609	19.38704	0.6032
At most 3	0.119565	3.310830	12.51798	0.8377

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0 (انظر الملحق 4).

أيضا تشير النتائج الملخصة في الجدول الموالي إلى قبول فرضية العدم H_0 بعدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات عند مستوى معنوية 5%، ذلك لكون القيم الاحتمالية حسب الاختبارين (الأثر والقيمة الكامنة العظمى) أكبر تماما من مستوى الدلالة 0,05، مما يدل على عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين LMV6، LMC، LTV وLST.

جدول (3-36): نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين LMV6 والمتغيرات المستقلة

Date: 10/30/21 Time: 18:00
 Sample (adjusted): 2014Q3 2020Q4
 Included observations: 26 after adjustments
 Trend assumption: No deterministic trend
 Series: LMV6 LMC LTV LST
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.476033	29.01516	40.17493	0.4076
At most 1	0.335268	12.21069	24.27596	0.6880
At most 2	0.058826	1.593047	12.32090	0.9762
At most 3	0.000644	0.016738	4.129906	0.9158

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.476033	16.80447	24.15921	0.3572
At most 1	0.335268	10.61764	17.79730	0.4222
At most 2	0.058826	1.576308	11.22480	0.9622
At most 3	0.000644	0.016738	4.129906	0.9158

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0 (انظر الملحق 4).

جدول (3-37): نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين LMV7 والمتغيرات المستقلة

Date: 10/30/21 Time: 18:14
Sample (adjusted): 2014Q3 2020Q4
Included observations: 26 after adjustments
Trend assumption: Quadratic deterministic trend
Series: LMV7 LMC LTV LST
Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.625712	48.86867	55.24578	0.1617
At most 1	0.449346	23.31773	35.01090	0.4881
At most 2	0.240824	7.804873	18.39771	0.7028
At most 3	0.024364	0.641312	3.841466	0.4232

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.625712	25.55094	30.81507	0.1923
At most 1	0.449346	15.51286	24.25202	0.4537
At most 2	0.240824	7.163561	17.14769	0.6951
At most 3	0.024364	0.641312	3.841466	0.4232

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0 (انظر الملحق 4).

تشير النتائج الملخصة في الجدول (3-37) إلى قبول فرضية العدم H_0 بعدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات عند مستوى معنوية 5%، ذلك لكون القيم الاحتمالية حسب الاختبارين (الأثر والقيمة الكامنة العظمى) أكبر تماماً من مستوى الدلالة 0,05، مما يدل على عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين LMV7، LMC، LTV وLST.

جدول (3-38): نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين LMV8 والمتغيرات المستقلة

Date: 10/30/21 Time: 18:31
 Sample (adjusted): 2014Q4 2020Q4
 Included observations: 25 after adjustments
 Trend assumption: Quadratic deterministic trend
 Series: LMV8 LMC LTV LST
 Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.664844	55.48312	55.24578	0.0476
At most 1	0.526692	28.15413	35.01090	0.2237
At most 2	0.290792	9.453919	18.39771	0.5341
At most 3	0.033961	0.863767	3.841466	0.3527

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.664844	27.32899	30.81507	0.1259
At most 1	0.526692	18.70021	24.25202	0.2287
At most 2	0.290792	8.590152	17.14769	0.5388
At most 3	0.033961	0.863767	3.841466	0.3527

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0 (انظر الملحق 4).

تشير نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك المبينة في الجدول (3-38) إلى رفض فرضية العدم H_0 بعدم وجود تكامل مشترك عند مستوى معنوية 5% وقبول الفرضية البديلة التي تقضي بوجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج، ذلك لكون القيمة الاحتمالية حسب اختبار الأثر أقل تماماً من مستوى الدلالة 0,05، مما يدل على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين LMV8، LMC، LTV وLST، كما تشير إلى وجود علاقة سببية بينها، ويمكن صياغة المتجه التكاملية الأول الذي تم الحصول عليه (انظر الملحق 4) كما يلي:

$$LMV8 = 0,3250LMC + 1,1187LTV + 0,7896LST$$

وتبين نتائج المتجه التكاملية الأول أن سعر إغلاق السهم الثامن من العينة LMV8 يتأثر إيجاباً بمعدل رصمة السوق LMC، ومعدل حجم التداول LTV، ومعدل دوران الاسهم LST، ويتضح ذلك من خلال الإشارة الموجبة لمعاملات المتجه.

جدول (3-39): نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين LMV9 والمتغيرات المستقلة

Date: 10/30/21 Time: 18:43
 Sample (adjusted): 2014Q3 2020Q4
 Included observations: 26 after adjustments
 Trend assumption: No deterministic trend
 Series: LMV9 LMC LTV LST
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.504456	31.75752	40.17493	0.2695
At most 1	0.309575	13.50297	24.27596	0.5789
At most 2	0.138321	3.871326	12.32090	0.7294
At most 3	2.48E-05	0.000644	4.129906	0.9874

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.504456	18.25455	24.15921	0.2573
At most 1	0.309575	9.631644	17.79730	0.5247
At most 2	0.138321	3.870681	11.22480	0.6491
At most 3	2.48E-05	0.000644	4.129906	0.9874

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0 (انظر الملحق 4).

تشير النتائج الملخصة في الجدول (3-39) إلى قبول فرضية العدم H_0 بعدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات عند مستوى معنوية 5%، ذلك لكون القيم الاحتمالية حسب الاختبارين (الأثر والقيمة الكامنة العظمى) أكبر تماماً من مستوى الدلالة 0,05، مما يدل على عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين LMV9، LMC، LTV وLST.

جدول (3-40): نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين LMV10 والمتغيرات المستقلة

Date: 10/30/21 Time: 18:49
 Sample (adjusted): 2014Q4 2020Q4
 Included observations: 25 after adjustments
 Trend assumption: Quadratic deterministic trend
 Series: LMV10 LMC LTV LST
 Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.734662	70.79067	55.24578	0.0012
At most 1 *	0.595004	37.62192	35.01090	0.0257
At most 2	0.435553	15.02497	18.39771	0.1393
At most 3	0.028672	0.727272	3.841466	0.3938

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.734662	33.16875	30.81507	0.0253
At most 1	0.595004	22.59694	24.25202	0.0815
At most 2	0.435553	14.29770	17.14769	0.1240
At most 3	0.028672	0.727272	3.841466	0.3938

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0 (انظر الملحق 4).

- تشير نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك الملخصة في الجدول (3 40) إلى رفض فرضية العدم H_0 بعدم وجود تكامل مشترك عند مستوى معنوية 5% وقبول الفرضية البديلة التي تقضي بوجود تكامل مشترك بين المتغيرات، ذلك لكون القيمة الاحتمالية حسب الاختبارين (الأثر والقيمة الكامنة العظمى) أقل تماما من مستوى الدلالة 0,05، مما يدل على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين $LMV10$ ، LMC ، LTV و LST ، كما تشير إلى وجود علاقة سببية بينها، ويمكن صياغة المتجه التكامل الأول الذي تم الحصول عليه (انظر الملحق 4) كالآتي:

$$LMV10 = 0,8347LMC - 0,1382LTV - 0,9675LST$$

وتبين نتائج المتجه التكامل الأول أن سعر إغلاق السهم الأخير من العينة $LMV10$ يتأثر إيجاباً بمعدل رسملة السوق LMC ، وسلباً بمعدل حجم التداول LTV ومعدل دوران الاسهم LST .

الفرع الثاني: تحليل العلاقة بين المتغيرات في المدى القصير والطويل

بعد أن تم اختبار التكامل المشترك وفق منهجية جوهانسن بين متغيرات الدراسة، تم التوصل إلى عدم وجود تكامل مشترك بين أسعار إغلاق لسته أسهم من العينة ($LMV1$, $LMV4$, $LMV5$, $LMV6$, $LMV7$, $LMV9$) وبين المتغيرات المستقلة أي عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل وبالتالي لا توجد علاقة سببية بينها على المدى الطويل، في حين أشارت نتائج الاختبار إلى وجود علاقة تكاملية طويلة الأجل بين أسعار إغلاق لأربعة أسهم ($LMV2$, $LMV3$, $LMV8$, $LMV10$) وبين المتغيرات المستقلة للدراسة، أي أنها لا تبتعد كثيراً عن بعضها البعض في المدى الطويل بحيث تظهر سلوكاً متشابهاً، وعليه يمكن تقدير نموذج أشعة أو متجه تصحيح الخطأ $VECM$ ، أما المتغيرات التي لا يوجد بينها تكامل مشترك سيتم التعبير عن العلاقة بينها في المدى القصير باستخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي $Vector Auto Regression$ من خلال تحليل مكونات التباين، وذلك كما يلي:

1. تحليل مكونات التباين Variance Decomposition

نظراً لعدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين سعر إغلاق كل سهم من الأسهم التالية: $LMV1$ ، $LMV4$ ، $LMV5$ ، $LMV6$ ، $LMV7$ ، $LMV9$ وبين المتغيرات المستقلة للدراسة، فسيتم اعتماد نموذج متجه الانحدار الذاتي للتعرف على تأثير المتغيرات المستقلة: معدل رسملة السوق، معدل حجم التداول، معدل

دوران الأسهم على المتغير التابع (سعر إغلاق السهم) من خلال تحليل مكونات التباين، ويعتبر هذا الأخير إحدى الطرق المستخدمة لوصف السلوك الحركي للنموذج حيث يقسم فيه تباين الخطأ لكل متغير إلى جزئين، يخص الجزء الأول منه المتغير نفسه بينما يخص الجزء الآخر باقي متغيرات النموذج، بمعنى آخر فإن تباين خطأ التنبؤ لمتغير ما يعزى للصدمات غير المتنبؤ بها لكل متغير من متغيرات النموذج خلال فترة التنبؤ، مما يتيح معرفة مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير الراجع إلى خطأ التنبؤ في نفس المتغير، وكذا المقدار الراجع إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات الأخرى¹.

بعد تطبيق اختبار تحليل التباين على سعر إغلاق كل سهم على حده من الأسهم سابقة الذكر والمتغيرات المستقلة الثلاثة، تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-41): نتائج تحليل التباين ل LMV1

Variance Decomposition of LMV1:	Period	S.E.	LMV1	LMC	LTV	LST
	1	0.186440	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
	2	0.281808	96.19315	2.467081	0.247208	1.092556
	3	0.321581	92.62343	5.431597	0.867725	1.077251
	4	0.343788	84.67503	8.624877	5.329021	1.371074
	5	0.364065	75.62489	11.09953	12.04344	1.232143
	6	0.380355	69.51429	12.43472	16.86008	1.190908
	7	0.390746	66.71873	12.83819	19.23479	1.208300
	8	0.396757	65.95732	12.76477	20.06036	1.217543
	9	0.400096	66.04936	12.58444	20.14151	1.224692
	10	0.401866	66.28380	12.48228	20.00259	1.231328

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

تشير نتائج تحليل التباين لسعر إغلاق السهم الأول من العينة LMV1، بأن معظم التقلبات الظرفية في سعر الإغلاق تتعلق بنسبة كبيرة بصدمات في المتغير نفسه طيلة فترة الدراسة، حيث أن تباين هذا المتغير قدر بـ 100% في الربع الأول لفترة الدراسة، إلا أنه ابتداء من الربع الثاني يبدأ في التراجع تدريجياً حتى يصل إلى 66,28% في الربع العاشر مع زيادة تباين المتغيرات الأخرى ولكن بنسبة ضعيفة جداً خاصة بالنسبة لمعدل دوران الأسهم LST الذي ساهمت صدماته في تفسير نسبة تراوحت بين 1 و 1,23% من تقلبات سعر الإغلاق طيلة فترة الدراسة، ويدل ذلك على ضعف تأثير معدل دوران الأسهم على سعر إغلاق السهم محل الدراسة في المدى القصير، فيما ساهمت الصدمات في معدل رسملة السوق LMC في تفسير نسبة تراوحت بين 2 و 12,48% طيلة فترة الدراسة، حيث أنه فسر نسبة 2,47% من تقلبات سعر الإغلاق في الربع الثاني، ثم

¹ رياض المومني، محمد ملاوي، أثر عرض النقود على أداء بورصة عمان: دراسة قياسية (1978-2006)، مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 27، العدد 2، جامعة اليرموك، عمان، الأردن، 2011، ص.1888، من الموقع:

<http://repository.yu.edu.jo/handle/123456789/2811>

ارتفعت هذه النسبة إلى حوالي 11% في الربع الخامس لتصل كأقصى حد في الربع الأخير إلى 12,48%، بينما فسرت الصدمات في معدل حجم التداول LTV نسبة تتراوح بين 0,24 و 20% من التغير في سعر الإغلاق طيلة فترة الدراسة، حيث كانت هذه النسبة ضعيفة جدا (أقل من 1%) خلال الفترات الثلاثة الأولى، ثم ارتفعت إلى 12,04% في الفترة الخامسة لتصل إلى 20% كأقصى حد في الربع الأخير، ويدل ذلك على أن أثر كل من معدل رسملة السوق ومعدل حجم التداول في المدى القصير يكون بتباطؤ زمني ولفترات قادمة، كما أشارت النتائج إلى أن LTV كان أكثر تأثيرا على سعر الإغلاق ويليه LMC، أما LST فقد كان تأثيره شبه منعدم، ويمكن القول أن تأثير المتغيرات الثلاثة على سعر إغلاق السهم محل الدراسة في المدى القصير كان ضعيفا نوعا ما حيث ساهمت مجتمعة مع بعضها في تفسير حوالي 33% من التغير في سعر إغلاق السهم.

جدول (3-42): نتائج تحليل التباين ل LMV4

Variance Decomp osition of LMV4: Period	S.E.	LMV4	LMC	LTV	LST
1	0.080661	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.125144	79.18781	2.048366	13.07960	5.684225
3	0.153376	75.65833	2.014662	17.93088	4.396121
4	0.174329	71.46851	1.564084	23.55292	3.414490
5	0.191410	67.09411	1.599325	28.46227	2.844299
6	0.204571	63.75313	1.918118	31.82942	2.499326
7	0.213709	61.65037	2.395808	33.63972	2.314103
8	0.219762	60.32925	3.039461	34.43201	2.199278
9	0.223806	59.42781	3.810577	34.63702	2.124595
10	0.226572	58.77926	4.619595	34.52403	2.077112

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

تشير نتائج تحليل التباين لسعر إغلاق السهم الرابع من العينة LMV4، بأن معظم التقلبات الظرفية في سعر الإغلاق تتعلق بنسبة كبيرة بصدمات في المتغير نفسه طيلة فترة الدراسة، حيث قدر تباين هذا المتغير بـ 100% في الربع الأول لفترة الدراسة إلا أنه ابتداء من الربع الثاني يبدأ في التراجع تدريجيا حيث قدر في الربع الأخير بـ 58,78% مع زيادة تباين المتغيرات الأخرى ولكن بنسبة ضعيفة خاصة بالنسبة لمعدل رسملة السوق LMC ومعدل دوران الأسهم LST، حيث ساهمت الصدمات في LMC في تفسير نسبة تراوحت بين 2 و 4,62% من تقلبات سعر الإغلاق، بينما فسرت تباين LST التقلبات في سعر الإغلاق بنسبة 5,68% في الربع الثاني، ثم انخفض إلى 2,84% في الربع الخامس ليصل إلى 2,07% كأدنى حد في الربع العاشر، ويدل ما سبق ذكره على ضعف تأثير كل من معدل رسملة السوق ومعدل دوران الأسهم على سعر إغلاق السهم محل الدراسة في المدى القصير، بينما فسرت الصدمات في معدل حجم التداول LTV نسبة تتراوح بين 13,08 و 34,52% من التغير في سعر الإغلاق طيلة فترة الدراسة، ويدل ذلك على أن أثر معدل حجم التداول يكون بتباطؤ زمني ولفترات قادمة، كما أشارت النتائج إلى أن LTV كان أكثر تأثيرا على سعر الإغلاق من باقي

المتغيرات، ويمكن القول أن تأثير المتغيرات الثلاثة على سعر إغلاق السهم محل الدراسة في المدى القصير كان ضعيفا نوعا ما حيث ساهمت مجتمعة مع بعضها في تفسير حوالي 42% من التغير في سعر إغلاق السهم.

جدول (3-43): نتائج تحليل التباين ل LMV5

Period	S.E.	LMV5	LMC	LTV	LST
1	0.111800	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.172976	82.13023	12.74786	0.625785	4.496132
3	0.204949	82.63708	13.64562	0.502938	3.214370
4	0.223335	82.51220	13.15252	0.743065	3.592215
5	0.235739	82.14922	12.33525	1.991634	3.523899
6	0.245419	81.48968	11.82828	3.412184	3.269852
7	0.252301	80.92005	11.52277	4.460749	3.096430
8	0.256646	80.54224	11.29584	5.150855	3.011066
9	0.259319	80.24771	11.11209	5.665025	2.975173
10	0.260986	80.01933	10.98108	6.049258	2.950326

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

تشير نتائج تحليل التباين لسعر إغلاق السهم الخامس من العينة LMV5، بأن معظم التقلبات الظرفية في سعر الإغلاق تتعلق بنسبة كبيرة بصدمات في المتغير نفسه طيلة فترة الدراسة، حيث أن تباين هذا المتغير قدر بـ 100% في الربع الأول لفترة الدراسة، إلا أنه ابتداء من الربع الثاني يبدأ في التراجع تدريجيا حتى يصل إلى 80,01% في الربع العاشر مع زيادة تباين المتغيرات الأخرى ولكن بنسبة ضئيلة جدا خاصة بالنسبة لمعدل دوران الأسهم LST الذي ساهمت صدماته في تفسير تقلبات سعر الإغلاق بنسبة 4,50% في الربع الثاني، ثم انخفض إلى 3,52% في الربع الخامس ليصل إلى 2,95% كحد أدنى في الربع الأخير، بينما ساهم تباين LMC في تفسير 10,98% من تقلبات سعر الإغلاق في الربع الأخير بعد أن قدر بـ 12,75% في الربع الثاني، أي تناقص القوة التفسيرية للمتغيرين السابقين مع زيادة التباطؤ الزمني، كما فسرت الصدمات في LTV نسبة تراوحت بين 0,63 و 6,05% من تقلبات سعر الإغلاق طيلة فترة الدراسة، ويدل ما سبق على ضعف تأثير المتغيرات الثلاثة على سعر إغلاق السهم محل الدراسة في المدى القصير، حيث ساهمت مجتمعة مع بعضها في تفسير حوالي 20% من التباين في سعر إغلاق السهم.

جدول (3-44): نتائج تحليل التباين لـ LMV6

Variance Decomp ositionof LMV6: Period	S.E.	LMV6	LMC	LTV	LST
1	0.093988	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.136923	93.26996	5.257276	0.370764	1.102002
3	0.174280	94.12950	4.087838	0.271536	1.511121
4	0.198865	92.19041	3.419139	0.730451	3.659998
5	0.215034	90.98991	2.972118	1.206665	4.831305
6	0.225702	90.57382	2.698793	1.547672	5.179715
7	0.233516	90.42409	2.524606	1.706033	5.345271
8	0.239252	90.26621	2.412881	1.797063	5.523844
9	0.243349	90.10592	2.340441	1.860008	5.693631
10	0.246191	89.98647	2.293586	1.906759	5.813188

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

تشير نتائج تحليل التباين لسعر إغلاق السهم السادس من العينة LMV6 بأن معظم التقلبات الظرفية في سعر الإغلاق تتعلق بنسبة كبيرة بصدمات في المتغير نفسه طيلة فترة الدراسة، حيث أن تباين هذا المتغير قدر بـ 100% في الربع الأول لفترة الدراسة، إلا أنه ابتداءً من الربع الثاني يبدأ في التراجع بنسبة ضئيلة جدا حتى يصل إلى 89,99% في الربع العاشر مع زيادة تباين المتغيرات الأخرى بنسبة ضعيفة جدا، حيث ساهمت الصدمات في LST في تفسير تقلبات سعر الإغلاق بنسبة تراوحت بين 1 و 5,81% طيلة فترة الدراسة، بينما ساهم تباين LMC في تفسير 2,29% من تقلبات سعر الإغلاق في الربع الأخير بعد أن قدر بـ 5,26% في الربع الثاني أي تناقص القوة التفسيرية للمتغير مع زيادة التباطؤ الزمني، كما فسرت الصدمات في LTV نسبة تراوحت بين 0,37 و 1,91% من تقلبات سعر الإغلاق، ويدل ما سبق على ضعف تأثير المتغيرات الثلاثة على سعر إغلاق السهم محل الدراسة في المدى القصير حيث ساهمت مجتمعة مع بعضها في تفسير 10% من التباين في LMV6.

جدول (3-45): نتائج تحليل التباين لـ LMV7

Variance Decomp osition of LMV7: Period	S.E.	LMV7	LMC	LTV	LST
1	0.111194	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.183423	74.65527	22.49863	2.426758	0.419342
3	0.227316	65.52578	30.42315	3.723025	0.328040
4	0.259132	58.08088	35.04692	6.333922	0.538269
5	0.286450	50.69729	37.27618	11.51659	0.509944
6	0.311385	44.70909	38.46128	16.39665	0.432973
7	0.331873	40.29421	39.05815	20.26544	0.382201
8	0.346694	37.28277	39.19210	23.17483	0.350293
9	0.356801	35.27988	38.95545	25.43269	0.331982
10	0.363399	34.01310	38.55915	27.10732	0.320438

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

الفصل الثالث: قياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات

تشير نتائج تحليل التباين لسعر إغلاق السهم السابع من العينة LMV7 إلى تناقص القوة التفسيرية لمتغير سعر الإغلاق لنفسه (كلما زادت فترات التباطؤ) المصحوبة بزيادة مساهمة المتغيرين LMC و LTV في تفسير تقلبات سعر الإغلاق، أما متغير LST فكانت نسبة تفسيره لتباين سعر الإغلاق شبه منعدمة، فبعدها كان التباين في LMV7 يفسر تباين المتغير نفسه بنسبة 100% في الربع الأول، انخفضت القوة التفسيرية له إلى 34,01% في الربع العاشر، وازدادت نسبة تفسير المتغيرات المستقلة الأخرى حيث قدرت نسبة تفسير كل متغير لتباين سعر الإغلاق في نفس الفترة: LMC بنسبة 38,56%، LTV بنسبة 27,11% و LST بنسبة 0,32%، ويدل ما سبق على أن تأثير المتغيرات المستقلة (باستثناء معدل دوران الأسهم) على سعر إغلاق السهم محل الدراسة يكون بتباطؤ زمني ولفترات قادمة.

جدول (3-46): نتائج تحليل التباين ل LMV9

Variance Decomposition of LMV9:	Period	S.E.	LMV9	LMC	LTV	LST
1	0.235086	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.370162	83.26475	9.605088	3.282634	3.847528	
3	0.444573	73.20763	16.79130	7.070368	2.930704	
4	0.485925	66.77041	19.71569	10.38048	3.133417	
5	0.509511	62.50973	20.46779	13.29413	3.728351	
6	0.520444	60.29739	20.62679	15.10573	3.970094	
7	0.524074	59.47287	20.53756	15.87677	4.112798	
8	0.525153	59.27948	20.45326	16.05890	4.208364	
9	0.525815	59.25409	20.47463	16.04085	4.230435	
10	0.526525	59.21983	20.55626	16.00395	4.219956	

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

تشير نتائج تحليل التباين لسعر إغلاق السهم التاسع من العينة LMV9، بأن معظم التقلبات الظرفية في سعر الإغلاق تتعلق بنسبة كبيرة بصدمات في المتغير نفسه طيلة فترة الدراسة، حيث قدر تباين هذا المتغير بـ 100% في الربع الأول لفترة الدراسة، إلا أنه ابتداء من الربع الثاني يبدأ في التراجع تدريجياً حيث قدر في الربع الأخير بـ 59,22% مع زيادة تباين المتغيرات الأخرى ولكن بنسبة ضعيفة خاصة بالنسبة لمعدل دوران الأسهم LST، حيث ساهمت الصدمات في LMC في تفسير نسبة تراوحت بين 9,61 و 20,56% من تقلبات سعر الإغلاق، بينما فسرت الصدمات في LTV نسبة تتراوح بين 3,28 و 16% من التغير في سعر الإغلاق، كما فسر تباين LST التقلبات في سعر الإغلاق بنسبة ضعيفة تراوحت بين 3,85 و 4,22%، ويمكن القول أن تأثير المتغيرات الثلاثة على سعر إغلاق السهم محل الدراسة في المدى القصير كان ضعيفاً نوعاً ما حيث ساهمت مجتمعة مع بعضها في تفسير حوالي 41% من التغير في سعر إغلاق السهم.

2. نموذج تصحيح الخطأ Vector Error Correction Model

لتطبيق نموذج VEC على المتغيرات التي بينها تكامل مشترك، يجب أولاً تحديد العدد الأمثل لمدد التباطؤ الزمني (Lag Length) وذلك من خلال المعايير الإحصائية التالية: معيار AIC، معيار SIC، معيار HQ، حيث يتم اختيار أقل قيمة لكل معيار والتي يقابلها التباطؤ الزمني الأمثل.

1.2. تقدير نموذج VEC بين LMV2 والمتغيرات المستقلة: بعد أن تم اختيار درجة التأخير $P=1$ حسب جميع المعايير السابقة بالنسبة للمتغيرات: LTV, LST, LMC, LMV2 (انظر الملحق 4)، ومن خلال نتائج اختبار جوهانسن (متجه تكاملي واحد)، تم الحصول على نموذج بمتجه واحد وتأخير واحد باستخدام Eviews 9.0، وتوضح المعادلة التالية نتائج تقدير نموذج VEC (نظر الملحق 4):

$$\begin{aligned} D(LMV2) = & -0.0158(LMV2(-1)) + 320.1497LMC(-1) - 319.5969LTV(-1) \\ & + 317.3142LST(-1) - 1474.9315 - 0.1224D(LMV2(-1)) \\ & - 22.2131D(LMC(-1)) + 22.7559D(LTV(-1)) \\ & - 22.7689D(LST(-1)) - 0.0277 \end{aligned}$$

يتضح من خلال المعادلة السابقة مايلي:

- يعرف سعر إغلاق السهم محل الدراسة في المدى الطويل بثابت وتأخير بالنسبة لمعدل رسملة السوق، معدل حجم التداول ومعدل دوران الأسهم بالسلاسل الأصلية (الجزء الغامق في المعادلة)؛
- يعرف سعر إغلاق السهم محل الدراسة في المدى القصير بثابت وتأخير بالنسبة لمعدل رسملة السوق، معدل حجم التداول ومعدل دوران الأسهم بالفروق الأولى.

سيتم تحليل معادلة نموذج تصحيح الخطأ في المدى الطويل وال المدى القصير كما يلي:

أ. المدى الطويل: يتم الحكم عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل (السببية) بين المتغيرات من خلال معامل تصحيح الخطأ (Error Correction Term ECT) الذي يجب أن يحقق شرطين هما: أن يكون سالب ومعنوي، وتعبّر قيمة معامل تصحيح الخطأ عن سرعة التعديل نحو التوازن أما الإشارة السالبة تدل على تصحيح الخطأ من وضعه المنحرف إلى مساره (التوازني) من المدى القصير نحو المدى الطويل، وقد أشارت النتائج السابقة إلى أن:

- قيمة $ECT=-0.0158$ وهو سالب (تحقق الشرط الأول) أي أن قيمة سعر إغلاق السهم محل الدراسة تتعدل نحو قيمتها التوازنية في كل فترة زمنية t بنسبة $1,58\%$ من اختلال التوازن المتبقي من الفترة $t-1$ ، وهي قيمة ضعيفة جداً تعكس ضعف تكيف النموذج للانتقال من اختلالات الأجل القصير نحو التوازن طويل الأجل، بعبارة أخرى تعكس هذه النسبة سرعة التعديل نحو التوازن، حيث يستغرق التصحيح باتجاه القيمة التوازنية $(63,29=0,0158/1)$ مرة كل 63 ربع سنوي بعد أثر أي صدمة تحدث في النموذج نتيجة التغير في المتغيرات المفسرة، كأن يكون التصحيح الأول في الربع الأول من عام 2014، وثاني تصحيح يكون بعد حوالي 16 سنة (63 ربع سنوي) أي عام 2030؛

- معامل تصحيح الخطأ $c(1)$ غير معنوي إحصائياً (انظر الملحق 4)، ذلك لكون القيمة المحسوبة $t=-0.46$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t=2.05$ ، كما قدرت قيمة الاحتمال بـ $0,6398$ وهي أكبر تماماً من مستوى

الدلالة 0,05 (عدم تحقق الشرط الثاني)، ومنه لا توجد علاقة سببية في المدى الطويل بين المتغيرات المستقلة للنموذج وبين سعر إغلاق السهم محل الدراسة.

ب. المدى القصير: يتضح من المعادلة السابقة (انظر الملحق 4) ما يلي:

– وجود علاقة عكسية بين سعر الإغلاق وقيمتها المؤخرة بفترة واحدة بمعنى ارتفاع سعر إغلاق السهم محل الدراسة في ربع سنة ما بـ 1% فإنه يتوقع انخفاضه في الربع الموالي بـ 0,12%، كما أن المعامل $c(2)$ غير معنوي إحصائياً ذلك لكون القيمة المحسوبة $t = |-0.65|$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t = 2.05$ ، كما قدرت قيمة الاحتمال بـ 0,5151 وهي أكبر تماماً من مستوى الدلالة 0,05؛

– وجود علاقة عكسية بين سعر الإغلاق ومعدل رسملة السوق المؤخر بفترة واحدة، بمعنى بارتفاع معدل رسملة السوق في ربع سنة ما بـ 1% فإنه يتوقع انخفاض سعر الإغلاق في الربع الموالي بـ 22,21%، كما أن المعامل $c(3)$ غير معنوي إحصائياً ذلك لكون القيمة المحسوبة $t = |-1.19|$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t = 2.05$ ، كما قدرت قيمة الاحتمال بـ 0,2365 وهي أكبر تماماً من مستوى الدلالة 0,05؛

– وجود علاقة طردية بين سعر الإغلاق وحجم التداول المؤخر بفترة واحدة، بمعنى بارتفاع معدل حجم التداول في ربع سنة ما بـ 1% فإنه يتوقع ارتفاع سعر الإغلاق في الربع الموالي بـ 22,75%، كما أن المعامل $c(4)$ غير معنوي إحصائياً ذلك لكون القيمة المحسوبة $t = 1.21$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t = 2.05$ ، كما قدرت قيمة الاحتمال بـ 0,2265 وهي أكبر تماماً من مستوى الدلالة 0,05؛

– وجود علاقة عكسية بين سعر الإغلاق ومعدل دوران الأسهم المؤخر بفترة واحدة، بمعنى بارتفاع معدل دوران الأسهم في ربع سنة ما بـ 1% فإنه يتوقع انخفاض سعر الإغلاق في الربع الموالي بـ 22,76% (غير منطقي)، كما أن المعامل $c(5)$ غير معنوي إحصائياً ذلك لكون القيمة المحسوبة $t = |-1.21|$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t = 2.05$ ، كما قدرت قيمة الاحتمال بـ 0,2267 وهي أكبر تماماً من مستوى الدلالة 0,05؛

– قدرت قيمة معامل التحديد بـ 0,3015 وهي قيمة منخفضة تفسر ضعف العلاقة بين المتغير التابع (سعر إغلاق السهم الثاني) والمتغيرات المستقلة، أي أن التغير في سعر الإغلاق في المدى القصير تفسره المتغيرات المستقلة بنسبة 30,15% فقط والباقي يعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج، كما أن قيمة فيشر المحسوبة $F = 1.72$ وهي أقل من قيمتها الجدولية $F = 3.00$ وهذا يعني أن النموذج ككل غير معنوي إحصائياً.

ج. اختبارات قياسية لجودة النموذج: عبارة عن مجموعة من الاختبارات المتعلقة بمشاكل القياس الاقتصادي واختبار المعنوية المشتركة لمعاملات المتغيرات المستقلة للنموذج:

– اختبار الارتباط الذاتي للبواقي **LM Test**: يعتبر هذا الاختبار من أهم الفحوصات التي تستخدم للكشف عن وجود ارتباط ذاتي في سلسلة البواقي، وقد تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-47): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي بالنسبة لـ LMV2

Null Hypothesis: no serial correlation at lag order h

Date: 11/04/21 Time: 10:12

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 26

Lags	LM-Stat	Prob
1	17.46781	0.3560
2	9.010241	0.9130

Probs from chi-square with 16 df.

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة الاحتمال لإحصائية LM أكبر من مستوى الدلالة 0,05، وبالتالي يتم قبول فرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي.

– اختبار التوزيع الطبيعي **Normality Test**: تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-48): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي بالنسبة لـ LMV2

Component	Jarque-Bera	df	Prob.
1	1.126123	2	0.5695
2	5.430996	2	0.0662
3	0.808229	2	0.6676
4	0.676206	2	0.7131
Joint	8.041553	8	0.4294

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة الاحتمال لإحصائية J-Bera أكبر من مستوى الدلالة 0,05، وبالتالي يتم قبول فرضية العدم التي تنص على أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

– اختبار عدم التجانس **White Test**: يفحص هذا الاختبار عدم ثبات قيمة تباين الخطأ العشوائي، وقد تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-49): نتائج اختبار عدم تجانس التباين بالنسبة ل LMV2

VEC Residual Heteroskedasticity Tests: Includes Cross Terms

Date: 11/04/21 Time: 10:31

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 26

Joint test:		
Chi-sq	df	Prob.
213.1654	190	0.1196

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة الاحتمال أكبر من مستوى الدلالة 0,05، وبالتالي يتم قبول فرضية عدم التي تنص على أن سلسلة البواقي لها تباين متجانس، وبالتالي فالنموذج المقدر لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي ولا من مشكلة عدم التجانس، كما أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

– اختبار التأثير المشترك **Wald Coefficient Test**: يفحص هذا الاختبار التأثير المشترك للمتغيرات المستقلة المؤثرة على المتغير التابع في المدى القصير، وقد تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-50): نتائج اختبار التأثير المشترك بالنسبة ل LMV2

Wald Test:

System: %system

Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	7.181347	3	0.0663

Null Hypothesis: C(3)=C(4)=C(5)=0

Null Hypothesis Summary:

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة الاحتمال لهذا الاختبار أكبر من مستوى الدلالة 0,05، وبالتالي يتم قبول فرضية عدم التي تنص على عدم وجود تأثير مشترك للمتغيرات المستقلة الثلاثة على سعر إغلاق السهم محل الدراسة في الأجل القصير، مما يعني أنه لا توجد علاقة سببية قصيرة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع للنموذج.

2.2. تقدير نموذج VEC بين LMV3 والمتغيرات المستقلة: بعد أن تم اختيار درجة التأخير $P=1$ حسب أغلب المعايير السابقة بالنسبة للمتغيرات: LMV3, LMC, LTV, LST (انظر الملحق 4)، ومن خلال نتائج اختبار جوهانسن (متجه تكاملي واحد)، تم الحصول على نموذج بمتجه واحد وتأخير واحد باستخدام Eviews 9.0، وتوضح المعادلة التالية نتائج تقدير نموذج VEC (نظر الملحق 4):

$$\begin{aligned} D(LMV3) = & -0.1306(LMV3(-1)) + 370.1016LMC(-1) - 371.3194LTV(-1) \\ & + 370.3797LST(-1) - 1703.9526 + 0.0138D(LMV3(-1)) \\ & - 0.3028D(LMC(-1)) + 0.8660D(LTV(-1)) - 0.9259D(LST(-1)) \\ & - 0.0206 \end{aligned}$$

يتضح من خلال المعادلة السابقة مايلي:

- يعرف سعر إغلاق السهم محل الدراسة في المدى الطويل بثابت وتأخير بالنسبة لمعدل رسملة السوق، معدل حجم التداول ومعدل دوران الأسهم بالسلاسل الأصلية (الجزء الغامق في المعادلة)؛
 - يعرف سعر إغلاق السهم محل الدراسة في المدى القصير بثابت وتأخير بالنسبة لمعدل رسملة السوق، معدل حجم التداول ومعدل دوران الأسهم بالفروق الأولى.
- سيتم تحليل معادلة نموذج تصحيح الخطأ في المدى الطويل وال المدى القصير كما يلي:
- أ. المدى الطويل: أشارت النتائج السابقة إلى أن:

- قيمة $ECT=-0.1306$ وهو سالب (تحقق الشرط الأول) أي أن قيمة سعر إغلاق السهم محل الدراسة تتعدل نحو قيمتها التوازنية في كل فترة زمنية t بنسبة $13,06\%$ من اختلال التوازن المتبقي من الفترة $t-1$ ، وهي قيمة تعكس ضعف تكيف النموذج للانتقال من اختلالات الأجل القصير نحو التوازن طويل الأجل، بعبارة أخرى تعكس هذه النسبة سرعة التعديل نحو التوازن، حيث يستغرق التصحيح باتجاه القيمة التوازنية $(7,65=0,1306/1)$ مرة كل 8 أرباع سنوية بعد أثر أي صدمة تحدث في النموذج نتيجة التغير في المتغيرات المفردة، كأن يكون التصحيح الأول في الربع الأول من عام 2014، وثاني تصحيح يكون بعد حوالي سنتين أي عام 2016؛

- معامل تصحيح الخطأ $c(1)$ غير معنوي إحصائياً (انظر الملحق 4)، ذلك لكون القيمة المحسوبة $|t|=-1.46$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t=2.05$ ، كما قدرت قيمة الاحتمال بـ $0,1463$ وهي أكبر تماماً من مستوى الدلالة $0,05$ (عدم تحقق الشرط الثاني)، ومنه لا توجد علاقة سببية في المدى الطويل بين المتغيرات المستقلة للنموذج وبين سعر إغلاق السهم محل الدراسة.

ب. المدى القصير: يتضح من المعادلة السابقة (انظر الملحق 4) ما يلي:

- وجود علاقة طردية بين سعر الإغلاق وقيمه المؤخرة بفترة واحدة بمعنى ارتفاع سعر إغلاق السهم محل الدراسة في ربع سنة معينة بـ 1% فإنه يتوقع ارتفاعه في الربع الموالي بـ $0,013\%$ ، كما أن المعامل $c(2)$ غير معنوي إحصائياً ذلك لكون القيمة المحسوبة $t=0.08$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t=2.05$ ، كما قدرت قيمة الاحتمال بـ $0,9351$ وهي أكبر تماماً من مستوى الدلالة $0,05$ ؛

– وجود علاقة عكسية بين سعر الإغلاق ومعدل رسملة السوق المؤخر بفترة واحدة، بمعنى بارتفاع معدل رسملة السوق في ربع سنة ما بـ 1% فإنه يتوقع انخفاض سعر الإغلاق في الربع الموالي بـ 0,30%، كما أن المعامل $c(3)$ غير معنوي إحصائياً ذلك لكون القيمة المحسوبة $t = |-0.01|$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t = 2.05$ ، كما قدرت قيمة الاحتمال بـ 0,9893 وهي أكبر تماماً من مستوى الدلالة 0,05؛

– وجود علاقة طردية بين سعر الإغلاق وحجم التداول المؤخر بفترة واحدة، بمعنى بارتفاع معدل حجم التداول في ربع سنة ما بـ 1% فإنه يتوقع ارتفاع سعر الإغلاق في الربع الموالي بـ 0,86%، كما أن المعامل $c(4)$ غير معنوي إحصائياً ذلك لكون القيمة المحسوبة $t = 0.03$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t = 2.05$ ، كما قدرت قيمة الاحتمال بـ 0,9696 وهي أكبر تماماً من مستوى الدلالة 0,05؛

– وجود علاقة عكسية بين سعر الإغلاق ومعدل دوران الأسهم المؤخر بفترة واحدة، بمعنى بارتفاع معدل دوران الأسهم في ربع سنة ما بـ 1% فإنه يتوقع انخفاض سعر الإغلاق في الربع الموالي بـ 0,92%، كما أن المعامل $c(5)$ غير معنوي إحصائياً ذلك لكون القيمة المحسوبة $t = |-0.04|$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t = 2.05$ ، كما قدرت قيمة الاحتمال بـ 0,9675 وهي أكبر تماماً من مستوى الدلالة 0,05؛

– قدرت قيمة معامل التحديد بـ 0,4621 وهي قيمة منخفضة تفسر ضعف العلاقة بين المتغير التابع (سعر إغلاق السهم الثالث) والمتغيرات المستقلة، أي أن التغير في سعر الإغلاق في المدى القصير تفسره المتغيرات المستقلة بنسبة 46,21% فقط والباقي يعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج، كما أن قيمة فيشر المحسوبة $F = 3.43$ وهي أكبر تماماً من قيمتها الجدولية $F = 3.00$ وهذا يعني أن النموذج ككل معنوي إحصائياً.
ج. اختبارات قياسية لجودة النموذج: تتمثل فيما يلي:

– اختبار الارتباط الذاتي للبواقي **LM Test**: تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-51): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي بالنسبة لـ **LMV3**

VEC Residual Serial Correlation LM Tests

Null Hypothesis: no serial correlation at lag order h

Date: 11/05/21 Time: 09:33

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 26

Lags	LM-Stat	Prob
1	8.421412	0.9353
2	12.51307	0.7080

Probs from chi-square with 16 df.

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة الاحتمال لإحصائية LM أكبر من مستوى الدلالة 0,05، وبالتالي يتم قبول فرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي.

– اختبار التوزيع الطبيعي **Normality Test**: تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-52): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي بالنسبة لـ **LMV3**

Component	Jarque-Bera	df	Prob.
1	3.311158	2	0.1910
2	0.725906	2	0.6956
3	0.638850	2	0.7266
4	0.265340	2	0.8758
Joint	4.941255	8	0.7638

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة الاحتمال لإحصائية J-Bera أكبر من مستوى الدلالة 0,05، وبالتالي يتم قبول فرضية العدم التي تنص على أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

– اختبار عدم التجانس **White Test**: تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-53): نتائج اختبار عدم تجانس التباين بالنسبة لـ **LMV3**

VEC Residual Heteroskedasticity Tests: Includes Cross Terms

Date: 11/05/21 Time: 09:40

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 26

Joint test:

Chi-sq	df	Prob.
30.55929	190	1.0000

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة الاحتمال أكبر من مستوى الدلالة 0,05، وبالتالي يتم قبول فرضية العدم التي تنص على أن سلسلة البواقي لها تباين متجانس، وبالتالي فالنموذج المقدر لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي ولا من مشكلة عدم التجانس، كما أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

– اختبار التأثير المشترك **Wald Coefficient Test**: تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-54): نتائج اختبار التأثير المشترك بالنسبة لـ **LMV3**

Wald Test:

System: %system

Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	7.569125	3	0.0558

Null Hypothesis: C(3)=C(4)=C(5)=0

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة الاحتمال لهذا الاختبار أكبر من مستوى الدلالة 0,05، وبالتالي يتم قبول فرضية العدم التي تنص على عدم وجود تأثير مشترك للمتغيرات المستقلة الثلاثة على سعر إغلاق السهم محل الدراسة في الأجل القصير.

3.2. تقدير نموذج **VEC** بين **LMV8** والمتغيرات المستقلة: بعد أن تم اختيار درجة التأخير $P=1$ حسب جميع المعايير السابقة بالنسبة للمتغيرات: **LMV8, LMC, LTV, LST** (انظر الملحق 4)، ومن خلال نتائج اختبار جوهانسن (متجه تكاملي واحد)، تم الحصول على نموذج بمتجه واحد وتأخير واحد باستخدام Eviews 9.0، وتوضح المعادلة التالية نتائج تقدير نموذج **VEC** (نظر الملحق 4):

$$D(LMV8) = -0.5994(LMV8(-1)) - 10.7190(LMC(-1)) + 10.6971(LTV(-1)) - 11.05(LST(-1)) - 46.1691 + 0.1802D(LMV8(-1)) - 8.6864D(LMC(-1)) + 8.6960D(LTV(-1)) - 8.7965D(LST(-1)) - 0.008$$

يتضح من خلال المعادلة السابقة مايلي:

– يعرف سعر إغلاق السهم محل الدراسة في المدى الطويل بثابت وتأخير بالنسبة لمعدل رسملة السوق، معدل حجم التداول ومعدل دوران الأسهم بالسلاسل الأصلية (الجزء الغامق في المعادلة)؛

– يعرف سعر إغلاق السهم محل الدراسة في المدى القصير بثابت وتأخير بالنسبة لمعدل رسملة السوق، معدل حجم التداول ومعدل دوران الأسهم بالفروق الأولى.

سيتم تحليل معادلة نموذج تصحيح الخطأ في المدى الطويل والمدى القصير كما يلي:

أ. المدى الطويل: أشارت النتائج السابقة إلى أن:

– قيمة $ECT = -0.5994$ وهو سالب (تحقق الشرط الأول) أي أن قيمة سعر إغلاق السهم محل الدراسة تتعدل نحو قيمتها التوازنية في كل فترة زمنية t بنسبة $59,94\%$ من اختلال التوازن المتبقي من الفترة $t-1$ ، وهي قيمة تعكس التكيف المتوسط للنموذج للانتقال من اختلالات الأجل القصير نحو التوازن طويل الأجل، بعبارة أخرى تعكس هذه النسبة سرعة التعديل نحو التوازن، حيث يستغرق التصحيح باتجاه القيمة التوازنية $(1,67 = 0,5994/1)$ مرة تقريباً كل ربعين بعد أثر أي صدمة تحدث في النموذج نتيجة التغير في المتغيرات المفردة، كأن يكون التصحيح الأول في الربع الأول من عام 2014، وثاني تصحيح يكون بعد 6 أشهر؛

– معامل تصحيح الخطأ $c(1)$ معنوي إحصائياً (انظر الملحق 4)، ذلك لكون القيمة المحسوبة $|t| = 3.31$ وهي أكبر تماماً من القيمة الجدولية $t = 2.05$ ، كما قدرت قيمة الاحتمال بـ $0,0014$ وهي أقل تماماً من مستوى الدلالة $0,05$ (تحقق الشرط الثاني)، وهذا يشير إلى وجود علاقة سببية في المدى الطويل بين المتغيرات المستقلة للنموذج وبين سعر إغلاق السهم محل الدراسة.

بما أنه تم التوصل إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات هذا النموذج، سيتم اختبار معنوية معاملات النموذج في المدى الطويل كالآتي (انظر الملحق 4):

– وجود علاقة عكسية بين سعر الإغلاق ومعدل رسملة السوق لبورصة قطر في المدى الطويل بمعنى ارتفاع معدل رسملة السوق بـ 1% فإنه يتوقع تراجع سعر الإغلاق بـ $10,71\%$ ، وهو ما يتنافى مع المدلول الاقتصادي الذي يقضي باستجابة أسعار الأسهم وتحركها في نفس اتجاه مؤشر حجم السوق (معدل رسملة السوق) في المدى الطويل كون هذا الأخير يعكس نشاط السوق ومدى اتساعها، كما أن معامل هذا المتغير غير معنوي إحصائياً ذلك لكون القيمة المحسوبة $|t| = 0.40$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t = 2.05$ ؛

– وجود علاقة طردية بين سعر الإغلاق ومعدل حجم التداول لبورصة قطر في المدى الطويل بمعنى ارتفاع معدل حجم التداول بـ 1% فإنه يتوقع ارتفاع سعر الإغلاق بـ $10,69\%$ ، وهو ما يتماشى مع المدلول الاقتصادي الذي يقضي باستجابة أسعار الأسهم وتحركها في نفس اتجاه مؤشر سيولة السوق (معدل حجم التداول) في المدى الطويل كون هذا الأخير يعكس مستوى السيولة في السوق، كما أن معامل هذا المتغير غير معنوي إحصائياً ذلك لكون القيمة المحسوبة $t = 0.40$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t = 2.05$ ؛

– وجود علاقة عكسية بين سعر الإغلاق ومعدل دوران الأسهم لبورصة قطر في المدى الطويل بمعنى ارتفاع معدل دوران الأسهم بـ 1% فإنه يتوقع تراجع سعر الإغلاق بـ $11,05\%$ ، وهو ما يتنافى مع المدلول الاقتصادي الذي يقضي باستجابة أسعار الأسهم وتحركها في نفس اتجاه مؤشر سيولة السوق (معدل دوران الأسهم) في المدى الطويل كون هذا الأخير يعكس كثافة التداولات في السوق وانخفاض تكاليف الصفقات، كما أن معامل هذا المتغير غير معنوي إحصائياً ذلك لكون القيمة المحسوبة $|t| = 0.42$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t = 2.05$ ؛

ب. المدى القصير: يتضح من المعادلة السابقة (انظر الملحق 4) ما يلي:

– وجود علاقة طردية بين سعر الإغلاق وقيمتها المؤخرة بفترة واحدة بمعنى ارتفاع سعر إغلاق السهم محل الدراسة في ربع سنة معينة بـ 1% فإنه يتوقع ارتفاعه في الربع الموالي بـ $0,18\%$ ، كما أن المعامل $c(2)$ غير معنوي

إحصائياً ذلك لكون القيمة المحسوبة $t=1.30$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t=2.05$ ، كما قدرت قيمة الاحتمال بـ $0,1952$ وهي أكبر تماماً من مستوى الدلالة $0,05$ ؛

– وجود علاقة عكسية بين سعر الإغلاق ومعدل رصمة السوق المؤخر بفترة واحدة، بمعنى بارتفاع معدل رصمة السوق في ربع سنة ما بـ 1% فإنه يتوقع انخفاض سعر الإغلاق في الربع الموالي بـ $8,68\%$ ، كما أن المعامل $c(3)$ غير معنوي إحصائياً ذلك لكون القيمة المحسوبة $t=-0.72$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t=2.05$ ، كما قدرت قيمة الاحتمال بـ $0,4709$ وهي أكبر تماماً من مستوى الدلالة $0,05$ ؛

– وجود علاقة طردية بين سعر الإغلاق وحجم التداول المؤخر بفترة واحدة، بمعنى بارتفاع معدل حجم التداول في ربع سنة ما بـ 1% فإنه يتوقع ارتفاع سعر الإغلاق في الربع الموالي بـ $8,69\%$ ، كما أن المعامل $c(4)$ غير معنوي إحصائياً ذلك لكون القيمة المحسوبة $t=0.72$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t=2.05$ ، كما قدرت قيمة الاحتمال بـ $0,4709$ وهي أكبر تماماً من مستوى الدلالة $0,05$ ؛

– وجود علاقة عكسية بين سعر الإغلاق ومعدل دوران الأسهم المؤخر بفترة واحدة، بمعنى بارتفاع معدل دوران الأسهم في ربع سنة ما بـ 1% فإنه يتوقع انخفاض سعر الإغلاق في الربع الموالي بـ $8,79\%$ ، كما أن المعامل $c(5)$ غير معنوي إحصائياً ذلك لكون القيمة المحسوبة $t=-0.73$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t=2.05$ ، كما قدرت قيمة الاحتمال بـ $0,4668$ وهي أكبر تماماً من مستوى الدلالة $0,05$ ؛

– قدرت قيمة معامل التحديد بـ $0,3930$ وهي قيمة منخفضة تفسر ضعف العلاقة بين المتغير التابع (سعر إغلاق السهم الثامن) والمتغيرات المستقلة، أي أن التغيير في سعر الإغلاق في المدى القصير تفسره المتغيرات المستقلة بنسبة $39,30\%$ فقط والباقي يعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج، كما أن قيمة فيشر المحسوبة $F=2.59$ وهي أقل تماماً من قيمتها الجدولية $F=3.00$ وهذا يعني أن النموذج ككل غير معنوي إحصائياً.

ج. اختبارات قياسية لجودة النموذج: تتمثل فيما يلي:

– اختبار الارتباط الذاتي للبواقي **LM Test**: تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-55): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي بالنسبة لـ **LMV8**

VEC Residual Serial Correlation LM Tests

Null Hypothesis: no serial correlation at lag order h

Date: 11/05/21 Time: 11:03

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 26

Lags	LM-Stat	Prob
1	15.54030	0.4855
2	11.37405	0.7858

Probs from chi-square with 16 df.

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة الاحتمال لإحصائية LM أكبر من مستوى الدلالة 0,05، وبالتالي يتم قبول فرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي.

– اختبار التوزيع الطبيعي **Normality Test**: تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-56): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي بالنسبة لـ LMV8

Component	Jarque-Bera	df	Prob.
1	0.274548	2	0.8717
2	6.853426	2	0.0325
3	0.892789	2	0.6399
4	1.598500	2	0.4497
Joint	9.619263	8	0.2928

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة الاحتمال لإحصائية J-Bera أكبر من مستوى الدلالة 0,05، وبالتالي يتم قبول فرضية العدم التي تنص على أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

– اختبار عدم التجانس **White Test**: تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-57): نتائج اختبار عدم تجانس التباين بالنسبة لـ LMV8

VEC Residual Heteroskedasticity Tests: Includes Cross Terms

Date: 11/05/21 Time: 11:08

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 26

Joint test:

Chi-sq	df	Prob.
232.1116	190	0.0201

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة الاحتمال أقل من مستوى الدلالة 0,05، وبالتالي يتم رفض فرضية العدم التي تنص على أن سلسلة البواقي لها تباين متجانس، بمعنى أن سلسلة البواقي لها تباين غير متجانس،

وبالتالي فالنموذج المقدر لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي ولكنه يعاني من مشكلة عدم التجانس، كما أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

– اختبار التأثير المشترك **Wald Coefficient Test**: تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-58): نتائج اختبار التأثير المشترك بالنسبة لـ **LMV8**

Wald Test:

System: %system

Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	2.989017	3	0.3933

Null Hypothesis: C(3)=C(4)=C(5)=0

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة الاحتمال لهذا الاختبار أكبر من مستوى الدلالة 0,05، وبالتالي يتم قبول فرضية العدم التي تنص على عدم وجود تأثير مشترك للمتغيرات المستقلة الثلاثة على سعر إغلاق السهم محل الدراسة في الأجل القصير.

4.2. تقدير نموذج **VEC** بين **LMV10** والمتغيرات المستقلة: بعد أن تم اختيار درجة التأخير $P=1$ حسب جميع المعايير السابقة بالنسبة للمتغيرات: **LMV10, LMC, LTV, LST** (انظر الملحق 4)، ومن خلال نتائج اختبار جوهانسن (متجه تكاملي واحد)، تم الحصول على نموذج بمتجه واحد وتأخير واحد باستخدام Eviews 9.0، وتوضح المعادلة التالية نتائج تقدير نموذج **VEC** (نظر الملحق 4):

$$D(LMV10) = -0.1035(LMV10(-1)) + 370.2406LMC(-1) - 368.2777LTV(-1) + 366.9469LST(-1) - 1709.3895 - 0.1628D(LMV10(-1)) - 9.7876D(LMC(-1)) + 10.1555D(LTV(-1)) - 10.3507D(LST(-1)) - 0.0109$$

يتضح من خلال المعادلة السابقة مايلي:

- يعرف سعر إغلاق السهم محل الدراسة في المدى الطويل بثابت وتأخير بالنسبة لمعدل رسملة السوق، معدل حجم التداول ومعدل دوران الأسهم بالسلاسل الأصلية (الجزء الغامق في المعادلة)؛
- يعرف سعر إغلاق السهم محل الدراسة في المدى القصير بثابت وتأخير بالنسبة لمعدل رسملة السوق، معدل حجم التداول ومعدل دوران الأسهم بالفروق الأولى.

سيتم تحليل معادلة نموذج تصحيح الخطأ في المدى الطويل وال المدى القصير كما يلي:

أ. المدى الطويل: أشارت النتائج السابقة إلى أن:

– قيمة $ECT = -0.1035$ وهو سالب (تحقق الشرط الأول) أي أن قيمة سعر إغلاق السهم محل الدراسة تتعدل نحو قيمتها التوازنية في كل فترة زمنية t بنسبة $10,35\%$ من اختلال التوازن المتبقي من الفترة $t-1$ ، وهي قيمة تعكس ضعف تكيف النموذج للانتقال من اختلالات الأجل القصير نحو التوازن طويل الأجل، بعبارة أخرى تعكس هذه النسبة سرعة التعديل نحو التوازن، حيث يستغرق التصحيح باتجاه القيمة التوازنية $(9,66 = 0,1035/1)$ مرة تقريبا كل 10 أرباع سنوية بعد أثر أي صدمة تحدث في النموذج نتيجة التغير في المتغيرات المفسرة، كأن يكون التصحيح الأول في الربع الأول من عام 2014، وثاني تصحيح يكون بعد سنتين ونصف أي في الربع الثالث من عام 2016؛

– معامل تصحيح الخطأ $c(1)$ معنوي إحصائيا (انظر الملحق 4)، ذلك لكون القيمة المحسوبة $|t| = 3.45$ وهي أكبر تماما من القيمة الجدولية $t = 2.05$ ، كما قدرت قيمة الاحتمال بـ $0,0009$ وهي أقل تماما من مستوى الدلالة $0,05$ (تحقق الشرط الثاني)، وهذا يشير إلى وجود علاقة سببية في المدى الطويل بين المتغيرات المستقلة للنموذج وبين سعر إغلاق السهم محل الدراسة.

بما أنه تم التوصل إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات هذا النموذج، سيتم اختبار معنوية معاملات النموذج في المدى الطويل كآتي (انظر الملحق 4):

– وجود علاقة طردية بين سعر الإغلاق ومعدل رسملة السوق لبورصة قطر في المدى الطويل بمعنى ارتفاع معدل رسملة السوق بـ 1% فإنه يتوقع ارتفاع سعر الإغلاق بـ $370,24\%$ ، وهو ما يتماشى مع المدلول الاقتصادي الذي يقضي باستجابة أسعار الأسهم وتحركها في نفس اتجاه مؤشر حجم السوق (معدل رسملة السوق) في المدى الطويل كون هذا الأخير يعكس نشاط السوق ومدى اتساعها، كما أن معامل هذا المتغير معنوي إحصائيا ذلك لكون القيمة المحسوبة $t = 2.61$ وهي أكبر تماما من القيمة الجدولية $t = 2.05$ ؛

– وجود علاقة عكسية بين سعر الإغلاق ومعدل حجم التداول لبورصة قطر في المدى الطويل بمعنى ارتفاع معدل حجم التداول بـ 1% فإنه يتوقع تراجع سعر الإغلاق بـ $368,27\%$ ، وهو ما يتنافى مع المدلول الاقتصادي الذي يقضي باستجابة أسعار الأسهم وتحركها في نفس اتجاه مؤشر سيولة السوق (معدل حجم التداول) في المدى الطويل كون هذا الأخير يعكس مستوى السيولة في السوق، وقد تفسر العلاقة العكسية بضعف التداول المتعلق بأسهم الشركة نفسها مقارنة مع باقي الشركات علما أنها تحتل المرتبة العاشرة من حيث حجم التداول، كما أن معامل هذا المتغير معنوي إحصائيا ذلك لكون القيمة المحسوبة $|t| = 2.60$ وهي أكبر تماما من $t = 2.05$ ؛

– وجود علاقة طردية بين سعر الإغلاق ومعدل دوران الأسهم لبورصة قطر في المدى الطويل بمعنى ارتفاع معدل دوران الأسهم بـ 1% فإنه يتوقع ارتفاع سعر الإغلاق بـ $366,94\%$ ، وهو ما يتماشى مع المدلول الاقتصادي الذي يقضي باستجابة أسعار الأسهم وتحركها بنفس اتجاه مؤشر سيولة السوق (معدل دوران الأسهم) في المدى الطويل كون هذا الأخير يعكس كثافة التداولات في السوق وانخفاض تكاليف الصفقات، كما أن معامل هذا المتغير معنوي إحصائيا ذلك لكون القيمة المحسوبة $t = 2.59$ وهي أكبر تماما من القيمة الجدولية $t = 2.05$ ؛

ب. المدى القصير: يتضح من المعادلة السابقة (انظر الملحق 4) ما يلي:

– وجود علاقة عكسية بين سعر الإغلاق وقيمتها المؤخرة بفترة واحدة بمعنى ارتفاع سعر إغلاق السهم محل الدراسة في ربع سنة معينة بـ 1% فإنه يتوقع تراجعها في الربع الموالي بـ 0,16%، كما أن المعامل $c(2)$ غير معنوي إحصائياً ذلك لكون القيمة المحسوبة $t = |-1.05|$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t = 2.05$ ، كما قدرت قيمة الاحتمال بـ 0,2964 وهي أكبر تماماً من مستوى الدلالة 0,05؛

– وجود علاقة عكسية بين سعر الإغلاق ومعدل رصمة السوق المؤخر بفترة واحدة، بمعنى بارتفاع معدل رصمة السوق في ربع سنة ما بـ 1% فإنه يتوقع انخفاض سعر الإغلاق في الربع الموالي بـ 9,78%، كما أن المعامل $c(3)$ غير معنوي إحصائياً ذلك لكون القيمة المحسوبة $t = |-0.76|$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t = 2.05$ ، كما قدرت قيمة الاحتمال بـ 0,4474 وهي أكبر تماماً من مستوى الدلالة 0,05؛

– وجود علاقة طردية بين سعر الإغلاق وحجم التداول المؤخر بفترة واحدة، بمعنى بارتفاع معدل حجم التداول في ربع سنة ما بـ 1% فإنه يتوقع ارتفاع سعر الإغلاق في الربع الموالي بـ 10,15%، كما أن المعامل $c(4)$ غير معنوي إحصائياً ذلك لكون القيمة المحسوبة $t = 0.79$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t = 2.05$ ، كما قدرت قيمة الاحتمال بـ 0,4314 وهي أكبر تماماً من مستوى الدلالة 0,05؛

– وجود علاقة عكسية بين سعر الإغلاق ومعدل دوران الأسهم المؤخر بفترة واحدة، بمعنى بارتفاع معدل دوران الأسهم في ربع سنة ما بـ 1% فإنه يتوقع انخفاض سعر الإغلاق في الربع الموالي بـ 10,35%، كما أن المعامل $c(5)$ غير معنوي إحصائياً ذلك لكون القيمة المحسوبة $t = |-0.80|$ وهي أقل من القيمة الجدولية $t = 2.05$ ، كما قدرت قيمة الاحتمال بـ 0,4229 وهي أكبر تماماً من مستوى الدلالة 0,05؛

– قدرت قيمة معامل التحديد بـ 0,5465 وهي قيمة متوسطة تفسر ضعف العلاقة بين المتغير التابع (سعر إغلاق السهم العاشر) والمتغيرات المستقلة، أي أن التغير في سعر الإغلاق في المدى القصير تفسره المتغيرات المستقلة بنسبة 54,65% فقط والباقي يعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج، كما أن قيمة فيشر المحسوبة $F = 4.82$ وهي أكبر تماماً من قيمتها الجدولية $F = 3.00$ وهذا يعني أن النموذج ككل معنوي إحصائياً.

ج. اختبارات قياسية لجودة النموذج: تتمثل فيما يلي:

– اختبار الارتباط الذاتي للبواقي **LM Test**: تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-59): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي بالنسبة لـ **LMV10**

VEC Residual Serial Correlation LM Tests
Null Hypothesis: no serial correlation at lag order h
Date: 11/05/21 Time: 21:59
Sample: 2014Q1 2020Q4
Included observations: 26

Lags	LM-Stat	Prob
1	8.788809	0.9219
2	8.477972	0.9333

Probs from chi-square with 16 df.

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة الاحتمال لإحصائية LM أكبر من مستوى الدلالة 0,05، وبالتالي يتم قبول فرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي.

– اختبار التوزيع الطبيعي **Normality Test**: تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-60): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي بالنسبة لـ **LMV10**

Component	Jarque-Bera	df	Prob.
1	0.551676	2	0.7589
2	6.007013	2	0.0496
3	0.360575	2	0.8350
4	0.588400	2	0.7451
Joint	7.507663	8	0.4830

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة الاحتمال لإحصائية J-Bera أكبر من مستوى الدلالة 0,05، وبالتالي يتم قبول فرضية العدم التي تنص على أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

– اختبار عدم التجانس **White Test**: تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-61): نتائج اختبار عدم تجانس التباين بالنسبة لـ **LMV10**

VEC Residual Heteroskedasticity Tests: Includes Cross Terms

Date: 11/05/21 Time: 22:08

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 26

Joint test:

Chi-sq	df	Prob.
210.2247	190	0.1499

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة الاحتمال أكبر من مستوى الدلالة 0,05، وبالتالي يتم قبول فرضية عدم التي تنص على أن سلسلة البواقي لها تباين متجانس، وبالتالي فالنموذج المقدر لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي ولا من مشكلة عدم التجانس، كما أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

– اختبار التأثير المشترك **Wald Coefficient Test**: تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (3-62): نتائج اختبار التأثير المشترك بالنسبة ل **LMV10**

Wald Test:

System: %system

Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	21.06285	3	0.0001

Null Hypothesis: C(3)=C(4)=C(5)=0

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews 9.0.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة الاحتمال لهذا الاختبار أقل تماماً من مستوى الدلالة 0,05، وبالتالي يتم رفض فرضية عدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود تأثير مشترك للمتغيرات المستقلة الثلاثة على سعر إغلاق السهم محل الدراسة في الأجل القصير.

الفرع الثالث: اختبار جرانجر للسببية **Granger Causality Test**

يتم استخدام اختبار جرانجر للسببية لتحديد اتجاه السببية في حالة وجودها بين متغيرات النموذج إذا كانت أحادية أو تبادلية، من خلال مقارنة F المحسوبة مع F الجدولية وفقاً لتطبيق اختبار جرانجر في برنامج Eviews 9.0، ويتم قبول فرضية عدم التي تفيد بعدم وجود علاقة سببية بين المتغيرات إذا كانت F المحسوبة أقل من F الجدولية عند مستوى معنوية 5%، وقد تم تلخيص النتائج المتحصل عليها لجميع النماذج في الجدول الموالي:

جدول (3-63): نتائج اختبار جرانجر للسببية

طبيعة العلاقة	القرار	قيمة الاحتمال	F المحسوبة	درجة التأخير	اتجاه العلاقة
LMV1 & LMC, LTV, LST					
لا توجد	لا تسبب	0.3934	0.97	2	LMC→LMV1
	لا تسبب	0.05218	0.67		LMV1→LMC
لا توجد	لا تسبب	0.2418	1.52		LTV→LMV1
	لا تسبب	0.2818	1.34		LMV1→LTV
لا توجد	لا تسبب	0.2684	1.40		LST→LMV1
	لا تسبب	0.3181	1.21		LMV1→LST
LMV2 & LMC, LTV, LST					
لا توجد	لا تسبب	0.0792	2.86	2	LMC→LMV2
	لا تسبب	0.7475	0.29		LMV2→LMC

الفصل الثالث: قياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات

لا توجد	لا تسبب	0.1505	2.07		LTV→LMV2
	لا تسبب	0.4895	0.73		LMV2→LTV
لا توجد	لا تسبب	0.2722	1.38		LST→LMV2
	لا تسبب	0.2264	1.59		LMV2→LST
LMV3 & LMC, LTV, LST					
أحادية	تسبب	0.0432	3.66		LMC→LMV3
	لا تسبب	0.5625	0.59		LMV3→LMC
لا توجد	لا تسبب	0.0846	2.78	2	LTV→LMV3
	لا تسبب	0.5415	0.63		LMV3→LTV
لا توجد	لا تسبب	0.2777	1.36		LST→LMV3
	لا تسبب	0.4691	0.78		LMV3→LST
LMV4 & LMC, LTV, LST					
لا توجد	لا تسبب	0.5582	0.59		LMC→LMV4
	لا تسبب	0.9251	0.07		LMV4→LMC
لا توجد	لا تسبب	0.1702	1.92	2	LTV→LMV4
	لا تسبب	0.6193	0.49		LMV4→LTV
لا توجد	لا تسبب	0.0876	2.74		LST→LMV4
	لا تسبب	0.6512	0.43		LMV4→LST
LMV5 & LMC, LTV, LST					
لا توجد	لا تسبب	0.1582	2.01		LMC→LMV5
	لا تسبب	0.6916	0.37		LMV5→LMC
لا توجد	لا تسبب	0.5901	0.54	2	LTV→LMV5
	لا تسبب	0.3433	1.12		LMV5→LTV
لا توجد	لا تسبب	0.7630	0.27		LST→LMV5
	لا تسبب	0.3854	0.99		LMV5→LST
LMV6 & LMC, LTV, LST					
لا توجد	لا تسبب	0.5341	0.64		LMC→LMV6
	لا تسبب	0.1121	2.43		LMV6→LMC
أحادية	لا تسبب	0.7140	0.34	2	LTV→LMV6
	تسبب	0.0470	3.54		LMV6→LTV
لا توجد	لا تسبب	0.8478	0.16		LST→LMV6
	لا تسبب	0.1158	2.39		LMV6→LST
LMV7 & LMC, LTV, LST					
أحادية	تسبب	0.0165	5.02		LMC→LMV7
	لا تسبب	0.8518	0.16		LMV7→LMC
لا توجد	لا تسبب	0.1458	2.11	2	LTV→LMV7
	لا تسبب	0.7509	0.29		LMV7→LTV
لا توجد	لا تسبب	0.5952	0.53		LST→LMV7
	لا تسبب	0.8810	0.12		LMV7→LST
LMV8 & LMC, LTV, LST					
لا توجد	لا تسبب	0.9700	0.001	2	LMC→LMV8
	لا تسبب	0.3924	0.75		LMV8→LMC
أحادية	تسبب	0.0082	8.29		LTV→LMV8

الفصل الثالث: قياس أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات

	لا تسبب	0.8628	0.03		LMV8→LTV
أحادية	تسبب	0.0026	11.29		LST→LMV8
	لا تسبب	0.7927	0.07		LMV8→LST
LMV9 & LMC, LTV, LST					
لا توجد	لا تسبب	0.4763	0.76	2	LMC→LMV9
	لا تسبب	0.7053	0.35		LMV9→LMC
أحادية	تسبب	0.0390	3.80		LTV→LMV9
	لا تسبب	0.5469	0.62		LMV9→LTV
أحادية	تسبب	0.0269	4.31		LST→LMV9
	لا تسبب	0.3433	1.12		LMV9→LST
LMV10 & LMC, LTV, LST					
لا توجد	لا تسبب	0.1104	2.45	2	LMC→LMV10
	لا تسبب	0.8820	0.12		LMV10→LMC
أحادية	تسبب	0.0437	3.64		LTV→LMV10
	لا تسبب	0.7291	0.32		LMV10→LTV
أحادية	تسبب	0.0047	7.00		LST→LMV10
	لا تسبب	0.4803	0.75		LMV10→LST

F الجدولية=3,00.

المصدر: تم إعداده اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 9.0 (انظر الملحق 4).

يتضح من الجدول السابق النتائج التالية:

— عدم وجود علاقة سببية في الاتجاهين بين LMV1 والمتغيرات المستقلة الثلاثة للنموذج: LMC, LTV, LST؛

— عدم وجود علاقة سببية في الاتجاهين بين LMV2 والمتغيرات المستقلة الثلاثة للنموذج: LMC, LTV, LST؛

— عدم وجود علاقة سببية في الاتجاهين بين LMV3 وكل من LTV وLST، ووجود علاقة سببية في اتجاه واحد من LMC نحو LMV3؛

— عدم وجود علاقة سببية في الاتجاهين بين LMV4 والمتغيرات المستقلة الثلاثة للنموذج: LMC, LTV, LST؛

— عدم وجود علاقة سببية في الاتجاهين بين LMV5 والمتغيرات المستقلة الثلاثة للنموذج: LMC, LTV, LST؛

— عدم وجود علاقة سببية في الاتجاهين بين LMV6 وبين كل من LMC وLST، عدم وجود علاقة سببية من LTV نحو LMV6، ووجود علاقة سببية في اتجاه واحد من LMV6 نحو LTV؛

— عدم وجود علاقة سببية في الاتجاهين بين LMV7 وكل من LTV وLST، ووجود علاقة سببية في اتجاه واحد من LMC نحو LMV7؛

– عدم وجود علاقة سببية في الاتجاهين بين LMV8 و LMC، ووجود علاقة سببية في اتجاه واحد من LTV نحو LMV8، ومن LST نحو LMV8؛

– عدم وجود علاقة سببية في الاتجاهين بين LMV9 و LMC، ووجود علاقة سببية في اتجاه واحد من LTV نحو LMV9، ومن LST نحو LMV9؛

– عدم وجود علاقة سببية في الاتجاهين بين LMV10 و LMC، ووجود علاقة سببية في اتجاه واحد من LTV نحو LMV10، ومن LST نحو LMV10.

المطلب الثالث: تلخيص نتائج الدراسة القياسية

يمكن تلخيص النتائج التي تم التوصل إليها من خلال الدراسة القياسية السابقة في النقاط التالية:

– جميع سلاسل متغيرات النماذج مستقرة عند المستوى الأول ومتكاملة من الدرجة الأولى (1)I، وذلك وفق اختباري ADF و PP؛

– عدم وجود تكامل مشترك بالنسبة لنماذج 6 أسهم من العينة: LMV1, LMV4, LMV5, LMV6, LMV7, LMV9 وبين المتغيرات المستقلة: LMC, LTV, LST أي عدم وجود علاقة سببية بين متغيرات النماذج الستة في المدى الطويل، ووجود علاقة توازنية طويلة الأجل بمتجه واحد بين متغيرات أربعة نماذج للأسهم: LMV2, LMV3, LMV8, LMV10 وبين المتغيرات المستقلة وذلك وفق اختبار جوهانسن للتكامل المشترك؛

– أثبت اختبار تحليل التباين للنماذج الستة (التي أثبتت عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيراتها) التأثير الضعيف للمتغيرات المستقلة الثلاثة على أسعار إغلاق (المتغير التابع للنماذج) الأسهم في المدى القصير، وكان معدل رسملة السوق LMC ومعدل حجم التداول LTV الأكثر تأثيراً على أسعار الإغلاق خلال تلك الفترة؛

– بناء على نتائج الاستقرارية، التكامل المشترك ودرجة التأخير في نموذج VAR، تم تقدير العلاقة بين سعر الإغلاق والمتغيرات المستقلة في النماذج الأربعة (التي أثبتت وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيراتها) وفق نموذج تصحيح الخطأ VECM بمتجه واحد ودرجة تأخير واحدة بالنسبة لكل النماذج، وكانت النتائج كالآتي:

● بالنسبة لنموذج LMV2: عدم وجود علاقة سببية طويلة الأجل بين سعر إغلاق السهم محل الدراسة وبين المتغيرات المستقلة، ذلك لكون متجه تصحيح الخطأ ECT غير معنوي، كذلك وجود علاقة عكسية بين سعر إغلاق السهم وبين كل من LMC و LST في المدى القصير لكنها غير معنوية إحصائياً، ووجود علاقة طردية بين سعر إغلاق السهم و LTV في المدى القصير وهي غير معنوية إحصائياً، كما ثبت أن النموذج ككل غير معنوي إحصائياً، أما نتائج اختبار Wald بينت أنه لا يوجد تأثير مشترك للمتغيرات المستقلة الثلاثة على المتغير التابع في المدى القصير؛

● بالنسبة لنموذج LMV3: عدم وجود علاقة سببية طويلة الأجل بين سعر إغلاق السهم محل الدراسة وبين المتغيرات المستقلة، ذلك لكون متجه تصحيح الخطأ ECT غير معنوي، كذلك وجود علاقة عكسية بين سعر

إغلاق السهم وبين كل من LMC وLST في المدى القصير لكنها غير معنوية إحصائياً، ووجود علاقة طردية بين سعر إغلاق السهم وLTV في المدى القصير وهي غير معنوية إحصائياً، كما ثبت أن النموذج ككل معنوي إحصائياً، أما نتائج إختبار Wald بينت أنه لا يوجد تأثير مشترك للمتغيرات المستقلة الثلاثة على المتغير التابع في المدى القصير؛

● بالنسبة لنموذج LMV8: وجود علاقة سببية طويلة الأجل بين سعر إغلاق السهم وبين المتغيرات المستقلة، ذلك لكون متجه تصحيح الخطأ ECT معنوي وسالب، حيث قدرت سرعة التعديل نحو التوازن بـ 59,94% أي بمعدل مرة كل 6 أشهر وتدل على ضعف تكييف النموذج للانتقال من اختلالات الأجل القصير نحو التوازن طويل الأجل، كذلك وجود علاقة عكسية بين سعر إغلاق السهم وبين كل من LMC وLST في المدى الطويل والقصير لكنها غير معنوية إحصائياً، ووجود علاقة طردية بين سعر إغلاق السهم وLTV في المدى الطويل والقصير وهي غير معنوية إحصائياً، كما ثبت أن النموذج ككل غير معنوي إحصائياً، أما نتائج إختبار Wald بينت أنه لا يوجد تأثير مشترك للمتغيرات المستقلة الثلاثة على المتغير التابع في المدى القصير؛

● بالنسبة لنموذج LMV10: وجود علاقة سببية طويلة الأجل بين سعر إغلاق السهم وبين المتغيرات المستقلة، ذلك لكون متجه تصحيح الخطأ ECT معنوي وسالب، حيث قدرت سرعة التعديل نحو التوازن بـ 10,35% أي بمعدل مرة كل عامين ونصف وتدل على ضعف تكييف النموذج للانتقال من اختلالات الأجل القصير نحو التوازن طويل الأجل، كذلك وجود علاقة طردية معنوية بين سعر إغلاق السهم وبين كل من LMC وLST في المدى الطويل وعكسية غير معنوية في المدى القصير، ووجود علاقة عكسية معنوية بين سعر إغلاق السهم وLTV في المدى الطويل وطردية غير معنوية في المدى القصير، كما ثبت أن النموذج ككل معنوي إحصائياً، أما نتائج إختبار Wald بينت أنه يوجد تأثير مشترك للمتغيرات المستقلة الثلاثة على المتغير التابع في المدى القصير وقد قدرت القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة للمتغير التابع بـ 54,65% كما أن النموذج خال من المشاكل القياسية.

– أثبت إختبار جرانجر للسببية مايلي:

● عدم وجود علاقة سببية في الاتجاهين بين المتغيرات الثلاثة المستقلة وبين المتغيرات التابعة التالية: LMV1, LMV2, LMV3, LMV4, LMV5؛

● عدم وجود علاقة سببية من المتغيرات المستقلة الثلاثة نحو LMV6، ووجود علاقة سببية ذات اتجاه واحد من LMV6 نحو LTV؛

● عدم وجود علاقة سببية في الاتجاهين بين LMV7 وكل من LMC وLTV، ووجود علاقة سببية ذات اتجاه واحد من LMC نحو LMV7؛

● عدم وجود علاقة سببية في الاتجاهين بين LMC والمتغيرات التابعة التالية: LMV8, LMV9, LMV10 ووجود علاقة سببية في اتجاه واحد من LTV نحو المتغيرات الثلاثة السابقة، ومن LST نحو نفس المتغيرات.

وكخلاصة للنتائج السابقة توصلت الدراسة القياسية إلى ما يلي:

- عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بالنسبة لنماذج 80% من أسهم عينة الدراسة أي أن المتغيرات المستقلة لا تؤثر على المتغير التابع في المدى الطويل؛
- وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بالنسبة لنماذج 20% من أسهم عينة الدراسة بمعنى وجود أثر معنوي بين المتغيرات المستقلة الثلاثة مجتمعة وبين المتغير التابع في المدى الطويل؛
- وجود أثر معنوي بين كل متغير مستقل على حده وبين المتغير التابع في المدى الطويل بالنسبة لنموذج واحد فقط؛
- وجود أثر معنوي للمتغيرات المستقلة مجتمعة وبين المتغير التابع في المدى القصير بالنسبة لنموذج واحد فقط؛
- وجود أثر غير معنوي بين كل متغير مستقل على حده وبين المتغير التابع في المدى القصير بالنسبة لكل نماذج تصحيح الخطأ.

خلاصة الفصل الثالث

من خلال ما تم عرضه ضمن الإطار التطبيقي لهذا الفصل، اتضح أن سوق قطر للأوراق المالية شهدت تطوراً كبيراً منذ تأسيسها عام 1995 تحت مسمى سوق الدوحة للأوراق المالية، ليتم تعديل إسمها إلى بورصة قطر بعد أن تحولت إلى شركة مساهمة قطرية وانتقلت جميع الأعمال الرقابية والاستشارية لهيئة قطر للأسواق المالية، وتم الترخيص لها من قبل هذه الأخيرة بالقيام بجميع أنشطة تداول الأوراق المالية في البلاد، وقد حققت بورصة قطر منذ نشأتها العديد من الإنجازات سواء على مستوى الأداء أو على مستوى تطوير بنيتها التحتية وتحديث آلياتها بما يتلائم مع المعايير الدولية، كل ذلك ساهم في ترقيتها من سوق مبتدئة إلى سوق ناشئة من طرف مؤشرات التصنيف العالمية ابتداء من 2014 لتكون أولى أسواق دول مجلس التعاون الخليجي التي انضمت إلى قائمة الأسواق الناشئة، واتضح من خلال تحليل تطور سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2020 تراجع المؤشر العام بـ 1,88%، تراجع القيمة السوقية الإجمالية بـ 0,93%، وأشارت مؤشرات أداء السوق إلى عدم اتساع السوق ومحدوديتها قياساً بعدد الشركات المدرجة في بورصة قطر على الرغم من تحسن معدل رسملة السوق، إضافة إلى تراجع مؤشر سيولة السوق (معدل التداول ومعدل دوران الأسهم) وارتفاع مؤشر درجة التركيز.

أيضاً تم اختبار كفاءة سوق قطر للأوراق المالية في صيغتها الضعيفة خلال الفترة (2014-2020) من خلال اختبارات فرضية السير العشوائي على سلسلة عوائد المؤشر اليومية لبورصة قطر DLQSI20 بعد أن ثبت استقرارها وفق اختبار دالة الارتباط الذاتي واختبارات جذر الوحدة، وقد خلصت النتائج إلى أن سلسلة عوائد المؤشر DLQSI20 لا تتمتع بخصائص التوزيع الطبيعي كما أن قيمها لا تتمتع بالاستقلالية فيما بينها وهو ما يتنافى مع فرضية السير العشوائي، أي أن بورصة قطر غير كفؤة في صيغتها الضعيفة خلال فترة الدراسة وعليه يمكن التنبؤ بالعوائد المستقبلية لمؤشر بورصة قطر باستخدام عوائده التاريخية في المدى القصير.

ولتحديد سلوك القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة قطر، تم تقدير القيمة الحقيقية لعينة من الأسهم باستخدام مضاعف الربحية لـ Bates، وقد بينت النتائج أن هناك فجوة بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية لجميع أسهم العينة أي انحراف القيمة السوقية للأسهم عن قيمتها الحقيقية، ويدل ذلك على إمكانية المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية ناتجة عن التسعير الخاطئ للأسهم (الفرق بين القيمة الحقيقية للسهم وقيمه السوقية)، ويعكس ما سبق انخفاض كفاءة التسعير في بورصة قطر.

كما تم اختبار أثر كفاءة سوق قطر للأوراق المالية والمعبر عنها بمؤشرات تحليل كفاءة السوق: معدل رسملة السوق، معدل حجم التداول ومعدل دوران الأسهم (بيانات ربع سنوية) على القيمة السوقية لعينة مكونة من أكبر 10 أسهم من حيث حجم التداول والمعبر عنها بسعر الإغلاق الربع السنوي باستخدام بعض أساليب الاقتصاد القياسي، والتي تمثلت أساساً في اختبارات جذر الوحدة ADF و PP، اختبار جوهانسن للتكامل المشترك، تحليل التباين بالنسبة لنماذج الأسهم التي لا يوجد تكامل مشترك بين متغيراتها، نموذج تصحيح الخطأ VECM لنماذج الأسهم التي توجد بين متغيراتها علاقة توازنية طويلة، وأخيراً اختبار جرانجر للسببية، وقد

خلصت الدراسة القياسية إلى عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بالنسبة لنماذج 80% من أسهم عينة الدراسة بمعنى أن المتغيرات المستقلة لا تؤثر على المتغير التابع في المدى الطويل، وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بالنسبة لنماذج 20% من أسهم عينة الدراسة بمعنى وجود أثر معنوي بين المتغيرات المستقلة الثلاثة مجتمعة وبين المتغير التابع في المدى الطويل، وجود أثر معنوي بين كل متغير مستقل على حده وبين المتغير التابع في المدى الطويل بالنسبة لنموذج واحد فقط، وجود أثر معنوي للمتغيرات المستقلة مجتمعة وبين المتغير التابع في المدى القصير بالنسبة لنموذج واحد فقط، وجود أثر غير معنوي بين كل متغير مستقل على حده وبين المتغير التابع في المدى القصير بالنسبة لكل نماذج تصحيح الخطأ، وعليه يمكن القول أن المتغيرات المستقلة للدراسة سواء كانت مجتمعة أو بصفة مستقلة لا تؤثر على أسعار أسهم العينة في المدى القصير والطويل، بمعنى آخر فإن أسعار الأسهم لا تستجيب للتغيرات التي تحدث في كل من معدل رسيمة السوق، معدل حجم التداول ومعدل دوران الاسهم، أي عدم انعكاس المعلومات المتعلقة بأداء سوق قطر في أسعار الأسهم خلال فترة الدراسة، وهو ما يفسر عدم كفاءتها وكذا انحراف القيمة السوقية للأسهم عن قيمتها الحقيقية.



خاتمة عامة

سعت هذه الدراسة إلى معالجة إشكالية مدى تأثير كفاءة سوق قطر للأوراق المالية باعتبارها سوق مالية ناشئة على القيمة السوقية للأسهم المتداولة فيها خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2020، ولتحقيق هدف الدراسة تم تقسيمها إلى ثلاث فصول مزجت بين الجانب النظري والجانب التطبيقي، حيث هدف الجانب النظري إلى الإلمام بالمفاهيم الأساسية لمتغيرات الدراسة سواء المتعلقة بالأسواق المالية الناشئة وكفاءتها أو بالقيمة السوقية للأسهم، أما الجانب التطبيقي فقد اهتم بتحليل تطور سوق قطر للأوراق المالية خلال فترة الدراسة واختبار كفاءتها عند المستوى الضعيف، إضافة إلى تقييم عينة من الأسهم المتداولة فيها باستخدام أحد نماذج تقييم الأسهم المتطرق إليها في الجانب النظري (نموذج مضاعف الربحية)، وكذا اختبار أثر بعض مؤشرات كفاءة الأسواق المالية الناشئة والمتمثلة في: معدل رسملة السوق، معدل حجم التداول ومعدل دوران الأسهم على أسعار إغلاق عينة من الأسهم المتداولة في بورصة قطر، وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتي تم على أساسها تقديم بعض الاقتراحات والتوصيات وكذا عرض بعض آفاق الدراسة كما يلي:

1. نتائج الدراسة

بغية الإجابة على التساؤل الرئيسي، التساؤلات الفرعية والفرضيات المطروحة، وعلى ضوء محاور الدراسة تم التوصل إلى مجموعة من النتائج النظرية والتطبيقية كالاتي:

1.1. النتائج النظرية: لقد خلصت الدراسة في الجانب النظري إلى ما يلي:

– تعرف سوق الأوراق المالية بأنها سوق تصدر فيها الأوراق المالية –أسهم وسندات في شكلها التقليدي أو المستحدث (المشتقات)– ليتم تداولها بيعة وشراء بين المتعاملين بطريقة فورية أو مستقبلية عبر قنوات اتصال فعالة بمساعدة وسطاء ماليين ومختصين، ويتحدد فيها سعر الورقة المالية وفق آلية العرض والطلب، وتتمثل الوظيفة الرئيسية لسوق الأوراق المالية في الوصل والتنسيق بين احتياجات وقدرات الأعوان الاقتصادية المختلفة، وتجميع الفوائض المالية والمدخرات وتنميتها من خلال توجيهها نحو المجال الاستثماري الذي سيساهم بدوره في تنمية الاقتصاد.

– تنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوق حاضرة والتي تتفرع بدورها إلى سوق أولية وسوق ثانوية، وسوق أخرى آجلة يكون فيها تسليم الأوراق المالية محل التعاقد في وقت لاحق بعد إبرام العقد (وجود فاصل زمني بين تاريخ إبرام العقد وبين تنفيذه)، أما عن الأوراق المالية المتداولة فيها تأخذ عدة أشكال فمنها ما يمثل حق دين كالسندات، ومنها ما يمثل حق ملكية كالأسهم، وأخرى هجينة تجمع بين الحقين معاً كالأسهم الممتازة وغيرها، وبعضها مشتقة من الأوراق المالية الأصلية، ويتم التعامل في سوق الأوراق المالية وفق مجموعة من الأوامر وتسعر الأوراق المالية تبعاً لآليات مختلفة، كما يتم قياس الأداء الكلي لسوق الأوراق المالية من خلال مؤشرات يتم حسابها بطرق تختلف من سوق إلى أخرى.

– لعبت الأسواق المالية الناشئة دوراً كبيراً في تحفيز النمو الاقتصادي العالمي خاصة بعد أزمة العملة (الأزمة المالية الآسيوية) عام 1997، الأمر الذي استدعى إجراء إصلاحات شاملة للعديد من اقتصادات الأسواق الناشئة لتصبح أكثر تطوراً.

– تعرف الأسواق المالية الناشئة بأنها الأسواق التي تشهد اقتصاداتها عملية نمو متسارعة من مرحلة انتقالية نحو اقتصاد السوق، والتي تتيح أسواقها فرصاً أكبر للمستثمرين فيها لتحقيق عوائد مرتفعة مقارنة بالاقتصادات المتقدمة، ومن أهم خصائصها انخفاض الدخل، النمو الاقتصادي السريع للاقتصادات المنتمة إليها، ارتفاع معدل التدذب فيها وزيادة التقلبات، زيادة درجة تركيزها ونقص تنظيمها.

– تمر الأسواق المالية بعدة مراحل حتى يتم تصنيفها إلى أسواق ناشئة: مرحلة النمو أو عدم النضج، مرحلة الانفتاح أو انخفاض نشاط التداول، مرحلة تطور النشاط ومرحلة النضج، وقد ساهم في نموها مجموعة من العوامل الداخلية والخارجية كسياسات الإصلاح الاقتصادي، ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي، تراجع الأسواق المالية الدولية وانخفاض معدلات الفائدة فيها، الركود الاقتصادي وضعف الطلب على الأموال،... إلخ.

– يتم تصنيف الأسواق المالية إلى شبه ناشئة (حدودية)، ناشئة ومتقدمة وفق مجموعة من المعايير والمتطلبات من طرف مؤشرات التصنيف العالمية أهمها: مؤشر مورغان وستانلي MSCI، مؤشر فوتسي راسل FTSE ومؤشر ستاندرد آند بورز داو جونز S&P Dow Jones.

– تعرف سوق الأوراق المالية الكفؤة بأنها السوق التي تكون فيها المعلومات متاحة لكامل المتعاملين فيها وبتكاليف منخفضة، حيث تنعكس هذه المعلومات بسرعة وبصورة فورية لحظة ورودها إلى السوق على أسعار الأوراق المالية، مما يؤدي إلى تعادل القيمة السوقية لهذه الأخيرة مع قيمتها الحقيقية (القيمة العادلة Fair Value)، وبالتالي لا يمكن لأي فئة من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين، كما أنها تتميز بمجموعة من الخصائص أهمها: السيولة، استمرارية السعر، عمق السوق واتساعها وحيويتها، كفاءة المعلومات (الكفاءة الخارجية)، انخفاض تكاليف التداول (الكفاءة الداخلية).

– يمكن التمييز بين نوعين من كفاءة سوق الأوراق المالية: الكفاءة الكاملة والتي تعبر عن مثالية السوق المالية من حيث المعلومات والمتعاملين وإنجاز الصفقات والتكاليف، حيث تفترض عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن أسعار الأوراق المالية التي تتغير بشكل فوري، والكفاءة الاقتصادية التي تفترض وجود فترة تباطؤ زمني بين تداول المعلومات الجديدة وبين انعكاس أثرها على الأسعار في السوق، مما يؤدي إلى اختلاف القيمة السوقية للأوراق المالية عن قيمتها الحقيقية لفترة زمنية معينة.

– حتى تتسم السوق المالية بالكفاءة لا بد من توافر مجموعة من المتطلبات أهمها: المنافسة الكاملة، الكفاءة التسعيرية، الكفاءة التشغيلية، الأمان والانضباط بين المتعاملين.

– تتباين كفاءة سوق الأوراق المالية وفقاً لطبيعة المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية حيث تظهر ثلاث أنواع رئيسية للكفاءة:

✓ فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة والتي تقتضي أن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق تعكس المعلومات التاريخية عن جميع تحركات أسعار الأسهم، ولا يمكن التنبؤ بتغيرات الأسعار ولا تحقيق عوائد بناء على المعلومات المتاحة عن أسعار الأسهم في الماضي لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وهو ما يعرف

بنظرية السير العشوائي، ومن أهم اختبارات الارتباط الذاتي، اختبار الأنماط الطارئة واختبارات جذر الوحدة؛

✓ فرضية الصيغة المتوسطة للكفاءة والتي تقتضي أن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق لا تعكس فقط المعلومات التاريخية للأسعار بل تعكس أيضا البيانات والمعلومات الحالية العامة المنشورة والمتاحة لجمهور المستثمرين، سواء كانت هذه المعلومات تتعلق بالاقتصاد الوطني أو بالقطاع الذي تنتمي إليه الشركة أو معلومات تتعلق بالشركة نفسها، ومن أهم اختبارات قياس مدى استجابة الأسعار للإعلان عن الأرباح والتوزيعات، طريقة البواقي وعمليات اشتقاق الأسهم؛

✓ فرضية الصيغة القوية للكفاءة والتي تعكس المفهوم الواسع لكفاءة السوق وتفترض أن أسعار الأوراق المالية تعكس كافة المعلومات التاريخية والمعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور بالإضافة إلى المعلومات الخاصة التي لم تنشر بعد، وتتوفر فقط لدى مجموعة من المستثمرين يعرفون بالداخلين كأعضاء مجلس الإدارة ومسيرو المحافظ المالية وصناديق الاستثمار، والمتخصصين في تحليل الأوراق المالية،... إلخ، ومن أهم اختبارات تحليل مدى قدرة العاملين بالشركة على تحقيق أرباح غير عادية جراء تعاملهم بالأوراق المالية التي تصدرها الشركة التي يعملون بها وكذا تحليل أداء المؤسسات المالية المتخصصة القادرة على الوصول إلى المعلومات بسرعة مثل صناديق الاستثمار ومؤسسات التحليل المالي.

– هناك مجموعة من المؤشرات يمكن إدراجها ضمن مفهوم كفاءة السوق المالية تسمح للاقتصاديين وصناع القرار من إجراء المقارنة بين الأسواق المالية المختلفة وترتيبها حسب درجة تطورها، ومن ثم معرفة قدرة كل منها على جذب الاستثمارات وتخصيصها بكفاءة، ومن أهم هذه المؤشرات في الأسواق المالية الناشئة:

✓ مؤشر حجم السوق والذي يعبر عن مدى اتساع السوق ونمو حجم الاستثمارات فيها حيث كلما اتسعت السوق المالية الناشئة كان ذلك مؤشرا على تطورها ونضجها، وينقسم بدوره إلى معدل رسملة السوق وعدد الشركات المدرجة؛

✓ مؤشر سيولة السوق والذي يعبر عن سهولة تداول الأسهم بيعا وشراء بسرعة وبتكلفة منخفضة، حيث يشير ارتفاع درجة السيولة في السوق إلى قدرة هذه الأخيرة على إتاحة الفرصة أمام المستثمرين لتقليل مخاطر التصريف ومباشرة الاستثمارات طويلة المدى، مما ينعكس إيجابا على كفاءة تخصيص الموارد المالية ومن ثم على معدلات النمو الاقتصادي بالتبعية، وينقسم بدوره إلى معدل حجم التداول ومعدل دوران الأسهم؛

✓ مؤشر درجة التركيز والذي يعبر عن حصة أكبر عشر شركات في رسملة السوق أو في إجمالي قيمة التداول، حيث كلما انخفضت درجة التركيز كلما كان ذلك مؤشرا إيجابيا على تطور كفاءة السوق، وبالمقابل فإن تزايد سيطرة مجموعة من الشركات على حركة التداول في البورصة يؤثر سلبا على السيولة والأداء المستقبلي للسوق.

– تناقضت نتائج تطبيق فرضية الكفاءة في الأسواق المالية الناشئة نتيجة اختلاف الفترات الزمنية التي اختبرت خلالها وكذلك طبيعة البيانات المستخدمة، وقد اقتصر أغلب الدراسات على اختبارات الصيغة الضعيفة

للكفاءة وقليلًا ما تم اختبارها عند المستوى المتوسط، وتوصلت بعضها إلى دلائل تفيد بكفاءة بعض الأسواق الناشئة في شكلها الضعيف، بينما خلصت دراسات أخرى إلى عدم كفاءة هذه الأسواق مطلقًا.

– تتأثر كفاءة الأسواق المالية الناشئة حسب رأي بعض المحللين بالعديد من العوامل والتي تسبب في عدم كفاءتها أو ضعفها من بينها: صغر حجم السوق، نقص الإفصاح المالي، ضعف أنظمة الاتصال، ندرة المحللين الماليين والخبراء،... إلخ، وعلى الرغم من أن هذه العوامل تؤثر فعلا على الكفاءة في الأسواق المالية الناشئة إلا أنه تؤكد بعض الدراسات على أن تأثيرها يختلف من سوق ناشئة إلى أخرى، فلا يمكن الحكم على جميعها بأنها غير كفؤة.

– التقييم هو ذلك الإجراء المنظم الذي يتحدد عن طريقه السعر السوقي للأوراق المالية في السوق باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم على أساس وجود علاقة طردية بين المخاطرة والعائد المتوقع، وتتم عملية التقييم من خلال تقدير القيمة الحقيقية للسهم ومقارنتها مع قيمته السوقية بغية اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

– تتأثر عملية التقييم في الأسواق المالية بمجموعة من العوامل المباشرة ككفاءة السوق المالية، أداء الشركات ورشد المستثمر،... إلخ، إضافة إلى عوامل غير مباشرة كمدى الاستقرار السياسي والاجتماعي، التغيير في معدلات الضرائب على الأرباح، التغيير في أسعار الفائدة على القروض والودائع من وإلى البنوك،... إلخ، وتعرف أيضا بالعوامل خارج نطاق السيطرة التي لا بد للمستثمر أن يتعايش معها كونها تمثل مخاطر منتظمة، فيطالب بتعويض عنها قبل الدخول في أي استثمار الأمر الذي سينعكس سلبا أو إيجابا على القيمة الحقيقية للسهم التي يزداد على أساسها العرض أو يقل الطلب ويتم قبول أو رفض القيمة السوقية، أو بمعنى آخر اتخاذ قرار البيع أو الشراء الملائم.

– تتعدد مفاهيم القيمة المتعلقة بالأسهم العادية حيث تمثل القيمة الاسمية القيمة المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة وهي القيمة التي يطرح بها السهم لأول مرة وتظهر عادة على قسيمة السهم، أما القيمة الدفترية فهي تمثل القيمة المثبتة في السجلات المحاسبية للشركة من حقوق الملكية بعد استبعاد الأسهم الممتازة منها باعتبارها التزام على الشركة، في حين تمثل القيمة السوقية النقدية المدفوعة عند نقطة زمنية محددة وتحدد بفعل عوامل العرض والطلب في سوق الأوراق المالية، أيضا القيمة الحقيقية والتي تمثل القيمة المحصومة للتدفقات النقدية بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين ويطلق عليها أيضا بالقيمة العادلة Fair Value، ويعكس تحقق هذه القيمة في سوق الأوراق المالية حالة توازن السوق المالية ومدى استجابتها للمعلومات الجديدة بهدف تصحيح اتجاهات حركة الأسعار السوقية نحو قيمتها الحقيقية، أما القيمة التصفية فهي القيمة المتوقع الحصول عليها من طرف المساهم في حالة تصفية الشركة، وسداد الالتزامات التي عليها بما فيها حقوق الأسهم الممتازة.

– تتحدد القيمة السوقية للسهم العادي بناء على عنصرين هما:

✓ العائد المتوقع وهو المتوسط الموزون لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقا لاعتقادات المستثمر لطبيعة الحالة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها للاستثمارات ذات المخاطرة؛

✓ المخاطرة المحتملة والتي تعبر عن احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المتوقع على الاستثمار حيث تقاس بمقدار الانحراف المعياري للعائد الفعلي عن العائد المرجح أو المتوقع، وتنقسم المخاطرة إلى مخاطرة منتظمة أو المخاطرة السوقية كونها تقيس مدى حساسية عائد السهم إلى تغيير عائد السوق ولا يمكن إزالتها أو التقليل منها

عن طريق تنويع الاستثمارات لأنها تتعلق بنظام السوق ككل وليس بشركة معينة كمخاطرة معدل الفائدة، مخاطرة انخفاض القوة الشرائية للنقود، مخاطرة السوق... إلخ، كما يتم قياسها بمعامل بيتا والذي يعكس اتجاه تقلب عائد السهم العادي استجابة إلى أي تغير بعائد محفظة السوق، أما المخاطرة غير المنتظمة أو المخاطرة الخاصة هي ذلك الجزء من المخاطرة الكلية والمتعلقة بظروف الشركة المصدرة للورقة المالية أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة، وتعرف أيضا بالمخاطرة القابلة للتنويع كمخاطرة الإدارة، مخاطرة الصناعة، المخاطرة المالية،... إلخ.

– يمثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لشارب CAPM نموذج مرجعي لتقييم الاستثمارات وتخمين العائد المتوقع منها ويعرف بأنه نظرية للموازنة بين العائد والمخاطرة، كما يسمح بقياس الحد الأدنى للعائد الذي ينبغي أن يحققه الاستثمار (معدل العائد المطلوب) حتى يعوض المستثمر عن المخاطرة التي لا يمكن تجنبها أي المخاطرة المنتظمة التي تقاس بمعامل بيتا.

– تعبر الصيغة الرياضية لنموذج CAPM عن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر على الأسهم ذات المخاطرة والذي يتكون من معدل العائد الخالي من المخاطرة وهو عائد ظروف التأكد التام، وعلاوة المخاطرة السوقية للسهم التي تمثل سعر المخاطرة الذي يحصل عليه المستثمر كعائد إضافي مقابل استثماره في السهم، ويقوم المستثمر بمقارنة العائد المتوقع تحقيقه مع العائد المطلوب للحكم على مدى جاذبية السهم للاستثمار، حيث يكون جذاب إذا كان العائد المتوقع أكبر من العائد المطلوب والعكس صحيح.

– تتأثر القيمة السوقية للسهم العادي بمجموعة من العوامل أهمها: التوقعات بخصوص مستقبل الشركة وقوة مركزها المالي، توزيعات الأرباح للشركة في نهاية كل سنة، القيمة الدفترية للسهم، العرض والطلب، الأوضاع الاقتصادية العامة، سعر الفائدة،... إلخ.

– يتم تحليل الأسهم العادية في الأسواق المالية وفق مدخلين أساسيين هما:

✓ مدخل التحليل الفني الذي يختص في تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي وتحليلها بغية التنبؤ بحركتها في المستقبل، ويقوم هذا التحليل على مجموعة من الفرضيات أهمها: عدم كفاءة السوق، تحرك الأسعار في اتجاهات، تتحدد القيمة السوقية على أساس قوى العرض والطلب، التاريخ يعيد نفسه، حجم التداول يؤكد اتجاه الأسعار، ومن أبرز نظرياته نظرية داو ونظرية موجات إليوت، ويستخدم التحليل الفني مجموعة من الأدوات منها لغرض التنبؤ بحركة السوق أهمها: مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين، مقاييس وجهة النظر المضادة ومقاييس المستثمر المحترف، وأخرى لغرض التنبؤ بحركة السهم من بينها: مؤشر أو خريطة القوة النسبية للسهم، خريطة المتوسط المتحرك، خرائط الأعمدة البيانية وخريطة النقطة والشكل؛

✓ مدخل التحليل الأساسي الذي يعنى بتقدير القيمة الحقيقية للسهم ومقارنتها مع قيمته السوقية من أجل اتخاذ القرار الاستثماري السليم وذلك من خلال تحليل الظروف الاقتصادية العامة، تحليل قطاع الصناعة الذي تنتمي إليه الشركة وأخيرا تحليل ظروف الشركة ذاتها ويعرف بمدخل التحليل من الأعلى إلى الأسفل، كما يمكن التحليل من الأسفل إلى الأعلى انطلاقا من تحليل ظروف الشركة وصولا إلى تحليل ظروف الاقتصاد العامة ويعرف بمدخل التحليل من الأسفل إلى الأعلى، ويفترض التحليل الأساسي أن السوق المالية كفؤة في شكلها الضعيف فقط

ويمكن التنبؤ بأسعار الأسهم من خلال تحليل المعلومات الواردة إلى السوق، ولا يجب الاكتفاء بتحليل المعلومات داخل السوق فقط بل يجب تحليل المعلومات الخارجية المتعلقة بظروف الاقتصاد، الصناعة والشركة المصدرة للأسهم.

– هناك مجموعة من النماذج تستخدم كمنهج لتقييم الأسهم العادية المتداولة في السوق المالية وتحديد قيمتها الحقيقية، وتقوم هذه النماذج على افتراض أساسي يفيد بأن القيمة الحقيقية لأي سهم تتساوى مع القيمة الحالية لكل التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلا طوال فترة امتلاك هذه الأسهم، ومن أبرز هذه النماذج: نموذج خصم توزيعات الأرباح والذي يشتق منه ثلاث نماذج أخرى تبعا لنمط التوزيعات المستقبلية للشركة وهي: نموذج النمو الصفري، نموذج النمو الثابت ونموذج النمو المتعدد، نماذج مدخل الربحية والتي تضم نموذج مضاعف الربحية ونموذج تقييم الربحية، أيضا نموذج التدفقات النقدية، إضافة إلى نماذج أخرى بديلة أهمها: نموذج والتر للتقييم، نموذج H، نموذج ليرنر وكارلتون.

– تمثل المعلومات في السوق المالية بيانات منظمة ذات معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحليل مضامينها من أجل اتخاذ القرار الاستثماري السليم، وحتى تكون هذه المعلومات ذات جودة وفائدة لمستخدميها يجب أن تتوفر على مجموعة من المتطلبات كالموثوقية، الملائمة، الشمولية، السهولة والوضوح... إلخ، وتصنف المعلومات التي يستخدمها المحلل أو المستثمر لتقييم الأسهم إلى معلومات خارجية تتعلق بالظروف العامة للاقتصاد والسوق، إضافة إلى ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للأسهم، ومعلومات داخلية تتعلق بالظروف الداخلية للشركة في حد ذاتها.

– تتوقف كفاءة السوق المالية على كفاءة نظام المعلومات السائد في السوق ومدى توافر المعلومات الملائمة عن الفرص الاستثمارية من حيث سرعة تدفقها، عدالة فرص الاستفادة منها وكذا تكاليف الحصول عليها، ويعتبر الإفصاح عن المعلومات من أهم شروط تحقق كفاءة السوق المالية، وينقسم الإفصاح عن المعلومات تبعا لنوع البيانات إلى إفصاح مالي وغير مالي.

– ينتج عن عدم كفاءة نظام المعلومات عدم تماثل المعلومات الذي يمكن أن ينعكس في شكل اتساع مدى السعر مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات، تناقص السيولة وتناقص عدد المتعاملين في السوق، فعدم توافر المعلومات أو توافرها بصورة غير عادلة للمستثمرين سيحول السوق المالية إلى سوق للمضاربة العشوائية تؤدي إلى تسعير خاطئ للأسهم ومن ثم إلى التخصيص غير الكفء للموارد المالية وهي كلها عوامل تضعف كفاءة السوق المالية.

– يعتبر عامل عدم تماثل المعلومات الذي تتميز به الأسواق المالية الناشئة نتيجة نقص الإفصاح والشفافية إضافة إلى ضعف أنظمة الاتصال والرقابة من بين العوامل الأساسية التي تؤثر سلبا على درجة الكفاءة في هذه الأسواق، ومن ثم انحراف القيمة السوقية للأسهم عن قيمتها الحقيقية إما بالزيادة أو النقصان مما يؤدي إلى تحقيق أرباح غير عادية من طرف بعض المستثمرين على حساب الآخرين.

– من بين العوامل التي تساهم في إضعاف الكفاءة في الأسواق المالية الناشئة: مدى توافر وجودة المعلومات المتعلقة بالأسهم المتداولة في السوق، التداول المتقطع أو غير المنتظم، انخفاض سيولة السوق، نقص الإفصاح والشفافية، القيود على تدفق رأس المال وتنظيم السوق... إلخ.

2.1. النتائج التطبيقية: تتمثل أهم النتائج التي تم التوصل إليها في الجانب التطبيقي لهذه الدراسة فيما يلي:

– شهد الاقتصاد القطري تطوراً كبيراً في مختلف المجالات خلال السنوات الأخيرة مدعوماً بسياسة حكومية حرصت على انتهاز مبدأ الاقتصاد الحر القائم على قوى السوق، ويبرز ذلك في انسجام الخارطة الاقتصادية للبلاد مع التطورات الاقتصادية العالمية وكذا التطور الذي حققته سوق قطر للأوراق المالية منذ تأسيسها عام 1995.

– تأسست بورصة قطر (Qatar Stock Exchange (QSE عام 1995 تحت إسم سوق الدوحة للأوراق المالية وبدأت عملها رسمياً عام 1997، ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحدة من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج، ويتمحور الهدف الرئيسي لسوق قطر للأوراق المالية في دعم الاقتصاد القطري من خلال تزويد المستثمرين بمنصة يقومون من خلالها بعمليات التداول بنزاهة وكفاءة، وتتميز بورصة قطر بكونها جزءاً من استراتيجية وطنية شاملة تهدف إلى الوصول إلى العالمية في مجال الخدمات المالية وتشجيع الاستثمار من خلال تحويل البورصة إلى سوق من الطراز العالمي وتعزيز مركز الدوحة لتكون مركزاً مالياً إقليمياً.

– يمثل عام 2014 نقطة تحول في تاريخ سوق قطر للأوراق المالية حيث تم رفع تصنيفها إلى مرتبة الأسواق الناشئة من طرف مؤشرات التصنيف العالمية MSCI و S&P Dow Jones وفي عام 2015 من طرف مؤشر FTSE، وتعتبر تلك الترقية بمثابة اعتراف من طرف المؤسسات المالية العالمية بالمجهودات والخطوات التي حققتها بورصة قطر خلال الأعوام الماضية والتي سعت من ورائها إلى تطوير البنية التحتية للسوق وتحديث آلياتها بشكل يتناسب مع المعايير الدولية.

– شهدت سوق قطر للأوراق المالية خلال فترة الدراسة الممتدة من 2014 إلى 2020 تراجع مؤشرها العام بـ 1,88%، تراجع القيمة السوقية الإجمالية بـ 0,93%، وأشارت مؤشرات أداء بورصة قطر إلى عدم اتساع السوق ومحدوديتها قياساً بعدد الشركات المدرجة فيها على الرغم من تحسن معدل ربحية السوق، إضافة إلى تراجع مؤشر سيولة السوق (معدل التداول ومعدل دوران الأسهم) وارتفاع مؤشر درجة التركيز، وهو ما يوحى إلى ضعف كفاءة بورصة قطر خلال فترة الدراسة.

– أثبتت نتائج اختبار كفاءة سوق قطر للأوراق المالية في صيغتها الضعيفة خلال الفترة (2014-2020) من خلال اختبارات فرضية السير العشوائي على سلسلة عوائد المؤشر اليومية لبورصة قطر DLQSI20 بعد أن ثبت استقرارها وفق اختبار دالة الارتباط الذاتي واختبارات جذر الوحدة، أن سلسلة عوائد المؤشر DLQSI20 لا تتمتع بخصائص التوزيع الطبيعي كما أن قيمها لا تتمتع بالاستقلالية فيما بينها، وهو ما يتناقض مع فرضية السير العشوائي، أي أن بورصة قطر غير كفؤة في صيغتها الضعيفة خلال فترة الدراسة وعليه يمكن التنبؤ بالعوائد المستقبلية لمؤشر بورصة قطر باستخدام عوائده التاريخية في المدى القصير، وهو ما يثبت عدم صحة الفرضية

الفرعية الأولى التي تنص على أن عوائد مؤشر بورصة قطر غير قابلة للتنبؤ على المدى القصير خلال فترة الدراسة مما يجعلها كفاءة عند المستوى الضعيف.

– أثبتت نتائج تقدير القيمة الحقيقية لعينة من الأسهم باستخدام مضاعف الربحية ل Bates أن هناك فجوة بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية لجميع أسهم العينة أي انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية، ويدل ذلك على إمكانية المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية ناتجة عن التسعير الخاطئ للسهم (الفرق بين القيمة الحقيقية للسهم وقيمته السوقية)، ويعكس ما سبق انخفاض كفاءة التسعير في بورصة قطر، وهو ما يدل على عدم صحة الفرضية الفرعية الثانية القائلة بأنه لا يوجد فرق بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للأسهم المتداولة في بورصة قطر خلال فترة الدراسة.

– عدم وجود أثر معنوي لمعدل رسملة السوق لبورصة قطر على أسعار إغلاق أسهم العينة عند مستوى معنوية 5% في المدى القصير والطويل خلال فترة الدراسة، ويدل ذلك على عدم استجابة أسعار الأسهم لتغيرات معدل رسملة السوق في بورصة قطر وهو ما يثبت عدم صحة الفرضية الجزئية الأولى للفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على وجود أثر معنوي لمعدل رسملة السوق على أسعار إغلاق الأسهم خلال فترة الدراسة.

– عدم وجود أثر معنوي لمعدل حجم التداول في بورصة قطر على أسعار إغلاق أسهم العينة عند مستوى معنوية 5% في المدى القصير والطويل خلال فترة الدراسة، ويدل ذلك على عدم استجابة أسعار الأسهم لتغيرات معدل حجم التداول في بورصة قطر وهو ما يثبت عدم صحة الفرضية الجزئية الثانية للفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على وجود أثر معنوي لمعدل حجم التداول على أسعار إغلاق الأسهم خلال فترة الدراسة.

– عدم وجود أثر معنوي لمعدل دوران الأسهم في بورصة قطر على أسعار إغلاق أسهم العينة عند مستوى معنوية 5% في المدى القصير والطويل خلال فترة الدراسة، ويدل ذلك على عدم استجابة أسعار الأسهم لتغيرات معدل دوران الأسهم في بورصة قطر وهو ما يثبت عدم صحة الفرضية الجزئية الأخيرة للفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على وجود أثر معنوي لمعدل دوران الأسهم على أسعار إغلاق الأسهم خلال فترة الدراسة.

– عدم وجود أثر معنوي للمؤشرات المستقلة الثلاثة مجتمعة على أسعار إغلاق أسهم العينة عند مستوى معنوية 5% في المدى القصير والطويل خلال فترة الدراسة، ويدل ذلك على عدم استجابة أسعار الأسهم لتغيرات مؤشرات كفاءة بورصة قطر وهو ما يثبت عدم صحة الفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على وجود أثر معنوي لمؤشرات كفاءة سوق قطر للأوراق المالية على أسعار إغلاق الأسهم خلال فترة الدراسة.

– أثبتت نتائج اختبار الفرضيات الفرعية السابقة عدم كفاءة سوق قطر للأوراق المالية عند المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة، وانحراف القيمة السوقية للأسهم المتداولة فيها عن قيمتها الحقيقية، وكذا عدم استجابة أسعار الأسهم فيها إلى المعلومات الواردة إليها والمتمثلة في هذه الدراسة في مؤشرات حجم السوق، سيولة السوق والتي تعكس مدى تطور وكفاءة بورصة قطر، ويشير ذلك إلى أن عدم كفاءة بورصة قطر تؤثر سلباً على القيمة السوقية للشركات وتتسبب في التسعير الخاطئ لأسهمها وزيادة الفجوة بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية لهذه الأخيرة، مما يؤدي إلى زيادة إمكانية تحقيق أرباح غير عادية في سوق قطر للأوراق المالية، وهو ما يثبت عدم صحة

الفرضية الرئيسية التي تنص على أن كفاءة سوق قطر للأوراق المالية تؤثر إيجاباً على القيمة السوقية للأسهم المتداولة فيها، وينتج هذا الأثر عن استجابة أسعار الأسهم للمعلومات الواردة إلى بورصة قطر وتغيرها وفق هذه الأخيرة مما يؤدي إلى تعادل القيمة السوقية للأسهم المتداولة فيها مع قيمتها الحقيقية.

2. الاقتراحات والتوصيات

استناداً إلى النتائج السابقة يمكن تقديم بعض الاقتراحات كما يلي:

– زيادة تفعيل دور المستثمرين والمحافظ المالية المحلية في بورصة قطر من خلال زيادة الوعي الاستثماري لدى المستثمرين المحليين بأهمية تنمية المدخرات عن طريق الاستثمار في البورصة والتكثيف من حملات التثقيف والتوعية وتعريفهم بالعوائد التي يحققها الاستثمار في البورصة مقارنة مع بدائل استثمارية أخرى، والذي من شأنه أن ينعكس إيجاباً على حجم التداول ومستوى السيولة؛

– زيادة عدد الإدراجات في بورصة قطر حيث أن هذه الأخيرة بعدد شركاتها الحالي لا تعكس بشكل حقيقي الواقع الاقتصادي للدولة، إضافة إلى غياب عدد من القطاعات الاستراتيجية ضمن قطاعات السوق كالسياحة، الرياضة، التكنولوجيا، الزراعة،.. إلخ، ويكون ذلك من خلال تطوير الآليات والضوابط التي تنظم عملية الإدراج وتيسير متطلباتها، وتشجيع الشركات بمختلف القطاعات على إدراج أسهمها في السوق الرئيسية من خلال تخفيض الحد الأدنى لرأس مال الشركات اللازم للإدراج وكذا تخفيض الحد الأدنى لنسبة الأوراق المالية المطلوب طرحها للاكتتاب العام؛

– تحديث برنامج لخصخصة عدد من الشركات الحكومية ودراسة إمكانية إدراج عدد من الصكوك والسندات الصادرة عن شركات قطرية، وكذا حث شركات المساهمة الخاصة والعائلية المؤهلة للإدراج على التحول إلى شركات مساهمة عامة وتشجيعها على الإدراج في بورصة قطر وإثراء قائمة الشركات المدرجة؛

– العمل على توسيع قاعدة الخيارات وتنوع المنتجات الاستثمارية من خلال إنشاء سوق للمشتقات المالية والتي ستساهم في خلق بيئة استثمارية جاذبة للمتداولين والمتحويين الدوليين والمحليين، ومن ثم تعزيز كفاءة بورصة قطر وعمقها إضافة إلى تدعيم مستوى سيولتها؛

– زيادة عدد المؤسسات صانعة السوق والذي سيساهم في توفير السيولة في السوق والمحافظة على استمرارية التداول، فضلاً عن دورها الفعال في ضبط الأسعار وتقليل المخاطرة، مما سينعكس على زيادة ثقة المستثمرين في بورصة قطر واستقطاب المزيد من المستثمرين الأجانب والمحليين؛

– العمل على تعزيز ثقة المستثمرين بالشركات المدرجة في بورصة قطر من خلال التأكيد على الشركات بضرورة الالتزام بتطبيق معايير الإفصاح والشفافية في نشر المعلومات ومبادئ الحوكمة، وكذا العمل على تحسين العلاقات مع المجتمع الاستثماري والتواصل معه باستمرار، أيضاً تعزيز نظام الإفصاح الإلكتروني للمعلومات والبيانات الصادرة عن الشركات الذي سيشجع للمستثمرين بمختلف فئاتهم فرصة الحصول على البيانات بصورة موحدة في الوقت المناسب، مما سيساهم في زيادة جودة الإفصاح في بورصة قطر؛

– تكثيف عمليات الرقابة على التداول من خلال المتابعة اليومية لعمليات التداول في بورصة قطر من أجل الحد من التلاعبات والعمليات المشبوهة في السوق، وكذا الرقابة على تسريب المعلومات الداخلية عن أوضاع الشركات لصالح فئة معينة وتطبيق عقوبات صارمة على المتلاعبين بالمعلومات مما سيساهم في الحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات؛

– توسيع شبكة العلاقات مع البورصات والمؤسسات المالية العالمية وتعزيز علاقات التعاون والشراكة فيما بينها من خلال تبادل المعلومات والخبرات والتنسيق في المحافل الدولية.

وفي الأخير تشير الطالبة إلى رغبتها في إسقاط هذه الدراسة على بورصة الجزائر، ونظرا لأداء هذه الأخيرة وتصنيفها ضمن أضعف البورصات عربيا وعالميا، ولأن موضوع الدراسة هو الأسواق المالية الناشئة لم تتمكن من ذلك، وفي هذا الصدد لعل أهم توصية يمكن توجيهها إلى الهيئات المسؤولة عن تسيير بورصة الجزائر هي ضرورة إعادة بعث الروح من جديد في هذه المؤسسة المالية من أجل إنعاش الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال الاستفادة من تجارب الأسواق المالية العربية والعالمية الناجحة، ومباشرة حملات توعوية وتحسيسية لفائدة الشركات ورجال الأعمال للتعريف بأهمية البورصة كمصدر بديل لتمويل مشاريعهم الاستثمارية.

3. آفاق الدراسة

إن هذه الدراسة لا تقدم رؤية نهائية عن فرضية الكفاءة في الأسواق المالية الناشئة ويرجع ذلك لتوسع مفهومها وتطبيقاتها، وكغيرها من الدراسات فهي تفتح مجالاً أمام الباحثين للقيام بدراسات قد تكون تكميلية لها، وفي هذا الصدد تقترح الطالبة عدد من المواضيع التي قد تمثل إشكاليات رئيسية لدراسات مستقبلية:

– اختبار قدرة التنبؤ بعوائد مؤشرات الأسواق المالية الناشئة في المدى الطويل باستخدام اختبارات الذاكرة الطويلة؛

– محاولة التنبؤ بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة باستخدام مجموعة من النماذج القياسية كنماذج الانحدار الذاتي المشروطة بعدم تجانس الأخطاء ARCH و GARCH، نموذج الشبكات العصبية الاصطناعية،... إلخ؛

– تقييم العائد والمخاطرة في الأسواق المالية الناشئة باستخدام نماذج تسعير الأصول المالية التقليدية والحديثة؛

– اختبار أثر سلوك المستثمرين على كفاءة الأسواق المالية الناشئة.

وفي الختام الحمد لله حتى يبلغ الحمد منتهاه ونسأل الله التوفيق والسداد.

قائمة المراجع



أولاً: المراجع باللغة العربية

1) الكتب

1. أحمد لطفي أمين السيد، التحليل المالي الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000.
2. أزهرى الطيب الفكحي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2017.
3. أندراوس عاطف وليم، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، ط1، 2005.
4. البرواري شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سوريا، ط1، 2002.
5. التميمي أرشد فؤاد، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
6. الجمل جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2002.
7. الجميل سمرمد كوكب، المدخل إلى الأسواق المالية، دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2018.
8. الحضيبي حامد العربي، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية، القاهرة، مصر، 2000.
9. الدعيمي عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
10. الدسوقي إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000.
11. الراوي خالد وهيب، الأسواق المالية والنقدية، دار ميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000.
12. الزرري عبد النافع، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001.
13. السواعي خالد محمد، **Eviews** والقياس الاقتصادي، دار الكتاب الثقافي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2012.
14. السيد علي عبد المنعم، العيسى نزار سعد الدين، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2004.
15. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، ط1، 2010.
16. السيسى صلاح الدين حسن، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر، القاهرة، مصر، ط1، 2003.
17. الشريفى ناظم حسن، المحاسبة المتقدمة في الشركات، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

18. آل شبيب دريد كامل، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
19. آل شبيب دريد كامل، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للطبع والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
20. الطويل أكرم أحمد رضا، جاسم صلاح الدين شبل، الشراء وفقا لـ (Seven Rights) والأداء الاستراتيجي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019.
21. العرييد عصام فهد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، دمشق، سوريا، 2008.
22. آل فواز مبارك بن سليمان، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، ط1، 2010.
23. المغربي محمد الفاتح محمود بشير، حوكمة الشركات، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، القاهرة، مصر، ط1، 2020.
24. المهيلمي عبد المجيد، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ط5، 2006.
25. الميداني محمد أيمن عزت، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، السعودية، ط6، 2010.
26. النعيمي عدنان تايه، التميمي أرشد فؤاد، التحليل والتخطيط المالي: اتجاهات معاصرة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
27. النعيمي عدنان تايه، التميمي أرشد فؤاد، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2009.
28. الهيقي قيصر عبد الكريم، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، ط1، 2006.
29. بدران أحمد جابر، كتاب الشروط وعلوم الصكوك للإمام أبي نصر أحمد بن محمد السمرقندي مع دراسة عن الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، ط1، 2017.
30. بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية: تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، ط1، 2019.
31. بن ساسي إلياس، قريشي يوسف، التسيير المالي: الإدارة المالية: دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2006.
32. بن ضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس، عمان، الأردن، ط1، 2013.

33. تكثرشارت، دليل تكثرشارت للتحليل الفني، 2005، من الموقع:
https://saudi-trader.com/starategy/book/technical_analysis.pdf
34. جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الأول: مفاهيم أساسية، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، عين مليلة، الجزائر، ط1، 2011.
35. جيجارقي دامودار، الاقتصاد القياسي، ترجمة ومراجعة هند عبد الغفار عودة، الجزء الثاني، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2015.
36. حماد طارق عبد العال، دليل الاستثمار إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2000.
37. حماد طارق عبد العال، المشتقات المالية: المفاهيم - إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2001.
38. حماد طارق عبد العال، إدارة المخاطر، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003.
39. خربوش حسني علي وآخرون، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1998.
40. رضوان سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، سلسلة بحوث صيغ معاملات المصارف الإسلامية، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996.
41. رضوان سمير عبد الحميد، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدائها، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، ط1، 2005.
42. رضوان سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق: دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، ط1، 2009.
43. رمضان زياد، شموط مروان، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2007.
44. شاهين محمد عبد الله، محافظ الأوراق المالية: إدارة-تحليل-تقييم، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، ط1، 2017.
45. شاهين محمد عبد الله، الأسواق المالية بين الأرباح والخسائر: العوائد والمخاطر، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2018.
46. شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2019.
47. شخحي محمد، طرق الاقتصاد القياسي: محاضرات وتطبيقات، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2011.
48. صقر عمر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.

49. عطية عبد القادر محمد عبد القادر، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2005.
50. فاندل والتر، السلاسل الزمنية من الوجة التطبيقية ونماذج بوكس جنكنز، تعريب عبد المرضي حامد عزام، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1992.
51. فرحات أحمد محمد، إدارة المحافظ الاستثمارية، دائرة الكتب الوطنية، بنغازي، ليبيا، ط1، 2019.
52. قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية وتقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
53. قندوز عبد الكريم، الخيارات، المستقبلات والمستقبلات المالية الأخرى، إصدارات إي-كتب، لندن، بريطانيا، ط1، 2017.
54. كافي مصطفى يوسف، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، ط1، 2009.
55. كسري أسماء، الشفافية المالية ودورها في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية (رماح)، عمان، الأردن، ط1، 2016.
56. كنج شكري ماهر، المالية الدولية: العملات الأجنبية والمستقبلات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2004.
57. محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مؤسسة الرضا للطباعة والتوريدات، القاهرة، مصر، 1993.
58. محمد مصطفى محمد عبده، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998.
59. ناصر عبد الحميد علي، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، مركز الخبرات المهنية للإدارة "بميك"، الجيزة، مصر، ط1، 2014.
60. هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1993.
61. هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.
62. هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمستقبلات، الجزء الأول: التوريق، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002.
63. هندي منير إبراهيم، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، ط6، 2007.
- (2) الرسائل والأطروحات الجامعية

1. البراجنة أمجد إبراهيم، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم المالية، تخصص محاسبة وتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2009.
2. الداوي خيرة، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية: دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة 2005-2009، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012.
3. آيت بشير ليندة، التحليل الفني ودوره في التنبؤ بحركة بورصة الأوراق المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2017-2018.
4. بلحمري خيرة، تحليل كفاءة الأسواق المالية العربية: دراسة قياسية لعدد من البورصات العربية (الكويت، تونس وفلسطين) خلال الفترة 2007-2014، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2015-2016.
5. بزيرية محمد، دراسة تحليلية لدور الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة في تحفيز النمو الصناعي: دراسة تقييمية مقارنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2013-2014.
6. بن ثابت سعيدة، أثر كفاءة الأسواق المالية في ترشيد القرار الاستثماري من منظور العائد والمخاطرة: دراسة حالة سوق السعودية للأوراق المالية 2008-2012، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص دراسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثلجي، الأغواط، الجزائر، 2013-2014.
7. بن عيشوش محمد، أثر التحليل في السوق المالي على كفاءة الأسواق المالية: دراسة حالة الأسواق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة 2، البليدة، الجزائر، 2016-2017.
8. بن لخضر مسعودة، أثر تطبيق الإفصاح المحاسبي على الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية: دراسة مجموعة من الدول النامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2019-2020.
9. بنية محمد، القرارات المالية وفعاليتها في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2010-2015، أطروحة مقدمة لنيل شهادة

- الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص الاقتصاد التطبيقي في إدارة الأعمال والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس، المدية، الجزائر، 2016-2017.
10. بوخاري صبرينة، متطلبات إرساء وتفعيل سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة2، البليدة، الجزائر، 2016-2017.
11. بورفيس هدى، تأثير المعلومات على كفاءة الأسواق المالية: دراسة حالة بعض الأسواق المالية الناشئة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية، تخصص مالية، محاسبة والتسويق في المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2017-2018.
12. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2005-2006.
13. جابو سليم، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية: دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012.
14. حسن علي، تحليل الحركة العشوائية لأسعار الأسهم في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق عمان للأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المصارف والتأمين، تخصص الأسواق المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2013-2014.
15. حفيظ عبد الحميد، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها: دراسة حالة بورصة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص مالية، معهد العلوم التجارية، المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2003-2004.
16. حفيظ عبد الحميد، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأوراق المالية الأردنية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2015-2016.
17. خالد محمد، المتغيرات الدولية ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة: دراسة حالة الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثلجي، الأغواط، الجزائر، 2015-2016.

18. دحماني نور الهدى، سوق الأوراق المالية ودوره في النمو الاقتصادي: دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد، تنمية ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2014-2015.
19. روتال عبد القادر، القوائم المالية ودورها في ترشيد القرارات الاستثمارية المالية في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2017-2018.
20. زيد حياة، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم: دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية وفلسطين)، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
21. سايعي مريم، دور المؤشرات البورصية في اتخاذ قرار الاستثمار المالي في الألفية الثالثة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد المالي وتقنيات كمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2017-2018.
22. سحنون مريم، السلوك المالي للمستثمرين وأثره على كفاءة الأسواق المالية: محاولة لدراسة سلوك العوائد في سوق المحافظ المالية الأوروبية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية، مدرسة الدكتوراه تسيير دولي للمؤسسات، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015-2016.
23. سعيدي حنان، دور التحليل الأساسي في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية: دراسة حالة الأسهم المدرجة في بورصة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد مالي وتقنيات كمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2018-2019.
24. شنافه جهرة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي: دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1980-2016، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس1، سطيف، الجزائر، 2017-2018.
25. عبيدات سامر فخري محي الدين، استخدام كلفة التمويل في تقييم الأسهم العادية: دراسة تطبيقية في بورصة عمان، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم المالية، تخصص تمويل ومصارف، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، المفرق، عمان، 2008.
26. على حسن البدارين شهد، قياس قدرة مؤشرات الأداء المالية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم المالية، تخصص محاسبة، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة آل البيت، المفرق، عمان، 2019.

27. علي عباس براهيم، أهمية المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية كأساس لخدمة قرارات الاستثمار في الأوراق المالية: دراسة ميدانية في سوق الأوراق المالية بالجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس، المدية، الجزائر، 2017-2018.
28. عوض عبد الحليم وائل عبد الحليم، أثر التغير في مستوى الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية على عدم تماثل المعلومات في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية: دراسة إمبريقية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة، تخصص محاسبة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، الشرقية، مصر، 2018.
29. عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال: دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
30. عيواج مختار، بورصة الأوراق المالية ودورها في خصوصية المؤسسات الاقتصادية العمومية: دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2012-2013.
31. غراية زهير، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية: دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2015-2016.
32. 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 مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2016-2017.
33. قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية: دراسة مقارنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015-2016.
34. كيموش بلال، التقييم الدوري للعناصر المادية ودوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام الحاسبي المالي: دراسة حالة المؤسسة الوطنية لأجهزة القياس والمراقبة (العلمة)، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2010-2011.

35. لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم: دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2009-2010.
36. محسن سميرة، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2005-2006.
37. مريمت عديلة، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمخاطر المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2009-2010.
38. مزاهدية رفيق، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات: دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2006-2007.
39. مزاهدية رفيق، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2014-2015.
40. معتوق جمال، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية: دراسة مقارنة بين سوقين ماليين، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص تسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2015-2016.
- 3) المجالات والدوريات
1. إسماعيل إسماعيل، سوق أيمن، مدى اعتماد المستثمرين على التحليل المالي في سوق دمشق للأوراق المالية: دراسة مسحية من وجهة نظر عينة الدراسة، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 36، العدد 4، جامعة تشرين، اللاذقية، سوريا، 2014.
2. أشرف شمس الدين، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، بورصة أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2005.
3. البازعي حمد بن سليمان، ديابي علي زاوي، السياسة النقدية وكفاءة سوق الأسهم: دليل قياسي من سوق الأسهم السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، المجلد 11، العدد 1، الرياض، السعودية، 1997.

4. الجوزي جميلة، العمري صافية، تأثير استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال على كفاءة الأسواق المالية الخليجية: دراسة حالة بورصة الإمارات، السعودية، الكويت، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 8، العدد 2، جامعة جيلالي بونعام، عين الدفلة، الجزائر، 2017.
5. الحاج طارق، دعاس غسان، تأثير المتغيرات الكمية للتداول في سوق فلسطين للأوراق المالية على التنبؤ بمؤشر القدس، مجلة جامعة النجاح للأبحاث، المجلد 19، العدد 1، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2005.
6. الحمدوني إلياس خضير، النعيمي سعد الله محمد عبيد، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الدخل المتبقي لتحديد القيمة الحقيقية للسهم، مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 6، العدد 1، كركوك، العراق، 2016.
7. الداوي خيرة، غريب بولرباح، علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 4، العدد 2، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2017.
8. العبدلي عابد بن عابد، محددات الطلب على واردات المملكة العربية السعودية في إطار التكامل المشترك وتصحيح الخطأ، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، العدد 32، جامعة الأزهر، القاهرة، مصر، 2007.
9. الكراسنة ابراهيم، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، الامارات العربية المتحدة، 2005.
10. المومني رياض، ملاوي محمد، أثر عرض النقود على أداء بورصة عمان: دراسة قياسية (1978-2006)، مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الانسانية والاجتماعية، المجلد 27، العدد 2، جامعة اليرموك، عمان، الأردن، 2011.
11. بداوي مصطفى، دور المعلومة في دعم وتعزيز كفاءة السوق المالي، مجلة الإبداع، المجلد 5، العدد 5، جامعة البليدة2، البليدة، الجزائر، 2015.
12. بسيع عبد القادر، صديقي مليكة، تحليل مؤشرات تنمية واستقرار أسواق الأوراق المالية الناشئة، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 1، العدد 2، المركز الجامعي تيسمسيلت، الجزائر، 2017.
13. بطارسة عاطف عيسى، العلاقة السببية القائمة بين النقود الإنتاج والأسعار في الأردن خلال الفترة (1970-2013)، المجلة العربية للإدارة، المجلد 37، العدد 2، مصر، 2017.
14. بلبالي عبد السلام، بن العارية حسين، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية واختيار المحفظة الاستثمارية: داسة تطبيقية للأسهم المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2013-2016، مجلة المؤشر للدراسات الاقتصادية، المجلد 1، العدد 4، جامعة بشار، الجزائر، 2017.

15. بورقة شوقي، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 10، العدد 10، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2010.
16. بو عبد الله علي، بوقصة شريف، الأسواق المالية الناشئة: الخصائص وعوامل جذب المستثمرين، مجلة أرساد للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 1، العدد 1، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، الجزائر، 2018.
17. جبار محفوظ، استجابة الأسواق المالية للمعلومات المحاسبية: دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2004، مجلة العلوم الانسانية، المجلد 23، العدد 1، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2012.
18. حمود سراج عبد الله، أهمية خصائص المعلومات في بناء اختيار قرارات المنظمة، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 4، العدد 4، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2005.
19. خالد محمد، أثر المخاطر السياسية على أداء الأسواق المالية الناشئة في الدول العربية: بورصة مصر أمودجا، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 6، العدد 1، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2015.
20. خبابة حسان، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الانسانية، المجلد 3، العدد 5، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2003.
21. درويش مروان جمعة، اختبار نموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل في بورصة عمان، إربد للبحوث والدراسات، المجلد 12، العدد 1، جامعة إربد الأهلية، عمان، الأردن، 2008.
22. درويش مروان جمعة، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد 23 (2)، القدس، فلسطين، 2011.
23. دهال رياض، الأدوات المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 15، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2003.
24. زحوني نور الدين، دبوب يوسف، أثر مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي: دراسة قياسية على عينة مختارة من الدول العربية، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 11، العدد 1 (جزء 2)، جامعة خميس مليانة، عين الدفلى، الجزائر، 2020.
25. سام سعد محمد، عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمان للأوراق المالية، مجلة دراسات: العلوم الادارية، المجلد 41، العدد 2، عمان، الأردن، 2014.
26. سعيدي حنان، حشماوي محمد، أهمية بناء محفظة الأوراق المالية بالاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي، مجلة المدير، المجلد 5، العدد 1، المركز الجامعي لتيبازة، تيبازة، الجزائر، 2018.
27. سعيدي حنان، دور قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية في اتخاذ القرار الاستثماري: دراسة تطبيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر، مجلة الحوكمة المسؤولة الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 2، العدد 1، جامعة أحمد زبانة، غليزان، الجزائر، 2020.

28. شندي أديب قاسم، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية: سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، المجلد 1، العدد 4، جامعة واسط، بغداد، العراق، 2013.
29. طلعت عبد الحكيم هشام، التحليل الفني لاتجاهات أسعار الأسهم باستخدام خارطة تحليل القوة النسبية: دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 16، العدد 57، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2010.
30. عبد الحفيظي أحمد، سليمان عادل، كيفية تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات في سوق رأس المال، مجلة البديل الاقتصادي، المجلد 1، العدد 2، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2014.
31. عبد الزهرة كرار سليم وآخرون، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية: دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 9، العدد 29، جامعة الكوفة، العراق، 2013.
32. عربش شفيق وآخرون، اختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد 5، جامعة تشرين، اللاذقية، سوريا، 2011.
33. علوان قاسم نايف، الزعلوك إبراهيم محمد، أثر تغير العائد المتوقع على العائد المطلوب في ظل نموذج (CAPM): دراسة تطبيقية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 5، العدد 5، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2005.
34. علي جبران عبد علي، تأثير استخدام نموذج الجانب السالب من المخاطرة على معدل العائد المطلوب: دراسة تطبيقية مقارنة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 19، العدد 1، جامعة القادسية، العراق، 2017.
35. عمارة نبيلة، حاكمي بوحفص، حوكمة السوق المالية ومشكلة عدم تناظر المعلومات، مجلة المالية والأسواق، المجلد 4، العدد 2، جامعة عبد الحميد ابن باديس، مستغانم، الجزائر، 2017.
36. عيواج مختار، الإفصاح المالي وأثره على كفاءة بورصة الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق الأسهم السعودية، مجلة معارف، قسم العلوم الاقتصادية، المجلد 12، العدد 22، جامعة البويرة، الجزائر، 2017.
37. قادم فاطمة، نموذج اختبار الأنماط الطارئة لدراسة كفاءة وحركة أسعار أسهم البورصات المغاربية من سنة 2008-2014، مجلة المدير، المجلد 4، العدد 2، المركز الجامعي لتيبازة، تيبازة، الجزائر، 2017.
38. قبلان حسين، مؤشرات أسواق الأوراق المالية: دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 11، العدد 11، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2011.
39. مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، المجلد 7، العدد 7، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2010.

4) الملتقيات العلمية

1. بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
2. بوقاعة زينب، برامة ريمة، تسعير الخيارات المالية وفقاً لنموذج بلاك وشولز: دراسة حالة خيارات القطاع البنكي القطري، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2014.
3. عرفات حمدي عبد النعيم، دور تقرير تعليقات الإدارة في تخفيض عدم تماثل المعلومات في سوق المال المصري، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الدولي الأول حول تفعيل آليات المحاسبة والمراجعة لمكافحة الفساد المالي والإداري، كلية التجارة، جامعة بني سويف، مصر، يومي 7-8 أبريل 2013.

5) المواقع الالكترونية

1. التوم عوض، مستثمرون: بورصة قطر الأفضل في المنطقة خلال 2016، جريدة الشرق، تاريخ النشر: 2016/12/29، من الموقع:

<https://m.al-sharq.com/article/29/12/2016/-المنطقة-في-الأفضل-قطر-المنطقة-2016-2016>

2. الجزيرة نت، مؤشر الأسواق الناشئة، تاريخ النشر: 2013/06/13، من الموقع:

<https://www.aljazeera.net/ebusiness/2013/6/13/مؤشر-الأسواق-الناشئة>

3. الخليج أونلاين، بورصات 2014.. قطر الأولى عربياً و12 عالمياً، تاريخ النشر: 2014/12/28، من الموقع:

<https://alkhaleejonline.net/اقتصاد/بورصات-2014-قطر-الأولى-عربياً-و-12-عالمياً>

4. الصامتي العربي، ترقية بورصة قطر تخدم مناخ الاستثمار، جريدة الشرق، تاريخ النشر: 2014/10/17، من الموقع:

<https://al-sharq.com/article/17/10/2014/ترقية-بورصة-قطر-تخدم-مناخ-الاستثمار>

5. العربية.نت، ما هو مؤشر فوتسي الذي ستنضم إليه سوق السعودية قريباً؟، تاريخ النشر: 2017/09/29، من الموقع:

<https://www.alarabiya.net/ar/aswaq/financial-markets/2017/09/28/انضمام-السعودية-2017-09-28-للمؤشر-فوتسي-سيجذب-3-5-مليار-دولار>

6. الكحلوت بشير يوسف، أسباب تراجع مؤشرات البورصة في عام 2015، جريدة الشرق، تاريخ النشر: 2015/11/22، من الموقع:

<https://al-sharq.com/opinion/22/11/2015/2015-أسباب-تراجع-مؤشرات-البورصة-في-عام-2015>

7. المعجم، القيمة، من الموقع:

<https://www.almougem.com/search.php?query=قيمة>

8. الموقع الرسمي لبورصة قطر:

<https://www.qe.com.qa>

9. الموقع الرسمي لشركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية:

<https://www.qcsd.gov.qa>

10. الموقع الرسمي لصندوق الريان قطر المتداول:

<https://www.qatr.com.qa/arabic/al-ryan-qatar-etf>

11. الموقع الرسمي للبنك الدولي:

<https://data.albankaldawli.org/country/QA>

12. الموقع الرسمي لمصرف قطر المركزي:

<https://www.qcb.gov.qa>

13. الموقع الرسمي لهيئة قطر للأسواق المالية:

<https://www.qfma.org.qa>

14. بنكاسم محمد، بورصة قطر.. تعاف كلي من ضغوط الحصار وصعود كبير للأسهم، الجزيرة نت، تاريخ

النشر: 2019/06/04، من الموقع:

<https://www.aljazeera.net/ebusiness/2019/6/4/بورصة-قطر-حصار-قطر-الأسهم-نسبة>

15. طوحي دوام، 2015 عام صعب للبورصة، الرأية الاقتصادية، تاريخ النشر: 2015/12/30، من الموقع:

<https://www.raya.com/2015/12/30/2015-عام-صعب-للبورصة>

16. فاروق محمد، أهمية فوتسي للبورصة الكويتية، تاريخ النشر، 2019/09/19، من الموقع:

<https://www.mubasher.info/news/3343835-أهمية-فوتسي-للبورصة-الكويتية-سؤال-وجواب/>

وجواب/.

17. CNBC عربية، كيف كان أداء بورصة قطر خلال 2020، تاريخ النشر: 2020/12/21، من الموقع:

<https://www.cnbc.com/news/view/76799/-كيف-كان-أداء-بورصة-قطر-خلال-2020.html>

2020.html

<https://sa.investing.com>

18.

(6) التقارير

1. التقارير السنوية لبورصة قطر (2014-2020).

2. المقبل عبد الله وآخرون، فوائد انضمام السوق المالية السعودية إلى مؤشرات الأسواق العالمية، هيئة السوق المالية، 2017.

3. المنشورات الفصلية الصادرة عن وزارة التخطيط التنموي والإحصاء لدولة قطر: نافذة على الإحصاءات الاقتصادية لدولة قطر (2014-2020).

4. المنشورات الفصلية الصادرة عن صندوق النقد العربي: أداء أسواق الأوراق المالية العربية (2014-2020).

5. دليل المستثمر السنوي (2014-2020).

(7) القرارات

1. اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية، قرار وزير المالية والاقتصاد، رقم 10، المادة 5، 1999.

2. النظام الأساسي المعدل لشركة بورصة قطر شركة مساهمة قطرية (ش م ق)، قرار وزير الأعمال والتجارة، رقم 161، المادة 1، المادة 7، 2009.

3. النظام الأساسي المعدل لشركة بورصة قطر شركة مساهمة خاصة قطرية (ش م خ ق)، قرار وزير الأعمال والتجارة، رقم 291، المادة 1، المادة 4، المادة 6، 2017.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

(1) الكتب

1. Arouri Mohamed El Hedi & Others, **The Dynamics Of Emerging Stock Markets**, Springer-Verlag, Berlin, Germany, 2010.
2. Bodie Zvi & Others, **Essentials Of Investments**, McGraw-Hill/Irwin, New York, United States Of America, 7th Ed, 2007.
3. Bose D. Chandra, **Fundamentals Of Financial Management**, PHI Learning Private Limited, New Delhi, India, 2nd Ed, 2010.
4. Bossu Sébastien, Henrotte Philippe, **Finance Des Marchés: Techniques Quantitatives Et Applications Pratiques**, Dunod, Paris, France, 2008.
5. Campbell John Y. & Others, **The Econometrics Of Financial Markets**, Princeton University Press, New Jersey, United States, 1997.
6. Chen James, **Essentials Of Technical Analysis For Financial Markets**, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, United States Of America, 2010.
7. Damodaran Aswath, **Investment Valuation: Tools And Techniques For Determining The Value Of Any Asset**, John Wiley & Sons, Inc, New York, United States Of America, 2nd Ed, 2002.
8. Edwards Robert D. & Others, **Technical Analysis Of Stock Trends**, St. Lucie Press, Amacom, New York, United States Of America, 8th Ed, 2001.
9. Hitchner James R., **Financial Valuation: Applications And Models**, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, United States Of America, 2nd Ed, 2006.
10. Jean Sylvie Et Autres, **Intoduction Au Marketing: Cultures De Consommation Et Création De Valeur**, Pearson France, Paris, France, 2014.
11. Lehmann Paul-Jacques, **Histoire De La Bourse De Paris**, Presses Universitaires De France, Paris, France, 1ère Ed, 1997.
12. Madura Jeff, **Financial Markets And Institutions**, Cengage Learning, Stamford, United States Of America, 11th Ed, 2015.
13. Mcdonald Marilyn, **Forex Simplified: Behind The Scenes Of Currency Trading**, Marketplace Books Incorporated, Columbia, United States Of America, 2007.
14. Meitner Matthias, **The Market Approach To Comparable Company Valuation**, Physica-Verlag Heidelberg, A Springer Company, Munich, Germany, 2006.
15. Mishkin Frederic S., **The Economics Of Money, Banking And Financial Markets**, Pearson Addison Wesley, Boston, United States Of America, 7th Ed, 2004.

16. Mishkin Frederic S., Eakins Stanley G., **Financial Markets And Institutions**, Pearson Global Edition, East Carolina, United States Of America, 9th Ed, 2018.
17. Ndong Benjamin, **Les Marchés Boursiers Emergents : Problématique De l'Efficienc**, Editions Publibook, Paris, France, 2011.
18. Parameswaran Sunil K., **Equity Shares, Preferred Shares And Stock Market Indices**, Tata McGraw-Hill, New Delhi, India, 2007.
19. Pring Martin J., **Technical Analysis Explained : The Successful Investor's Guide To Spotting Investment Trends And Turning Points**, McGraw-Hill Education, New York, United States Of America, 2014.
20. Sharpe William F. & Others, **Investments**, Prentice Hall, Inc, New Jersey, United States Of America, 6th Ed, 1999.
21. Topsacalian Patrick, **Les Indices Boursiers Sur Actions**, Economica, Paris, France, 1996.

(2) الرسائل والأطروحات الجامعية

1. Remidi Djoummana, **Le Marché Boursier Algérien : Contraintes Et Perspectives**, Mémoire En Vue De l'Obtention Du Diplôme De Magister En Sciences Economiques, Option Monnaie, Finance Et Banque, Faculté Des Sciences Economiques, Commerciales Et De Gestion, Université Mouloud Mammeri, Tizi-Ouzou, Algérie, 2012-2013.

(3) المجلات والدوريات

1. Alexander Craig, **A Primer On Financial Derivatives**, Research Paper On Statistics Canada, Catalogue no. 13-604-MIB no. 34, Ottawa, Canada, 1995.
2. Chiny Faycal, Mir Ahmed, **Tests De l'Efficienc Du Marché Financier Marocain**, Global Journal of Management and Business Research: C Finance, Volume 15, Issue 2, Boston, United States Of America, 2015.
3. Commission d'Organisation Et De Surveillance Des Opérations De Bourse (COSOB), **Les Ordres De Bourse**, Valable sur: https://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/11/publications-guide_ordres_de_bourse.pdf
4. Dodd Randall, **Back To Basics: What Are Money Markets**, Finance And Development, Volume 49, Issue 2, International Monetary Fund, Washington, United States Of America, 2012.
5. El Khattab Younes, Moudine Chourouk, **Essai Sur l'Efficienc Informationnelle Du Marché Boursier Marocain**, Global Journal of Management and Business: (C) Finance, Volume 14, Issue 1, Boston, United States Of America, 2014.
6. Evens Stuart, **Support And Resistance**, Technical Analysis Of Stocks And Commodities Articles, Volume 17, Issue 1, Seattle, United States Of America, 1999.
7. Fama Eugene F., **Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work**, The Journal Of Finance, Volume 25, Issue 2, New York, United States Of America, 1970.

8. Figurska Marta, Wisniewski Radoslaw, **Fundamental Analysis-Possibility Of Application On The Real Estate Market**, Journal Of Real Estate Management And Valuation, Volume 24, Issue 4, Warsaw, Poland, 2016.
9. Harrab Salima, Taouab Omar, **Peut-On Toujours Parler De l'Efficiency Des Marchés Financiers?**, Revue Du Contrôle De La Comptabilité Et De L'Audit, Volume 1, Issue 3, Maroc, 2017.
10. Issahaku Haruna, **Financial Markets And Monetary Policy : A Review Of Issues, Theories, Methodology And The Way Forward**, SSRN Electronic Journal, Rochester University, United States Of America, February 2019.
11. Kofarbai Hamza Zubairu, Zubairu Muhammad, **Efficient Market Hypothesis in Emerging Market: A Conceptual Analysis**, European Scientific Journal, Volume 12, Issue 25, Spain, 2016.
12. Kouachi Mourad, Lemmouchi Raouya, **The Relation Between Intermediaries And Efficiency In The Capital Market**, Journal Of Financial And Accounting Studies, Volume 7, Issue 8, Université Echahid Hamma Lakhder, El- Oued, Algérie, 2017.
13. Mbaloula Marcel, **La Problématique De l'Emergence Economique Des Pays En Voie De Développement**, Revue Congolaise De Gestion, Editions ICES, N°14, Brazzaville, Congo, 2011.
14. Minda Alexandre, **Marchés Boursiers Emergents Et Financement Des Infrastructures En Amérique Latine**, Revue Economique, Volume 48, Issue 2, Paris, France, 1997.
15. Osler Carol L., **Support For Resistance: Technical Analysis And Intraday Exchange Rates**, Economic Policy Review, Volume 6, Issue 2, New York, United States Of America, 2000.
16. Peterson Drake Pamela, **Dividend Valuation Models**, Available on: <https://docplayer.net/13470852-Dividend-valuation-models-prepared-by-pamela-peterson-drake-ph-d-cfa.html>
17. Saritas Hakan, **The Impact Of Financial Leverage On Return And Risk**, İzmir İktisat Dergisi, Volume 15, Issue 1, Dokuz Eylül university, Turkey, 2000.
18. Sechel Loana-cristina, Ciobanu Cheorghe, **Characteristics Of The Emerging Market Economies-Brics :From The Perspective Of Stock Exchange Markets**, Annals Of The University Of Oradea : Economic Science, Volume 23, Issue 1, University Of Oradea, Romania, 2014.
19. Titan Alexandra Gabriela, **The Efficient Market Hypothesis: Review Of Specialized Literature And Ampirical Research**, Procedia Economics And Finance, Volume 32, Emerging Markets Queries In Finance And Business Issue, Bucharest, Romania, 2015.
20. Vercueil Julien, **Emergences Economiques : Généalogie Et Définitions**, CEMI-EHESS, Paris, France, 2011.

4) المواقع الالكترونية

1. Amadeo Kimberly, **Emerging Market Countries And Their Five Defining Characteristics**, The Balance, Published on : 31/08/2020, Available on: <https://www.thebalance.com/what-are-emerging-markets-3305927#citation-1>

2. Bourse Des Crédits, Lexique Finance, **Certificat d'Investissement**, Valable sur:

<https://www.boursedescredits.com/lexique-definition-certificat-investissement-772.php>

3. Broking Angel, **Interest Rate Futures India**, Published on : 26/08/2019, Available on:

<https://www.angelbroking.com/knowledge-center/futures-and-options/interest-rate-futures>

4. Business Jargons, **Walter's Model**, Available on:

<https://businessjargons.com/walters-model.html#>

5. Corporate Finance Institute, **Valuation**, Available on:

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/valuation/>

6. Farley Allan, **What Do Nasdaq Futures And Other Futures Contracts Represent?**, Available on:

<https://www.investopedia.com/ask/answers/what-do-sp-500-dow-and-nasdaq-futures-contracts-represent/>

7. Forex Trading Articles, **Everything You Wanted To Know About Trading Currency Futures**, Published on : 02/04/2017, Available on:

<https://forextraininggroup.com/everything-wanted-know-trading-currency-futures/>

8. Investopedia, **Stock basics tutorial**, Available on:

http://i.investopedia.com/inv/pdf/tutorials/stock_basics.pdf

9. Quévieux Antoine, De Prunelé Guillaume, **l'Analyse De La Valeur**, Valable sur:

http://iae.704.free.fr/files/Thematiques/L_analyse%20de%20la%20valeur.ppt.

10. Sraders Anne, **What Are Emerging Markets ? Characteristics And List**, Published on : 11/02/2020, Available on:

<https://www.thestreet.com/markets/emerging-markets/what-are-emerging-markets-14819803>

11. The Saudi Stock Exchange Tadawul News, **Saudi Arabia Inclusion To FTSE Russel And S&P Dow Jones Into Emerging Market Indices**, Published on : 18/03/2019, Available on:

<https://www.prnewswire.com/ae/news-releases/saudi-arabia-inclusion-to-ftse-russell-and-sp-dow-jones-into-emerging-market-indices-300813730.html>

12. Wikipedia, **S&P Dow Jones Indices**, Available on:

https://en.wikipedia.org/wiki/S%26P_Dow_Jones_Indices

13. Xntrades, **Guide To Elliot Wave Analysis**, Available on:

<https://xntrades.com/wp-content/uploads/2018/04/Guide-To-Elliott-Wave-Analysis.pdf>

14. <https://www.msci.com/market-classification>

5) التقارير

1. FTSE Russel, **FTSE Equity Country Classification Process**, Research Paper, V1.8, London, England, July 2020.

2. Qatar Stock Exchange, **Qatar Exchange Index: Index Methodology & Maintenance**, Version 2.3, September 2019.
3. Qatar Stock Exchange, **QE All Share Index: Index Methodology & Maintenance**, Version 2.3, September 2019.
4. Qatar Stock Exchange, **QE Al Rayan Islamic Index: Index Methodology & Maintenance**, Version 2.3, September 2019.
5. Qatar Stock Exchange, **Annual Report (2014 – 2020)**.
6. MSCI Inc, **MSCI Market Classification Framework**, June 2020.
7. S&P Dow Jones Indices, **Country Classification Methodology**, August 2019.
8. S&P Dow Jones Indices, **S&P Dow Jones Indices' 2020 Country Classification Consultation**, August 2020.



قائمة الملاحق

الملاحق (1): بيانات الدراسة المتعلقة باختبار كفاءة بورصة قطر عند المستوى الضعيف
أسعار الإغلاق اليومية لمؤشر بورصة قطر QSI20 من 2014/01/02 إلى 2020/12/31

التاريخ	سعر الإغلاق	التاريخ	سعر الإغلاق	التاريخ	سعر الإغلاق	التاريخ	سعر الإغلاق
Aug 13, 2014,	13,522.79	May 28, 2014,	11,418.76	Mar 18, 2014,	10,545.27	Jan 02, 2014,	13,418.27
Aug 14, 2014,	13,505.26	May 29, 2014,	11,388.14	Mar 19, 2014,	10,664.16	Jan 05, 2014,	13,694.19
Aug 17, 2014,	13,416.30	Jun 01, 2014,	11,367.31	Mar 20, 2014,	10,784.49	Jan 06, 2014,	13,696.98
Aug 18, 2014,	13,644.64	Jun 02, 2014,	11,340.12	Mar 23, 2014,	10,798.69	Jan 07, 2014,	13,551.18
Aug 19, 2014,	13,682.04	Jun 03, 2014,	11,258.51	Mar 24, 2014,	10,834.84	Jan 08, 2014,	13,221.29
Aug 20, 2014,	13,682.57	Jun 04, 2014,	11,309.53	Mar 25, 2014,	10,873.08	Jan 09, 2014,	13,142.69
Aug 21, 2014,	13,776.19	Jun 05, 2014,	11,331.46	Mar 26, 2014,	10,922.36	Jan 12, 2014,	13,232.06
Aug 24, 2014,	13,753.51	Jun 08, 2014,	11,482.34	Mar 27, 2014,	11,019.86	Jan 13, 2014,	13,149.55
Aug 25, 2014,	13,865.89	Jun 09, 2014,	11,562.87	Mar 30, 2014,	11,051.48	Jan 14, 2014,	12,969.65
Aug 26, 2014,	13,906.56	Jun 10, 2014,	11,639.79	Mar 31, 2014,	11,075.98	Jan 15, 2014,	12,970.81
Aug 27, 2014,	13,871.21	Jun 11, 2014,	11,842.60	Apr 01, 2014,	11,106.13	Jan 16, 2014,	12,912.81
Aug 28, 2014,	13,443.16	Jun 12, 2014,	11,939.95	Apr 02, 2014,	11,093.01	Jan 19, 2014,	12,978.86
Aug 31, 2014,	13,596.66	Jun 15, 2014,	11,983.87	Apr 03, 2014,	11,072.13	Jan 20, 2014,	12,773.20
Sep 01, 2014,	13,699.51	Jun 16, 2014,	12,098.46	Apr 06, 2014,	11,147.39	Jan 21, 2014,	12,562.54
Sep 02, 2014,	13,742.22	Jun 17, 2014,	12,216.75	Apr 07, 2014,	11,179.61	Jan 22, 2014,	12,520.36
Sep 03, 2014,	13,838.40	Jun 18, 2014,	12,189.69	Apr 08, 2014,	11,338.41	Jan 23, 2014,	12,591.32
Sep 04, 2014,	13,985.98	Jun 19, 2014,	12,375.03	Apr 09, 2014,	11,298.96	Jan 26, 2014,	12,453.76
Sep 07, 2014,	13,882.49	Jun 22, 2014,	12,397.21	Apr 10, 2014,	11,245.86	Jan 27, 2014,	12,460.15
Sep 08, 2014,	13,968.91	Jun 23, 2014,	12,225.19	Apr 13, 2014,	11,170.25	Jan 28, 2014,	12,436.05
Sep 09, 2014,	14,046.61	Jun 24, 2014,	12,144.19	Apr 14, 2014,	11,243.35	Jan 29, 2014,	12,323.45
Sep 10, 2014,	14,027.46	Jun 25, 2014,	12,321.89	Apr 15, 2014,	11,155.73	Jan 30, 2014,	12,100.93
Sep 11, 2014,	14,088.82	Jun 26, 2014,	12,453.86	Apr 16, 2014,	11,173.97	Feb 02, 2014,	11,816.50
Sep 14, 2014,	14,109.16	Jun 29, 2014,	12,550.98	Apr 17, 2014,	11,137.59	Feb 03, 2014,	11,669.43
Sep 15, 2014,	14,137.33	Jun 30, 2014,	12,578.58	Apr 20, 2014,	11,049.69	Feb 04, 2014,	11,488.87
Sep 16, 2014,	14,137.67	Jul 01, 2014,	12,768.17	Apr 21, 2014,	11,134.70	Feb 05, 2014,	12,134.14
Sep 17, 2014,	14,165.05	Jul 02, 2014,	12,939.80	Apr 22, 2014,	11,192.21	Feb 06, 2014,	12,384.24
Sep 18, 2014,	14,350.50	Jul 03, 2014,	12,961.56	Apr 23, 2014,	11,305.87	Feb 09, 2014,	12,376.62
Sep 21, 2014,	14,136.18	Jul 06, 2014,	12,954.93	Apr 24, 2014,	11,361.62	Feb 10, 2014,	12,333.54
Sep 22, 2014,	14,117.77	Jul 07, 2014,	12,860.34	Apr 27, 2014,	11,452.97	Feb 12, 2014,	12,382.21
Sep 23, 2014,	14,006.46	Jul 08, 2014,	12,696.24	Apr 28, 2014,	11,515.50	Feb 13, 2014,	12,549.28
Sep 24, 2014,	13,932.30	Jul 09, 2014,	12,626.95	Apr 29, 2014,	11,546.23	Feb 16, 2014,	12,717.00
Sep 25, 2014,	13,874.97	Jul 10, 2014,	12,677.59	Apr 30, 2014,	11,724.20	Feb 17, 2014,	12,919.63
Sep 28, 2014,	13,835.01	Jul 13, 2014,	12,727.64	May 01, 2014,	11,690.49	Feb 18, 2014,	12,881.70
Sep 29, 2014,	13,844.08	Jul 14, 2014,	12,854.26	May 04, 2014,	11,822.78	Feb 19, 2014,	12,990.40
Sep 30, 2014,	13,728.31	Jul 15, 2014,	12,987.95	May 05, 2014,	11,872.40	Feb 20, 2014,	13,100.44
Oct 01, 2014,	13,758.55	Jul 16, 2014,	12,933.83	May 06, 2014,	11,885.78	Feb 23, 2014,	13,173.34
Oct 02, 2014,	13,830.90	Jul 17, 2014,	12,894.93	May 07, 2014,	11,900.38	Feb 24, 2014,	13,284.65
Oct 12, 2014,	13,416.06	Jul 20, 2014,	12,961.40	May 08, 2014,	11,855.94	Feb 25, 2014,	13,155.58
Oct 13, 2014,	13,478.12	Jul 21, 2014,	12,995.05	May 11, 2014,	11,839.46	Feb 26, 2014,	13,089.96
Oct 14, 2014,	13,511.11	Jul 22, 2014,	13,067.34	May 12, 2014,	11,771.83	Feb 27, 2014,	13,258.42
Oct 15, 2014,	13,329.02	Jul 23, 2014,	13,174.74	May 13, 2014,	11,664.02	Mar 03, 2014,	13,189.56
Oct 16, 2014,	12,942.00	Jul 24, 2014,	13,160.60	May 14, 2014,	11,588.24	Mar 04, 2014,	12,952.82
Oct 19, 2014,	13,147.79	Jul 27, 2014,	13,104.75	May 15, 2014,	11,346.58	Mar 05, 2014,	12,877.31
Oct 20, 2014,	12,962.67	Aug 03, 2014,	13,020.72	May 18, 2014,	11,607.03	Mar 06, 2014,	12,865.50
Oct 21, 2014,	13,076.41	Aug 04, 2014,	12,788.23	May 19, 2014,	11,642.04	Mar 09, 2014,	12,991.23
Oct 22, 2014,	13,328.62	Aug 05, 2014,	12,734.15	May 20, 2014,	11,710.49	Mar 10, 2014,	13,173.64
Oct 23, 2014,	13,465.69	Aug 06, 2014,	12,679.53	May 21, 2014,	11,509.16	Mar 11, 2014,	13,103.45
Oct 26, 2014,	13,544.04	Aug 07, 2014,	13,008.16	May 22, 2014,	11,349.17	Mar 12, 2014,	13,076.33
Oct 27, 2014,	13,486.13	Aug 10, 2014,	13,350.54	May 25, 2014,	11,343.38	Mar 13, 2014,	13,075.43
Oct 28, 2014,	13,647.84	Aug 11, 2014,	13,393.34	May 26, 2014,	11,331.05	Mar 16, 2014,	13,137.43
Oct 29, 2014,	13,775.89	Aug 12, 2014,	13,499.56	May 27, 2014,	11,401.65	Mar 17, 2014,	13,279.27

قائمة الملاحق

12,013.53	Jun 29, 2015,	11,982.65	Apr 12, 2015,	11,862.32	Jan 20, 2015,	13,498.86	Oct 30, 2014,
12,201.02	Jun 30, 2015,	11,819.65	Apr 13, 2015,	11,849.63	Jan 21, 2015,	13,623.33	Nov 02, 2014,
12,049.10	Jul 01, 2015,	11,778.96	Apr 14, 2015,	11,698.86	Jan 22, 2015,	13,780.59	Nov 03, 2014,
12,121.08	Jul 02, 2015,	11,892.15	Apr 15, 2015,	11,847.48	Jan 25, 2015,	13,799.29	Nov 04, 2014,
12,008.01	Jul 05, 2015,	11,979.83	Apr 16, 2015,	11,836.07	Jan 26, 2015,	13,528.67	Nov 05, 2014,
11,966.70	Jul 06, 2015,	11,892.95	Apr 19, 2015,	11,920.48	Jan 27, 2015,	13,590.49	Nov 06, 2014,
11,936.13	Jul 07, 2015,	11,915.76	Apr 20, 2015,	11,980.66	Jan 28, 2015,	13,692.12	Nov 09, 2014,
11,787.11	Jul 08, 2015,	11,977.35	Apr 21, 2015,	11,899.63	Jan 29, 2015,	13,788.40	Nov 10, 2014,
11,880.82	Jul 09, 2015,	11,992.61	Apr 22, 2015,	12,062.10	Feb 01, 2015,	13,755.74	Nov 11, 2014,
11,896.02	Jul 12, 2015,	12,049.85	Apr 23, 2015,	12,117.70	Feb 02, 2015,	13,723.54	Nov 12, 2014,
11,938.42	Jul 13, 2015,	12,040.06	Apr 26, 2015,	12,279.37	Feb 03, 2015,	13,729.78	Nov 13, 2014,
11,964.45	Jul 14, 2015,	12,192.21	Apr 27, 2015,	12,415.93	Feb 04, 2015,	13,744.80	Nov 16, 2014,
12,020.73	Jul 15, 2015,	12,209.54	Apr 28, 2015,	12,520.66	Feb 05, 2015,	13,762.76	Nov 17, 2014,
12,009.54	Jul 16, 2015,	12,248.35	Apr 29, 2015,	12,623.93	Feb 08, 2015,	13,809.44	Nov 18, 2014,
11,911.31	Jul 22, 2015,	12,164.48	Apr 30, 2015,	12,667.33	Feb 09, 2015,	13,901.08	Nov 19, 2014,
11,944.62	Jul 23, 2015,	12,195.04	May 03, 2015,	12,689.28	Feb 11, 2015,	13,846.01	Nov 20, 2014,
11,909.17	Jul 26, 2015,	12,123.22	May 04, 2015,	12,607.60	Feb 12, 2015,	13,754.89	Nov 23, 2014,
11,913.58	Jul 27, 2015,	12,207.64	May 05, 2015,	12,692.91	Feb 15, 2015,	13,690.02	Nov 24, 2014,
11,831.33	Jul 28, 2015,	12,334.06	May 06, 2015,	12,605.46	Feb 16, 2015,	13,423.83	Nov 25, 2014,
11,822.17	Jul 29, 2015,	12,282.17	May 07, 2015,	12,553.69	Feb 17, 2015,	13,518.35	Nov 26, 2014,
11,785.22	Jul 30, 2015,	12,285.45	May 10, 2015,	12,561.86	Feb 18, 2015,	13,330.93	Nov 27, 2014,
11,651.26	Aug 02, 2015,	12,279.17	May 11, 2015,	12,496.46	Feb 19, 2015,	12,760.46	Nov 30, 2014,
11,750.29	Aug 03, 2015,	12,250.21	May 12, 2015,	12,525.43	Feb 22, 2015,	12,855.56	Dec 01, 2014,
11,811.56	Aug 04, 2015,	12,366.92	May 13, 2015,	12,549.25	Feb 23, 2015,	12,756.98	Dec 02, 2014,
11,836.75	Aug 05, 2015,	12,515.86	May 14, 2015,	12,525.88	Feb 24, 2015,	12,612.33	Dec 03, 2014,
11,770.25	Aug 06, 2015,	12,540.10	May 17, 2015,	12,471.96	Feb 25, 2015,	12,748.18	Dec 04, 2014,
11,610.22	Aug 09, 2015,	12,471.89	May 18, 2015,	12,445.34	Feb 26, 2015,	12,640.67	Dec 07, 2014,
11,679.70	Aug 10, 2015,	12,457.17	May 19, 2015,	12,450.34	Mar 02, 2015,	12,644.87	Dec 08, 2014,
11,787.71	Aug 11, 2015,	12,522.30	May 20, 2015,	12,291.90	Mar 03, 2015,	12,353.32	Dec 09, 2014,
11,772.66	Aug 12, 2015,	12,443.49	May 21, 2015,	12,130.25	Mar 04, 2015,	12,339.87	Dec 10, 2014,
11,858.01	Aug 13, 2015,	12,443.42	May 24, 2015,	12,139.42	Mar 05, 2015,	11,805.32	Dec 11, 2014,
11,844.43	Aug 16, 2015,	12,399.49	May 25, 2015,	12,144.01	Mar 08, 2015,	11,114.43	Dec 14, 2014,
11,734.69	Aug 17, 2015,	12,409.13	May 26, 2015,	12,235.92	Mar 09, 2015,	11,460.02	Dec 15, 2014,
11,670.50	Aug 18, 2015,	12,228.83	May 27, 2015,	12,264.38	Mar 10, 2015,	11,057.33	Dec 16, 2014,
11,635.04	Aug 19, 2015,	11,902.07	May 28, 2015,	12,127.98	Mar 11, 2015,	11,181.65	Dec 17, 2014,
11,345.53	Aug 20, 2015,	12,048.26	May 31, 2015,	12,080.66	Mar 12, 2015,	12,029.59	Dec 21, 2014,
10,750.00	Aug 23, 2015,	12,176.49	Jun 01, 2015,	11,964.15	Mar 15, 2015,	12,421.22	Dec 22, 2014,
10,572.50	Aug 24, 2015,	12,184.80	Jun 02, 2015,	11,761.11	Mar 16, 2015,	12,183.52	Dec 23, 2014,
10,905.73	Aug 25, 2015,	12,182.09	Jun 03, 2015,	11,687.17	Mar 17, 2015,	12,357.62	Dec 24, 2014,
10,957.62	Aug 26, 2015,	12,092.25	Jun 04, 2015,	11,426.62	Mar 18, 2015,	12,449.05	Dec 25, 2014,
11,295.46	Aug 27, 2015,	11,981.98	Jun 07, 2015,	11,523.77	Mar 19, 2015,	12,631.42	Dec 28, 2014,
11,339.50	Aug 30, 2015,	11,903.08	Jun 08, 2015,	11,517.48	Mar 22, 2015,	12,571.59	Dec 29, 2014,
11,563.56	Aug 31, 2015,	11,943.50	Jun 09, 2015,	11,521.29	Mar 23, 2015,	12,327.62	Dec 30, 2014,
11,415.09	Sep 01, 2015,	11,836.95	Jun 10, 2015,	11,673.45	Mar 24, 2015,	12,285.78	Dec 31, 2014,
11,385.90	Sep 02, 2015,	11,879.56	Jun 11, 2015,	11,503.72	Mar 25, 2015,	12,229.08	Jan 04, 2015,
11,347.15	Sep 03, 2015,	11,858.32	Jun 14, 2015,	11,410.76	Mar 26, 2015,	11,995.67	Jan 05, 2015,
11,277.66	Sep 06, 2015,	11,903.23	Jun 15, 2015,	11,488.41	Mar 29, 2015,	11,811.75	Jan 06, 2015,
11,319.98	Sep 07, 2015,	11,873.55	Jun 16, 2015,	11,586.83	Mar 30, 2015,	11,898.18	Jan 07, 2015,
11,430.47	Sep 08, 2015,	11,884.28	Jun 17, 2015,	11,711.40	Mar 31, 2015,	12,305.52	Jan 08, 2015,
11,659.42	Sep 09, 2015,	11,897.95	Jun 18, 2015,	11,531.01	Apr 01, 2015,	12,014.35	Jan 11, 2015,
11,853.01	Sep 10, 2015,	12,031.15	Jun 21, 2015,	11,699.03	Apr 02, 2015,	11,911.69	Jan 12, 2015,
11,657.27	Sep 13, 2015,	12,121.22	Jun 22, 2015,	11,763.56	Apr 05, 2015,	11,936.58	Jan 13, 2015,
11,534.32	Sep 14, 2015,	12,090.44	Jun 23, 2015,	11,731.64	Apr 06, 2015,	11,877.43	Jan 14, 2015,
11,503.66	Sep 15, 2015,	12,162.04	Jun 24, 2015,	11,833.83	Apr 07, 2015,	11,862.51	Jan 15, 2015,
11,558.13	Sep 16, 2015,	12,133.23	Jun 25, 2015,	11,947.45	Apr 08, 2015,	11,916.42	Jan 18, 2015,
11,418.68	Sep 17, 2015,	12,082.99	Jun 28, 2015,	11,987.71	Apr 09, 2015,	11,891.46	Jan 19, 2015,

قائمة الملاحق

9,638.26	May 22, 2016,	10,014.43	Mar 02, 2016,	9,643.65	Dec 13, 2015,	11,354.52	Sep 20, 2015,
9,681.54	May 23, 2016,	10,136.57	Mar 03, 2016,	9,742.78	Dec 14, 2015,	11,465.35	Sep 21, 2015,
9,664.85	May 24, 2016,	10,368.65	Mar 07, 2016,	9,789.80	Dec 15, 2015,	11,433.75	Sep 22, 2015,
9,705.74	May 25, 2016,	10,418.23	Mar 08, 2016,	9,862.03	Dec 16, 2015,	11,275.12	Sep 29, 2015,
9,716.48	May 26, 2016,	10,378.70	Mar 09, 2016,	9,912.92	Dec 17, 2015,	11,465.22	Sep 30, 2015,
9,675.66	May 29, 2016,	10,386.44	Mar 10, 2016,	9,906.00	Dec 21, 2015,	11,453.13	Oct 01, 2015,
9,552.04	May 30, 2016,	10,327.84	Mar 13, 2016,	10,174.80	Dec 22, 2015,	11,514.12	Oct 04, 2015,
9,538.77	May 31, 2016,	10,317.65	Mar 14, 2016,	10,217.19	Dec 23, 2015,	11,569.12	Oct 05, 2015,
9,572.32	Jun 01, 2016,	10,199.91	Mar 15, 2016,	10,258.72	Dec 24, 2015,	11,686.09	Oct 06, 2015,
9,532.60	Jun 02, 2016,	10,291.33	Mar 16, 2016,	10,302.80	Dec 27, 2015,	11,788.71	Oct 07, 2015,
9,570.72	Jun 05, 2016,	10,425.97	Mar 17, 2016,	10,397.95	Dec 28, 2015,	11,754.74	Oct 08, 2015,
9,638.95	Jun 06, 2016,	10,414.65	Mar 20, 2016,	10,398.33	Dec 29, 2015,	11,855.87	Oct 11, 2015,
9,857.95	Jun 07, 2016,	10,444.93	Mar 21, 2016,	10,435.67	Dec 30, 2015,	11,868.90	Oct 12, 2015,
9,918.97	Jun 08, 2016,	10,490.40	Mar 22, 2016,	10,429.36	Dec 31, 2015,	11,837.71	Oct 13, 2015,
9,836.96	Jun 09, 2016,	10,452.28	Mar 23, 2016,	10,313.74	Jan 03, 2016,	11,758.96	Oct 14, 2015,
9,794.02	Jun 12, 2016,	10,285.50	Mar 24, 2016,	10,041.70	Jan 04, 2016,	11,772.08	Oct 15, 2015,
9,704.36	Jun 13, 2016,	10,229.02	Mar 27, 2016,	9,959.67	Jan 05, 2016,	11,760.16	Oct 18, 2015,
9,756.38	Jun 14, 2016,	10,145.39	Mar 28, 2016,	10,070.89	Jan 06, 2016,	11,788.24	Oct 19, 2015,
9,768.65	Jun 15, 2016,	10,316.67	Mar 29, 2016,	9,767.22	Jan 07, 2016,	11,755.67	Oct 20, 2015,
9,791.65	Jun 16, 2016,	10,312.88	Mar 30, 2016,	9,673.90	Jan 10, 2016,	11,669.62	Oct 21, 2015,
9,805.61	Jun 19, 2016,	10,376.20	Mar 31, 2016,	9,671.86	Jan 11, 2016,	11,584.83	Oct 22, 2015,
9,825.25	Jun 20, 2016,	10,251.97	Apr 03, 2016,	9,477.09	Jan 12, 2016,	11,644.09	Oct 25, 2015,
9,919.32	Jun 21, 2016,	10,234.36	Apr 04, 2016,	9,405.38	Jan 13, 2016,	11,721.90	Oct 26, 2015,
9,919.41	Jun 22, 2016,	10,008.77	Apr 05, 2016,	9,185.12	Jan 14, 2016,	11,715.21	Oct 27, 2015,
9,966.35	Jun 23, 2016,	10,031.02	Apr 06, 2016,	8,527.75	Jan 17, 2016,	11,643.61	Oct 28, 2015,
9,842.85	Jun 26, 2016,	10,164.76	Apr 07, 2016,	8,516.82	Jan 18, 2016,	11,604.59	Oct 29, 2015,
9,816.75	Jun 27, 2016,	10,128.65	Apr 10, 2016,	8,986.50	Jan 19, 2016,	11,585.99	Nov 01, 2015,
9,867.94	Jun 28, 2016,	10,159.66	Apr 11, 2016,	8,689.37	Jan 20, 2016,	11,546.94	Nov 02, 2015,
9,877.75	Jun 29, 2016,	10,246.29	Apr 12, 2016,	8,584.01	Jan 21, 2016,	11,516.59	Nov 03, 2015,
9,885.22	Jun 30, 2016,	10,245.87	Apr 13, 2016,	8,981.61	Jan 24, 2016,	11,512.17	Nov 04, 2015,
9,924.47	Jul 03, 2016,	10,238.17	Apr 14, 2016,	8,848.86	Jan 25, 2016,	11,439.30	Nov 05, 2015,
9,980.11	Jul 04, 2016,	10,189.22	Apr 17, 2016,	8,748.62	Jan 26, 2016,	11,221.61	Nov 08, 2015,
9,964.26	Jul 05, 2016,	10,231.52	Apr 18, 2016,	8,979.50	Jan 27, 2016,	11,168.76	Nov 09, 2015,
10,105.52	Jul 11, 2016,	10,297.39	Apr 19, 2016,	9,272.01	Jan 28, 2016,	10,947.02	Nov 10, 2015,
10,140.79	Jul 12, 2016,	10,366.93	Apr 20, 2016,	9,481.30	Jan 31, 2016,	10,853.57	Nov 11, 2015,
10,319.74	Jul 13, 2016,	10,396.25	Apr 21, 2016,	9,547.83	Feb 01, 2016,	10,830.33	Nov 12, 2015,
10,428.67	Jul 14, 2016,	10,262.56	Apr 24, 2016,	9,633.32	Feb 02, 2016,	10,860.28	Nov 15, 2015,
10,418.83	Jul 17, 2016,	10,184.51	Apr 25, 2016,	9,486.71	Feb 03, 2016,	10,810.37	Nov 16, 2015,
10,585.08	Jul 18, 2016,	10,177.55	Apr 26, 2016,	9,683.62	Feb 04, 2016,	10,802.29	Nov 17, 2015,
10,648.58	Jul 19, 2016,	10,159.52	Apr 27, 2016,	9,620.57	Feb 07, 2016,	10,827.66	Nov 18, 2015,
10,591.60	Jul 20, 2016,	10,186.18	Apr 28, 2016,	9,698.37	Feb 08, 2016,	10,860.18	Nov 19, 2015,
10,534.40	Jul 21, 2016,	10,187.98	May 01, 2016,	9,619.48	Feb 10, 2016,	10,836.19	Nov 22, 2015,
10,485.56	Jul 24, 2016,	10,092.07	May 02, 2016,	9,485.90	Feb 11, 2016,	10,675.74	Nov 23, 2015,
10,553.83	Jul 25, 2016,	9,939.03	May 03, 2016,	9,600.97	Feb 14, 2016,	10,611.80	Nov 24, 2015,
10,537.75	Jul 26, 2016,	9,854.85	May 04, 2016,	9,857.20	Feb 15, 2016,	10,511.50	Nov 25, 2015,
10,604.77	Jul 27, 2016,	9,748.78	May 05, 2016,	9,873.13	Feb 16, 2016,	10,522.21	Nov 26, 2015,
10,652.31	Jul 28, 2016,	9,730.10	May 08, 2016,	9,814.52	Feb 17, 2016,	10,553.46	Nov 29, 2015,
10,603.96	Jul 31, 2016,	9,855.32	May 09, 2016,	9,967.25	Feb 18, 2016,	10,090.81	Nov 30, 2015,
10,680.50	Aug 01, 2016,	9,883.59	May 10, 2016,	9,907.82	Feb 21, 2016,	10,535.05	Dec 01, 2015,
10,650.86	Aug 02, 2016,	9,888.39	May 11, 2016,	9,913.32	Feb 22, 2016,	10,554.60	Dec 02, 2015,
10,545.01	Aug 03, 2016,	9,941.42	May 12, 2016,	10,002.80	Feb 23, 2016,	10,479.28	Dec 03, 2015,
10,681.08	Aug 04, 2016,	9,919.62	May 15, 2016,	9,917.52	Feb 24, 2016,	10,499.96	Dec 06, 2015,
10,789.43	Aug 07, 2016,	9,996.45	May 16, 2016,	9,847.36	Feb 25, 2016,	10,418.47	Dec 07, 2015,
10,920.29	Aug 08, 2016,	10,010.67	May 17, 2016,	9,927.94	Feb 28, 2016,	10,096.51	Dec 08, 2015,
10,918.53	Aug 09, 2016,	10,009.95	May 18, 2016,	9,892.32	Feb 29, 2016,	10,018.84	Dec 09, 2015,
10,996.41	Aug 10, 2016,	9,813.96	May 19, 2016,	9,969.25	Mar 01, 2016,	10,014.82	Dec 10, 2015,

قائمة الملاحق

10,336.36	Apr 17, 2017,	11,035.61	Jan 25, 2017,	9,948.74	Nov 06, 2016,	10,955.31	Aug 11, 2016,
10,336.30	Apr 18, 2017,	10,989.76	Jan 26, 2017,	9,964.02	Nov 07, 2016,	11,053.88	Aug 14, 2016,
10,295.96	Apr 19, 2017,	10,884.70	Jan 29, 2017,	9,985.26	Nov 08, 2016,	11,128.17	Aug 15, 2016,
10,241.61	Apr 20, 2017,	10,747.83	Jan 30, 2017,	9,974.60	Nov 09, 2016,	11,371.12	Aug 16, 2016,
10,197.33	Apr 23, 2017,	10,597.22	Jan 31, 2017,	9,960.95	Nov 10, 2016,	11,408.75	Aug 17, 2016,
10,153.76	Apr 24, 2017,	10,596.14	Feb 01, 2017,	9,871.73	Nov 13, 2016,	11,320.39	Aug 18, 2016,
10,157.37	Apr 25, 2017,	10,570.41	Feb 02, 2017,	9,744.97	Nov 14, 2016,	11,297.50	Aug 21, 2016,
10,205.61	Apr 26, 2017,	10,596.39	Feb 05, 2017,	9,679.92	Nov 15, 2016,	11,213.85	Aug 22, 2016,
10,089.86	Apr 27, 2017,	10,609.64	Feb 06, 2017,	9,741.71	Nov 16, 2016,	11,116.42	Aug 23, 2016,
10,064.35	Apr 30, 2017,	10,584.94	Feb 07, 2017,	9,774.98	Nov 17, 2016,	11,186.14	Aug 24, 2016,
10,110.45	May 01, 2017,	10,653.83	Feb 08, 2017,	9,780.80	Nov 20, 2016,	11,134.81	Aug 25, 2016,
9,992.84	May 02, 2017,	10,629.13	Feb 09, 2017,	9,782.83	Nov 21, 2016,	11,197.48	Aug 28, 2016,
9,955.40	May 03, 2017,	10,663.49	Feb 12, 2017,	9,740.80	Nov 22, 2016,	11,261.51	Aug 29, 2016,
9,938.28	May 04, 2017,	10,670.51	Feb 13, 2017,	9,738.77	Nov 23, 2016,	11,314.55	Aug 30, 2016,
9,833.58	May 07, 2017,	10,731.53	Feb 15, 2017,	9,714.93	Nov 24, 2016,	10,989.79	Aug 31, 2016,
9,851.77	May 08, 2017,	10,819.30	Feb 16, 2017,	9,734.18	Nov 27, 2016,	10,836.74	Sep 01, 2016,
9,865.78	May 09, 2017,	10,916.99	Feb 19, 2017,	9,689.07	Nov 28, 2016,	10,850.48	Sep 04, 2016,
9,991.67	May 10, 2017,	10,912.76	Feb 20, 2017,	9,636.40	Nov 29, 2016,	10,839.73	Sep 05, 2016,
10,110.84	May 11, 2017,	10,933.69	Feb 21, 2017,	9,793.83	Nov 30, 2016,	10,713.23	Sep 06, 2016,
10,061.50	May 14, 2017,	10,952.66	Feb 22, 2017,	9,913.75	Dec 01, 2016,	10,634.90	Sep 07, 2016,
10,118.13	May 15, 2017,	10,925.40	Feb 23, 2017,	10,010.27	Dec 04, 2016,	10,534.10	Sep 08, 2016,
10,125.44	May 16, 2017,	10,937.07	Feb 26, 2017,	9,932.34	Dec 05, 2016,	10,572.45	Sep 18, 2016,
10,144.89	May 17, 2017,	10,938.80	Feb 27, 2017,	9,977.76	Dec 06, 2016,	10,152.77	Sep 19, 2016,
10,103.35	May 18, 2017,	10,702.12	Feb 28, 2017,	9,989.29	Dec 07, 2016,	10,256.52	Sep 20, 2016,
10,050.70	May 21, 2017,	10,752.10	Mar 01, 2017,	10,053.95	Dec 08, 2016,	10,252.90	Sep 21, 2016,
10,134.90	May 22, 2017,	10,721.15	Mar 02, 2017,	10,187.90	Dec 11, 2016,	10,412.50	Sep 22, 2016,
10,123.00	May 23, 2017,	10,622.54	Mar 06, 2017,	10,328.76	Dec 12, 2016,	10,435.17	Sep 25, 2016,
10,087.35	May 24, 2017,	10,416.89	Mar 07, 2017,	10,397.58	Dec 13, 2016,	10,509.79	Sep 26, 2016,
10,060.52	May 25, 2017,	10,361.49	Mar 08, 2017,	10,358.99	Dec 14, 2016,	10,472.93	Sep 27, 2016,
10,123.23	May 28, 2017,	10,467.23	Mar 09, 2017,	10,224.13	Dec 15, 2016,	10,465.43	Sep 28, 2016,
10,112.39	May 29, 2017,	10,491.15	Mar 12, 2017,	10,272.37	Dec 19, 2016,	10,435.46	Sep 29, 2016,
10,063.64	May 30, 2017,	10,361.43	Mar 13, 2017,	10,393.83	Dec 20, 2016,	10,403.38	Oct 02, 2016,
9,901.38	May 31, 2017,	10,314.20	Mar 14, 2017,	10,392.15	Dec 21, 2016,	10,309.92	Oct 03, 2016,
9,939.58	Jun 01, 2017,	10,291.86	Mar 15, 2017,	10,427.91	Dec 22, 2016,	10,388.18	Oct 04, 2016,
9,923.60	Jun 04, 2017,	10,361.03	Mar 16, 2017,	10,394.74	Dec 25, 2016,	10,372.20	Oct 05, 2016,
9,202.62	Jun 05, 2017,	10,338.55	Mar 19, 2017,	10,344.39	Dec 26, 2016,	10,357.33	Oct 06, 2016,
9,058.89	Jun 06, 2017,	10,406.79	Mar 20, 2017,	10,304.77	Dec 27, 2016,	10,355.53	Oct 09, 2016,
8,965.01	Jun 07, 2017,	10,485.53	Mar 21, 2017,	10,336.05	Dec 28, 2016,	10,405.20	Oct 10, 2016,
9,237.68	Jun 08, 2017,	10,395.98	Mar 22, 2017,	10,436.76	Dec 29, 2016,	10,431.25	Oct 11, 2016,
9,059.93	Jun 11, 2017,	10,445.24	Mar 23, 2017,	10,428.72	Jan 02, 2017,	10,403.04	Oct 12, 2016,
9,135.16	Jun 12, 2017,	10,412.85	Mar 26, 2017,	10,599.95	Jan 03, 2017,	10,389.96	Oct 13, 2016,
9,095.45	Jun 13, 2017,	10,428.53	Mar 27, 2017,	10,688.78	Jan 04, 2017,	10,367.74	Oct 16, 2016,
9,189.98	Jun 14, 2017,	10,461.81	Mar 28, 2017,	10,717.34	Jan 05, 2017,	10,425.89	Oct 17, 2016,
9,257.90	Jun 15, 2017,	10,416.83	Mar 29, 2017,	10,725.98	Jan 08, 2017,	10,484.09	Oct 18, 2016,
9,188.09	Jun 18, 2017,	10,390.60	Mar 30, 2017,	10,702.03	Jan 09, 2017,	10,452.11	Oct 19, 2016,
9,069.34	Jun 19, 2017,	10,397.85	Apr 02, 2017,	10,700.47	Jan 10, 2017,	10,438.45	Oct 20, 2016,
8,934.37	Jun 20, 2017,	10,344.08	Apr 03, 2017,	10,704.29	Jan 11, 2017,	10,433.95	Oct 23, 2016,
8,777.73	Jun 21, 2017,	10,391.70	Apr 04, 2017,	10,709.47	Jan 12, 2017,	10,406.27	Oct 24, 2016,
9,030.44	Jun 22, 2017,	10,466.99	Apr 05, 2017,	10,742.03	Jan 15, 2017,	10,404.19	Oct 25, 2016,
8,822.15	Jul 02, 2017,	10,456.01	Apr 06, 2017,	10,759.40	Jan 16, 2017,	10,362.69	Oct 26, 2016,
8,936.52	Jul 03, 2017,	10,509.88	Apr 09, 2017,	10,927.83	Jan 17, 2017,	10,371.17	Oct 27, 2016,
8,895.64	Jul 04, 2017,	10,485.04	Apr 10, 2017,	10,880.15	Jan 18, 2017,	10,142.17	Oct 30, 2016,
8,929.48	Jul 05, 2017,	10,411.77	Apr 11, 2017,	10,941.43	Jan 19, 2017,	10,172.95	Oct 31, 2016,
8,922.72	Jul 06, 2017,	10,489.28	Apr 12, 2017,	10,959.82	Jan 22, 2017,	10,201.90	Nov 01, 2016,
8,904.16	Jul 09, 2017,	10,451.47	Apr 13, 2017,	10,950.34	Jan 23, 2017,	10,073.03	Nov 02, 2016,
8,995.12	Jul 10, 2017,	10,431.34	Apr 16, 2017,	11,057.83	Jan 24, 2017,	9,955.99	Nov 03, 2016,

قائمة الملاحق

8,847.79	Mar 15, 2018,	8,600.20	Dec 24, 2017,	8,284.68	Oct 03, 2017,	9,030.16	Jul 11, 2017,
8,802.80	Mar 18, 2018,	8,569.58	Dec 25, 2017,	8,152.98	Oct 04, 2017,	9,280.38	Jul 12, 2017,
8,889.92	Mar 19, 2018,	8,501.03	Dec 26, 2017,	8,132.05	Oct 05, 2017,	9,469.93	Jul 13, 2017,
8,977.85	Mar 20, 2018,	8,500.08	Dec 27, 2017,	8,137.57	Oct 08, 2017,	9,343.57	Jul 16, 2017,
8,873.38	Mar 21, 2018,	8,526.00	Dec 28, 2017,	8,212.86	Oct 09, 2017,	9,436.08	Jul 17, 2017,
8,825.70	Mar 22, 2018,	8,523.38	Dec 31, 2017,	8,253.34	Oct 10, 2017,	9,393.73	Jul 18, 2017,
8,752.66	Mar 25, 2018,	8,620.26	Jan 02, 2018,	8,333.84	Oct 11, 2017,	9,502.36	Jul 19, 2017,
8,711.91	Mar 26, 2018,	8,608.31	Jan 03, 2018,	8,342.09	Oct 12, 2017,	9,542.28	Jul 20, 2017,
8,693.98	Mar 27, 2018,	8,630.67	Jan 04, 2018,	8,341.11	Oct 15, 2017,	9,499.75	Jul 23, 2017,
8,553.14	Mar 28, 2018,	8,751.20	Jan 07, 2018,	8,299.71	Oct 16, 2017,	9,579.16	Jul 24, 2017,
8,573.99	Mar 29, 2018,	8,975.82	Jan 08, 2018,	8,229.27	Oct 17, 2017,	9,594.51	Jul 25, 2017,
8,669.04	Apr 01, 2018,	9,002.46	Jan 09, 2018,	8,144.11	Oct 18, 2017,	9,583.78	Jul 26, 2017,
8,729.15	Apr 02, 2018,	9,048.17	Jan 10, 2018,	8,172.18	Oct 19, 2017,	9,563.08	Jul 27, 2017,
8,721.75	Apr 03, 2018,	9,135.86	Jan 11, 2018,	8,158.33	Oct 22, 2017,	9,469.59	Jul 30, 2017,
8,707.67	Apr 04, 2018,	9,174.66	Jan 14, 2018,	8,117.41	Oct 23, 2017,	9,406.06	Jul 31, 2017,
8,792.91	Apr 05, 2018,	8,946.97	Jan 15, 2018,	8,110.16	Oct 24, 2017,	9,308.91	Aug 01, 2017,
8,781.83	Apr 08, 2018,	9,178.18	Jan 16, 2018,	8,124.73	Oct 25, 2017,	9,360.59	Aug 02, 2017,
8,936.77	Apr 09, 2018,	9,158.77	Jan 17, 2018,	8,128.25	Oct 26, 2017,	9,398.09	Aug 03, 2017,
9,007.23	Apr 10, 2018,	9,200.10	Jan 18, 2018,	8,134.46	Oct 29, 2017,	9,345.37	Aug 06, 2017,
9,015.15	Apr 11, 2018,	9,145.44	Jan 21, 2018,	8,196.54	Oct 30, 2017,	9,342.56	Aug 07, 2017,
8,918.48	Apr 12, 2018,	9,211.02	Jan 22, 2018,	8,165.06	Oct 31, 2017,	9,373.49	Aug 08, 2017,
8,891.89	Apr 15, 2018,	9,254.61	Jan 23, 2018,	8,171.20	Nov 01, 2017,	9,307.14	Aug 09, 2017,
8,955.69	Apr 16, 2018,	9,358.60	Jan 24, 2018,	8,146.23	Nov 02, 2017,	9,242.82	Aug 10, 2017,
8,958.00	Apr 17, 2018,	9,459.61	Jan 25, 2018,	8,126.89	Nov 05, 2017,	9,205.22	Aug 13, 2017,
9,055.02	Apr 18, 2018,	9,411.53	Jan 28, 2018,	8,014.71	Nov 06, 2017,	9,191.73	Aug 14, 2017,
9,196.62	Apr 19, 2018,	9,450.07	Jan 29, 2018,	7,930.78	Nov 07, 2017,	9,134.36	Aug 15, 2017,
9,155.55	Apr 22, 2018,	9,328.24	Jan 30, 2018,	7,856.24	Nov 08, 2017,	9,022.25	Aug 16, 2017,
9,157.57	Apr 23, 2018,	9,204.62	Jan 31, 2018,	7,885.50	Nov 09, 2017,	9,106.19	Aug 17, 2017,
9,091.33	Apr 24, 2018,	9,207.01	Feb 01, 2018,	7,875.63	Nov 12, 2017,	9,133.93	Aug 20, 2017,
9,109.64	Apr 25, 2018,	8,959.30	Feb 04, 2018,	7,856.99	Nov 13, 2017,	9,065.18	Aug 21, 2017,
9,088.01	Apr 26, 2018,	8,837.65	Feb 05, 2018,	7,873.84	Nov 14, 2017,	9,065.34	Aug 22, 2017,
9,140.19	Apr 29, 2018,	8,651.48	Feb 06, 2018,	7,761.25	Nov 15, 2017,	9,053.60	Aug 23, 2017,
9,111.97	Apr 30, 2018,	8,887.74	Feb 07, 2018,	7,825.77	Nov 16, 2017,	8,951.82	Aug 24, 2017,
9,014.32	May 01, 2018,	8,893.27	Feb 08, 2018,	7,827.50	Nov 19, 2017,	8,933.52	Aug 27, 2017,
8,953.40	May 02, 2018,	9,044.82	Feb 11, 2018,	7,808.18	Nov 20, 2017,	8,941.01	Aug 28, 2017,
8,805.76	May 03, 2018,	8,987.51	Feb 12, 2018,	7,768.52	Nov 21, 2017,	8,858.90	Aug 29, 2017,
8,908.03	May 06, 2018,	9,060.67	Feb 14, 2018,	7,798.39	Nov 22, 2017,	8,800.56	Aug 30, 2017,
8,983.79	May 07, 2018,	9,027.71	Feb 15, 2018,	7,742.46	Nov 23, 2017,	8,684.55	Sep 06, 2017,
8,870.16	May 08, 2018,	9,079.43	Feb 18, 2018,	7,758.08	Nov 26, 2017,	8,675.46	Sep 07, 2017,
8,824.26	May 09, 2018,	9,106.77	Feb 19, 2018,	7,767.70	Nov 27, 2017,	8,666.55	Sep 10, 2017,
8,749.65	May 10, 2018,	9,098.64	Feb 20, 2018,	7,734.41	Nov 28, 2017,	8,532.40	Sep 11, 2017,
8,816.84	May 13, 2018,	9,119.01	Feb 21, 2018,	7,782.18	Nov 29, 2017,	8,471.60	Sep 12, 2017,
8,934.39	May 14, 2018,	9,096.36	Feb 22, 2018,	7,714.26	Nov 30, 2017,	8,427.77	Sep 13, 2017,
8,922.00	May 15, 2018,	9,080.13	Feb 25, 2018,	7,756.55	Dec 03, 2017,	8,409.48	Sep 14, 2017,
8,950.60	May 16, 2018,	8,992.64	Feb 26, 2018,	7,930.38	Dec 04, 2017,	8,375.18	Sep 17, 2017,
8,891.16	May 17, 2018,	8,929.50	Feb 27, 2018,	7,912.48	Dec 05, 2017,	8,278.76	Sep 18, 2017,
8,856.90	May 20, 2018,	8,653.32	Feb 28, 2018,	7,798.10	Dec 06, 2017,	8,289.23	Sep 19, 2017,
8,943.75	May 21, 2018,	8,730.06	Mar 01, 2018,	7,773.59	Dec 07, 2017,	8,348.05	Sep 20, 2017,
8,993.22	May 22, 2018,	8,454.18	Mar 05, 2018,	7,827.71	Dec 10, 2017,	8,360.77	Sep 21, 2017,
8,999.92	May 23, 2018,	8,429.30	Mar 06, 2018,	7,923.07	Dec 11, 2017,	8,395.52	Sep 24, 2017,
9,049.19	May 24, 2018,	8,371.11	Mar 07, 2018,	8,033.28	Dec 12, 2017,	8,449.47	Sep 25, 2017,
8,992.81	May 27, 2018,	8,308.34	Mar 08, 2018,	8,206.87	Dec 13, 2017,	8,569.26	Sep 26, 2017,
9,125.24	May 28, 2018,	8,252.66	Mar 11, 2018,	8,211.94	Dec 14, 2017,	8,421.20	Sep 27, 2017,
9,126.40	May 29, 2018,	8,663.04	Mar 12, 2018,	8,522.83	Dec 19, 2017,	8,312.43	Sep 28, 2017,
8,915.82	May 30, 2018,	8,801.75	Mar 13, 2018,	8,520.21	Dec 20, 2017,	8,292.10	Oct 01, 2017,
8,880.51	May 31, 2018,	8,750.32	Mar 14, 2018,	8,621.34	Dec 21, 2017,	8,301.79	Oct 02, 2017,

قائمة الملاحق

10,683.94	Feb 06, 2019,	10,297.06	Nov 18, 2018,	9,886.45	Aug 30, 2018,	8,930.98	Jun 03, 2018,
10,505.19	Feb 07, 2019,	10,398.31	Nov 19, 2018,	9,864.02	Sep 02, 2018,	9,117.39	Jun 04, 2018,
10,441.21	Feb 10, 2019,	10,268.07	Nov 20, 2018,	9,799.83	Sep 03, 2018,	9,310.51	Jun 05, 2018,
10,302.41	Feb 11, 2019,	10,292.82	Nov 21, 2018,	9,820.18	Sep 04, 2018,	9,327.77	Jun 06, 2018,
10,180.69	Feb 13, 2019,	10,328.48	Nov 22, 2018,	9,830.32	Sep 05, 2018,	9,242.30	Jun 07, 2018,
9,941.50	Feb 14, 2019,	10,251.62	Nov 25, 2018,	9,826.84	Sep 06, 2018,	9,224.74	Jun 10, 2018,
10,010.54	Feb 17, 2019,	10,356.62	Nov 26, 2018,	9,770.43	Sep 09, 2018,	9,203.32	Jun 11, 2018,
10,034.24	Feb 18, 2019,	10,355.67	Nov 27, 2018,	9,889.62	Sep 10, 2018,	9,160.97	Jun 12, 2018,
9,982.25	Feb 19, 2019,	10,329.61	Nov 28, 2018,	9,931.07	Sep 11, 2018,	9,080.24	Jun 13, 2018,
10,077.82	Feb 20, 2019,	10,364.54	Nov 29, 2018,	9,990.17	Sep 12, 2018,	9,097.91	Jun 14, 2018,
10,191.50	Feb 21, 2019,	10,316.96	Dec 02, 2018,	10,021.96	Sep 13, 2018,	8,881.85	Jun 20, 2018,
10,190.14	Feb 24, 2019,	10,451.33	Dec 03, 2018,	9,942.03	Sep 16, 2018,	8,922.52	Jun 21, 2018,
10,226.69	Feb 25, 2019,	10,602.84	Dec 04, 2018,	9,832.68	Sep 17, 2018,	9,005.34	Jun 24, 2018,
10,255.97	Feb 26, 2019,	10,589.98	Dec 05, 2018,	9,823.53	Sep 18, 2018,	8,936.78	Jun 25, 2018,
10,136.00	Feb 27, 2019,	10,598.40	Dec 06, 2018,	9,805.40	Sep 19, 2018,	8,895.21	Jun 26, 2018,
10,111.62	Feb 28, 2019,	10,604.28	Dec 09, 2018,	9,766.33	Sep 20, 2018,	8,928.74	Jun 27, 2018,
10,118.10	Mar 04, 2019,	10,555.81	Dec 10, 2018,	9,768.91	Sep 23, 2018,	9,024.03	Jun 28, 2018,
10,010.24	Mar 05, 2019,	10,482.14	Dec 11, 2018,	9,731.65	Sep 24, 2018,	9,114.23	Jul 01, 2018,
9,884.21	Mar 06, 2019,	10,433.56	Dec 12, 2018,	9,713.42	Sep 25, 2018,	9,142.28	Jul 02, 2018,
9,781.18	Mar 07, 2019,	10,456.14	Dec 13, 2018,	9,728.50	Sep 26, 2018,	9,188.16	Jul 03, 2018,
9,769.04	Mar 10, 2019,	10,496.50	Dec 16, 2018,	9,784.31	Sep 27, 2018,	9,230.60	Jul 04, 2018,
9,744.22	Mar 11, 2019,	10,489.04	Dec 17, 2018,	9,813.32	Sep 30, 2018,	9,259.95	Jul 05, 2018,
9,765.88	Mar 12, 2019,	10,496.40	Dec 19, 2018,	9,790.20	Oct 01, 2018,	9,325.15	Jul 08, 2018,
9,761.69	Mar 13, 2019,	10,412.51	Dec 20, 2018,	9,817.07	Oct 02, 2018,	9,265.00	Jul 09, 2018,
9,970.55	Mar 14, 2019,	10,332.77	Dec 23, 2018,	9,889.47	Oct 03, 2018,	9,395.81	Jul 10, 2018,
9,863.10	Mar 17, 2019,	10,367.54	Dec 24, 2018,	9,902.48	Oct 04, 2018,	9,355.02	Jul 11, 2018,
9,972.68	Mar 18, 2019,	10,233.88	Dec 25, 2018,	9,847.05	Oct 07, 2018,	9,318.53	Jul 12, 2018,
9,957.03	Mar 19, 2019,	10,222.98	Dec 26, 2018,	9,819.74	Oct 08, 2018,	9,340.69	Jul 15, 2018,
9,976.80	Mar 20, 2019,	10,287.70	Dec 27, 2018,	9,840.18	Oct 09, 2018,	9,439.97	Jul 16, 2018,
9,953.72	Mar 21, 2019,	10,283.72	Dec 30, 2018,	9,964.37	Oct 10, 2018,	9,449.64	Jul 17, 2018,
9,890.30	Mar 24, 2019,	10,299.01	Dec 31, 2018,	9,861.53	Oct 11, 2018,	9,447.76	Jul 18, 2018,
9,949.02	Mar 25, 2019,	10,280.34	Jan 02, 2019,	9,824.20	Oct 14, 2018,	9,420.67	Jul 19, 2018,
9,935.47	Mar 26, 2019,	10,350.35	Jan 03, 2019,	9,834.12	Oct 15, 2018,	9,362.42	Jul 22, 2018,
10,105.06	Mar 27, 2019,	10,352.22	Jan 06, 2019,	10,031.59	Oct 16, 2018,	9,435.29	Jul 23, 2018,
10,145.68	Mar 28, 2019,	10,494.22	Jan 07, 2019,	10,157.48	Oct 17, 2018,	9,618.33	Jul 24, 2018,
10,107.42	Mar 31, 2019,	10,458.85	Jan 08, 2019,	10,193.01	Oct 18, 2018,	9,613.78	Jul 25, 2018,
10,154.89	Apr 01, 2019,	10,535.13	Jan 09, 2019,	10,154.21	Oct 21, 2018,	9,607.89	Jul 26, 2018,
10,201.18	Apr 02, 2019,	10,658.22	Jan 10, 2019,	10,274.45	Oct 22, 2018,	9,630.39	Jul 29, 2018,
10,161.57	Apr 03, 2019,	10,653.57	Jan 13, 2019,	10,264.07	Oct 23, 2018,	9,651.77	Jul 30, 2018,
10,189.56	Apr 04, 2019,	10,671.56	Jan 14, 2019,	10,152.62	Oct 24, 2018,	9,825.11	Jul 31, 2018,
10,192.19	Apr 07, 2019,	10,762.99	Jan 15, 2019,	10,153.36	Oct 25, 2018,	9,976.51	Aug 01, 2018,
10,226.68	Apr 08, 2019,	10,761.79	Jan 16, 2019,	10,144.37	Oct 28, 2018,	9,981.22	Aug 02, 2018,
10,217.92	Apr 09, 2019,	10,787.75	Jan 17, 2019,	10,191.68	Oct 29, 2018,	9,896.74	Aug 05, 2018,
10,236.22	Apr 10, 2019,	10,760.23	Jan 20, 2019,	10,163.41	Oct 30, 2018,	9,933.22	Aug 06, 2018,
10,259.07	Apr 11, 2019,	10,722.14	Jan 21, 2019,	10,300.92	Oct 31, 2018,	9,973.97	Aug 07, 2018,
10,235.76	Apr 14, 2019,	10,687.28	Jan 22, 2019,	10,280.96	Nov 01, 2018,	9,961.55	Aug 08, 2018,
10,221.52	Apr 15, 2019,	10,650.31	Jan 23, 2019,	10,331.14	Nov 04, 2018,	9,886.86	Aug 09, 2018,
10,258.75	Apr 16, 2019,	10,712.39	Jan 24, 2019,	10,458.28	Nov 05, 2018,	9,635.00	Aug 12, 2018,
10,308.17	Apr 17, 2019,	10,668.14	Jan 27, 2019,	10,376.94	Nov 06, 2018,	9,556.64	Aug 13, 2018,
10,348.19	Apr 18, 2019,	10,704.73	Jan 28, 2019,	10,252.50	Nov 07, 2018,	9,638.60	Aug 14, 2018,
10,355.45	Apr 21, 2019,	10,722.49	Jan 29, 2019,	10,368.17	Nov 08, 2018,	9,592.23	Aug 15, 2018,
10,401.40	Apr 22, 2019,	10,719.40	Jan 30, 2019,	10,390.01	Nov 11, 2018,	9,447.88	Aug 16, 2018,
10,382.18	Apr 23, 2019,	10,720.31	Jan 31, 2019,	10,415.00	Nov 12, 2018,	9,445.35	Aug 26, 2018,
10,457.56	Apr 24, 2019,	10,689.17	Feb 03, 2019,	10,314.62	Nov 13, 2018,	9,802.63	Aug 27, 2018,
10,451.13	Apr 25, 2019,	10,727.53	Feb 04, 2019,	10,199.08	Nov 14, 2018,	9,858.34	Aug 28, 2018,
10,406.84	Apr 28, 2019,	10,715.29	Feb 05, 2019,	10,214.19	Nov 15, 2018,	9,835.55	Aug 29, 2018,

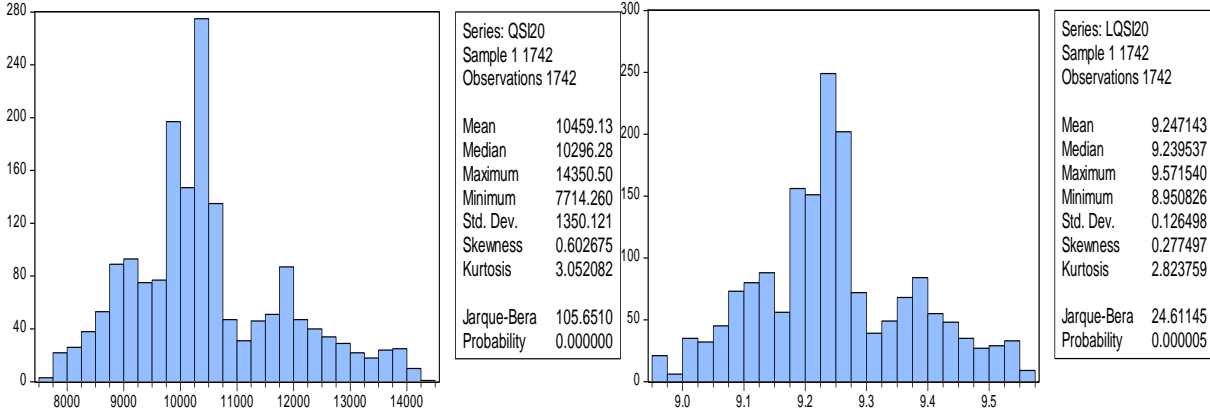
قائمة الملاحق

10,425.51	Dec 31, 2019,	10,227.52	Oct 10, 2019,	10,501.22	Jul 21, 2019,	10,359.74	Apr 29, 2019,
10,511.70	Jan 02, 2020,	10,284.61	Oct 13, 2019,	10,542.24	Jul 22, 2019,	10,376.80	Apr 30, 2019,
10,286.31	Jan 05, 2020,	10,404.12	Oct 14, 2019,	10,511.25	Jul 23, 2019,	10,400.29	May 01, 2019,
10,408.16	Jan 06, 2020,	10,430.42	Oct 15, 2019,	10,549.75	Jul 24, 2019,	10,480.52	May 02, 2019,
10,381.74	Jan 07, 2020,	10,434.49	Oct 16, 2019,	10,631.28	Jul 25, 2019,	10,461.49	May 05, 2019,
10,337.32	Jan 08, 2020,	10,427.96	Oct 17, 2019,	10,573.18	Jul 28, 2019,	10,296.59	May 06, 2019,
10,444.36	Jan 09, 2020,	10,412.49	Oct 20, 2019,	10,602.92	Jul 29, 2019,	10,251.08	May 07, 2019,
10,508.76	Jan 12, 2020,	10,396.58	Oct 21, 2019,	10,589.29	Jul 30, 2019,	10,123.40	May 08, 2019,
10,567.61	Jan 13, 2020,	10,376.13	Oct 22, 2019,	10,505.00	Jul 31, 2019,	10,027.17	May 09, 2019,
10,636.70	Jan 14, 2020,	10,354.62	Oct 23, 2019,	10,397.63	Aug 01, 2019,	9,928.22	May 12, 2019,
10,657.71	Jan 15, 2020,	10,377.89	Oct 24, 2019,	10,356.07	Aug 04, 2019,	9,740.20	May 13, 2019,
10,698.31	Jan 16, 2020,	10,301.17	Oct 27, 2019,	9,924.87	Aug 05, 2019,	9,798.74	May 14, 2019,
10,712.93	Jan 19, 2020,	10,222.20	Oct 28, 2019,	9,777.47	Aug 06, 2019,	9,864.26	May 15, 2019,
10,689.66	Jan 20, 2020,	10,220.72	Oct 29, 2019,	9,898.10	Aug 07, 2019,	9,871.87	May 16, 2019,
10,694.36	Jan 21, 2020,	10,283.68	Oct 30, 2019,	9,834.79	Aug 08, 2019,	9,873.43	May 19, 2019,
10,680.64	Jan 22, 2020,	10,188.97	Oct 31, 2019,	9,675.54	Aug 14, 2019,	9,898.58	May 20, 2019,
10,624.06	Jan 23, 2020,	10,196.13	Nov 03, 2019,	9,621.70	Aug 15, 2019,	9,700.77	May 21, 2019,
10,581.32	Jan 26, 2020,	10,200.98	Nov 04, 2019,	9,782.25	Aug 18, 2019,	9,757.63	May 22, 2019,
10,489.17	Jan 27, 2020,	10,303.73	Nov 05, 2019,	9,806.13	Aug 19, 2019,	9,730.52	May 23, 2019,
10,422.99	Jan 28, 2020,	10,285.38	Nov 06, 2019,	9,894.94	Aug 20, 2019,	9,697.30	May 26, 2019,
10,440.73	Jan 29, 2020,	10,274.56	Nov 07, 2019,	9,877.10	Aug 21, 2019,	9,783.56	May 27, 2019,
10,442.01	Jan 30, 2020,	10,266.51	Nov 10, 2019,	9,918.60	Aug 22, 2019,	9,896.06	May 28, 2019,
10,362.04	Feb 02, 2020,	10,303.89	Nov 11, 2019,	9,817.67	Aug 25, 2019,	9,931.94	May 29, 2019,
10,251.52	Feb 03, 2020,	10,226.15	Nov 12, 2019,	9,787.77	Aug 26, 2019,	10,273.01	May 30, 2019,
10,270.06	Feb 04, 2020,	10,277.23	Nov 13, 2019,	10,029.75	Aug 27, 2019,	10,168.14	Jun 02, 2019,
10,297.54	Feb 05, 2020,	10,363.20	Nov 14, 2019,	10,025.47	Aug 28, 2019,	10,319.33	Jun 03, 2019,
10,204.62	Feb 06, 2020,	10,317.05	Nov 17, 2019,	10,232.85	Aug 29, 2019,	10,295.78	Jun 09, 2019,
10,149.03	Feb 09, 2020,	10,296.64	Nov 18, 2019,	10,253.69	Sep 01, 2019,	10,503.55	Jun 10, 2019,
10,097.18	Feb 10, 2020,	10,340.45	Nov 19, 2019,	10,274.15	Sep 02, 2019,	10,584.23	Jun 11, 2019,
9,953.37	Feb 12, 2020,	10,336.68	Nov 20, 2019,	10,300.01	Sep 03, 2019,	10,621.76	Jun 12, 2019,
9,846.93	Feb 13, 2020,	10,267.27	Nov 21, 2019,	10,295.25	Sep 04, 2019,	10,515.88	Jun 13, 2019,
9,748.74	Feb 16, 2020,	10,253.54	Nov 24, 2019,	10,253.19	Sep 05, 2019,	10,479.63	Jun 16, 2019,
9,709.10	Feb 17, 2020,	10,310.88	Nov 25, 2019,	10,274.85	Sep 08, 2019,	10,390.08	Jun 17, 2019,
9,775.75	Feb 18, 2020,	10,190.82	Nov 26, 2019,	10,309.03	Sep 09, 2019,	10,420.14	Jun 18, 2019,
9,878.34	Feb 19, 2020,	10,171.39	Nov 27, 2019,	10,375.67	Sep 10, 2019,	10,507.40	Jun 19, 2019,
9,934.10	Feb 20, 2020,	10,147.88	Nov 28, 2019,	10,466.49	Sep 11, 2019,	10,688.67	Jun 20, 2019,
9,898.40	Feb 23, 2020,	10,192.05	Dec 01, 2019,	10,461.65	Sep 12, 2019,	10,551.43	Jun 23, 2019,
9,770.04	Feb 24, 2020,	10,182.12	Dec 02, 2019,	10,394.90	Sep 15, 2019,	10,505.34	Jun 24, 2019,
9,703.88	Feb 25, 2020,	10,186.09	Dec 03, 2019,	10,511.58	Sep 16, 2019,	10,450.59	Jun 25, 2019,
9,548.22	Feb 26, 2020,	10,272.11	Dec 04, 2019,	10,470.83	Sep 17, 2019,	10,416.32	Jun 26, 2019,
9,490.14	Feb 27, 2020,	10,358.35	Dec 05, 2019,	10,539.59	Sep 18, 2019,	10,444.48	Jun 27, 2019,
9,215.81	Mar 02, 2020,	10,377.26	Dec 08, 2019,	10,512.06	Sep 19, 2019,	10,455.67	Jun 30, 2019,
9,258.69	Mar 03, 2020,	10,277.02	Dec 09, 2019,	10,447.27	Sep 22, 2019,	10,560.13	Jul 01, 2019,
9,246.55	Mar 04, 2020,	10,316.99	Dec 10, 2019,	10,362.85	Sep 23, 2019,	10,578.43	Jul 02, 2019,
9,309.39	Mar 05, 2020,	10,339.36	Dec 11, 2019,	10,318.52	Sep 24, 2019,	10,590.60	Jul 03, 2019,
9,037.20	Mar 08, 2020,	10,256.93	Dec 12, 2019,	10,441.04	Sep 25, 2019,	10,566.52	Jul 04, 2019,
8,160.23	Mar 09, 2020,	10,262.84	Dec 15, 2019,	10,420.02	Sep 26, 2019,	10,518.20	Jul 07, 2019,
8,433.03	Mar 10, 2020,	10,222.18	Dec 16, 2019,	10,395.78	Sep 29, 2019,	10,442.87	Jul 08, 2019,
8,613.36	Mar 11, 2020,	10,340.37	Dec 17, 2019,	10,367.08	Sep 30, 2019,	10,500.46	Jul 09, 2019,
8,230.41	Mar 12, 2020,	10,474.13	Dec 22, 2019,	10,434.65	Oct 01, 2019,	10,551.21	Jul 10, 2019,
8,310.87	Mar 15, 2020,	10,515.18	Dec 23, 2019,	10,359.84	Oct 02, 2019,	10,613.32	Jul 11, 2019,
8,431.48	Mar 16, 2020,	10,429.82	Dec 24, 2019,	10,310.69	Oct 03, 2019,	10,600.20	Jul 14, 2019,
8,521.01	Mar 17, 2020,	10,444.52	Dec 25, 2019,	10,313.84	Oct 06, 2019,	10,595.55	Jul 15, 2019,
8,661.37	Mar 18, 2020,	10,426.37	Dec 26, 2019,	10,299.03	Oct 07, 2019,	10,600.98	Jul 16, 2019,
8,576.59	Mar 19, 2020,	10,418.67	Dec 29, 2019,	10,271.86	Oct 08, 2019,	10,613.53	Jul 17, 2019,
8,589.23	Mar 22, 2020,	10,450.00	Dec 30, 2019,	10,197.57	Oct 09, 2019,	10,503.10	Jul 18, 2019,

قائمة الملاحق

10,303.89	Nov 25, 2020,	9,760.68	Sep 08, 2020,	9,160.50	Jun 16, 2020,	8,258.57	Mar 23, 2020,
10,290.20	Nov 26, 2020,	9,712.73	Sep 09, 2020,	9,229.93	Jun 17, 2020,	8,276.36	Mar 24, 2020,
10,283.79	Nov 29, 2020,	9,763.78	Sep 10, 2020,	9,320.18	Jun 18, 2020,	8,534.32	Mar 25, 2020,
10,262.10	Nov 30, 2020,	9,878.13	Sep 13, 2020,	9,285.13	Jun 21, 2020,	8,479.20	Mar 26, 2020,
10,395.30	Dec 01, 2020,	9,872.86	Sep 14, 2020,	9,260.54	Jun 22, 2020,	8,431.15	Mar 29, 2020,
10,391.86	Dec 02, 2020,	9,892.54	Sep 15, 2020,	9,261.29	Jun 23, 2020,	8,282.66	Mar 30, 2020,
10,465.64	Dec 03, 2020,	9,941.43	Sep 16, 2020,	9,225.92	Jun 24, 2020,	8,207.24	Mar 31, 2020,
10,622.26	Dec 06, 2020,	9,942.06	Sep 17, 2020,	9,184.97	Jun 25, 2020,	8,195.02	Apr 01, 2020,
10,603.54	Dec 07, 2020,	9,915.80	Sep 20, 2020,	9,128.05	Jun 28, 2020,	8,458.32	Apr 02, 2020,
10,529.46	Dec 08, 2020,	9,764.39	Sep 21, 2020,	9,052.29	Jun 29, 2020,	8,485.26	Apr 05, 2020,
10,519.21	Dec 09, 2020,	9,841.32	Sep 22, 2020,	8,998.56	Jun 30, 2020,	8,707.16	Apr 06, 2020,
10,446.06	Dec 10, 2020,	9,787.27	Sep 23, 2020,	9,087.76	Jul 01, 2020,	8,979.49	Apr 07, 2020,
10,465.36	Dec 13, 2020,	9,788.29	Sep 24, 2020,	9,211.89	Jul 02, 2020,	9,030.45	Apr 08, 2020,
10,481.96	Dec 14, 2020,	9,815.47	Sep 27, 2020,	9,187.17	Jul 05, 2020,	8,989.78	Apr 09, 2020,
10,480.69	Dec 15, 2020,	9,883.90	Sep 28, 2020,	9,196.47	Jul 06, 2020,	8,896.87	Apr 12, 2020,
10,478.61	Dec 16, 2020,	9,910.72	Sep 29, 2020,	9,243.83	Jul 07, 2020,	8,833.35	Apr 13, 2020,
10,587.10	Dec 20, 2020,	9,990.39	Sep 30, 2020,	9,224.80	Jul 08, 2020,	8,929.66	Apr 14, 2020,
10,540.18	Dec 21, 2020,	10,005.90	Oct 01, 2020,	9,316.44	Jul 09, 2020,	8,851.78	Apr 15, 2020,
10,534.69	Dec 22, 2020,	9,953.51	Oct 04, 2020,	9,337.12	Jul 12, 2020,	8,576.32	Apr 16, 2020,
10,504.16	Dec 23, 2020,	9,956.66	Oct 05, 2020,	9,297.80	Jul 13, 2020,	8,616.35	Apr 19, 2020,
10,538.16	Dec 24, 2020,	10,016.28	Oct 06, 2020,	9,319.40	Jul 14, 2020,	8,444.87	Apr 20, 2020,
10,564.33	Dec 27, 2020,	9,932.43	Oct 07, 2020,	9,394.59	Jul 15, 2020,	8,325.85	Apr 21, 2020,
10,559.36	Dec 28, 2020,	10,032.13	Oct 08, 2020,	9,310.66	Jul 16, 2020,	8,500.23	Apr 22, 2020,
10,500.09	Dec 29, 2020,	10,001.15	Oct 11, 2020,	9,316.51	Jul 19, 2020,	8,473.21	Apr 23, 2020,
10,534.65	Dec 30, 2020,	10,056.95	Oct 12, 2020,	9,371.73	Jul 20, 2020,	8,513.07	Apr 26, 2020,
10,435.96	Dec 31, 2020,	10,056.86	Oct 13, 2020,	9,396.40	Jul 21, 2020,	8,531.26	Apr 27, 2020,
		10,026.04	Oct 14, 2020,	9,386.16	Jul 22, 2020,	8,600.51	Apr 28, 2020,
		9,999.46	Oct 15, 2020,	9,368.29	Jul 23, 2020,	8,701.06	Apr 29, 2020,
		10,009.76	Oct 18, 2020,	9,375.40	Jul 26, 2020,	8,764.05	Apr 30, 2020,
		9,999.66	Oct 19, 2020,	9,351.36	Jul 27, 2020,	8,687.59	May 03, 2020,
		10,015.52	Oct 20, 2020,	9,371.75	Jul 28, 2020,	8,668.06	May 04, 2020,
		9,965.03	Oct 21, 2020,	9,368.17	Jul 29, 2020,	8,799.73	May 05, 2020,
		9,958.37	Oct 22, 2020,	9,321.96	Aug 05, 2020,	8,758.90	May 06, 2020,
		9,808.34	Oct 25, 2020,	9,411.83	Aug 06, 2020,	8,799.30	May 07, 2020,
		9,807.53	Oct 26, 2020,	9,398.90	Aug 09, 2020,	8,907.03	May 10, 2020,
		9,853.16	Oct 27, 2020,	9,417.88	Aug 10, 2020,	8,863.63	May 11, 2020,
		9,823.58	Oct 28, 2020,	9,523.63	Aug 11, 2020,	8,892.44	May 12, 2020,
		9,691.02	Oct 29, 2020,	9,553.10	Aug 12, 2020,	8,801.70	May 13, 2020,
		9,640.11	Nov 01, 2020,	9,602.49	Aug 13, 2020,	8,735.43	May 14, 2020,
		9,639.61	Nov 02, 2020,	9,603.06	Aug 16, 2020,	8,699.45	May 17, 2020,
		9,701.00	Nov 03, 2020,	9,695.32	Aug 17, 2020,	8,764.53	May 18, 2020,
		9,726.95	Nov 04, 2020,	9,775.28	Aug 18, 2020,	8,802.14	May 19, 2020,
		9,889.46	Nov 05, 2020,	9,813.78	Aug 19, 2020,	8,856.15	May 20, 2020,
		9,908.34	Nov 08, 2020,	9,767.18	Aug 20, 2020,	8,873.16	May 21, 2020,
		10,094.81	Nov 09, 2020,	9,809.05	Aug 23, 2020,	8,844.74	May 31, 2020,
		10,131.85	Nov 10, 2020,	9,890.37	Aug 24, 2020,	9,019.68	Jun 01, 2020,
		10,119.69	Nov 11, 2020,	9,909.12	Aug 25, 2020,	9,067.28	Jun 02, 2020,
		10,212.58	Nov 12, 2020,	9,898.93	Aug 26, 2020,	9,213.10	Jun 03, 2020,
		10,202.36	Nov 15, 2020,	9,882.93	Aug 27, 2020,	9,252.07	Jun 04, 2020,
		10,227.20	Nov 16, 2020,	9,922.52	Aug 30, 2020,	9,349.30	Jun 07, 2020,
		10,211.33	Nov 17, 2020,	9,845.17	Aug 31, 2020,	9,316.21	Jun 08, 2020,
		10,248.45	Nov 18, 2020,	9,850.68	Sep 01, 2020,	9,258.04	Jun 09, 2020,
		10,107.65	Nov 19, 2020,	9,811.57	Sep 02, 2020,	9,186.11	Jun 10, 2020,
		10,202.78	Nov 22, 2020,	9,836.22	Sep 03, 2020,	9,233.35	Jun 11, 2020,
		10,329.65	Nov 23, 2020,	9,723.41	Sep 06, 2020,	9,184.86	Jun 14, 2020,
		10,261.19	Nov 24, 2020,	9,725.28	Sep 07, 2020,	9,134.02	Jun 15, 2020,

الإحصاءات الوصفية للسلسلتين QSI20 و LQSI20



نتائج اختبار ديكي فولر المطور على السلسلة LQSI20

Null Hypothesis: LQSI20 has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 4 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.106696	0.6469
Test critical values:		
1% level	-2.566294	
5% level	-1.941006	
10% level	-1.616577	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LQSI20 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 4 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.127015	0.2341
Test critical values:		
1% level	-3.433912	
5% level	-2.863000	
10% level	-2.567594	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LQSI20)
Method: Least Squares
Date: 10/11/22 Time: 10:48
Sample (adjusted): 5 1742
Included observations: 1738 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LQSI20(-1)	-0.004385	0.002062	-2.126249	0.0336
D(LQSI20(-1))	0.094175	0.023909	3.938949	0.0001
D(LQSI20(-2))	-0.031797	0.023995	-1.325136	0.1853
D(LQSI20(-3))	0.096277	0.023905	4.027580	0.0001
C	0.040529	0.019072	2.125065	0.0337

R-squared 0.019607 Mean dependent var -1.97E-05

Adjusted R-squared	0.017344	S.D. dependent var	0.010946
S.E. of regression	0.010851	Akaike info criterion	-6.206261
Sum squared resid	0.204048	Schwarz criterion	-6.190552
Log likelihood	5398.241	Hannan-Quinn criter.	-6.200452
F-statistic	8.664702	Durbin-Watson stat	1.999827
Prob(F-statistic)	0.000001		

Null Hypothesis: LQSI20 has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 4 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.643908	0.2607
Test critical values:		
1% level	-3.963335	
5% level	-3.412398	
10% level	-3.128143	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LQSI20)
Method: Least Squares
Date: 10/11/22 Time: 10:49
Sample (adjusted): 5 1742
Included observations: 1738 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
LQSI20(-1)	-0.007117	0.002688	-2.647827
D(LQSI20(-1))	0.095671	0.023917	4.000137
D(LQSI20(-2))	-0.030292	0.024003	-1.261966
D(LQSI20(-3))	0.097882	0.023916	4.092797
C	0.066723	0.025237	2.643824
@TREND("1")	-1.07E-06	6.76E-07	-1.583875

R-squared	0.021025	Mean dependent var	
Adjusted R-squared	0.018199	S.D. dependent var	
S.E. of regression	0.010846	Akaike info criterion	
Sum squared resid	0.203753	Schwarz criterion	
Log likelihood	5399.499	Hannan-Quinn criter.	
F-statistic	7.439528	Durbin-Watson stat	
Prob(F-statistic)	0.000001		

نتائج اختبار فيليبس ويرون على السلسلة LQSI20

Null Hypothesis: LQSI20 has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-0.047784	0.6668
Test critical values:		
1% level	-2.566291	
5% level	-1.941006	
10% level	-1.616577	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000120
-----------------------------------	----------

HAC corrected variance (Bartlett kernel) 0.000139

Null Hypothesis: LQSI20 has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.982541	0.2947
Test critical values:		
1% level	-3.433903	
5% level	-2.862996	
10% level	-2.567592	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 0.000119
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 0.000144

Null Hypothesis: LQSI20 has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.536202	0.3104
Test critical values:		
1% level	-3.963322	
5% level	-3.412392	
10% level	-3.128139	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 0.000119
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 0.000146

نتائج اختبار KPSS على السلسلة LQSI20

Null Hypothesis: LQSI20 is stationary

Exogenous: Constant

Bandwidth: 33 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	2.589285
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction) 0.015992
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 0.516421

Null Hypothesis: LQSI20 is stationary

Exogenous: Constant, Linear Trend

Bandwidth: 32 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

LM-Stat.

Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.667573
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.216000
5% level	0.146000
10% level	0.119000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Residual variance (no correction)	0.009492
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.284599

نتائج اختبار ديكي فولر المطور على السلسلة DLQSI20

Null Hypothesis: DLQSI20 has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 3 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-19.18606	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.566294	
5% level	-1.941006	
10% level	-1.616577	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: DLQSI20 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 3 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-19.18065	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.433912	
5% level	-2.863000	
10% level	-2.567594	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: DLQSI20 has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 3 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-19.17592	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.963335	
5% level	-3.412398	
10% level	-3.128143	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

نتائج اختبار فيليبس ويرون على السلسلة DLQSI20

Null Hypothesis: DLQSI20 has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-38.18350	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.566292	
5% level	-1.941006	
10% level	-1.616577	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000119
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000119

Null Hypothesis: DLQSI20 has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-38.17255	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.433905	
5% level	-2.862997	
10% level	-2.567593	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: DLQSI20 has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-38.16190	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.963326	
5% level	-3.412394	
10% level	-3.128140	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

نتائج اختبار KPSS على السلسلة DLQSI20

Null Hypothesis: DLQSI20 is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.064783
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000
5% level	0.463000
10% level	0.347000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Null Hypothesis: DLQSI20 is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.062174
Asymptotic critical values*:	
1% level	0.216000
5% level	0.146000
10% level	0.119000

*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

قائمة الملاحق

الملحق (2): بيانات الدراسة المتعلقة بتقدير القيمة الحقيقية للأسهم باستخدام نموذج مضاعف الربحية
مكونات مؤشر بورصة قطر حسب تاريخ المراجعة 1 أكتوبر 2020

Symbol	Price	Index Free Float	Capping Factor	Modified Index Free Float Market Cap.	Weight
QNBK	17.70	4435305967	0.526793073	41355845744	15.00%
QIBK	15.94	1911174787	1.188382017	36203019623	13.13%
IQCD	9.940	2799004673	1.188382017	33063290977	11.99%
MARK	4.120	5589479302	1.188382017	27366839148	9.93%
QFLS	17.41	791631693	1.188382017	16378646711	5.94%
CBQK	3.960	3276161715	1.188382017	15417593400	5.59%
QIIK	8.221	1245599180	1.188382017	12169116060	4.41%
QEWS	16.60	613079254	1.188382017	12094301182	4.39%
QGTS	2.652	3350782622	1.188382017	10560290017	3.83%
MPHC	2.090	4183984320	1.188382017	10391838905	3.77%
QATI	2.400	3217602350	1.188382017	9176977849	3.33%
ORDS	6.850	1088620916	1.188382017	8861828011	3.21%
BRES	3.510	2066022790	1.188382017	8617837399	3.13%
UDCD	1.832	3506548610	1.188382017	7634162575	2.77%
QNNS	5.940	1023582790	1.188382017	7225459840	2.62%
DHBK	2.301	2400378292	1.188382017	6563755277	2.38%
BLDN	2.219	1425650000	1.188382017	3759467129	1.36%
ERES	1.945	1550579340	1.188382017	3584013774	1.30%
QAMC	1.030	2734258800	1.188382017	3346824307	1.21%
AHCS	0.969	1679947474	1.188382017	1934530367	0.70%
				275705638295	100%

المصدر: بورصة قطر، مكونات مؤشر بورصة قطر، من الموقع: <https://www.qe.com.qa>، تاريخ الاطلاع: 2021/09/01.

مكونات وبيانات عينة الدراسة

بيانات عامة حول الشركة			
رمز الشركة	اسم اشركة	قطاع الشركة	تاريخ الإدراج في بورصة قطر
QNBK	بنك قطر الوطني	البنوك والخدمات المالية	1997/05/26
QIBK	مصرف قطر الاسلامي	البنوك والخدمات المالية	1997/05/26
IQCD	شركة صناعات قطر	الصناعة	2003/08/03
MARK	مصرف الريان	البنوك والخدمات المالية	2006/06/19
QFLS	شركة قطر للوقود	الخدمات والسلع الاستهلاكية	2002/02/15
CBQK	البنك التجاري	البنوك والخدمات المالية	1997/05/26
QIIK	بنك قطر الدولي الاسلامي	البنوك والخدمات المالية	1997/05/26
QEWS	شركة الكهرباء والماء القطرية	الصناعة	1998/05/03
QGTS	شركة قطر لنقل الغاز المحدودة - ناقلات -	النقل	2005/04/07
MPHC	شركة مسيعد للبتروكيماويات القابضة	الصناعة	2014/02/26
QATI	شركة قطر للتأمين	التأمين	1997/05/26
ORDS	شركة اتصالات قطر - أوريدو -	الاتصالات	1999/01/03
BRES	شركة بروة العقارية	العقارات	2006/02/09
UDCD	الشركة المتحدة للتنمية	العقارات	2003/06/22
QNNS	شركة الملاحة القطرية - ملاحه -	النقل	1997/05/26
DHBK	بنك الدوحة	البنوك والخدمات المالية	1997/05/26
ERES	مجموعة أزدان القابضة	العقارات	2008/02/18
AHCS	شركة أعمال	الصناعة	2007/12/05

المصدر: تم إعداده اعتمادا على التقارير السنوية لبورصة قطر (2014-2020).

تم استبعاد أسهم الشركتين QAMC و BLDN المكونتين للمؤشر من العينة باعتبارهما حديثي الإدراج في بورصة قطر: 2019/11/12، 2018/12/16 على التوالي.

بيانات مالية حول الشركة							رمز الشركة
مضاعف الربحية (مرة) M=P/E	ربحية السهم (ريال قطري) E	نسبة توزيع الأرباح q=D/E	توزيعات الأرباح السنوية للسهم (ريال قطري) D _y	سعر الإغلاق P ₁	سعر الافتتاح P ₀	السنة	
14.25	14.94	50,20%	7.50	212.90	173.00	2014	QNBK
10.87	16.10	21,74%	3.50	175.00	214.00	2015	
11.06	14.73	23,76%	3.50	162.90	172.10	2016	
8.87	14.21	42,22%	6.00	126.01	163.00	2017	
13.06	14.93	40,19%	6.00	195.00	126.00	2018	
13.28	15.50	38,71%	6.00	205.90	194.99	2019	
13.72	13.00	34,62%	4.50	178.30	204.50	2020	QIBK
15.08	6.78	62,68%	4.25	102.20	69.50	2014	
12.90	8.27	51,39%	4.25	106.70	102.60	2015	
11.39	9.12	52,08%	4.75	103.90	106.00	2016	

قائمة الملاحق

9.53	10.18	49,12%	5.00	97.00	103.90	2017	
13.04	11.66	42,88%	5.00	152.00	96.99	2018	
11.88	12.90	40,31%	5.20	153.30	152.00	2019	
13.16	13.00	30,77%	4.00	171.10	152.50	2020	
16.03	10.48	66,79%	7.00	168.00	167.60	2014	IQCD
15.12	7.35	68,03%	5.00	111.10	169.00	2015	
24.08	4.88	81,97%	4.00	117.50	110.00	2016	
17.70	5.48	91,24%	5.00	97.00	117.00	2017	
16.08	8.31	72,20%	6.00	133.61	97.00	2018	
23.91	4.30	93,02%	4.00	102.80	133.50	2019	
32.94	3.30	100,00%	3.30	108.70	102.60	2020	
16.56	2.67	65,54%	1.75	44.20	31.30	2014	MARK
13.60	2.76	63,41%	1.75	37.60	44.40	2015	
13.57	2.77	72,20%	2.00	37.60	37.35	2016	
13.98	2.70	74,07%	2.00	37.75	37.15	2017	
14.68	2.84	70,42%	2.00	41.68	37.75	2018	
13.66	2.90	79,31%	2.30	39.60	41.26	2019	
15.62	2.90	58,62%	1.70	45.30	39.50	2020	
15.23	13.41	67,11%	9.00	204.30	285.00	2014	QFLS
9.94	14.84	55,26%	8.20	147.50	201.20	2015	
15.02	9.68	72,31%	7.00	145.40	147.50	2016	
10.52	9.70	82,47%	8.00	102.06	145.00	2017	
14.22	11.67	68,55%	8.00	165.99	101.10	2018	
18.77	12.20	65,57%	8.00	229.00	165.70	2019	
26.31	7.10	64,79%	4.60	186.80	227.60	2020	
10.82	6.33	55,29%	3.50	68.50	70.70	2014	CBQK
10.52	4.36	68,81%	3.00	45.90	67.90	2015	
21.20	1.53	0,00%	0.00	32.50	45.50	2016	
19.38	1.49	67,11%	1.00	28.90	31.50	2017	
9.58	4.11	36,50%	1.50	39.39	28.60	2018	
9.40	5.00	40,00%	2.00	47.00	38.60	2019	
13.75	3.20	31,25%	1.00	44.00	47.50	2020	
14.99	5.45	73,39%	4.00	81.70	61.00	2014	QIK
12.41	5.18	77,22%	4.00	64.30	81.50	2015	
12.12	5.18	77,22%	4.00	62.80	64.00	2016	
9.93	5.50	72,73%	4.00	54.60	62.60	2017	
11.34	5.83	68,61%	4.00	66.12	54.60	2018	
15.87	6.10	68,85%	4.20	96.80	66.12	2019	
14.60	6.20	51,61%	3.20	90.52	96.80	2020	
13.48	13.91	53,92%	7.50	187.50	179.00	2014	QEWS
15.86	13.64	54,99%	7.50	216.40	190.50	2015	

قائمة الملاحق

16.19	14.02	53,50%	7.50	227.00	213.10	2016	
12.12	14.69	52,76%	7.75	178.00	229.00	2017	
13.00	14.23	54,46%	7.75	185.00	179.79	2018	
12.47	12.90	60,47%	7.80	160.90	182.90	2019	
17.00	10.50	60,00%	6.30	178.50	160.20	2020	
14.44	1.60	74,38%	1.19	23.10	20.32	2014	QGTS
13.34	1.75	70,86%	1.24	23.35	23.09	2015	
13.42	1.72	58,14%	1.00	23.09	23.06	2016	
10.52	1.53	65,36%	1.00	16.10	23.00	2017	
11.14	1.61	62,11%	1.00	17.93	15.83	2018	
13.28	1.80	55,56%	1.00	23.90	17.90	2019	
15.14	2.10	52,38%	1.10	31.80	24.10	2020	
20.64	1.43	76,92%	1.10	29.50	50.00	2014	MPHC
22.42	0.87	80,46%	0.70	19.40	29.50	2015	
20.00	0.79	75,95%	0.60	15.80	19.03	2016	
14.47	0.87	80,46%	0.70	12.59	15.81	2017	
13.54	1.11	72,07%	0.80	15.03	12.60	2018	
27.89	0.90	77,78%	0.70	25.10	14.60	2019	
51.18	0.40	100,00%	0.40	20.47	24.80	2020	
14.52	6.24	40,06%	2.50	90.60	66.10	2014	QATI
14.51	5.65	44,25%	2.50	82.00	91.00	2015	
19.77	4.29	34,97%	1.50	84.80	84.70	2016	
34.44	1.51	99,34%	1.50	52.01	84.50	2017	
17.68	2.03	73,89%	1.50	35.90	52.00	2018	
15.80	2.00	75,00%	1.50	31.60	35.90	2019	
78.73	0.30	0,00%	0.00	23.62	31.60	2020	
18.60	6.66	60,06%	4.00	123.90	136.70	2014	ORDS
11.35	6.61	45,39%	3.00	75.00	121.00	2015	
14.88	6.84	51,17%	3.50	101.80	73.60	2016	
15.33	5.92	59,12%	3.50	90.75	101.90	2017	
15.34	4.89	51,12%	2.50	75.00	90.85	2018	
13.11	5.40	46,30%	2.50	70.80	74.95	2019	
21.49	3.50	71,43%	2.50	75.20	71.70	2020	
5.87	7.14	30,81%	2.20	41.90	29.80	2014	BRES
5.09	7.85	28,03%	2.20	40.00	41.80	2015	
8.05	4.13	60,53%	2.50	33.25	39.70	2016	
7.30	4.38	57,08%	2.50	32.00	32.85	2017	
8.11	4.92	50,81%	2.50	39.91	31.60	2018	
9.08	3.90	51,28%	2.00	35.40	39.80	2019	
10.97	3.10	38,71%	1.20	34.01	35.10	2020	
13.33	1.77	70,62%	1.25	23.59	22.40	2014	UDCD

قائمة الملاحق

10.65	1.95	76,92%	1.50	20.75	23.58	2015	
11.73	1.76	71,02%	1.25	20.65	20.30	2016	
9.46	1.52	80,26%	1.22	14.38	20.70	2017	
10.46	1.41	70,92%	1.00	14.75	14.44	2018	
12.67	1.20	41,67%	0.50	15.20	14.79	2019	
27.58	0.60	83,33%	0.50	16.55	15.20	2020	
10.86	9.16	60,04%	5.50	99.50	82.70	2014	QNNS
9.94	9.56	52,30%	5.00	95.00	96.30	2015	
15.39	6.21	56,36%	3.50	95.60	94.00	2016	
13.64	4.10	85,37%	3.50	55.94	90.20	2017	
14.64	4.51	66,52%	3.00	66.01	55.30	2018	
12.71	4.80	62,50%	3.00	61.00	65.75	2019	
141.86	0.50	600,00%	3.00	70.93	61.40	2020	
8.70	6.55	76,34%	5.00	57.00	58.20	2014	DHBK
8.37	5.32	56,39%	3.00	44.50	56.50	2015	
8.55	4.08	73,53%	3.00	34.90	44.05	2016	
7.96	3.58	83,80%	3.00	28.50	34.90	2017	
8.28	2.68	37,31%	1.00	22.20	28.49	2018	
10.54	2.40	0,00%	0.00	25.30	22.38	2019	
10.29	2.30	30,43%	0.70	23.67	25.40	2020	
29.25	0.51	78,43%	0.40	14.92	17.00	2014	ERES
25.24	0.63	79,37%	0.50	15.90	15.10	2015	
22.22	0.68	73,53%	0.50	15.11	15.99	2016	
18.88	0.64	0,00%	0.00	12.08	15.20	2017	
81.13	0.16	0,00%	0.00	12.98	12.19	2018	
61.50	0.10	0,00%	0.00	6.15	12.75	2019	
177.6	0.10	0,00%	0.00	17.76	6.15	2020	
15.82	0.96	104,17%	1.00	15.19	15.00	2014	AHCS
15.04	0.93	0,00%	0.00	13.99	15.23	2015	
18.67	0.73	82,19%	0.60	13.63	14.00	2016	
10.85	0.80	0,00%	0.00	8.68	13.70	2017	
12.45	0.71	84,51%	0.60	8.84	8.95	2018	
16.26	0.50	80,00%	0.40	8.13	8.84	2019	
42.75	0.20	200,00%	0.40	8.55	8.13	2020	

المصدر: تم إعداده اعتماداً على التقارير السنوية لبورصة قطر (2014-2020) ودليل المستثمر السنوي (2014-2020).

نتائج حساب متوسط معدل نمو وتوزيع الأرباح لعينة الدراسة خلال الفترة (2014-2020)

متوسط معدل توزيع الأرباح q خلال الفترة (2020-2014)	متوسط معدل نمو الأرباح g خلال الفترة (2014-2020)	معدل نمو الأرباح g	السنة	السهم
0,359	-0,019	0,078	2014	QNBK
		-0,085	2015	
		-0,035	2016	
		0,051	2017	
		0,038	2018	
		-0,161	2019	
		/	2020	
0,470	0,116	0,220	2014	QIBK
		0,103	2015	
		0,116	2016	
		0,145	2017	
		0,106	2018	
		0,008	2019	
		/	2020	
0,819	-0,118	-0,299	2014	IQCD
		-0,336	2015	
		0,123	2016	
		0,516	2017	
		-0,483	2018	
		-0,233	2019	
		/	2020	
0,691	0,014	0,034	2014	MARK
		0,004	2015	
		-0,025	2016	
		0,052	2017	
		0,021	2018	
		0,000	2019	
		/	2020	
0,680	-0,068	0,107	2014	QFLS
		-0,348	2015	
		0,002	2016	
		0,203	2017	
		0,045	2018	
		-0,418	2019	
		/	2020	
0,427	0,105	-0,311	2014	CBQK
		-0,649	2015	

قائمة الملاحق

		-0,026	2016	
		1,758	2017	
		0,217	2018	
		-0,360	2019	
		/	2020	
0,699	0,022	-0,050	2014	QIK
		0,000	2015	
		0,062	2016	
		0,060	2017	
		0,046	2018	
		0,016	2019	
		/	2020	
0,557	-0,042	-0,019	2014	QEWS
		0,028	2015	
		0,048	2016	
		-0,031	2017	
		-0,093	2018	
		-0,186	2019	
		/	2020	
0,627	0,051	0,094	2014	QGTS
		-0,017	2015	
		-0,110	2016	
		0,052	2017	
		0,118	2018	
		0,167	2019	
		/	2020	
0,805	-0,142	-0,392	2014	MPHC
		-0,092	2015	
		0,101	2016	
		0,276	2017	
		-0,189	2018	
		-0,556	2019	
		/	2020	
0,525	-0,251	-0,095	2014	QATI
		-0,241	2015	
		-0,648	2016	
		0,344	2017	
		-0,015	2018	
		-0,850	2019	
		/	2020	
0,549	-0,088	-0,008	2014	ORDS

قائمة الملاحق

		0,035	2015	
		-0,135	2016	
		-0,174	2017	
		0,104	2018	
		-0,352	2019	
		/	2020	
0,453	-0,101	0,099	2014	BRES
		-0,474	2015	
		0,061	2016	
		0,123	2017	
		-0,207	2018	
		-0,205	2019	
		/	2020	
0,707	-0,142	0,102	2014	UDCD
		-0,097	2015	
		-0,136	2016	
		-0,072	2017	
		-0,149	2018	
		-0,500	2019	
		/	2020	
1,404	-0,230	0,044	2014	QNNS
		-0,350	2015	
		-0,340	2016	
		0,100	2017	
		0,064	2018	
		-0,896	2019	
		/	2020	
0,511	-0,157	-0,188	2014	DHBK
		-0,233	2015	
		-0,123	2016	
		-0,251	2017	
		-0,104	2018	
		-0,042	2019	
		/	2020	
0,330	-0,145	0,235	2014	ERES
		0,079	2015	
		-0,059	2016	
		-0,750	2017	
		-0,375	2018	
		0,000	2019	
		/	2020	

قائمة الملحق

0,787	-0,193	-0,031	2014	AHCS
		-0,215	2015	
		0,096	2016	
		-0,113	2017	
		-0,296	2018	
		-0,600	2019	
		/	2020	

المصدر: تم إعداده اعتمادا على برنامج Excel 2016.

الملحق (3): بيانات الدراسة القياسية
مكونات عينة الدراسة القياسية

(الوحدة: مليون سهم)

حجم التداول (عدد الأسهم المتداولة) خلال سنوات الدراسة									
متوسط حجم التداول	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014		
1310,55	6386,12	1478,03	103,48	226,07	142,42	415,72	422,01	ERES	
685,08	3795,71	379,88	92,46	82,56	57,25	70,91	316,82	UDCD	
671,00	3712,51	175,52	104,11	103,46	104,97	142,54	353,93	MRDS	
488,74	1183,69	341,37	293,59	516,05	277,97	289,09	519,42	VQFS	
471,72	2153,23	886,30	49,47	44,48	48,51	61,62	584,68	AHCS	
434,72	2015,51	383,07	171,37	90,06	74,35	117,21	191,50	QGTS	
404,46	2414,90	99,01	22,98	77,53	73,31	57,68	858,25	NLCS	
392,70	1316,27	555,20	104,95	119,89	141,55	154,19	356,70	MARK	
376,27	2040,23	452,17	7,66	6,87	30,86	56,97	39,16	QGMD	
314,05	1076,32	245,31	88,53	102,46	93,29	208,25	384,17	BRES	
5549,29	المجموع								
11434,45	55155,16	11415,73	2285,92	2465,48	1976,57	2302,41	4439,86	إجمالي السوق	
48,53%								نسبة العينة إلى إجمالي حجم التداول	

المصدر: تم إعداده اعتماداً على التقارير السنوية لبورصة قطر (2014-2020).

بيانات عامة حول عينة الدراسة

تاريخ الإدراج في بورصة قطر	قطاع الشركة	اسم الشركة	رمز الشركة
2008/02/18	العقارات	مجموعة أزدان القابضة	ERES
2003/06/22	العقارات	الشركة المتحدة للتنمية	UDCD
2010/10/17	العقارات	مزايا قطر للتطوير العقاري	MRDS
2009/07/22	الاتصالات	فودافون قطر	VFQS
2007/12/05	الصناعة	شركة أعمال	AHCS
2005/04/07	النقل	شركة قطر لنقل الغاز المحدودة - ناقلات -	QGTS
2003/09/11	البنوك والخدمات المالية	الوطنية للإجارة	NLCS
2006/06/19	البنوك والخدمات المالية	مصرف الريان	MARK
2002/03/25	الخدمات والسلع الاستهلاكية	الشركة القطرية الألمانية للمستلزمات الطبية	QGMD
2006/02/09	العقارات	شركة بروة العقارية	BRES

المصدر: تم إعداده اعتماداً على التقارير السنوية لبورصة قطر (2014-2020).

بيانات متغيرات الدراسة القياسية
أسعار إغلاق عينة الدراسة (ربع سنوية)

سعر الإغلاق الربع السنوي				السنة	السهم
Q4	Q3	Q2	Q1		
17,20	20,11	25,65	16,50	2014	ERES
17,13	18,41	17,70	15,41	2015	
15,20	18,42	17,75	15,99	2016	
9,86	11,60	12,87	15,35	2017	
12,22	9,80	9,30	10,39	2018	
6,25	6,51	8,44	12,98	2019	
16,95	15,87	8,83	5,62	2020	
25,01	28,88	24,83	20,90	2014	UDCD
21,84	24,03	23,40	23,16	2015	
19,65	20,17	18,83	20,00	2016	
13,48	15,67	18,49	21,35	2017	
14,28	13,97	14,35	16,14	2018	
14,43	13,63	13,65	14,86	2019	
15,53	14,23	11,24	12,40	2020	
18.37	19.46	16.06	11.22	2014	MRDS
13.69	15.05	17.10	16.65	2015	
12.50	13.53	12.97	11.53	2016	
7.99	10.34	11.97	13.65	2017	
7.70	6.88	6.66	7.68	2018	
7.14	7.53	7.69	7.56	2019	
11.48	10.88	7.46	6.47	2020	
35.65	40.97	35.6	23.83	2014	VFQS
26.26	28.97	33.67	33.64	2015	
19.12	22.94	22.25	22.16	2016	
14.68	17.39	17.77	18.69	2017	
16.20	17.99	17.61	16.29	2018	
11.97	12.97	14.55	16.31	2019	
13.29	12.72	10.80	10.43	2020	
13.97	15.30	15.51	13.93	2014	AHCS
13.60	13.91	15.33	15.56	2015	
13.49	14.53	12.94	12.35	2016	
7.66	10.05	12.58	14.91	2017	
9.16	9.87	9.77	9.00	2018	
7.49	7.48	8.26	9.79	2019	
8.35	8.79	6.65	7.00	2020	
23.53	24.09	22.33	20.91	2014	QGTS
24.16	22.03	22.39	23.4	2015	

قائمة الملاحق

22.93	24.34	23.18	22.80	2016	
15.03	16.96	18.57	22.94	2017	
17.83	17.18	15.06	17.02	2018	
24.63	23.83	21.99	20.23	2019	
30.36	27.39	25.03	22.23	2020	
22.58	28.22	30.72	29.85	2014	NLCS
15.49	17.82	21.46	20.78	2015	
14.94	17.59	17.03	13.69	2016	
9.95	13.05	15.70	16.85	2017	
8.65	9.19	9.37	10.10	2018	
6.86	6.92	7.90	8.61	2019	
11.87	10.47	7.29	7.06	2020	
47.05	54.73	53.13	37.78	2014	MARK
38.83	43.87	46.75	46.85	2015	
35.33	36.67	33.68	34.6	2016	
35.81	39.02	41.87	40.77	2017	
39.92	37.89	34.66	37.78	2018	
38.53	36.67	36.90	37.93	2019	
43.65	40.89	38.40	39.50	2020	
11.12	13.64	14.36	13.73	2014	QGMD
14.60	14.60	15.93	10.39	2015	
9.80	11.74	11.82	11.24	2016	
6.28	7.97	8.63	9.80	2017	
4.94	5.11	5.37	6.01	2018	
6.27	7.01	6.56	6.18	2019	
18.64	23.60	10.88	5.24	2020	
43.23	39.35	38.73	33.33	2014	BRES
40.97	45.57	51.27	45.95	2015	
32.00	35.28	32.37	35.27	2016	
30.00	32.40	33.37	36.82	2017	
38.51	35.77	34.61	35.07	2018	
34.57	34.40	34.87	38.78	2019	
33.45	33.59	29.28	32.13	2020	

المصدر: تم إعداده اعتماداً على البيانات التاريخية الشهرية للأسهم من الموقع:

<https://sa.investing.com>.

البيانات الخاصة بالمتغيرات المستقلة للدراسة القياسية

المتغير	السنة	Q1	Q2	Q3	Q4
الناتج المحلي الإجمالي (بالأسعار الجارية) مليار ر.قطري	2014	201.14	189.30	191.07	183.29
	2015	154.13	152.09	149.00	144.07
	2016	131.79	134.81	141.28	147.04
	2017	149.93	145.50	150.19	162.00
	2018	166.36	170.14	179.31	180.74
	2019	162.71	158.14	159.56	159.65
	2020	152.16	116.69	127.31	136.73
رسملة السوق مليار ر.قطري	2014	650.37	632.23	736.07	676.79
	2015	633.45	642.56	605.25	553.18
	2016	554.03	532.70	560.74	563.47
	2017	556.35	489.07	454.61	472.03
	2018	470.52	493.69	547.43	588.72
	2019	567.80	577.56	574.78	582.75
	2020	460.54	520.03	587.82	602.20
معدل رسملة السوق %	2014	323.34	333.98	385.24	369.25
	2015	410.98	422.49	406.21	383.97
	2016	420.39	395.15	396.90	383.21
	2017	371.07	336.13	302.69	291.38
	2018	282.83	290.17	305.30	325.73
	2019	348.96	365.22	360.23	365.02
	2020	302.67	445.65	461.72	440.43
قيمة الأسهم المتداولة مليار ر.قطري	2014	39.16	69.44	44.59	46.10
	2015	30.74	29.30	15.73	17.96
	2016	20.70	15.99	16.61	15.69
	2017	22.77	17.17	13.22	13.08
	2018	16.52	24.74	12.13	15.10
	2019	17.78	21.25	13.89	14.78
	2020	17.42	21.11	34.99	32.25
معدل التداول %	2014	19.46	36.68	23.34	25.15
	2015	19.94	19.26	10.56	12.47
	2016	15.71	11.86	11.76	10.67
	2017	15.19	11.80	8.80	8.07
	2018	9.93	14.54	6.76	8.35
	2019	10.93	13.44	8.71	9.26
	2020	11.45	18.09	27.48	23.59
معدل دوران الأسهم %	2014	6.02	10.98	6.06	6.81
	2015	4.85	4.56	2.60	3.25
	2016	3.74	3.00	2.96	2.78
	2017	4.09	3.51	2.91	2.77

قائمة الملحق

2.56	2.22	5.01	3.51	2018	
2.54	2.42	3.68	3.13	2019	
5.36	5.95	4.06	3.78	2020	

المصدر: تم إعداده اعتماداً على:

- المنشورات الفصلية الصادرة عن وزارة التخطيط التنموي والإحصاء لدولة قطر: نافذة على الإحصاءات الاقتصادية لدولة قطر (2014-2020)؛
- النشرات الفصلية الصادرة عن صندوق النقد العربي: أداء أسواق الأوراق المالية العربية (2014-2020)؛
- التقارير السنوية لبورصة قطر (2014-2020).

الملحق (4): نتائج اختبارات الدراسة القياسية
اختبارات الاستقرارية لمتغيرات الدراسة
تحديد درجة التأخير المثلى لمتغيرات الدراسة

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: LMV1
Exogenous variables: C
Date: 10/28/21 Time: 20:35
Sample: 2014Q1 2020Q4
Included observations: 16

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-4.508631	NA	0.116585	0.688579	0.736866	0.691051
1	0.903513	9.471250	0.067239	0.137061	0.233635	0.142006
2	4.402148	5.685283	0.049358	-0.175269	-0.030408	-0.167851
3	4.425636	0.035231	0.056120	-0.053204	0.139943	-0.043314
4	4.456359	0.042245	0.064037	0.067955	0.309389	0.080318
5	6.381302	2.406178	0.058013	-0.047663	0.242058	-0.032827
6	11.59756	5.868288*	0.035109*	-0.574695*	-0.236687*	-0.557386*
7	11.62407	0.026509	0.041078	-0.453008	-0.066714	-0.433227
8	13.46188	1.608086	0.038866	-0.557735	-0.123154	-0.535481
9	13.86829	0.304809	0.044821	-0.483536	-0.000668	-0.458810
10	14.27526	0.254358	0.053084	-0.409408	0.121747	-0.382208
11	14.42130	0.073018	0.067567	-0.302662	0.276779	-0.272990
12	14.51784	0.036201	0.092188	-0.189729	0.437999	-0.157585

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: DLMV1
Exogenous variables: C
Date: 10/28/21 Time: 20:36
Sample: 2014Q1 2020Q4
Included observations: 15

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-0.632655	NA	0.072803	0.217687	0.264891	0.217184
1	0.771886	2.434537	0.069077	0.163749	0.258155	0.162743
2	1.644813	1.396684	0.070530	0.180692	0.322302	0.179183
3	2.004140	0.527013	0.077417	0.266115	0.454928	0.264103
4	4.686331	3.576255	0.062689	0.041823	0.277839	0.039308
5	9.929958	6.292352*	0.036350*	-0.523994	-0.240774*	-0.527011
6	9.929977	1.94e-05	0.042840	-0.390664	-0.060240	-0.394183
7	10.37493	0.415287	0.048238	-0.316657	0.060970	-0.320679
8	11.48919	0.891414	0.050617	-0.331893	0.092938	-0.336418
9	11.65769	0.112330	0.061865	-0.221025	0.251008	-0.226053
10	11.94704	0.154318	0.077381	-0.126271	0.392965	-0.131802
11	13.64104	0.677603	0.085481	-0.218806	0.347634	-0.224840
12	18.92746	1.409710	0.065712	-0.790327*	-0.176684	-0.796864*

قائمة الملاحق

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LMV2

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 20:37

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 16

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	8.275903	NA	0.023584	-0.909488	-0.861201	-0.907015
1	13.55736	9.242556	0.013826	-1.444670	-1.348097	-1.439725
2	13.58289	0.041479	0.015666	-1.322861	-1.178001	-1.315443
3	14.13580	0.829363	0.016672	-1.266975	-1.073827	-1.257084
4	14.43340	0.409208	0.018400	-1.179175	-0.937741	-1.166812
5	14.55973	0.157909	0.020871	-1.069966	-0.780246	-1.055130
6	17.99055	3.859671*	0.015789	-1.373819	-1.035811	-1.356510
7	18.10777	0.117225	0.018266	-1.263472	-0.877177	-1.243690
8	18.57119	0.405488	0.020521	-1.196399	-0.761817	-1.174145
9	20.52713	1.466957	0.019498	-1.315892	-0.833024	-1.291165
10	21.04165	0.321572	0.022784	-1.255206	-0.724051	-1.228006
11	26.57694	2.767645	0.014786	-1.822117	-1.242675	-1.792445
12	35.07899	3.188269	0.007055*	-2.759873*	-2.132145*	-2.727728*

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LMV3

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 13:36

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 16

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	1.071793	NA	0.058036	-0.008974	0.039313	-0.006501
1	9.525207	14.79347	0.022886	-0.940651	-0.844077	-0.935706
2	11.31749	2.912465	0.020794	-1.039687	-0.894826	-1.032269
3	11.37539	0.086838	0.023542	-0.921923	-0.728776	-0.912032
4	11.39959	0.033282	0.026885	-0.799949	-0.558515	-0.787585
5	11.58050	0.226133	0.030289	-0.697562	-0.407841	-0.682726
6	11.71978	0.156694	0.034577	-0.589973	-0.251965	-0.572664
7	11.77794	0.058162	0.040296	-0.472243	-0.085948	-0.452461
8	19.65918	6.896087	0.017912	-1.332398	-0.897817	-1.310144
9	20.94764	0.966342	0.018500	-1.368455	-0.885587	-1.343728
10	22.64205	1.059008	0.018653	-1.455257	-0.924102	-1.428057
11	30.44855	3.903250*	0.009113*	-2.306069*	-1.726628*	-2.276397*
12	31.30478	0.321083	0.011307	-2.288097	-1.660369	-2.255952

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LMV4

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 13:37

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 16

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	4.589124	NA	0.037390	-0.448640	-0.400354	-0.446168
1	16.47543	20.80103*	0.009600*	-1.809428*	-1.712855*	-1.804483*
2	16.84644	0.602892	0.010418	-1.730804	-1.585944	-1.723386
3	16.86567	0.028851	0.011852	-1.608209	-1.415062	-1.598318
4	16.93964	0.101714	0.013451	-1.492455	-1.251021	-1.480092
5	16.94029	0.000809	0.015499	-1.367536	-1.077816	-1.352700
6	20.25418	3.728123	0.011898	-1.656772	-1.318765	-1.639464
7	21.34060	1.086423	0.012194	-1.667575	-1.281281	-1.647794
8	21.69858	0.313233	0.013881	-1.587323	-1.152742	-1.565069
9	22.38790	0.516989	0.015452	-1.548488	-1.065620	-1.523761
10	22.45523	0.042082	0.019094	-1.431904	-0.900749	-1.404705
11	22.70003	0.122399	0.024006	-1.337504	-0.758062	-1.307832
12	23.43127	0.274215	0.030255	-1.303909	-0.676180	-1.271764

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: DLMV4

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 20:45

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 15

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	14.10527	NA*	0.010203*	-1.747370	-1.700166*	-1.747873
1	14.41688	0.540123	0.011200	-1.655584	-1.561178	-1.656590
2	14.47445	0.092113	0.012749	-1.529927	-1.388317	-1.531436
3	14.96276	0.716176	0.013755	-1.461701	-1.272887	-1.463712
4	14.96289	0.000182	0.015926	-1.328386	-1.092369	-1.330900
5	18.00007	3.644609	0.012393	-1.600009	-1.316789	-1.603026
6	18.41149	0.438847	0.013827	-1.521531	-1.191108	-1.525051
7	18.44437	0.030697	0.016448	-1.392583	-1.014957	-1.396606
8	18.46141	0.013626	0.019978	-1.261521	-0.836691	-1.266046
9	19.77330	0.874594	0.020965	-1.303107	-0.831073	-1.308135
10	19.79172	0.009823	0.027188	-1.172229	-0.652992	-1.177760
11	22.24600	0.981712	0.027139	-1.366133	-0.799693	-1.372167
12	29.05417	1.815513	0.017031	-2.140556*	-1.526913	-2.147093*

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LMV5

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 20:46

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 16

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	2.754715	NA	0.047026	-0.219339	-0.171053	-0.216867
1	10.52306	13.59461*	0.020203*	-1.065383*	-0.968809*	-1.060437*
2	10.57931	0.091407	0.022804	-0.947414	-0.802554	-0.939996
3	10.58898	0.014508	0.025974	-0.823623	-0.630476	-0.813732
4	10.67153	0.113504	0.029446	-0.708942	-0.467508	-0.696578
5	10.77925	0.134650	0.033479	-0.597407	-0.307686	-0.582570
6	14.11759	3.755634	0.025622	-0.889699	-0.551692	-0.872390
7	14.17071	0.053120	0.029879	-0.771339	-0.385045	-0.751558
8	14.27028	0.087121	0.035130	-0.658785	-0.224204	-0.636531
9	14.27136	0.000807	0.042619	-0.533919	-0.051051	-0.509193
10	14.27855	0.004500	0.053062	-0.409819	0.121335	-0.382620
11	14.98443	0.352938	0.062975	-0.373054	0.206388	-0.343382
12	15.04973	0.024489	0.086258	-0.256217	0.371512	-0.224072

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: DLMV5

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 20:47

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 15

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	8.059562	NA	0.022847	-0.941275	-0.894072	-0.941778
1	8.067917	0.014482	0.026113	-0.809056	-0.714649	-0.810061
2	8.501744	0.694123	0.028269	-0.733566	-0.591956	-0.735074
3	9.236073	1.077016	0.029516	-0.698143	-0.509330	-0.700154
4	9.466602	0.307373	0.033142	-0.595547	-0.359530	-0.598061
5	15.42442	7.149381	0.017472	-1.256589	-0.973369	-1.259606
6	15.43899	0.015536	0.020552	-1.125198	-0.794775	-1.128718
7	16.40159	0.898435	0.021598	-1.120213	-0.742586	-1.124235
8	18.77127	1.895740	0.019170	-1.302836	-0.878006	-1.307361
9	18.94276	0.114325	0.023421	-1.192368	-0.720334	-1.197396
10	19.12647	0.097982	0.029710	-1.083530	-0.564293	-1.089061
11	24.30094	2.069788	0.020635	-1.640126	-1.073686	-1.646159
12	38.79340	3.864654*	0.004648*	-3.439119*	-2.825476*	-3.445656*

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LMV6

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 13:40

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 16

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	2.552141	NA	0.048232	-0.194018	-0.145731	-0.191545
1	12.99033	18.26683	0.014841	-1.373791	-1.277218	-1.368846
2	13.10342	0.183762	0.016634	-1.262927	-1.118067	-1.255509
3	15.84721	4.115692*	0.013461*	-1.480901	-1.287754*	-1.471011
4	16.02087	0.238779	0.015088	-1.377609	-1.136175	-1.365245
5	16.30206	0.351491	0.016787	-1.287758	-0.998037	-1.272922
6	17.54485	1.398134	0.016694	-1.318106	-0.980098	-1.300797
7	17.58111	0.036265	0.019509	-1.197639	-0.811345	-1.177857
8	18.64231	0.928547	0.020339	-1.205288	-0.770707	-1.183034
9	18.68463	0.031743	0.024548	-1.085579	-0.602711	-1.060852
10	20.55362	1.168115	0.024217	-1.194202	-0.663047	-1.167002
11	23.80470	1.625544	0.020909	-1.475588	-0.896146	-1.445916
12	27.05584	1.219176	0.019232	-1.756980*	-1.129251	-1.724835*

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: DLMV6

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 20:51

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 15

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	11.67546	NA*	0.014107*	-1.423395*	-1.376191*	-1.423898*
1	11.72190	0.080500	0.016042	-1.296254	-1.201847	-1.297259
2	13.55730	2.936634	0.014407	-1.407640	-1.266030	-1.409148
3	14.09313	0.785888	0.015446	-1.345751	-1.156938	-1.347762
4	14.09402	0.001188	0.017882	-1.212536	-0.976520	-1.215050
5	14.13384	0.047781	0.020752	-1.084512	-0.801292	-1.087529
6	14.61654	0.514881	0.022934	-1.015539	-0.685116	-1.019059
7	14.70703	0.084455	0.027073	-0.894271	-0.516644	-0.898293
8	15.20214	0.396087	0.030853	-0.826952	-0.402122	-0.831477
9	16.10012	0.598654	0.034214	-0.813349	-0.341316	-0.818377
10	16.43224	0.177130	0.042552	-0.724298	-0.205062	-0.729829
11	17.06081	0.251429	0.054181	-0.674775	-0.108334	-0.680808
12	18.60020	0.410505	0.068642	-0.746694	-0.133050	-0.753230

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LMV7

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 13:41

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 16

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1.727676	NA	0.082352	0.340960	0.389246	0.343432
1	10.00790	20.53726*	0.021546*	-1.000987	-0.904414*	-0.996042
2	10.92688	1.493343	0.021835	-0.990860	-0.845999	-0.983442
3	11.25827	0.497083	0.023889	-0.907283	-0.714136	-0.897393
4	12.04542	1.082341	0.024800	-0.880678	-0.639244	-0.868315
5	12.15864	0.141514	0.028177	-0.769829	-0.480109	-0.754993
6	12.99174	0.937246	0.029494	-0.748968	-0.410960	-0.731659
7	13.10507	0.113325	0.034136	-0.638133	-0.251839	-0.618352
8	14.90073	1.571209	0.032468	-0.737592	-0.303011	-0.715338
9	18.17424	2.455128	0.026165	-1.021780	-0.538912	-0.997053
10	19.07987	0.566020	0.029116	-1.009984	-0.478829	-0.982785
11	19.13616	0.028145	0.037479	-0.892020	-0.312579	-0.862348
12	22.46729	1.249172	0.034129	-1.183411*	-0.555683	-1.151266*

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: DLMV7

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 20:55

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 15

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	8.358416	NA*	0.021954	-0.981122	-0.933919*	-0.981625
1	9.661988	2.259526	0.021113*	-1.021598*	-0.927192	-1.022604*
2	9.694575	0.052139	0.024113	-0.892610	-0.751000	-0.894118
3	9.737370	0.062765	0.027608	-0.764983	-0.576169	-0.766994
4	9.768945	0.042100	0.031833	-0.635859	-0.399843	-0.638373
5	11.42100	1.982465	0.029796	-0.722800	-0.439580	-0.725817
6	11.43157	0.011271	0.035067	-0.590875	-0.260452	-0.594395
7	12.61257	1.102272	0.035794	-0.615009	-0.237383	-0.619032
8	12.89605	0.226780	0.041959	-0.519473	-0.094643	-0.523998
9	13.21666	0.213743	0.050254	-0.428888	0.043145	-0.433916
10	14.15331	0.499545	0.057661	-0.420441	0.098796	-0.425972
11	16.74958	1.038511	0.056477	-0.633278	-0.066838	-0.639312
12	17.07067	0.085622	0.084171	-0.542755	0.070888	-0.549292

قائمة الملاحق

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LMV8

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 13:42

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 16

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	23.01645	NA*	0.003736*	-2.752056*	-2.703769*	-2.749583*
1	23.79578	1.363837	0.003845	-2.724473	-2.627899	-2.719527
2	24.67075	1.421825	0.003918	-2.708844	-2.563984	-2.701426
3	25.01316	0.513619	0.004280	-2.626646	-2.433498	-2.616755
4	25.59466	0.799552	0.004559	-2.574332	-2.332898	-2.561969
5	25.76389	0.211541	0.005144	-2.470486	-2.180765	-2.455650
6	27.45149	1.898548	0.004839	-2.556436	-2.218428	-2.539127
7	27.85391	0.402418	0.005402	-2.481738	-2.095444	-2.461957
8	29.19587	1.174217	0.005438	-2.524484	-2.089902	-2.502229
9	29.23191	0.027032	0.006568	-2.403989	-1.921121	-2.379262
10	29.23194	2.01e-05	0.008185	-2.278993	-1.747838	-2.251793
11	29.48475	0.126404	0.010280	-2.185594	-1.606152	-2.155922
12	30.52078	0.388510	0.012472	-2.190097	-1.562369	-2.157952

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: DLMV8

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 20:56

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 15

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	21.61723	NA*	0.003748*	-2.748964*	-2.701760*	-2.749467*
1	21.64568	0.049319	0.004272	-2.619424	-2.525018	-2.620430
2	22.64516	1.599172	0.004289	-2.619355	-2.477745	-2.620864
3	22.79450	0.219033	0.004841	-2.505934	-2.317121	-2.507945
4	23.09815	0.404864	0.005383	-2.413087	-2.177070	-2.415601
5	25.63365	3.042592	0.004479	-2.617819	-2.334599	-2.620836
6	25.68823	0.058221	0.005240	-2.491764	-2.161340	-2.495283
7	26.07731	0.363140	0.005945	-2.410308	-2.032681	-2.414330
8	26.67029	0.474385	0.006687	-2.356038	-1.931208	-2.360564
9	26.70449	0.022801	0.008320	-2.227265	-1.755232	-2.232293
10	27.29905	0.317101	0.009992	-2.173207	-1.653970	-2.178738
11	28.12325	0.329680	0.012396	-2.149767	-1.583327	-2.155801
12	28.27870	0.041453	0.018886	-2.037160	-1.423517	-2.043697

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LMV9

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 13:43

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 16

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-9.571181	NA	0.219519	1.321398	1.369684	1.323870
1	-2.762995	11.91433*	0.106332	0.595374	0.691948	0.600320
2	-0.574155	3.556866	0.091940	0.446769	0.591630*	0.454187
3	0.559476	1.700446	0.090992	0.430066	0.623213	0.439956
4	0.604792	0.062309	0.103638	0.549401	0.790835	0.561764
5	1.178118	0.716658	0.111171	0.602735	0.892456	0.617571
6	3.763522	2.908580	0.093476	0.404560	0.742567	0.421868
7	5.116792	1.353270	0.092656	0.360401	0.746695	0.380182
8	7.061212	1.701367	0.086504*	0.242348	0.676930	0.264603
9	7.289942	0.171547	0.102000	0.338757	0.821625	0.363484
10	9.600418	1.444048	0.095223	0.174948*	0.706102	0.202147*
11	9.738808	0.069195	0.121321	0.282649	0.862091	0.312321
12	10.62574	0.332599	0.149956	0.296783	0.924511	0.328927

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: DLMV9

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 20:57

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 15

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-3.289409	NA*	0.103751	0.571921	0.619125*	0.571418
1	-2.923380	0.634450	0.113061	0.656451	0.750857	0.655445
2	-0.696649	3.562770	0.096373*	0.492887*	0.634497	0.491378*
3	-0.672791	0.034992	0.110623	0.623039	0.811852	0.621027
4	0.379552	1.403123	0.111321	0.616060	0.852076	0.613546
5	2.124515	2.093956	0.102915	0.516731	0.799951	0.513714
6	2.477816	0.376854	0.115712	0.602958	0.933381	0.599438
7	2.534161	0.052589	0.137218	0.728778	1.106405	0.724756
8	3.512472	0.782648	0.146620	0.731670	1.156501	0.727145
9	3.520553	0.005388	0.183077	0.863926	1.335960	0.858898
10	5.573381	1.094842	0.181012	0.723549	1.242786	0.718018
11	5.697745	0.049745	0.246510	0.840301	1.406741	0.834267
12	8.168556	0.658883	0.275833	0.644193	1.257836	0.637656

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LMV10

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 13:44

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 16

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	18.91039	NA	0.006242	-2.238798	-2.190511*	-2.236326
1	20.15768	2.182760	0.006059	-2.269710	-2.173136	-2.264764
2	20.16475	0.011485	0.006881	-2.145593	-2.000733	-2.138175
3	20.70397	0.808837	0.007335	-2.087996	-1.894849	-2.078105
4	20.72911	0.034567	0.008376	-1.966139	-1.724705	-1.953775
5	21.82638	1.371594	0.008415	-1.978298	-1.688577	-1.963462
6	22.58505	0.853497	0.008891	-1.948131	-1.610123	-1.930822
7	22.59725	0.012205	0.010421	-1.824657	-1.438362	-1.804875
8	28.01052	4.736612*	0.006306	-2.376315	-1.941734	-2.354061
9	28.01311	0.001939	0.007649	-2.251639	-1.768771	-2.226912
10	32.47486	2.788597	0.005457*	-2.684358*	-2.153203	-2.657159*
11	32.61711	0.071122	0.006949	-2.577139	-1.997697	-2.547466
12	33.89253	0.478281	0.008182	-2.611566	-1.983837	-2.579421

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: DLMV10

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 20:59

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 15

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	16.97321	NA*	0.006961	-2.129761	-2.082558*	-2.130264
1	17.49419	0.903037	0.007430	-2.065892	-1.971485	-2.066898
2	17.69882	0.327402	0.008294	-1.959842	-1.818232	-1.961351
3	18.13748	0.643369	0.009008	-1.884997	-1.696184	-1.887008
4	19.07463	1.249538	0.009205	-1.876617	-1.640601	-1.879131
5	20.54276	1.761761	0.008830	-1.939035	-1.655815	-1.942052
6	20.67172	0.137554	0.010229	-1.822896	-1.492473	-1.826416
7	23.00130	2.174270	0.008959	-2.000173	-1.622546	-2.004195
8	25.02821	1.621533	0.008323	-2.137095	-1.712265	-2.141620
9	28.85300	2.549861	0.006248*	-2.513734*	-2.041700	-2.518762*
10	28.87997	0.014379	0.008093	-2.383995	-1.864759	-2.389526
11	29.06728	0.074925	0.010930	-2.275637	-1.709197	-2.281671
12	30.54805	0.394872	0.013955	-2.339740	-1.726096	-2.346276

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LMC

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 21:01

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 16

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	7.325793	NA	0.026558	-0.790724	-0.742437	-0.788251
1	12.27763	8.665724*	0.016224	-1.284704	-1.188131	-1.279759
2	12.28651	0.014417	0.018422	-1.160813	-1.015953	-1.153395
3	12.56837	0.422800	0.020280	-1.071047	-0.877900	-1.061156
4	12.66617	0.134476	0.022948	-0.958272	-0.716838	-0.945908
5	13.06172	0.494438	0.025169	-0.882716	-0.592995	-0.867879
6	14.14478	1.218440	0.025535	-0.893098	-0.555090	-0.875789
7	14.22844	0.083659	0.029664	-0.778555	-0.392261	-0.758774
8	14.58480	0.311813	0.033776	-0.698100	-0.263519	-0.675846
9	16.36637	1.336182	0.032800	-0.795797	-0.312929	-0.771070
10	17.39473	0.642724	0.035943	-0.799342	-0.268187	-0.772142
11	20.74055	1.672908	0.030668	-1.092569	-0.513127	-1.062897
12	29.09901	3.134424	0.014897*	-2.012377*	-1.384648*	-1.980232*

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: DLMC

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 21:02

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 15

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	10.24673	NA*	0.017068*	-1.232897*	-1.185694*	-1.233400*
1	10.44153	0.337648	0.019029	-1.125537	-1.031130	-1.126542
2	10.44500	0.005568	0.021817	-0.992667	-0.851057	-0.994176
3	10.46783	0.033474	0.025046	-0.862377	-0.673564	-0.864388
4	10.47002	0.002922	0.028992	-0.729336	-0.493319	-0.731850
5	10.47489	0.005839	0.033802	-0.596651	-0.313431	-0.599668
6	10.47615	0.001346	0.039832	-0.463486	-0.133063	-0.467006
7	10.72261	0.230027	0.046052	-0.363014	0.014613	-0.367037
8	11.39962	0.541613	0.051225	-0.319950	0.104881	-0.324475
9	11.41262	0.008664	0.063920	-0.188349	0.283684	-0.193377
10	11.62296	0.112181	0.080798	-0.083061	0.436176	-0.088592
11	13.04140	0.567375	0.092596	-0.138853	0.427587	-0.144887
12	18.70422	1.510086	0.067697	-0.760563	-0.146919	-0.767099

قائمة الملاحق

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LTV

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 21:04

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 16

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-7.349753	NA	0.166295	1.043719	1.092006	1.046192
1	-4.201858	5.508816*	0.127285	0.775232	0.871806	0.780178
2	-3.842837	0.583408	0.138341	0.855355	1.000215	0.862773
3	-3.811473	0.047047	0.157140	0.976434	1.169581	0.986325
4	-2.737691	1.476450	0.157388	0.967211	1.208645	0.979575
5	-2.323128	0.518204	0.172212	1.040391	1.330112	1.055227
6	0.122187	2.750980	0.147359	0.859727	1.197734	0.877035
7	0.436924	0.314737	0.166314	0.945384	1.331679	0.965166
8	1.366908	0.813736	0.176264	0.954137	1.388718	0.976391
9	1.912392	0.409113	0.199770	1.010951	1.493819	1.035678
10	6.688535	2.985089	0.137031	0.538933	1.070088	0.566133
11	11.46620	2.388831	0.097760*	0.066725	0.646167	0.096398
12	13.67293	0.827525	0.102457	-0.084116*	0.543612*	-0.051971*

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: DLTV

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 21:05

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 15

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-5.056519	NA*	0.131317	0.807536	0.854739	0.807033
1	-4.980001	0.132632	0.148731	0.930667	1.025073	0.929661
2	-4.064938	1.464100	0.151008	0.941992	1.083602	0.940483
3	-2.959090	1.621910	0.150050	0.927879	1.116692	0.925867
4	-2.578509	0.507442	0.165145	1.010468	1.246485	1.007954
5	-0.563917	2.417510	0.147284	0.875189	1.158409	0.872172
6	-0.135380	0.457106	0.163945	0.951384	1.281807	0.947864
7	1.271148	1.312759	0.162386	0.897180	1.274807	0.893158
8	1.357164	0.068813	0.195433	1.019045	1.443875	1.014519
9	6.312818	3.303769	0.126167	0.491624	0.963658	0.486596
10	10.45449	2.208889	0.094420	0.072735	0.591972	0.067204
11	14.77720	1.729086	0.073465	-0.370293	0.196147	-0.376327
12	18.66273	1.036142	0.068072*	-0.755031*	-0.141387*	-0.761568*

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LST

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 21:06

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 16

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-2.549797	NA	0.091265	0.443725	0.492011	0.446197
1	-1.632020	1.606110	0.092314	0.454003	0.550576	0.458948
2	-1.089409	0.881743	0.098057	0.511176	0.656036	0.518594
3	-1.089249	0.000239	0.111817	0.636156	0.829303	0.646047
4	-0.746178	0.471724	0.122704	0.718272	0.959706	0.730636
5	-0.591769	0.193011	0.138699	0.823971	1.113692	0.838807
6	3.392481	4.482281*	0.097914	0.450940	0.788947	0.468249
7	3.705426	0.312945	0.110533	0.536822	0.923116	0.556603
8	4.815361	0.971193	0.114540	0.523080	0.957661	0.545334
9	9.208738	3.295032	0.080248*	0.098908	0.581776	0.123635
10	9.243688	0.021844	0.099566	0.219539	0.750694	0.246738
11	12.76028	1.758295	0.083159	-0.095035*	0.484407*	-0.065363*
12	12.95670	0.073658	0.112053	0.005413	0.633141	0.037557

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: DLST

Exogenous variables: C

Date: 10/28/21 Time: 21:06

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 15

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-3.946021	NA*	0.113244	0.659469	0.706673	0.658967
1	-3.523771	0.731900	0.122484	0.736503	0.830909	0.735497
2	-2.128574	2.232314	0.116647	0.683810	0.825420	0.682301
3	-0.939187	1.744434	0.114623	0.658558	0.847372	0.656547
4	-0.906763	0.043232	0.132149	0.787568	1.023585	0.785054
5	1.104596	2.413631	0.117907	0.652721	0.935941	0.649704
6	1.105453	0.000914	0.138946	0.785940	1.116363	0.782420
7	1.401194	0.276025	0.159595	0.879841	1.257468	0.875818
8	4.081487	2.144234	0.135907	0.655802	1.080632	0.651276
9	5.191085	0.739732	0.146521	0.641189	1.113222	0.636160
10	9.593274	2.347834	0.105909*	0.187563	0.706800	0.182032
11	11.03457	0.576518	0.121004	0.128724*	0.695164*	0.122690*
12	11.68879	0.174459	0.172506	0.174828	0.788471	0.168291

اختبار ديكي فولر المطور لمتغيرات الدراسة

Null Hypothesis: LMV1 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.677030	0.0915
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LMV1) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.523969	0.0019
Test critical values:		
1% level	-3.769597	
5% level	-3.004861	
10% level	-2.642242	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LMV2 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 12 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.11288	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.959148	
5% level	-3.081002	
10% level	-2.681330	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LMV3 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 10 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.356442	0.0040
Test critical values:		
1% level	-3.886751	
5% level	-3.052169	
10% level	-2.666593	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LMV4 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.726433	0.4068
Test critical values: 1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LMV4) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.357101	0.0002
Test critical values: 1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LMV5 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.078842	0.7091
Test critical values: 1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LMV5) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 11 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.135238	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.959148	
5% level	-3.081002	
10% level	-2.681330	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LMV6 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.639268	0.8455
Test critical values:		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LMV6) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.636737	0.0011
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LMV7 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.863085	0.3437
Test critical values:		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LMV7) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.754165	0.0091
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LMV8 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.102299	0.2453
Test critical values: 1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LMV8) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.192569	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LMV9 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.287545	0.6204
Test critical values: 1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LMV9) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.097747	0.0040
Test critical values: 1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LMV10 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.894386	0.3298
Test critical values: 1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: DLMV10 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.423978	0.0002
Test critical values: 1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

Null Hypothesis: LMC has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 12 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.587412	0.1169
Test critical values: 1% level	-3.959148	
5% level	-3.081002	
10% level	-2.681330	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LMC) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.844584	0.0001
Test critical values: 1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LTV has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 12 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	8.675184	1.0000
Test critical values: 1% level	-3.959148	
5% level	-3.081002	
10% level	-2.681330	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LTV) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.443377	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LST has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 10 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.835206	0.3522
Test critical values: 1% level	-3.886751	
5% level	-3.052169	
10% level	-2.666593	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: DLST has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.036116	0.0051
Test critical values: 1% level	-3.737853	
5% level	-2.991878	
10% level	-2.635542	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

اختبار فيليبس وبيرون لمتغيرات الدراسة

Null Hypothesis: LMV1 has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.517479	0.5097
Test critical values:		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.044986
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.044986

Null Hypothesis: D(LMV1) has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.218385	0.0030
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.040270
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.048500

Null Hypothesis: LMV2 has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.048523	0.7207
Test critical values:		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.011766
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.008824

Null Hypothesis: D(LMV2) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 12 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.557559	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.011565
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.005009

Null Hypothesis: LMV3 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.252434	0.6363
Test critical values:		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.020644
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.027678

Null Hypothesis: D(LMV3) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.072021	0.0043
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.015095
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.014619

Null Hypothesis: LMV4 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-0.635147	0.8465
Test critical values:		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.015612
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.015612

Null Hypothesis: D(LMV4) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.660881	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.008652
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.006430

Null Hypothesis: LMV5 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.090918	0.7044
Test critical values:		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.013972
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.014271

Null Hypothesis: D(LMV5) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.121647	0.0003
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.014544
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.011005

Null Hypothesis: LMV6 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.070463	0.7124
Test critical values:		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.007879
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.011338

Null Hypothesis: D(LMV6) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.726832	0.0009
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.008194
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.010293

Null Hypothesis: LMV7 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.863085	0.3437
Test critical values:		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.015929
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.015929

Null Hypothesis: D(LMV7) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.777960	0.0086
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.017683
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.018313

Null Hypothesis: LMV8 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.102299	0.2453
Test critical values:		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.007895
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.007895

Null Hypothesis: D(LMV8) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-6.193045	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.005096
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.005094

Null Hypothesis: LMV9 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.482786	0.5268
Test critical values:		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.060113
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.073970

Null Hypothesis: D(LMV9) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.991697	0.0052
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.064910
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.048792

Null Hypothesis: LMV10 has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.088646	0.2504
Test critical values:		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.007481
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.009461

Null Hypothesis: D(LMV10) has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.428076	0.0002
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.007964
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.007858

Null Hypothesis: LMC has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.777358	0.3831
Test critical values:		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.009080
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.008862

Null Hypothesis: D(LMC) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.844584	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.010292
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.010292

Null Hypothesis: LTV has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.042236	0.2682
Test critical values:		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.096391
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.091406

Null Hypothesis: D(LTV) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-6.653220	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.097193
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.079669

Null Hypothesis: LST has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.475366	0.1323
Test critical values:		
1% level	-3.699871	
5% level	-2.976263	
10% level	-2.627420	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.085435
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.072895

Null Hypothesis: D(LST) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-7.395313	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.711457	
5% level	-2.981038	
10% level	-2.629906	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.087109
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.080400

اختبار جوهانسون للتكامل المشترك

Date: 10/30/21 Time: 10:06
 Sample (adjusted): 2014Q3 2020Q4
 Included observations: 26 after adjustments
 Trend assumption: No deterministic trend
 Series: LMV1 LMC LTV LST
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.510543	32.52786	40.17493	0.2368
At most 1	0.321347	13.95193	24.27596	0.5412
At most 2	0.137671	3.873149	12.32090	0.7291
At most 3	0.000849	0.022078	4.129906	0.9033

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.510543	18.57593	24.15921	0.2381
At most 1	0.321347	10.07878	17.79730	0.4769
At most 2	0.137671	3.851071	11.22480	0.6522
At most 3	0.000849	0.022078	4.129906	0.9033

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):

LMV1	LMC	LTV	LST
1.623743	-0.471357	-2.672783	4.476397
-3.158364	0.645220	0.033648	3.229920
0.571498	2.272157	-10.23702	9.122625
0.636320	0.381334	-4.065212	4.377622

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(LMV1)	-0.076867	0.087155	-0.004747	0.000949
D(LMC)	0.013677	0.041806	0.020690	-0.000374
D(LTV)	-0.146403	-0.007224	0.070800	-0.002444
D(LST)	-0.159887	-0.048929	0.049919	-0.002092

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 184.0514

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

LMV1	LMC	LTV	LST
1.000000	-0.290291	-1.646063	2.756838
	(0.31765)	(1.41741)	(1.50570)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(LMV1)	-0.124812
---------	-----------

	(0.06191)
D(LMC)	0.022208
	(0.03341)
D(LTV)	-0.237722
	(0.08975)
D(LST)	-0.259615
	(0.08326)

2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 189.0908

Date: 10/30/21 Time: 10:32
Sample (adjusted): 2014Q4 2020Q4
Included observations: 25 after adjustments
Trend assumption: Quadratic deterministic trend
Series: LMV2 LMC LTV LST
Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.829151	61.50492	55.24578	0.0127
At most 1	0.355257	17.33053	35.01090	0.8566
At most 2	0.193578	6.357958	18.39771	0.8398
At most 3	0.038413	0.979261	3.841466	0.3224

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.829151	44.17439	30.81507	0.0007
At most 1	0.355257	10.97257	24.25202	0.8433
At most 2	0.193578	5.378697	17.14769	0.8727
At most 3	0.038413	0.979261	3.841466	0.3224

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):

LMV2	LMC	LTV	LST
34.10597	1696.782	-1708.619	1707.401
19.71622	-1410.056	1405.871	-1408.021
-1.469730	1110.826	-1105.584	1100.910
12.66777	-492.6905	478.0664	-483.5024

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(LMV2)	-0.052775	-0.005171	0.001031	-0.005185
D(LMC)	0.025864	-0.028892	-0.017058	-0.006479
D(LTV)	0.082509	7.55E-05	0.026560	-0.035904
D(LST)	0.056376	0.029277	0.043352	-0.029422

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 233.1014

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

LMV2	LMC	LTV	LST
1.000000	49.75030 (8.75412)	-50.09737 (8.74317)	50.06165 (8.74366)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(LMV2)	-1.799929 (0.33549)
D(LMC)	0.882121 (0.64991)
D(LTV)	2.814036 (1.79097)
D(LST)	1.922762 (1.71287)

2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 238.5877

Date: 10/30/21 Time: 11:04

Sample (adjusted): 2014Q4 2020Q4

Included observations: 25 after adjustments

Trend assumption: Quadratic deterministic trend

Series: LMV3 LMC LTV LST

Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.695932	59.90837	55.24578	0.0184
At most 1	0.564668	30.14576	35.01090	0.1510
At most 2	0.232374	9.354611	18.39771	0.5441
At most 3	0.103925	2.743286	3.841466	0.0977

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.695932	29.76261	30.81507	0.0669
At most 1	0.564668	20.79115	24.25202	0.1345
At most 2	0.232374	6.611325	17.14769	0.7547
At most 3	0.103925	2.743286	3.841466	0.0977

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):

LMV3	LMC	LTV	LST
5.295200	2450.013	-2459.462	2458.181
-19.74872	-1909.664	1927.695	-1917.993
-9.265738	846.2837	-829.9536	831.2248

قائمة الملاحق

-9.254246	-886.1946	887.9093	-890.8575
-----------	-----------	----------	-----------

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(LMV3)	-0.008843	0.018061	0.030211	-0.007707
D(LMC)	0.028767	0.049286	0.006756	-0.014028
D(LTV)	0.051819	-0.072341	0.025386	-0.056492
D(LST)	0.022625	-0.121439	0.018331	-0.042507

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 223.2632

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

LMV3	LMC	LTV	LST
1.000000	462.6856	-464.4701	464.2282
	(86.5558)	(86.5006)	(86.4730)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(LMV3)	-0.046827		
	(0.10117)		
D(LMC)	0.152327		
	(0.11630)		
D(LTV)	0.274389		
	(0.29659)		
D(LST)	0.119803		
	(0.30079)		

2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 233.6588

Date: 10/30/21 Time: 14:12
Sample (adjusted): 2014Q3 2020Q4
Included observations: 26 after adjustments
Trend assumption: Linear deterministic trend (restricted)
Series: LMV4 LMC LTV LST
Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.640865	60.90352	63.87610	0.0867
At most 1	0.478236	34.27805	42.91525	0.2759
At most 2	0.417360	17.36399	25.87211	0.3883
At most 3	0.119848	3.319180	12.51798	0.8366

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.640865	26.62547	32.11832	0.2021
At most 1	0.478236	16.91406	25.82321	0.4650
At most 2	0.417360	14.04481	19.38704	0.2512
At most 3	0.119848	3.319180	12.51798	0.8366

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):

LMV4	LMC	LTV	LST	@TREND(14Q2)
10.68406	-533.2839	533.7520	-535.5110	0.447038
-1.919746	-1503.129	1500.609	-1497.666	0.005820
1.652148	647.4992	-651.0004	654.4932	0.071926
4.689898	156.5861	-161.6239	161.1419	0.290157

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(LMV4)	-0.055660	0.021213	0.010116	-0.000273
D(LMC)	-0.002551	0.011126	0.034658	0.026120
D(LTV)	-0.079436	-0.006361	-0.102841	0.074450
D(LST)	-0.076591	-0.016858	-0.137476	0.048250

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 209.5209

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

LMV4	LMC	LTV	LST	@TREND(14Q2)
1.000000	-49.91398	49.95780	-50.12244	0.041842
	(28.1173)	(28.0868)	(28.0834)	(0.00291)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(LMV4)	-0.594679
	(0.12916)
D(LMC)	-0.027250
	(0.22454)
D(LTV)	-0.848698
	(0.65518)
D(LST)	-0.818305
	(0.62568)

2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 217.9779

Date: 10/30/21 Time: 17:53

Sample (adjusted): 2014Q3 2020Q4

Included observations: 26 after adjustments

Trend assumption: Linear deterministic trend (restricted)

Series: LMV5 LMC LTV LST

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.623789	54.79482	63.87610	0.2286
At most 1	0.457905	29.37710	42.91525	0.5393
At most 2	0.323102	13.45692	25.87211	0.7020
At most 3	0.119565	3.310830	12.51798	0.8377

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.623789	25.41772	32.11832	0.2627
At most 1	0.457905	15.92019	25.82321	0.5518
At most 2	0.323102	10.14609	19.38704	0.6032
At most 3	0.119565	3.310830	12.51798	0.8377

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):

LMV5	LMC	LTV	LST	@TREND(14Q2)
11.46572	1732.946	-1736.036	1737.950	0.337077
3.649205	-1211.666	1210.212	-1207.690	0.183841
-8.162447	-348.2482	347.6182	-345.5452	-0.255467
-4.141306	-397.8492	403.9639	-405.1255	-0.240319

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(LMV5)	-0.039685	-0.027738	0.032438	0.011776
D(LMC)	-3.56E-05	0.001308	0.038660	-0.022717
D(LTV)	-0.159047	-0.082251	-0.029979	-0.057712
D(LST)	-0.159197	-0.082908	-0.068584	-0.034942

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 203.2836

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

LMV5	LMC	LTV	LST	@TREND(14Q2)
1.000000	151.1415 (27.4033)	-151.4110 (27.3785)	151.5779 (27.3740)	0.029399 (0.00282)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(LMV5)	-0.455012 (0.21522)
D(LMC)	-0.000408 (0.24249)
D(LTV)	-1.823590 (0.63149)
D(LST)	-1.825304 (0.60163)

2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 211.2437

Date: 10/30/21 Time: 18:00
 Sample (adjusted): 2014Q3 2020Q4
 Included observations: 26 after adjustments
 Trend assumption: No deterministic trend
 Series: LMV6 LMC LTV LST
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
------------------------------	------------	--------------------	------------------------	---------

None	0.476033	29.01516	40.17493	0.4076
At most 1	0.335268	12.21069	24.27596	0.6880
At most 2	0.058826	1.593047	12.32090	0.9762
At most 3	0.000644	0.016738	4.129906	0.9158

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.476033	16.80447	24.15921	0.3572
At most 1	0.335268	10.61764	17.79730	0.4222
At most 2	0.058826	1.576308	11.22480	0.9622
At most 3	0.000644	0.016738	4.129906	0.9158

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):

LMV6	LMC	LTV	LST
-5.051276	1.100879	3.817146	-0.506798
-12.09481	3.246826	14.26707	-14.59871
-7.475077	4.627130	-3.149315	3.086710
-2.691979	1.264257	-0.941485	1.744627

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(LMV6)	0.007116	0.001397	0.018900	-0.000429
D(LMC)	0.016855	-0.044914	0.010342	-0.000401
D(LTV)	-0.162013	-0.070790	9.50E-05	-0.001210
D(LST)	-0.178622	-0.025763	-0.010262	-0.000831

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 208.5548

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

LMV6	LMC	LTV	LST
1.000000	-0.217941	-0.755680	0.100331
	(0.10691)	(0.47957)	(0.51364)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(LMV6)	-0.035946
	(0.08832)
D(LMC)	-0.085140
	(0.10102)
D(LTV)	0.818370
	(0.23671)
D(LST)	0.902267
	(0.22035)

2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 213.8637

Date: 10/30/21 Time: 18:14
 Sample (adjusted): 2014Q3 2020Q4
 Included observations: 26 after adjustments
 Trend assumption: Quadratic deterministic trend
 Series: LMV7 LMC LTV LST
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.625712	48.86867	55.24578	0.1617
At most 1	0.449346	23.31773	35.01090	0.4881
At most 2	0.240824	7.804873	18.39771	0.7028
At most 3	0.024364	0.641312	3.841466	0.4232

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level
 * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
 **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.625712	25.55094	30.81507	0.1923
At most 1	0.449346	15.51286	24.25202	0.4537
At most 2	0.240824	7.163561	17.14769	0.6951
At most 3	0.024364	0.641312	3.841466	0.4232

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level
 * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
 **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):

LMV7	LMC	LTV	LST
6.675332	1732.138	-1734.051	1729.612
-5.542132	688.6225	-690.2491	693.6816
6.273625	-136.0579	127.1581	-128.1179
7.742495	949.7064	-945.8152	946.6721

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(LMV7)	-0.001458	0.004971	-0.046924	-0.004525
D(LMC)	-0.026418	0.044936	0.007979	-0.008502
D(LTV)	0.049252	-0.049184	-0.000927	-0.037760
D(LST)	0.074952	-0.094325	-0.008844	-0.029217

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 204.9780

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

LMV7	LMC	LTV	LST
1.000000	259.4834	-259.7700	259.1050
	(47.7900)	(47.7481)	(47.7413)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(LMV7)	-0.009731
	(0.15345)
D(LMC)	-0.176347
	(0.13819)

D(LTV)	0.328774 (0.39151)
D(LST)	0.500326 (0.37047)

2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 212.7344

Date: 10/30/21 Time: 18:31
 Sample (adjusted): 2014Q4 2020Q4
 Included observations: 25 after adjustments
 Trend assumption: Quadratic deterministic trend
 Series: LMV8 LMC LTV LST
 Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.664844	55.48312	55.24578	0.0476
At most 1	0.526692	28.15413	35.01090	0.2237
At most 2	0.290792	9.453919	18.39771	0.5341
At most 3	0.033961	0.863767	3.841466	0.3527

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.664844	27.32899	30.81507	0.1259
At most 1	0.526692	18.70021	24.25202	0.2287
At most 2	0.290792	8.590152	17.14769	0.5388
At most 3	0.033961	0.863767	3.841466	0.3527

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):

LMV8	LMC	LTV	LST
13.07227	1926.817	-1926.710	1922.151
-17.34651	1758.281	-1757.020	1762.052
0.242480	253.1590	-249.3719	243.5013
4.130956	-517.6936	506.7350	-511.7805

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(LMV8)	-0.042922	0.015516	-0.001023	-0.003734
D(LMC)	0.024860	0.005892	-0.041025	-0.003633
D(LTV)	0.085575	-0.018080	0.019805	-0.034592
D(LST)	0.060404	-0.024476	0.060731	-0.030913

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 221.9008

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

LMV8	LMC	LTV	LST
1.000000	147.3973 (38.4733)	-147.3892 (38.4294)	147.0404 (38.4219)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(LMV8)	-0.561089 (0.14822)
D(LMC)	0.324981 (0.28284)
D(LTV)	1.118657 (0.70653)
D(LST)	0.789622 (0.73117)

2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 231.2510

Date: 10/30/21 Time: 18:43
 Sample (adjusted): 2014Q3 2020Q4
 Included observations: 26 after adjustments
 Trend assumption: No deterministic trend
 Series: LMV9 LMC LTV LST
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.504456	31.75752	40.17493	0.2695
At most 1	0.309575	13.50297	24.27596	0.5789
At most 2	0.138321	3.871326	12.32090	0.7294
At most 3	2.48E-05	0.000644	4.129906	0.9874

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.504456	18.25455	24.15921	0.2573
At most 1	0.309575	9.631644	17.79730	0.5247
At most 2	0.138321	3.870681	11.22480	0.6491
At most 3	2.48E-05	0.000644	4.129906	0.9874

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):

LMV9	LMC	LTV	LST
-1.627476	-0.451261	1.171649	2.682911
-5.714647	-1.951116	16.41683	-14.09672
-0.448840	2.432009	-9.832633	9.318797
-0.335374	-0.235728	3.062687	-3.691719

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(LMV9)	0.011731	0.105624	0.042353	1.70E-05
D(LMC)	0.038420	0.011007	0.027815	6.50E-05
D(LTV)	-0.131074	-0.003008	0.084983	-3.89E-05
D(LST)	-0.169228	-0.013914	0.057102	-0.000108

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 183.7684

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

LMV9	LMC	LTV	LST
1.000000	0.277277	-0.719918	-1.648511
	(0.34302)	(1.55878)	(1.65859)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(LMV9)	-0.019092
	(0.07874)
D(LMC)	-0.062527
	(0.03097)
D(LTV)	0.213319
	(0.09341)
D(LST)	0.275414
	(0.08161)

2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 188.5842

Date: 10/30/21 Time: 18:49
 Sample (adjusted): 2014Q4 2020Q4
 Included observations: 25 after adjustments
 Trend assumption: Quadratic deterministic trend
 Series: LMV10 LMC LTV LST
 Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.734662	70.79067	55.24578	0.0012
At most 1 *	0.595004	37.62192	35.01090	0.0257
At most 2	0.435553	15.02497	18.39771	0.1393
At most 3	0.028672	0.727272	3.841466	0.3938

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.734662	33.16875	30.81507	0.0253
At most 1	0.595004	22.59694	24.25202	0.0815
At most 2	0.435553	14.29770	17.14769	0.1240
At most 3	0.028672	0.727272	3.841466	0.3938

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by $b^*S11*b=I$):

LMV10	LMC	LTV	LST
-15.37861	1313.196	-1307.508	1303.043
-4.177657	-1582.730	1574.119	-1569.624
3.014214	-2318.761	2319.595	-2320.590
4.735754	-860.5470	849.0134	-852.9961

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(LMV10)	0.019411	0.052449	-0.002489	-0.000548
D(LMC)	-0.054279	0.020238	-0.036410	-0.000747
D(LTV)	0.008986	0.013742	-0.036200	-0.033640
D(LST)	0.062915	-0.006375	0.000627	-0.032884

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 221.8718

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

LMV10	LMC	LTV	LST
1.000000	-85.39106 (29.9416)	85.02125 (29.8684)	-84.73087 (29.8509)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(LMV10)	-0.298513 (0.28428)
D(LMC)	0.834740 (0.28522)
D(LTV)	-0.138189 (0.85055)
D(LST)	-0.967539 (0.81391)

2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 233.1703

نتائج تقدير متجه تصحيح الأخطاء

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LMV2 LMC LTV LST

Exogenous variables: C

Date: 11/03/21 Time: 13:18

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 25

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	154.8835	NA	6.73e-11	-12.07068	-11.87566	-12.01659
1	197.6040	68.35282*	8.11e-12*	-14.20832*	-13.23322*	-13.93787*
2	208.6972	14.19931	1.34e-11	-13.81578	-12.06060	-13.32897
3	222.8368	13.57398	2.14e-11	-13.66694	-11.13168	-12.96377

Vector Error Correction Estimates
 Date: 11/03/21 Time: 10:05
 Sample (adjusted): 2014Q3 2020Q4
 Included observations: 26 after adjustments
 Standard errors in () & t-statistics in []

Cointegrating Eq:	CointEq1			
LMV2(-1)	1.000000			
LMC(-1)	320.1497 (233.688) [1.36999]			
LTV(-1)	-319.5969 (233.422) [-1.36918]			
LST(-1)	317.3142 (233.443) [1.35928]			
C	-1474.932			
Error Correction:	D(LMV2)	D(LMC)	D(LTV)	D(LST)
CointEq1	-0.015817 (0.03367) [-0.46983]	-0.054837 (0.03180) [-1.72458]	0.214522 (0.09877) [2.17187]	0.268655 (0.08659) [3.10273]
D(LMV2(-1))	-0.122411 (0.18721) [-0.65386]	-0.281255 (0.17682) [-1.59060]	0.266140 (0.54927) [0.48453]	0.546189 (0.48150) [1.13434]
D(LMC(-1))	-22.21317 (18.6250) [-1.19265]	-19.36093 (17.5914) [-1.10059]	-106.4822 (54.6449) [-1.94862]	-87.31295 (47.9029) [-1.82271]
D(LTV(-1))	22.75599 (18.6721) [1.21872]	19.21282 (17.6359) [1.08941]	107.0946 (54.7830) [1.95489]	88.07158 (48.0240) [1.83391]
D(LST(-1))	-22.76893 (18.6892) [-1.21829]	-19.23343 (17.6521) [-1.08958]	-107.0989 (54.8333) [-1.95317]	-88.05493 (48.0680) [-1.83188]
C	-0.027774 (0.02058) [-1.34965]	0.008105 (0.01944) [0.41697]	-0.023657 (0.06038) [-0.39182]	-0.031720 (0.05293) [-0.59930]
R-squared	0.301540	0.322264	0.317544	0.453875
Adj. R-squared	0.126925	0.152830	0.146930	0.317343
Sum sq. resids	0.210050	0.187384	1.808125	1.389481
S.E. equation	0.102482	0.096795	0.300676	0.263579
F-statistic	1.726883	1.902002	1.861181	3.324324
Log likelihood	25.74817	27.23260	-2.236920	1.186759
Akaike AIC	-1.519090	-1.633277	0.633609	0.370249
Schwarz SC	-1.228760	-1.342947	0.923939	0.660579
Mean dependent	-0.018049	0.010641	-0.016977	-0.027581
S.D. dependent	0.109678	0.105164	0.325542	0.319014
Determinant resid covariance (dof adj.)	6.40E-12			
Determinant resid covariance	2.24E-12			
Log likelihood	201.1417			

قائمة الملاحق

Akaike information criterion	-13.31860
Schwarz criterion	-11.96372

System: UNTITLED
 Estimation Method: Least Squares
 Date: 11/03/21 Time: 10:12
 Sample: 2014Q3 2020Q4
 Included observations: 26
 Total system (balanced) observations 104

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.015817	0.033666	-0.469831	0.6398
C(2)	-0.122411	0.187213	-0.653859	0.5151
C(3)	-22.21317	18.62502	-1.192652	0.2365
C(4)	22.75599	18.67210	1.218716	0.2265
C(5)	-22.76893	18.68923	-1.218291	0.2267
C(6)	-0.027774	0.020579	-1.349653	0.1809

Equation: $D(LMV2) = C(1) * (LMV2(-1) + 320.149718383 * LMC(-1) - 319.596930038 * LTV(-1) + 317.31424236 * LST(-1) - 1474.93153282) + C(2) * D(LMV2(-1)) + C(3) * D(LMC(-1)) + C(4) * D(LTV(-1)) + C(5) * D(LST(-1)) + C(6)$

Observations: 26

R-squared	0.301540	Mean dependent var	-0.018049
Adjusted R-squared	0.126925	S.D. dependent var	0.109678
S.E. of regression	0.102482	Sum squared resid	0.210050
Durbin-Watson stat	2.314767		

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LMV3 LMC LTV LST
 Exogenous variables: C
 Date: 11/03/21 Time: 18:11
 Sample: 2014Q1 2020Q4
 Included observations: 25

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	149.5486	NA	1.03e-10	-11.64389	-11.44887	-11.58980
1	199.4946	79.91371*	6.97e-12*	-14.35957	-13.38447*	-14.08912*
2	215.8052	20.87746	7.62e-12	-14.38441*	-12.62923	-13.89760
3	231.1647	14.74515	1.10e-11	-14.33318	-11.79791	-13.63000

Vector Error Correction Estimates

Date: 11/03/21 Time: 18:12
 Sample (adjusted): 2014Q3 2020Q4
 Included observations: 26 after adjustments
 Standard errors in () & t-statistics in []

Cointegrating Eq:	CointEq1
LMV3(-1)	1.000000
LMC(-1)	370.1017 (69.4425) [5.32961]
LTV(-1)	-371.3195

قائمة الملاحق

	(69.3583)			
	[-5.35364]			
LST(-1)	370.3798			
	(69.3679)			
	[5.33935]			
C	-1703.953			
<hr/>				
Error Correction:	D(LMV3)	D(LMC)	D(LTV)	D(LST)
<hr/>				
CointEq1	-0.130671	-0.074210	0.166828	0.238127
	(0.08908)	(0.08560)	(0.26612)	(0.25374)
	[-1.46693]	[-0.86699]	[0.62688]	[0.93849]
D(LMV3(-1))	0.013887	-0.010772	-0.172065	-0.163621
	(0.16990)	(0.16326)	(0.50759)	(0.48397)
	[0.08173]	[-0.06598]	[-0.33898]	[-0.33808]
D(LMC(-1))	-0.302840	-12.47108	-115.8893	-103.3151
	(22.5673)	(21.6849)	(67.4203)	(64.2818)
	[-0.01342]	[-0.57511]	[-1.71891]	[-1.60722]
D(LTV(-1))	0.866028	12.23816	116.5526	104.2067
	(22.6712)	(21.7847)	(67.7308)	(64.5779)
	[0.03820]	[0.56178]	[1.72082]	[1.61366]
D(LST(-1))	-0.925975	-12.24824	-116.7257	-104.3708
	(22.6565)	(21.7706)	(67.6869)	(64.5360)
	[-0.04087]	[-0.56260]	[-1.72450]	[-1.61725]
C	-0.020658	0.013562	-0.028764	-0.042227
	(0.02194)	(0.02108)	(0.06555)	(0.06250)
	[-0.94148]	[0.64322]	[-0.43880]	[-0.67564]
<hr/>				
R-squared	0.462104	0.190611	0.183524	0.227085
Adj. R-squared	0.327630	-0.011736	-0.020595	0.033856
Sum sq. resids	0.242368	0.223784	2.163201	1.966491
S.E. equation	0.110084	0.105779	0.328877	0.313567
F-statistic	3.436382	0.941999	0.899104	1.175213
Log likelihood	23.88775	24.92482	-4.567805	-3.328405
Akaike AIC	-1.375981	-1.455755	0.812908	0.717570
Schwarz SC	-1.085651	-1.165425	1.103238	1.007900
Mean dependent	-0.012913	0.010641	-0.016977	-0.027581
S.D. dependent	0.134251	0.105164	0.325542	0.319014
<hr/>				
Determinant resid covariance (dof adj.)		4.07E-12		
Determinant resid covariance		1.43E-12		
Log likelihood		207.0140		
Akaike information criterion		-13.77031		
Schwarz criterion		-12.41544		
<hr/>				

System: UNTITLED
 Estimation Method: Least Squares
 Date: 11/03/21 Time: 18:14
 Sample: 2014Q3 2020Q4
 Included observations: 26
 Total system (balanced) observations 104

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.130671	0.089078	-1.466926	0.1463

قائمة الملاحق

C(2)	0.013887	0.169905	0.081733	0.9351
C(3)	-0.302840	22.56728	-0.013419	0.9893
C(4)	0.866028	22.67124	0.038199	0.9696
C(5)	-0.925975	22.65653	-0.040870	0.9675
C(6)	-0.020658	0.021942	-0.941484	0.3493

$$\text{Equation: } D(\text{LMV3}) = C(1) * (\text{LMV3}(-1) + 370.101680345 * \text{LMC}(-1) - 371.319451782 * \text{LTV}(-1) + 370.379752646 * \text{LST}(-1) - 1703.95264447) + C(2) * D(\text{LMV3}(-1)) + C(3) * D(\text{LMC}(-1)) + C(4) * D(\text{LTV}(-1)) + C(5) * D(\text{LST}(-1)) + C(6)$$

Observations: 26

R-squared	0.462104	Mean dependent var	-0.012913
Adjusted R-squared	0.327630	S.D. dependent var	0.134251
S.E. of regression	0.110084	Sum squared resid	0.242368
Durbin-Watson stat	2.041806		

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LMV8 LMC LTV LST

Exogenous variables: C

Date: 11/05/21 Time: 09:51

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 25

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	179.0007	NA	9.77e-12	-14.00005	-13.80503	-13.94596
1	206.7255	44.35974*	3.91e-12*	-14.93804*	-13.96294*	-14.66759*
2	213.9861	9.293588	8.81e-12	-14.23889	-12.48371	-13.75208
3	228.7475	14.17087	1.33e-11	-14.13980	-11.60454	-13.43662

* indicates lag order selected by the criterion

Vector Error Correction Estimates

Date: 11/05/21 Time: 09:53

Sample (adjusted): 2014Q3 2020Q4

Included observations: 26 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

Cointegrating Eq:	CointEq1			
LMV8(-1)	1.000000			
LMC(-1)	-10.71906 (26.1485) [-0.40993]			
LTV(-1)	10.69516 (26.1166) [0.40952]			
LST(-1)	-11.05003 (26.1186) [-0.42307]			
C	46.16919			
Error Correction:	D(LMV8)	D(LMC)	D(LTV)	D(LST)
CointEq1	-0.599420 (0.18062) [-3.31862]	-0.118031 (0.30441) [-0.38773]	1.515166 (0.88397) [1.71404]	1.632849 (0.83911) [1.94592]

قائمة الملاحق

D(LMV8(-1))	0.180258 (0.13800) [1.30620]	0.046000 (0.23258) [0.19778]	-0.505542 (0.67538) [-0.74853]	-0.553446 (0.64111) [-0.86326]
D(LMC(-1))	-8.686454 (11.9898) [-0.72449]	-23.90946 (20.2070) [-1.18323]	-63.96964 (58.6780) [-1.09018]	-40.29968 (55.7004) [-0.72351]
D(LTV(-1))	8.696058 (12.0049) [0.72438]	23.78165 (20.2325) [1.17542]	64.46551 (58.7520) [1.09725]	40.92258 (55.7706) [0.73377]
D(LST(-1))	-8.796589 (12.0317) [-0.73112]	-23.75424 (20.2776) [-1.17145]	-64.43694 (58.8831) [-1.09432]	-40.91992 (55.8951) [-0.73208]
C	-0.008465 (0.01263) [-0.67024]	0.011772 (0.02129) [0.55305]	-0.023558 (0.06181) [-0.38114]	-0.035280 (0.05867) [-0.60131]
R-squared	0.393070	0.165276	0.265473	0.310767
Adj. R-squared	0.241337	-0.043405	0.081841	0.138459
Sum sq. resid	0.081251	0.230789	1.946083	1.753583
S.E. equation	0.063738	0.107422	0.311936	0.296107
F-statistic	2.590541	0.792001	1.445680	1.803552
Log likelihood	38.09554	24.52414	-3.192791	-1.838739
Akaike AIC	-2.468888	-1.424934	0.707138	0.602980
Schwarz SC	-2.178558	-1.134604	0.997468	0.893310
Mean dependent	-0.007559	0.010641	-0.016977	-0.027581
S.D. dependent	0.073177	0.105164	0.325542	0.319014
Determinant resid covariance (dof adj.)		3.97E-12		
Determinant resid covariance		1.39E-12		
Log likelihood		207.3534		
Akaike information criterion		-13.79642		
Schwarz criterion		-12.44154		

System: UNTITLED

Estimation Method: Least Squares

Date: 11/05/21 Time: 09:55

Sample: 2014Q3 2020Q4

Included observations: 26

Total system (balanced) observations 104

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.599420	0.180623	-3.318620	0.0014
C(2)	0.180258	0.138002	1.306201	0.1952
C(3)	-8.686454	11.98976	-0.724489	0.4709
C(4)	8.696058	12.00488	0.724377	0.4709
C(5)	-8.796589	12.03167	-0.731120	0.4668
C(6)	-0.008465	0.012629	-0.670243	0.5046

Equation: $D(LMV8) = C(1)*(LMV8(-1) - 10.7190600421*LMC(-1) + 10.6951614204*LTV(-1) - 11.0500269461*LST(-1) + 46.1691929215) + C(2)*D(LMV8(-1)) + C(3)*D(LMC(-1)) + C(4)*D(LTV(-1)) + C(5)*D(LST(-1)) + C(6)$

Observations: 26

R-squared	0.393070	Mean dependent var	-0.007559
Adjusted R-squared	0.241337	S.D. dependent var	0.073177
S.E. of regression	0.063738	Sum squared resid	0.081251
Durbin-Watson stat	1.921502		

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LMV10 LMC LTV LST

Exogenous variables: C

Date: 11/05/21 Time: 11:26

Sample: 2014Q1 2020Q4

Included observations: 25

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	166.9807	NA	2.56e-11	-13.03846	-12.84344	-12.98437
1	197.1548	48.27858*	8.41e-12*	-14.17239	-13.19729*	-13.90194*
2	214.1128	21.70620	8.72e-12	-14.24903*	-12.49384	-13.76221
3	227.7795	13.12000	1.44e-11	-14.06236	-11.52710	-13.35918

Vector Error Correction Estimates

Date: 11/05/21 Time: 11:26

Sample (adjusted): 2014Q3 2020Q4

Included observations: 26 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

Cointegrating Eq:	CointEq1			
LMV10(-1)	1.000000			
LMC(-1)	370.2407 (141.591) [2.61485]			
LTV(-1)	-368.2778 (141.417) [-2.60420]			
LST(-1)	366.9470 (141.424) [2.59466]			
C	-1709.390			
Error Correction:	D(LMV10)	D(LMC)	D(LTV)	D(LST)
CointEq1	-0.103532 (0.02998) [-3.45306]	-0.059958 (0.04514) [-1.32837]	0.156941 (0.13938) [1.12597]	0.215900 (0.13057) [1.65353]
D(LMV10(-1))	-0.162859 (0.15495) [-1.05107]	-0.137053 (0.23326) [-0.58755]	-0.348872 (0.72031) [-0.48434]	-0.214752 (0.67476) [-0.31826]
D(LMC(-1))	-9.787622 (12.8179) [-0.76359]	-14.91116 (19.2965) [-0.77274]	-111.1810 (59.5871) [-1.86586]	-96.39245 (55.8194) [-1.72686]
D(LTV(-1))	10.15550 (12.8420) [0.79081]	14.80903 (19.3327) [0.76601]	111.4708 (59.6989) [1.86722]	96.78370 (55.9242) [1.73062]
D(LST(-1))	-10.35079 (12.8498) [-0.80552]	-14.80791 (19.3444) [-0.76549]	-111.6157 (59.7352) [-1.86851]	-96.92908 (55.9581) [-1.73217]
C	-0.010927 (0.01359)	0.011775 (0.02046)	-0.023221 (0.06317)	-0.034950 (0.05918)

قائمة الملاحق

	[-0.80411]	[0.57557]	[-0.36757]	[-0.59058]
R-squared	0.546580	0.228403	0.232183	0.298355
Adj. R-squared	0.433225	0.035503	0.040228	0.122943
Sum sq. resid	0.094133	0.213335	2.034283	1.785163
S.E. equation	0.068605	0.103280	0.318927	0.298761
F-statistic	4.821835	1.184051	1.209573	1.700886
Log likelihood	36.18249	25.54644	-3.769011	-2.070771
Akaike AIC	-2.321730	-1.503572	0.751462	0.620829
Schwarz SC	-2.031400	-1.213242	1.041792	0.911158
Mean dependent	-0.005637	0.010641	-0.016977	-0.027581
S.D. dependent	0.091128	0.105164	0.325542	0.319014
Determinant resid covariance (dof adj.)		3.68E-12		
Determinant resid covariance		1.29E-12		
Log likelihood		208.3462		
Akaike information criterion		-13.87279		
Schwarz criterion		-12.51792		

System: UNTITLED
 Estimation Method: Least Squares
 Date: 11/05/21 Time: 11:27
 Sample: 2014Q3 2020Q4
 Included observations: 26
 Total system (balanced) observations 104

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.103532	0.029983	-3.453059	0.0009
C(2)	-0.162859	0.154947	-1.051065	0.2964
C(3)	-9.787622	12.81790	-0.763590	0.4474
C(4)	10.15550	12.84195	0.790806	0.4314
C(5)	-10.35079	12.84976	-0.805524	0.4229
C(6)	-0.010927	0.013589	-0.804110	0.4237

$$\text{Equation: } D(\text{LMV}10) = C(1)*(\text{LMV}10(-1) + 370.240676415*\text{LMC}(-1) - 368.277761013*\text{LTV}(-1) + 366.9469838*\text{LST}(-1) - 1709.38951126) + C(2)*D(\text{LMV}10(-1)) + C(3)*D(\text{LMC}(-1)) + C(4)*D(\text{LTV}(-1)) + C(5)*D(\text{LST}(-1)) + C(6)$$

Observations: 26

R-squared	0.546580	Mean dependent var	-0.005637
Adjusted R-squared	0.433225	S.D. dependent var	0.091128
S.E. of regression	0.068605	Sum squared resid	0.094133
Durbin-Watson stat	2.239734		

نتائج اختبار جرنجر للسببية

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/07/21 Time: 12:10

Sample: 2014Q1 2020Q4

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LMC does not Granger Cause LMV1	26	0.97561	0.3934
LMV1 does not Granger Cause LMC		0.67101	0.5218
LTV does not Granger Cause LMV1	26	1.52015	0.2418
LMV1 does not Granger Cause LTV		1.34608	0.2818
LST does not Granger Cause LMV1	26	1.40134	0.2684
LMV1 does not Granger Cause LST		1.21012	0.3181
LTV does not Granger Cause LMC	26	1.56901	0.2317
LMC does not Granger Cause LTV		0.84680	0.4429
LST does not Granger Cause LMC	26	1.56394	0.2327
LMC does not Granger Cause LST		0.91263	0.4168
LST does not Granger Cause LTV	26	0.86806	0.4343
LTV does not Granger Cause LST		0.93162	0.4096

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/07/21 Time: 12:11

Sample: 2014Q1 2020Q4

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LMC does not Granger Cause LMV2	26	2.86817	0.0792
LMV2 does not Granger Cause LMC		0.29504	0.7475
LTV does not Granger Cause LMV2	26	2.07550	0.1505
LMV2 does not Granger Cause LTV		0.73921	0.4895
LST does not Granger Cause LMV2	26	1.38516	0.2722
LMV2 does not Granger Cause LST		1.59549	0.2264
LTV does not Granger Cause LMC	26	1.56901	0.2317
LMC does not Granger Cause LTV		0.84680	0.4429
LST does not Granger Cause LMC	26	1.56394	0.2327
LMC does not Granger Cause LST		0.91263	0.4168
LST does not Granger Cause LTV	26	0.86806	0.4343
LTV does not Granger Cause LST		0.93162	0.4096

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/07/21 Time: 12:12

Sample: 2014Q1 2020Q4

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LMC does not Granger Cause LMV3	26	3.66303	0.0432
LMV3 does not Granger Cause LMC		0.59143	0.5625
LTV does not Granger Cause LMV3	26	2.78457	0.0846
LMV3 does not Granger Cause LTV		0.63159	0.5415
LST does not Granger Cause LMV3	26	1.36286	0.2777
LMV3 does not Granger Cause LST		0.78495	0.4691
LTV does not Granger Cause LMC	26	1.56901	0.2317
LMC does not Granger Cause LTV		0.84680	0.4429
LST does not Granger Cause LMC	26	1.56394	0.2327
LMC does not Granger Cause LST		0.91263	0.4168
LST does not Granger Cause LTV	26	0.86806	0.4343
LTV does not Granger Cause LST		0.93162	0.4096

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/07/21 Time: 12:13

Sample: 2014Q1 2020Q4

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LMC does not Granger Cause LMV4	26	0.59958	0.5582
LMV4 does not Granger Cause LMC		0.07812	0.9251
LTV does not Granger Cause LMV4	26	1.92863	0.1702
LMV4 does not Granger Cause LTV		0.49034	0.6193
LST does not Granger Cause LMV4	26	2.74050	0.0876
LMV4 does not Granger Cause LST		0.43785	0.6512
LTV does not Granger Cause LMC	26	1.56901	0.2317
LMC does not Granger Cause LTV		0.84680	0.4429
LST does not Granger Cause LMC	26	1.56394	0.2327
LMC does not Granger Cause LST		0.91263	0.4168
LST does not Granger Cause LTV	26	0.86806	0.4343
LTV does not Granger Cause LST		0.93162	0.4096

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/07/21 Time: 12:14

Sample: 2014Q1 2020Q4

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LMC does not Granger Cause LMV5	26	2.01578	0.1582
LMV5 does not Granger Cause LMC		0.37489	0.6919
LTV does not Granger Cause LMV5	26	0.54090	0.5901
LMV5 does not Granger Cause LTV		1.12542	0.3433
LST does not Granger Cause LMV5	26	0.27395	0.7630
LMV5 does not Granger Cause LST		0.99811	0.3854
LTV does not Granger Cause LMC	26	1.56901	0.2317
LMC does not Granger Cause LTV		0.84680	0.4429
LST does not Granger Cause LMC	26	1.56394	0.2327
LMC does not Granger Cause LST		0.91263	0.4168
LST does not Granger Cause LTV	26	0.86806	0.4343
LTV does not Granger Cause LST		0.93162	0.4096

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/07/21 Time: 12:15

Sample: 2014Q1 2020Q4

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LMC does not Granger Cause LMV6	26	0.64625	0.5341
LMV6 does not Granger Cause LMC		2.43280	0.1121
LTV does not Granger Cause LMV6	26	0.34229	0.7140
LMV6 does not Granger Cause LTV		3.54943	0.0470
LST does not Granger Cause LMV6	26	0.16640	0.8478
LMV6 does not Granger Cause LST		2.39330	0.1158
LTV does not Granger Cause LMC	26	1.56901	0.2317
LMC does not Granger Cause LTV		0.84680	0.4429
LST does not Granger Cause LMC	26	1.56394	0.2327
LMC does not Granger Cause LST		0.91263	0.4168
LST does not Granger Cause LTV	26	0.86806	0.4343
LTV does not Granger Cause LST		0.93162	0.4096

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/07/21 Time: 12:54

Sample: 2014Q1 2020Q4

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LMC does not Granger Cause LMV7	26	5.02430	0.0165
LMV7 does not Granger Cause LMC		0.16164	0.8518
LTV does not Granger Cause LMV7	26	2.11321	0.1458
LMV7 does not Granger Cause LTV		0.29047	0.7509
LST does not Granger Cause LMV7	26	0.53191	0.5952
LMV7 does not Granger Cause LST		0.12744	0.8810
LTV does not Granger Cause LMC	26	1.56901	0.2317
LMC does not Granger Cause LTV		0.84680	0.4429
LST does not Granger Cause LMC	26	1.56394	0.2327
LMC does not Granger Cause LST		0.91263	0.4168
LST does not Granger Cause LTV	26	0.86806	0.4343
LTV does not Granger Cause LST		0.93162	0.4096

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/07/21 Time: 13:03

Sample: 2014Q1 2020Q4

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LMC does not Granger Cause LMV8	26	0.76863	0.4763
LMV8 does not Granger Cause LMC		0.35498	0.7053
LTV does not Granger Cause LMV8	26	3.80145	0.0390
LMV8 does not Granger Cause LTV		0.62121	0.5469
LST does not Granger Cause LMV8	26	4.31702	0.0269
LMV8 does not Granger Cause LST		1.12549	0.3433
LTV does not Granger Cause LMC	26	1.56901	0.2317
LMC does not Granger Cause LTV		0.84680	0.4429
LST does not Granger Cause LMC	26	1.56394	0.2327
LMC does not Granger Cause LST		0.91263	0.4168
LST does not Granger Cause LTV	26	0.86806	0.4343
LTV does not Granger Cause LST		0.93162	0.4096

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/07/21 Time: 13:01

Sample: 2014Q1 2020Q4

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LMC does not Granger Cause LMV9	26	1.96127	0.1656
LMV9 does not Granger Cause LMC		0.29119	0.7503
LTV does not Granger Cause LMV9	26	0.95528	0.4008
LMV9 does not Granger Cause LTV		0.43039	0.6559
LST does not Granger Cause LMV9	26	0.35189	0.7074
LMV9 does not Granger Cause LST		0.37557	0.6914
LTV does not Granger Cause LMC	26	1.56901	0.2317
LMC does not Granger Cause LTV		0.84680	0.4429
LST does not Granger Cause LMC	26	1.56394	0.2327
LMC does not Granger Cause LST		0.91263	0.4168
LST does not Granger Cause LTV	26	0.86806	0.4343
LTV does not Granger Cause LST		0.93162	0.4096

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/06/21 Time: 09:51

Sample: 2014Q1 2020Q4

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LMC does not Granger Cause LMV10	26	2.45206	0.1104
LMV10 does not Granger Cause LMC		0.12630	0.8820
LTV does not Granger Cause LMV10	26	3.64737	0.0437
LMV10 does not Granger Cause LTV		0.32072	0.7291
LST does not Granger Cause LMV10	26	7.00211	0.0047
LMV10 does not Granger Cause LST		0.75957	0.4803
LTV does not Granger Cause LMC	26	1.56901	0.2317
LMC does not Granger Cause LTV		0.84680	0.4429
LST does not Granger Cause LMC	26	1.56394	0.2327
LMC does not Granger Cause LST		0.91263	0.4168
LST does not Granger Cause LTV	26	0.86806	0.4343
LTV does not Granger Cause LST		0.93162	0.4096