

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة أبي بكر بلقايد - تلمسان -

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير



أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية

تخصص نقود، بنوك ومالية

فعالية الأسواق المالية في الدول النامية

—دراسة قياسية—

إعداد الطالب :

بن اعمر بن حاسين .

تحت إشراف :

الأستاذ الدكتور بن بوزيان محمد

لجنة المناقشة :

أ.د بلمقدم مصطفى	أستاذ التعليم العالي	جامعة تلمسان	رئيسا
أ.د بن بوزيان محمد	أستاذ التعليم العالي	جامعة تلمسان	مشرفا
أ.د كرزابي عبد اللطيف	أستاذ التعليم العالي	جامعة تلمسان	ممتحنا
د.بن سعيد محمد	أستاذ محاضر	جامعة سيدي بلعباس	ممتحنا
د.زروقي إبراهيم	أستاذ محاضر	جامعة سعيدة	ممتحنا
د.مختاري فيصل	أستاذ محاضر	جامعة معسكر	ممتحنا

السنة الجامعية: 2012-2013

شكر و تقدير

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على أشرف المرسلين-

يسعدني أن أتقدم بالشكر والتقدير للأستاذ الدكتور محمد بن بوزيان الذي وافق وأشرف على هذا الموضوع-

وأقدم بأسمى معاني التقدير للأساتذة الأفاضل الذين تحملوا عبء قراءة ومناقشة هذه الأطروحة-

شكرا

قائمة الأشكال .	
قائمة الجداول .	
المقدمة العامة .	
الفصل الأول : دراسة نظرية للسوق المالية	01.....
المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية
02.....	
المطلب الأول : مفهوم التمويل و أهميته
02.....	
1 – تعريف	
02.....	
التمويل.....	
2- أهميته
03	
المطلب الثاني : مفهوم الاستثمار و مجالاته
04	
1 – تعريف	
04.....	
الاستثمار.....	
2 – مجالات الاستثمار	
07.....	
المطلب الثالث : مفهوم الأسواق المالية و مكوناتها
09	
1 – تعريف	
09.....	
السوق.....	

2 — مكونات الأسواق المالية 11

المبحث الثاني : المشتقات المالية

28

المطلب الأول : مفهوم العقود المستقبلية و خصائصها

30

1 — تعريف العقود

المستقبلية..... 30.....

2 — خصائصها

30

المطلب الثاني : مفهوم العقود الاختيارية و خصائصها

31

1 — تعريف العقود

الاختيارية..... 31.....

2 — خصائصها

32.....

المطلب الثالث : مفهوم العقود المبادلات و أهميتها

32

1 — تعريف العقود المبادلات 33.....

2- أهميتها.....

33..

المبحث الثالث : طبيعة عمليات سوق الأوراق المالية 34

المطلب الأول : الوسطاء المتعاملون بالسوق 34

1 — الوسطاء بالسوق..... 34.....

2 — المتعاملون بالسوق 38..

المطلب الثاني : العمليات سوق الأوراق المالية	39
1 _ العمليات العاجلة.....	39
2 _ العمليات الآجلة	40
المطلب الثالث : مفهوم أوامر سوق الأوراق المالية و أنواعها	41
1 _ تعريف أوامر البورصة.....	41
2 - أنواع أوامر البورصة	42
المبحث الرابع : تقييم و أساليب تحديد الأسعار في سوق الأوراق المالية.....	46
المطلب الأول : تقييم الأوراق المالية و مخاطر استثمارها	46
المطلب الثاني : طرق تسعيرة الأوراق المالية	60
المطلب الثالث : مؤشرات البورصة	61
الفصل الثاني : كفاءة سوق الأوراق المالية.....	67
المبحث الأول : ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية	68
المطلب الأول : مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية مقوماتها و أساليب قياس السوق الكفاء.....	68
1 _ تعريفها.....	68
2 _ مقوماتها	69
3 _ أساليب قياس فرضية السوق الكفاء.....	71
المطلب الثاني : صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية	74
1 _ فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة	76
2 _ فرضية الصيغة المتوسطة القوة	76

3 — فرضية الصيغة القوية

76.....

المبحث الثاني: المعلومات و كفاءة الأسواق 83.....

المطلب الاول — تعريف المعلومات 84.....

المطلب الثاني — تحليل المع 90

المطلب الثالث دور وأثر المعلومات في سوق الأوراق

المالية 106.....

1- دور المعلومات في سوق الأوراق المالية 106.....

2- أثر عدم تماثل المعلومات 108

المبحث الثالث : نظرية المحفظة المالية و أداء الأسواق 109.....

المطلب الأول : مفهوم إدارة محفظة الأوراق المالية أسسها و أهدافها 110.....

1 — تعريف محفظة الأوراق المالية

110

2 — أسس محفظة الأوراق المالية 111.....

3 — أهداف محفظة الأوراق المالية 112.....

المطلب الثاني : عائدة و مخاطرة محفظة الأوراق المالية , سياستها و تقييم أدائها

113....

1 — عائد محفظة الأوراق المالية

113.....

2 — مخاطرة محفظة الأوراق المالية

116.....

3 — العلاقة بين العائد و المخاطرة .

120.....

4 — سياسة و إستراتيجية محفظة الأوراق المالية .

122.....

5 — تقييم أداء محفظة الأوراق المالية

125.....

131..... الفصل الثالث : تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية.....

المبحث الأول : أسواق الأوراق المالية و تحديات التحرير المالي في الدول النامية

132.....

المطلب الأول : التحرير المالي و إمكانية التعرض لأزمات مفاجئة

132.....

1 — مفهوم التحرير المالي و أهميته

132

2 — حالة خروج رؤوس الأموال بصورة مفاجئة

134

3 — زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى الدولة

المضيفة..... 135.....

4 — هروب رؤوس الأموال للدول النامية إلى الخارج

135

137 المطلب الثاني : انضمام بعض الدول النامية إلى الاتفاقية العامة لتحرير الخدمات ...

1 — التزامات الدول النامية في إطار الاتفاقية

138.....

2 — آثار الاتفاقية العامة لتحرير الخدمات على الأسواق المالية

142

143..... المبحث الثاني : الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية في الدول النامية

145..... المطلب الأول : بورصات لمجموعة الدول ذات درجة كالايفتاج و المالية المرتفعة.....

1 — سوق البحرين للأوراق المالية

145

.....	2 – سوق السعودي للأوراق المالية	147
.....	3 – سوق مسقط للأوراق المالية	148
	4 – سوق الكويت للأوراق المالية	149
	5 – سوق الإمارات العربية للأوراق المالية	150
	6 – سوق دبي المالي	151
	7 – سوق أبوظبي للأوراق المالية	152
	8 – سوق الدوحة للأوراق المالية	152
	<u>المطلب الثاني</u> : بورصات لمجموعة الدول ذات درجة الانفتاح المتوسطة و المنخفضة	153...
	1 – بورصة عمان	153
	2 – بورصة مصر	154
	3 – بورصة المغرب	155
	4 – بورصة تونس	157

الجزائر.....160

المبحث الثالث: أساسيات بناء سوق الأوراق المالية و أهم معوقات نموها في الدول

النامية.....162

المطلب الأول: أساسيات بناء سوق الأوراق المالية في الدول النامية

162

1 — الطاقة الاستيعابية.....

163

2 — المناخ الاستثماري.

164.....

3 — حرية انتقال

الأموال.....166

4 — الأجهزة و المؤسسات المالية

166.....

5 — استقرار أسعار الصرف

167.....

المطلب الثاني: المعوقات التي تواجه سوق الأوراق المالية في الدول النامية

167.....

1 — المعوقات التشريعية

168.....

2 — المعوقات الهيكلية

169.....

المبحث الرابع تقييم كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية.....170

المطلب الأول معطيات الدراسة والمنهجية المتبعة.....170

المطلب الثاني اختبار فرضية التوزيع الطبيعي لحركية

الأسعار.....171

176.....	المطلب الثالث اختبار فرضية الجذور الأحادية وعلاقات التكامل التزامن
198.....	خاتمة الفصل الثالث
199.....	الخاتمة العامة
202.....	المراجع
	الملاحق

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
03	الوساطة المالية	1- 1
11	مكونات سوق المال	2- 1
20	مفهوم جوانب سوق الأوراق المالية	3- 1
22	أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد القومي	4- 1
37	مجموع الخدمات التكميلية التي يقدمها السمسار في البورصة	5- 1
43	أنواع أوامر المستثمر في سوق الأوراق المالية	6- 1
63	كيفية بناء المؤشر	7- 1
75	فرضيات الصيغ الثلاثة للكفاءة السوقية	1- 2
85	معالجة البيانات	2- 2
119	تأثير التنويع على مخاطر المحفظ	3- 2

قائمة الجداول :

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
81	كفاءة السوق	(1-2)
87	خصائص المعلومات	(2-2)
172	اختبار فرضية التوزيع الطبيعي للسلاسل الزمنية	(1-3)
177	اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لبورصة عمان	(2-3)
178	اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية لبورصة عمان	(3-3)
179	اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لبورصة تونس	(4-3)
180	اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية لبورصة تونس	(5-3)
181	اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لبورصة السعودية	(6-3)
182	اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لبورصة المغرب	(7-3)
183	اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية لبورصة المغرب	(8-3)
184	اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لبورصة مصر	(9-3)
185	اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية لبورصة مصر	(10-3)
186	اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لبورصة الكويت	(11-3)
187	اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية لبورصة الكويت	(12-3)
188	اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية لبورصة	(13-3)

	الكويت	
189	اختبار استقرارية للسلاسل الزمنية البحريــــن	(14-3)
190	اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية البحرين	(15-3)
192	اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لبورصة دبي	(16-3)
193	اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية لبورصة دبي	(17-3)
194	اختبار التكامل المتزامن	(18-3)

المقدمة العامّة

مقدمة عامة

يحتل النظام الرأسمالي مكانة عالمية بعد انهيار النظام الاشتراكي، مما أدى إلى موجة كبيرة من التحرر الاقتصادي وما واكبها من تطورات تمثلت في الخصوصية التي سادت البلدان النامية منذ الثمانينات، مما نجم عنه التقليل من الاعتماد على القطاع العام والتخطيط المركزي في كافة المجالات الاقتصادية فقيل سيادة النظام الرأسمالي، كانت المجالات التمويلية تعتمد بصفة أساسية على الميزانية الحكومية وعلى الفوائد التي تحققها شركات القطاع العام بوصف القطاع المسيطر في النظام الاشتراكي، مما لا يترك مجال للدور الذي يمكن أن تلعبه الأسواق المالية في التنمية.

إن نشأة الأسواق المالية ارتبطت بظروف واحتياجات التطور الاقتصادي للدول الموجودة فيها وعرفت هذه الأسواق المالية تطورا كبيرا خلال فترة السبعينات والثمانينات وكانت للتغيرات الهيكلية المرتبطة بالفلسفة الإصلاحية لبعض الدول الصناعية المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا الفضل في تطوير اقتصاديات محلية فيها مما نجم عنه إدماجها في الأسواق الدولية الأخرى وخاصة في الدول النامية.

من المعلوم أن الأسواق المالية ليست بالأسواق الحديثة بل ترجع إلى الماضي البعيد إلا أنها لم تأخذ شكلها النهائي الذي تعرفه اليوم إلا بمرور الوقت حيث مرت بمراحل كثيرة ومتعددة حتى أصبحت اليوم تشكل عصب الحياة المالية في الدول المتقدمة التي أعطتها أهمية أساسية، الشيء الذي جعلها أداة فعالة في خلق التوازن الاقتصادي بين العرض والطلب.

مقدمة عامة

وبالتالي فإن الأسواق المالية هي الركيزة الأساسية للنهوض بالاقتصاد العالمي. وعلى البلدان النامية أن تحصل على تطور وتنمية الأسواق المالية، إذا أرادت أن تسير الركب الحضاري أو أن تلحق بالدول المتقدمة وقد لوحظ في السنوات الأخيرة مدى تزايد اهتمام الدول النامية بتنمية أسواقها المالية، بفعل إدراكها الدور الذي يمكن أن تلعبه في تنميتها الاقتصادية.

إن تعداد أو تنوع مزايا الأسواق المالية لا يمكن القول أن كل الأسواق المالية في مختلف الاقتصاديات تتسم بنفس الدرجة من الكفاءة في ترشيد المواد المالية، فما تؤديه سوق مالية على درجة كبيرة من الكفاءة والتنظيم من أدوار في الحياة الاقتصادية لا يمكن مقارنتها بمستوى الدور الذي تؤديه الأسواق المالية الناشئة، والتي لا تزال في المراحل الأولى على مسار التنمية الاقتصادية

ومع ذلك أصبحت مسألة زيادة الرفاه الاقتصادي من خلال تبني خيار التمويل عن طريق الأسواق المالية تتوقف على الكفاءة السوقية ودورها في تنمية وتخصيص الاستثمارات.

لا يمكن أن تؤدي السوق المالية الدور الفعال بها إلا إذا توفرت على مقومات الكفاءة التي تسهم في التقييم للشركات المدرجة الذي يتم بناء عليه اتخاذ القرار الاستثماري كمجموعة عن تحليل للمعلومات المتوفرة والبيانات المتاحة للمستثمرين.

ومن هذا المنطلق فإن واقع الأسواق في الدول النامية يتبين أنه يواجه عدة صعوبات وعراقيل تقلل من قدرة هذه الأسواق على القيام بدورها الرئيسي، المتمثل في تجميع المدخرات وتحويلها إلى

مقدمة عامة

الاستثمارات الجديدة، مما ينعكس على التنمية الاقتصادية فيها، ويؤدي إلى الرفع من المستوى المعيشي للأفراد وتحقيق الرفاهية للمجتمع.

1. إشكالية الدراسة:

انطلاقاً من واقع الأسواق المالية، فإن هذا من شأنه أن يجعل السوق المالية تعمل بوظيفة التخصيص الكفء للموارد المالية، ومن جهة أخرى يمكن لآليات كفاءة السوق أن تنعكس إيجابياً في تحسين آلية تخصيص ونمو الاستثمارات في موجودها المالية، ومدى تأثيرها على دفع عجلة التنمية الاقتصادية.

وبناء على المعطيات السابقة يمكن صياغة الإشكالية التي يعالجها هذا البحث على النحو

التالي:

هل تعتبر الأسواق المالية في الدول النامية فعالة؟ وما هي متطلبات تفعيلها؟

ويتفرع هذا السؤال إلى الأسئلة الجزئية التالية:

1. ماهية الأسواق المالية؟.

2. إلى أي مدى تنعكس كفاءة الأسواق المالية على التطور الاقتصادي للدول؟.

مقدمة عامة

3. ما هي آفاق الأسواق في الدول النامية؟ وما هي الاستراتيجيات الواجب إتباعها من

طرف هذه الدول لتفعيل أسواقها المالية سواء من حيث تعبئة المدخرات أو من حيث

توظيفها توظيفا كفتا؟.

4. كيف هو أداء الاسواق المالية في الدول النامية؟.

لقد استوعبت الدول النامية مؤخرًا أهمية وجود هذه الأسواق في اقتصادياتها بعد أن لاحظت

كفاءة الأسواق المالية في الدول المتقدمة التي قطعت شوطًا بعيدًا في هذا المجال حيث تتميز بوجود نظم

قوية وفعالة للمعلومات تتيح للمتعاملين معلومات تتعلق بالشركات التي يرغب في شراء أسهمها وتعلق

أيضًا بالسوق نفسها والتطبيق الواسع للتقنيات المتطورة للإعلام والاتصال وما يترتب عليها من إمكانية

معالجة حجم أكبر من المعاملات في تلك الأسواق المالية والقدرة على نقل التطورات فيها بشكل أسرع

واستجابة أكثر للمعلومات الجديدة مع ربط الأسواق التي تقع في مناطق مختلفة مما أسهم في اختفاء

أوجه التفاوت والتمييز بين الأسواق المحلية وزيادة درجة التكامل بين المراكز المالية الدولية.

إن كفاءة الأسواق المالية في الدول المتقدمة تمثل حافزًا قويًا للدول النامية نظرًا لعولمة ظاهرة

تقنيات الإعلام والاتصال وإمكانية إقرار نظم فعالة ومتقدمة.

وبالإضافة إلى هذا إن نجاح الأسواق المالية في الدول النامية تتطلب توفر ما يلي:

1. إن رفع الكفاءة المعلوماتية للسوق تؤدي إلى رفع وتطور كفاءة الأسواق المالية في

الدول النامية.

مقدمة عامة

2. لتفعيل الأسواق المالية في الدول النامية يتطلب وجود المناخ الاستثماري وتوفير الشفافية

بالإضافة إلى وجود عدد من الأوراق المالية المطروحة في السوق.

2. أهمية الدراسة:

تكمن أهمية هذه الدراسة في إعطاء رؤية علمية في إطار متكامل من التطورات النظرية والتطبيقية التي تبين الفعالية الاقتصادية لإقامة الأسواق المالية في البلدان النامية مع توضيح شروطها التي تؤدي إلى فعاليتها.

فالسوق هو بمثابة وسيلة فعالة لجذب الاستثمارات وتعبئة المدخرات لمواجهة الطلب التمويلي الذي يبلي احتياجات قطاع الأعمال والمستثمرين في إقامة المشروعات الاقتصادية وبالتالي إقامة تنمية اقتصادية وأيضاً تعميق المفاهيم بأسواق مالية من خلال دراسة الآليات التي تعتمد عليها الأسواق المتطورة.

3. أهداف الدراسة:

تعتبر التنمية الهدف الأساسي لكل الدول النامية والمتقدمة على حد سواء ، غير أن هذا الهدف يحتاج إلى قنوات لجلب التمويل وبالتالي فالأسواق المالية تمثل عنصر أساسي يستطيع أن يلعب دوراً إيجابياً في التمويل الاقتصادي .

مقدمة عامة

4. أسباب اختيار الموضوع:

تتمثل أسباب اختيار موضوع البحث المعنون بفعالية الأسواق المالية في الدول النامية فيما

يلي:

- اعتبار الأسواق المالية معيار أساسي للتطور الاقتصادي.
- اعتبار الأسواق المالية أداة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية.
- قلة البحوث المقدمة في الموضوع نتيجة لحدائته.
- إن هذا الموضوع يندرج ضمن مجال التخصص وهو: نقود، بنوك ومالية.

5. منهج الدراسة:

المنهجية المتبعة في الدراسة تتمثل في المنهج الوصفي في الجانب النظري المتبع في الدراسات الاقتصادية المتعلقة بتقديم السوق المالي بشكل عام ودوره في تمويل النشاط الاقتصادي، ثم يكون تحليلاً للواقع الاقتصادي لتبيان كفاءة هذه الأسواق في الجانب التطبيقي مدعماً بدراسة قياسية.

6. الدراسات السابقة:

ونحن بصدد إعداد هذا الموضوع، تم الاطلاع على بعض الرسائل التي تناولته وهي أساساً:
الجودي صاطوري: أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة عبارة عن رسالة دكتوراه في حالة الجزائر، علوم التسيير فرع مالية بالمدرسة العليا للتجارة بالجزائر سنة 2006، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول مدى تأثير كفاءة تسوق رأس المال على الاستثمار في

مقدمة عامة

الأوراق المالية؟ وما هي متطلبات تحقيق الكفاءة على النحو الذي يؤدي إلى التخصيص الكفء

للاستثمار في الأوراق المالية ويساهم في تنميتها؟

وقد قسم الباحث رسالته إلى أربعة أبواب، حيث تناول كل من الباب الأول، الثاني

والثالث القاعدة النظرية للموضوع من خلال ثمانية فصول.

فتناول الباب الأول: دور ومكانة سوق رأس المال في السوق التمويلية ويحتوي على فصلين

وهما الفصل الأول: السوق التمويلية والفصل الثاني: هيكل وتنظيم سوق رأس المال. أما الباب الثاني:

الاستثمار في الأوراق المالية وتسيير المحافظ ويحتوي على فصلين هما: مبادئ وأسس الاستثمار في

الأوراق المالية والفصل الرابع تسيير المحافظ وتقييم أدائها في سوق الأوراق المالية.

الباب الثالث: تقييم الأوراق المالية وأثر كفاءة السوق على الاستثمار في الأوراق المالية

ويحتوي أيضا على الفصل الخامس والسادس وهما الفصل الخامس: تقييم وتحليل الأوراق المالية والفصل

السادس: كفاءة السوق وأثرها على تنمية وتخصيص الاستثمارات في الأوراق المالية، أما الباب الرابع

يحتوي على الفصل السابع والثامن قد تناول القاعدة التطبيقية فالباب الرابع هو متطلبات كفاءة سوق

رأس المال وأثرها على الاستثمار في الأوراق المالية في الجزائر، فالفصل الرابع هو سوق رأس المال

بالجزائر والفصل الثامن هو واقع ومتطلبات تحقيق كفاءة سوق رأس المال لتنشيط في الأوراق المالية في

الجزائر.

مقدمة عامة

ورغم النقائص التي احتواها هذا البحث والتي لا يخلو منها أي بحث في هذا المجال، إلا أنها تبقى من الدراسات القليلة في الجزائر باعتبار حداثة الموضوع وخاصة في الجزائر، حيث قام بتبيين مفاهيم حول سوق المال وكفاءة السوق وأثرها على تنمية وتخصيص الاستثمار في الأوراق المالية.

محمد براق: بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر. عبارة عن رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، مقدمة بمعهد العلوم الاقتصادية بجامعة الجزائر سنة 1999، حيث تدور إشكالية هذا البحث في: هل يمكن أن تكون بورصة القيم المتداولة بالجزائر كفاءة في الوضع الحالي على أن ينتظر منها تقديم مساهمة مهمة لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية وذلك بالتمويل الجيد لمختلف المشاريع المفيدة كما هي في الدول المتقدمة؟ وقد قسم الباحث رسالته إلى أربعة أبواب منها اثنان نظريان واثنان في الجانب التطبيقي.

فالباب الأول: معالم التنمية وطرق تمويلها والباب الثاني تناول فيه مفاهيم عامة لبورصات القيم المتداولة ومختلف آلياتها.

أما الباب الثالث: واقع التنمية وتجربة بورصات القيم المتداولة في العالم والباب الرابع واقع التنمية بالجزائر وبورصة القيم المتداولة.

تمت هذه الرسالة قبل بداية عمل بورصة الجزائر لنشاطها رغم أن فكرة إنشاء بورصة الجزائر في سنة 1987 بعد أزمة 1986 بالجزائر، فإنه لم يكن بوسع الباحث إثبات مدى مساهمة

مقدمة عامة

الجزائر في التنمية من الجانب التطبيقي ويعتبر هذا البحث من أهم الأبحاث الأكاديمية التي تناولت هذه المواضيع.

محموظ جبار: البورصة التسيير وخصوصة المؤسسات العمومية - دراسة حالة دول إتحاد

المغرب العربي، عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة بمعهد العلوم الاقتصادية بجامعة فرحات عباس - سطيف سنة 1997، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول مدة كفاية خصوصة المؤسسات العمومية؟ المغاربية وتدعيم رأس مالها الخاص بطريقة شفافة كما هو الحال عند تسجيلها في البورصة.

وقد قسم الباحث رسالته إلى قسمين، حيث تناول القسم الأول الجانب النظري للموضوع

من خلال الأبواب الثلاثة، فتناول الباب الأول عموميات حول البورصة، أما الباب الثاني، تنظيم وإدارة وتقنيات البورصة أما الباب الثالث فتناول فيه خصوصة المؤسسات والتسيير.

أما القسم الثاني يحتوي على باب واحد وهو الباب الرابع الذي تناول فيه دراسة حالة دول

إتحاد المغرب العربي كل من تونس، المغرب والجزائر.

نظرا لنقص المراجع والانترنت إلا أن الباحث قام بوصف مكانة البورصة في تحسين وكفاءة

المؤسسات وخصوصتها.

7- محتويات الدراسة:

من أجل الإحاطة بكل جوانب دراستنا هذه و الموسومة بعنوان فعالية الأسواق المالية في

الدول النامية ، ارتأينا تقسيمها إلى ثلاثة فصول، فصلين منها تخص الجانب النظري.

مقدمة عامة

حيث يتطرق الفصل الأول إلى الجوانب النظرية والفنية لأسواق المالية مبرزاً مفاهيم وطبيعة عمليات سوق الأوراق المالية ، بالإضافة إلى تقييم وأساليب تحديد الأسعار في البورصة. ويتعلق الفصل الثاني بكفاءة سوق الأوراق المالية مبرزاً مفاهيم وصيغ ودور المعلومات في كفاءة سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى مفاهيم نظرية المحفظة وكيفية أدائها في السوق. أما الفصل الثالث فيتعرض إلى واقع أسواق الأوراق المالية في الدول النامية بالتركيز على البورصات وتحديات التحرير المالي بالإضافة إلى التطرق للإطار النظري لأسواق الأوراق المالية في الدول النامية ثم إلى أساسيات بناء سوق الأوراق المالية وأهم معوقات نموها في الدول النامية، ثم التطرق إلى تقييم أداء الاسواق المالية في الدول النامية بالاعتماد على النماذج القياسية واختبار الفرضيات.

الفصل الأول

دراسة نظرية للسوق المالي

المقدمة :

تلعب الأسواق المالية دورا هاما في توفير الموارد التمويلية للمشروعات الاستثمارية التي هي في حالة عجز مالي مع إيجاد قروض متاحة للتوظيف الفعال للموارد المالية و فائضه لدى أطراف الشيء الذي يؤدي إلى استمرارية تطور الاقتصاد الرأسمالي و تعاضم قدراته الإنتاجية و اتساع تأثير المنافسة و آلية السوق و تزايد الاحتياجات لتعزيز فعالية أدوات تعبئة المدخرات ورفع كفاءة استخدام الموارد المتاحة و بالتالي دفع عجلة التنمية الاقتصادية .

نتيجة الأهمية التي تحتلها الأسواق المالية يتوجب علينا في هذا الفصل دراسة العموميات الأساسية لأسواق المالية أو التمويلية , تمكن البلدان النامية في حالة تطورها من دفع عجلة التنمية و هذا ما فرض علينا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث, نتناول في المبحث الأول ماهية الأسواق المالية أما في البحث الثاني نتطرق فيه إلى ماهية المشتقات المالية أما المبحث الثالث نستعرض فيه طبيعة عمليات سوق الأوراق المالية و في المبحث الرابع والأخير سنتناول تقييم أساليب تحديد الأسعار في البورصة .

المبحث الأول: ماهية الأسواق التمويلية

المطلب الأول: مكانة الأسواق التمويلية بالأسواق الأخرى :

1- مفهوم التمويل وأهميته:

أ. تعريف التمويل:

اختلفت الآراء حول تعريف التمويل فالبعض يعرف التمويل بوصف أعمال المدير المالي والبعض الآخر يركز على الجانب النقدي لوظيفة التمويل حيث يمكن تعريف التمويل كما يلي:

التمويل هو كافة الأعمال التنفيذية التي يترتب عليها للحصول على النقدية واستثمارها في عمليات مختلفة لكي تساعد على تعظيم قيمة النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلاً.¹

ويعرف التمويل أيضاً هو تلك الوظيفة الإدارية في أي شركة التي تختص بعمليات التخطيط للأموال والحصول عليها من مصدر التمويل المناسب لتوفير الاحتياطات اللازمة لأداء أنشطة المؤسسة المختلفة بما يساعد على تحقيق أهدافها، وتحقيق التوازن بين الرغبات المتعارضة

¹ - د. محمد عثمان إسماعيل حميد: أساسيات ومبادئ التمويل والإدارة المالية في منظمات الأعمال، دار النهضة العربية سنة 2005 - 2006 ص: 16-17

للفئات المؤشرة في نجاح واستمرار المؤسسة والتي تشمل المستثمرين والعمال والمديرين والدولة والمستهلكين.¹

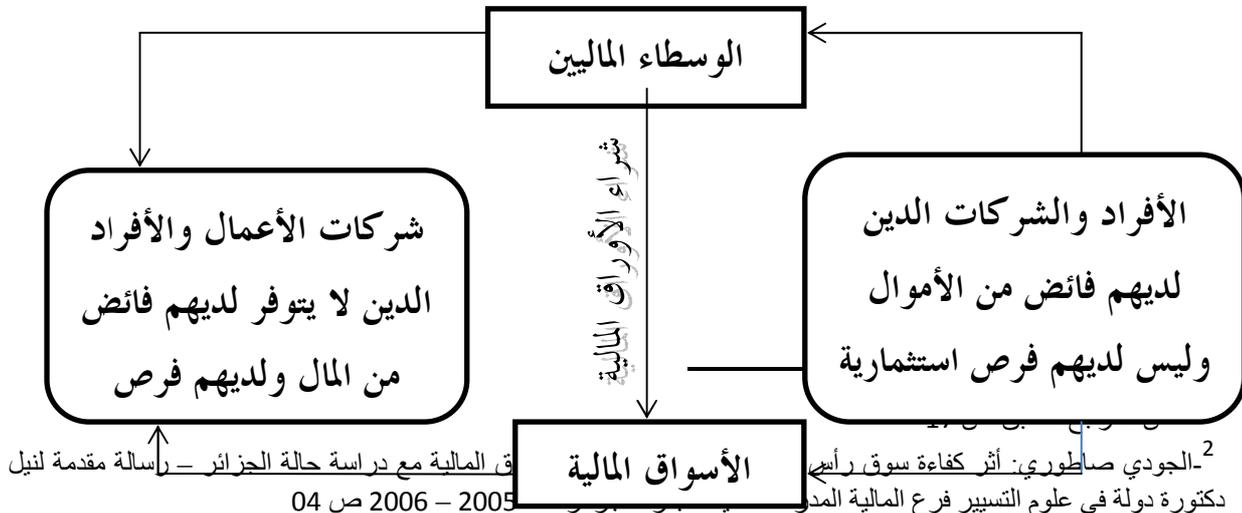
وقد عرف ذلك بأنه مختلف الأنشطة التي تتضمن مختلف الأعمال التي تقوم بها المؤسسات والأفراد للحصول على النقدية اللازمة للوفاء بالالتزامات المستحقة للغير في مواعيد استحقاقها² ومن خلال هذه التعاريف نستنتج أن الغاية من التمويل هو تغطية الاحتياجات المالية لمختلف الأعوان الاقتصادية من مؤسسات وعائلات وحكومة.

ب. أهمية التمويل:

تتبين أهمية التمويل في تحويل الموارد المالية الفائضة من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجز مالي ولها فرص الاستثمارية كما يوضح الشكل التالي:

الشكل (1-1) : الوساطة المالية.

تمويل غير مباشر



تمويل مباشر

المصدر رقم 01 : د. البدوي عبد الحافظ: إدارة الأسواق والمؤسسات المالية: توزيع دار الفكر العربي

القاهرة. سنة 1999: ص: 33

بحيث أن الشكل يوضح ان كل من التمويل المباشر (ويعني به العلاقة المباشرة بين المدخر والمستثمر) والتمويل غير المباشر (ويعني بها طريقة من طرق التمويل الخارجي يتم من خلال وجود الوسطاء الماليين سواء كانت مالية أو غير مالية) يقدم خدماته الى وحدات العجز بالحصول على الاموال من مختلف مصادرها بكفاءة وبكلفة أقل. أما بالنسبة لوحدات الفائض فإنها تستفيد من آلية السوق لكونها الوسيلة التي تقدم خدمات ادخارية واستثمارية في آن واحد من خلال أدوات الملكية والمديونية.

وتتمثل أهمية التمويل بالنسبة للوحدات الاقتصادية في الآتي:¹

- تحقيق النمو الاقتصادي والاجتماعي بما يساهم في تحقيق التنمية الشاملة.
- زيادة وتعظيم العائد الذي يحصل عليه المساهمين اصحاب فائض وذلك من خلال العمل على توجيه الموارد المالية نحو مجالات الاستخدام التي تزيد من الارباح.
- يعمل التمويل بتوفير المبالغ النقدية الأزمة للوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي.

1- د. الجودي صاطوري: مرجع سابق ذكره ص: 04

2- مفهوم الاستثمار ومكوناته:

أ. تعريف الاستثمار:

بما ان للاستثمار علاقة وثيقة بالادخار فالادخار هو اساس الاستثمار وبما أن هذا الأخير يتوقف على الاستهلاك فللاستثمار علاقة ايضا بالاستهلاك وهذه المتغيرات هي اساس علم الاقتصاد ومنه نقول ان مفهوم الاستثمار يستمد من اصول علم الاقتصاد.

ومنه يمكن تعريفه هو تضحية بقيم (مبالغ) حالية مؤكدة في سبيل الحصول على قيم اكبر غير مؤكدة في المستقبل.¹

كما يقصد بالاستثمار "التخلي عن أمواله يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة ولفترة من الزمن بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلا تعوضه عن القيمة الحالية. وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم مع توفير عائد معقول مقابل تحمل المخاطر المتعلقة باحتمال عدم تحقق هذه التدفقات".²

ومن خلال هذين التعريفين يمكن استخراج العناصر الاساسية التي تصاحب عملية الاستثمار وهي:

-توقع الحصول على قيم اكبر مستقبلا مما يعني انتظار عائد من الاستثمار.

-العائد المنتظر وهو ليس مؤكد حيث تصاحبه درجة من عدم التأكد التي تشير الى المخاطرة

وهذا العنصر له اهمية خاصة في عملية الاستثمار حيث يعتبر اساس التفرقة بين مفهوم

1- د. الجودي صاطوري: مرجع سابق ذكره ص 04.

2- د. سعيد توفيق عيد ود. نادية أبو فخر: الأسواق والمؤسسات المالية: مطبعة دار السلام. سنة 2003 ص 13.

الاستثمار ومفهوم الادخار فالادخار وان كان خطوة اساسية نحو الاستثمار الا انه لا يعمل
درجة عدم التأكد.¹

-التضحية بقيم حالية او مبالغ في الوقت الحالي.

ويبين الاقتصاديين معيار القيمة الزمنية للنقود كونه يمثل بعدا شموليا لمفهوم الاستثمار
وكذلك مدى توفر نظام كفو للمعلومات قابل للتغير بهدف تصحيح القرارات.

إن هذه الاعتبارات تحكمها مجموعة من المبادئ واجب مراعاتها من قبل مدير

الاستثمار عند اختيار مجال وإدارة الاستثمار وأهم هذه المبادئ هي:²

مبدأ الاختيار: يعني أن المستثمر الرشيد يبحث عن فرص متعددة لتوفير مرونة اكبر

للاختيار المناسب للفرصة الاستثمارية.

مبدأ المقارنة: يعني أن المفاضلة بين البدائل المختارة ومجالها المناسب هو جوهر مبدأ

المقارنة وتأخذ المقارنة صور متعددة الاكثر استخداما هو التحليل المالي إما بشكل نسب مالية أو

متوسطات للأسعار أو معدلات العوائد، هذا المبدأ يعتمد بشكل كبير على درجة تفضيل المستثمر

للعائد والمخاطرة.

1- د. محمد مطر "إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية - المكتبة الوطنية عمان الأردن سنة 1993 ص 20.

2- د. أرشد فؤاد التميمي ود أسامة عزمي سلام: الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة - دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة
عمان الأردن سنة 2004 ص19

مبدأ الموازنة: يعتبر منحى التفضيل الاساس لتطبيق هذا المبدأ وشكل هذا المنحنى يتحدد بدخل المستثمر عمره وظيفته ومركزه الاجتماعي يشترط هذا المبدأ تحقيق الموازنة بين الامكانيات المالية والثقافية للمستثمر.

مبدأ توزيع الأخطار: يسعى المستثمر الى تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال توزيع موارده بين انواع مختارة من الاستثمارات سواء على أساس المجال أو أدوات الاستثمار. إن مبدأ توزيع الأخطار يعرف بأدبيات الاستثمار بالمحفظة.

ب. مجالات الاستثمار:

إن مفهوم الاستثمار يشمل عدد كبير من الانشطة فقد يتمثل الاستثمار مثلا في شهادات الإيداع، صناديق الاستثمار، الأسهم، المباني، الأراضي، العقارات... الخ سواء كانت داخل او خارج الوطن ومن هنا نستنتج ان مجال الاستثمار واسع فالمقصود هو نوع وطبيعة النشاط الذي توجه له الموال المستثمرة.

ويمكن تقسيم مجالات الاستثمار على أساس عدة معايير كالتالي:¹

- الاستثمارات المحلية.
- الاستثمارات الخارجية.
- الاستثمارات الحقيقية والمادية.
- الاستثمارات المالية.

¹ -R. fenendier et V. Koen « Marchés des capitaux et techniques financière – economica – Paris 1989 p19.

➤ الاستثمارات المحلية:

وتمثل الاستثمارات المحلية في الفرص الاستثمارية المتواجدة في السوق المحلي أي جميع الاموال المستثمرة داخل الدولة سواء كانت من قبل مؤسسات أو أفراد المهم أنهما تكون داخل حدود الدولة وذلك باختلاف ادوات الاستثمار المستخدمة وتحقيق الاستثمارات المحلية عائدا اجتماعيا يتمثل في القيمة المضافة للنتائج القومي .

➤ الاستثمارات الخارجية:

تعني الفرص الاستثمارية المتواجدة في السوق الاجنبي اي جميع الاموال المستثمرة خارج الدولة وقد تكون مباشرة او غير مباشرة .

إن الاستثمارات الخارجية توفر للمستثمر القدرة على اختيار الأدوات الاستثمارية ذات العائد المرتفع كما يمكن للمستثمر أن يوزع أخطار الاستثمار نظرا لتعدد ادوات الاستثمار المتاحة وكذا وجود الأسواق المنتظمة والمخصصة للتعامل بمختلف أدوات الاستثمار كأسواق للأوراق المالية، أسواق الذهب... الخ

➤ الاستثمارات الحقيقية أو المادية:

ويقصد بالاستثمار المادي او الحقيقي استخدام اي اصول التي لها كيان مادي ولها علاقة بالطبيعة والبيئة فالأصل المادي أو الحقيقي هو كل أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته وينشأ

عن استخدامه منفعة اقتصادية¹ إضافية عكس أصول المالية مثل أسهم والسندات ليس لهما كيان مادي فهما عبارة عن وثيقة تمثل السهم والسند في حد ذاته فتستنبط قيمتها من قيمة الأصول الحقيقية الموجودة بالمؤسسة.

ومنه أن الاستثمارات الحقيقية تتميز بنوع من الأمان مقارنة مع الاستثمارات الأخرى ولكن يبقى دائما عنصر المخاطرة موجود ولكن بأقل من الاستثمارات في الأصول المالية.

➤ الاستثمارات المالية:

هو كل حق ينشأ عن المعاملات المالية بين الأشخاص ويسمى هذا الحق بالأصل المالي الذي يتم تداوله في السوق المالي² لكن هذه الأصول المالية لا تعطي كاملها حق حيازة أصل الحقيقي وإنما المطالبة به ويتمثل للاستثمارات الحقيقية. فإن الاستثمارات المالية لا تنشأ عنها أي منفعة اقتصادية أو زيادة في الناتج القومي رغم الارتفاع الذي تعرفه أسعار الأوراق المالية وعليه فإن عملية الاستثمار هي عملية متكاملة لها أبعاد سامية ورؤية مستقبلية تحمل في طياتها كل المتغيرات والمستجدات وتتطلب اكتساب المهارات والخبرات الفاعلة بمرور الوقت والاحاطة بكل ما هو جديد ويبقى الاستثمار دائما هو الطريق الأكثر ضمانا وسلامة لتنمية المال.

3. مفهوم السوق المالية ومكوناتها:

أ. تعريف السوق المالية:

1- د. محمد صالح حناوي – نهال فريد مصطفى/جلال إبراهيم العيد "الاستثمار في الأسهم والسندات"- دار الجامعة سنة 1971 ص93.
2- د. محمد صالح حناوي – نهال فريد مصطفى / جلال إبراهيم العيد: نفس المرجع السابق ص 93.

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق وهذا يعني ان السوق لا تنحصر في مكان جغرافي محدد بل يكفي نشاطه تواجد وسائل فعالة للاتصال بالبائع والمشتري.

والسوق المالي بالرغم من أنه حديث العهد بمقارنة بسوق المادية الا ان مفهومه لا يختلف عن مفهوم الاسواق الاخرى سواء من حيث تنظيمها. وأن أسواق مالية هي الوسيلة الوحيدة لضمان الاستخدام الافضل لموارد المجتمع، فهي تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع الى استثمارات فعالة وهي بذلك تساهم في خلق رأس المال والذي يعتبر أهم عامل.¹

ويعرف أيضا هو أداة هامة لتوفير وتقديم الانشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الاساسي لكل المؤسسات المالية والتي تتلخص وظائفها الاساسية في شقين الاول تعبئة المدخرات والثاني توجيه هذه المدخرات أو المواد لتلبية احتياجات الانشطة المختلفة.²

وقد عرف ذلك هو الاطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة الى الاموال لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط تتوفر قنوات اتصال فعالة.³

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن ان نستخلص او نستنتج ان سوق المالية هو الحل المناسب لوجودها لأنها تجمع بين الطرفين فتوفر للطرف الاول المكان الملائم للاستثمار أو الذي لا

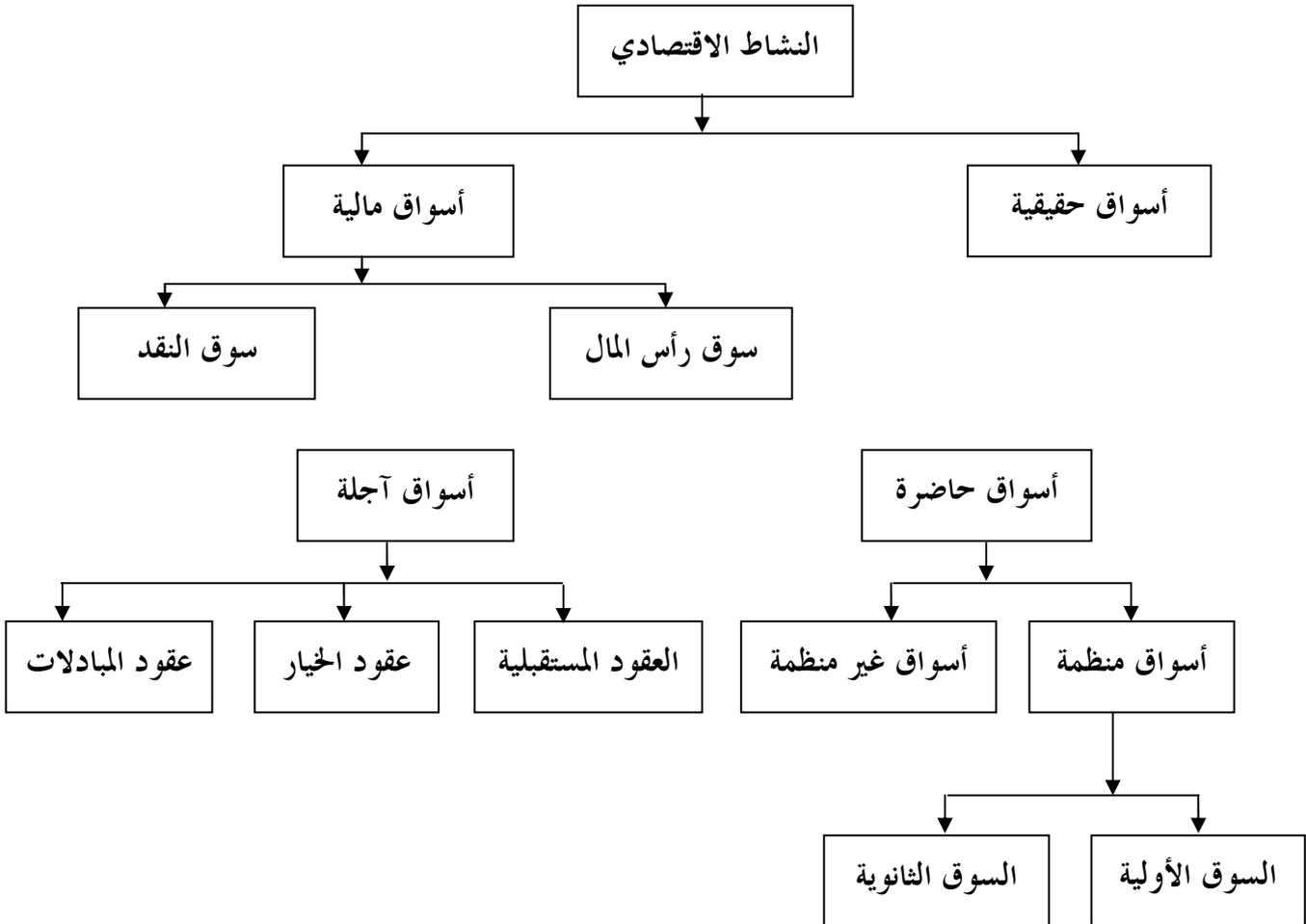
¹ - عمرو محي الدين "المال والصناعة" مجلة دورية العدد الثامن عشر بنك الكويت الصناعي ص 2000 ص 12
² - د. عبد الغفار حنفي ودرسية قريفاص - السوق والمؤسسات المالية - كلية التجارة - جامعة الإسكندرية سنة 2001 ص 213.
³ - د. أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام: مرجع سابق ذكره ص 106

يتطلب أي خبرة، كما توفر للطرف الثاني رؤوس الأموال اللازمة لذلك وذلك من خلال أصول المالية المتداولة في هذه الأسواق.

ب. مكونات الأسواق المالية:

يمكن تقسيم الأسواق المالية الى عدة أسواق كما يظهر في الشكل التالي:

الشكل (1-2) : مكونات سوق المال



المصدر: د. إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة- دار النهضة العربية سنة 2000 ص 15.

من خلال هذا الشكل يمكن تقسيم السوق المالي الى سوقين أساسيين هما أسواق النقد وأسواق رأس المال وهما يعتبران مكونات السوق المالية.

➤ الأسواق النقدية:

هي أسواق مفتوحة تنافسية يتم فيها تداول المالية قصيرة الأجل التي لا تتجاوز السنة وتتم بسرعة تحولها الى سيولة، كما تتميز عن غيرها من الاسواق بأنها أسواق جملة فهي تتم بأحجام كبيرة وقد تبلغ قيمتها مليون وأكثر مع وجود عدد كبير من المتعاملين لهذا يطلق عليها اسم الأسواق العميقة، وهذا ما يقلل أو يخفف بشكل كبير المخاطر المتعلقة بتدهور الاسعار وتخفيض تكاليف انجاز المعاملات أي عمليات البيع والشراء، يتكون هذا السوق من البنوك التجارية والمركزية... الخ التي تتعامل في الاوراق المالية قصيرة الاجل وهي تعتبر جزء مهم من السوق التمويلية.

حيث يمكن تعريف السوق النقدي كما يلي:

- تحدد سوق النقد الابدع وجودا وتطورا من سوق رأس المال فهو سوق الأموال القصيرة الأجل التي لا تتعدى استحقاقها من حيث مصادرها واستخدامها للسنة المالية الواحدة , كما أنها تمثل الميدان الاقتصادي الذي تباع وتشتري به أوراق المالية قصيرة الأجل.¹

1- د. أرشد فؤاد التميمي ود. أسامة عزمي سلام: مرجع سابق ذكره ص 114.

- "سوق مفتوحة تنافسية تتعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل والتي لا تتجاوز فترات استثمارها غالبا سنة واحدة , وبالتالي فان السوق المعنية بهذه الأدوات جاءت بسرعة وسهولة تحويلها الى سيولة"¹

ومن التعريفين السابقين يمكن نستنتج أن السوق النقدية هي تلك السوق التي يتم فيها تداول الأصول المالية قصيرة الأجل وليس لها مكان محدد بداته بل يتم التعامل من خلال السماسرة والبنوك التجارية ولا تتعدى السنة .

■ عناصر السوق النقدية:

ينقسم السوق النقدي إلى سوقين هما: السوق ما بين البنوك والسوق المفتوحة.

تعريف السوق ما بين البنوك:

البنوك التجارية هي تلك البنوك التي رخص لها بتعاطي الاعمال المصرفية والتي تشمل تقديم الخدمات المصرفية لا سيما قبول الودائع بأنواعها المختلفة (تحت الطلب , الادخار... الخ) واستعمالها مع الموارد الأخرى للبنك في الاستثمار كليا أو جزئيا أو بأية طريقة أخرى يسمح بها القانون.²

1- هوشيار معروف: الاستثمار والأسواق المالية – دار صفاء للنشر – عمان – الطبعة الأولى سنة 2003 ص 69.
2- د. خالد أمين عبد الله، ود. إسماعيل إبراهيم الطرد: إدارة العمليات المصرفية المحلية والدولية – دار وائل للنشر الطبعة الأولى سنة 2006 ص 39.

إن البنوك التجارية ويطلق عليها أحيانا بنوك الودائع هي تلك التي تتعامل بالائتمان (المباشر وغير مباشر) وأهم ما يميزها قبولها للودائع تحت الطلب والحسابات الجارية. وينتج عن ذلك ما يسمى بخلق النقود.

السوق المفتوحة:

وهي عبارة عن سوق نقدية فرعية مفتوحة لكل الأعوان الاقتصاديين الذين لديهم سيولة لكي يقدمونها لأعوان آخرين هم بحاجة إليها، وعادة ما يتم التفاوض في هذه السوق على أدوات الخزينة وسندات الخزينة العمومية المتداولة وكذا سندات المؤسسات والهيئات المالية.

أهمية السوق النقدية:

تتمثل أهمية السوق النقدية بالنسبة للاقتصاد كما يلي:

- توفر السوق فرصة للمؤسسات الأعمال ذات السيولة الفائضة المؤقتة من استثمارها بأدوات ذات عائد ومخاطر منخفضة جدا وذات قابلية تسويقية عالية.
- تأمين السيولة للجهاز المصرفي، تتمكن البنوك من توظيف ودائعها بطريقة مأمونة وذات سيولة مرتفعة.

- تلعب سوق النقد دورا مهما في رسم السياسة النقدية للدولة اذ يقوم البنك المركزي بأحكام الرقابة الفعالة على السياسة الائتمانية من خلال التدخل (المباشر والغير مباشر) في تغيير أسعار الفائدة في الأجل القصير.
- توفير الأموال اللازمة للتمويل بواسطة تعبئة المدخرات الصغيرة وتحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة.
- توفير احتياجات الأشخاص من القروض الاستهلاكية.
- تغطية احتياجات قطاع التجارة من الخدمات البنكية اللازمة والاعتمادات المسندية المفتوحة لدى البنوك التجارية.¹

■ الأدوات المستخدمة في السوق النقدي :

أدوات الخزينة:

هي أوراق حكومية قصيرة الأجل يتم تداولها في السوق النقدي وهي أداة من أدوات الدين الحكومية هدفها توفير إيرادات مالية للحكومة عندما تعجز إيراداتها الاعتيادية عن تلبية متطلبات الانفاق الحكومي مدتها في الغالب ثلاثة أشهر او ستة أشهر وهي قابلة للخصم وتقل فيها درجة المخاطرة .

شهادات الإيداع:

1- الجودي صاطوري: نفس المرجع السابق ص 08.

هي عبارة عن شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية تفيد بانه تم ايداع مبلغ معين لديها لمدة محددة تنتهي بتاريخ معين وبفائدة معينة وهي قصيرة الأجل وتعتبر أداة من أدوات التعامل الهامة في السوق النقدي وهي توفر الفرصة للمودع للحصول على حاجته للسيولة قبل تاريخ الاستحقاق وبيعها في السوق.

– الأوراق التجارية:

يتم تداول الأوراق (الكيميالة سن الأمر) باعتبارها أداة دين قصيرة الاجل قابلة للخصم وإعادة الخصم، ويتم استخدامها في المعاملات التجارية المختلفة.¹

– القبولات المصرفية:

هي سندات مسحوبة على البنك من قبل عميل يطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغ محدد مخصوم مسبقا وتستعمل بشكل كبير في تمويل التجارة الخارجية والداخلية ويضمن هذا القبول تعهد المصرف بالدفع في حالة عدم وفاء العميل للدائن في موعد الاستحقاق، الأمر الذي يزيد من قوة وضمن السند مما يجعله قابلا للتداول في السوق النقدي.

– اتفاقيات إعادة الشراء:

هي وسيلة إقراض واقتراض قصيرة الأجل جدا ويتم استخدامها من قبل الجهات المختصة في بيع وشراء الاوراق المالية، ويتم بموجبها الاقتراض باللجوء الى مستثمر لديه أموال

1- د. حسن أحمد عبيد: مقدمة في اقتصاديات النقود والبنوك، دار النهضة العربية – القاهرة 2006 – 2007.

فائضة عن حاجته ويرغب في اقراضها مقابل أوراق مالية لكن بصورة مؤقتة ويتم عقد إعادة شراء تلك الأوراق مع المستثمر نفسه وبسعر يفوق السعر الذي تم بيع الأوراق المالية به.

➤ سوق رأس المال:

هي الأسواق التي يتم التعامل بها في أوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل بالاكتتاب بالأسهم والسندات وتتميز هذه السوق بكون حجم الصفقات والمخاطرة والمرونة النسبية وسرعة التداول الأوراق المالية والتنظيم.

كما يمكن تعريف أيضا سوق رأس المال: "هو سوق لتمويل الاستثمارات لآجال متوسطة وطويلة حيث أن طبيعة استخدام هذا التمويل يتطلب ان يكون لفترة طويلة الاجل وهي فترة انشاء المشروع حتى يبدأ الانتاج وتتدفق الموارد النقدية اللازمة لسد القرض.

يعتبر أهم الأسواق المكونة لأسواق المال، حيث تتم إجراءات التعامل فيها وفقا لقواعد ونظم معينة وذلك بهدف تجميع المدخرات طبقا لأشكالها واجالها وضمن استثمارها.

● تقسيمات سوق رأس المال:

ينقسم إلى سوقين هما:

السوق الحاضر أو سوق أوراق المالية:

تلعب هذه الأسواق دورا بالغ الأهمية في الحياة الاقتصادية في الدول التي تتيح نهج اقتصاديات السوق حيث تتمتع هذه السوق بأهمية خاصة باعتبارها حلقة هامة من حلقات النمو في النظام المالي، كما أنها تعكس درجة التقدم في الأنظمة الاقتصادية والمالية.

الشروط الأساسية لإنشاء سوق الأوراق المالية: إن سوق الأوراق المالية لا تنشأ بمجرد الرغبة في

ذلك ولا بصدور قرار من السلطات المختلفة، لكن لا بد من توفر مجموعة من الشروط

الأساسية وهي كما يلي:¹

وجود حجم كافي من المدخرات المعروضة للاستثمار من خلال أجهزة السوق يقابله

وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة.

وجود مؤسسات مالية ومصرفية من كافة الاختصاصات لتؤدي دورها في اتجاهات

من أهمها تعبئة المدخرات وخلق الفرص الاستثمارية وبلورتها في شكل مشاريع محددة والترويج لها

الوساطة لتحقيق التقاء العرض والطلب.

طاقة استيعابية معقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض، تتمثل في توفير

مشاريع ذات جدوى اقتصادية وربح معقول.²

وضوح الفلسفة الاقتصادية التي تحدد لرأس المال دوره فكفاءة سوق الاوراق المالية

تقاس في المقام الأول بقدرتها على تجميع المدخرات الخاصة وتوظيفها توظيفاً جيداً.

تنوع أدوات الاستثمار المالي ذات المزايا المختلفة التي تضمن للسوق توسعاً وفاعلية

وتتيح الفرص أمام المتعاملين كافة.

1- د. زينب حسين عوض الله: اقتصاديات النقود والمال – دار الجامعية سنة 1994 ص 96.

2- نفس المرجع السابق

تاريخ سوق الأوراق المالية والبورصة: يرجع أصل كلمة البورصة إلى اسم عائلة "فاندير بور

ميلن" البلجيكية ومن اسم العائلة كانت كلمة بورصة هذه العائلة كانت تعمل أساسا في

المجال البنكي وكانت تمتلك فندقا بمدينة "برج" بلجيكا وكان هذا الفندق مكان تجمع

العديد من التجار للمناقشة حول الصفقات التجارية وكان شعاره عبارة ثلاثة أكياس من

النقود، وقد بدأ فيه نشر قائمة بأسعار السلع المتداولة لأول مرة سنة 1596م، وأصبح فيما

بعد رمز السوق رؤوس الأموال، ولذا فقد تم اعتباره أول ظهور لما يعرف الان بالبورصة.

فقد عرفت هذه البورصة بـ "المصفق" باعتبارها اسم مكان يدل على الموضع الذي

يكثر فيه عقد الصفقات.

تعريف سوق أوراق المالية: "تعتبر هذه السوق بمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال التي تشكل

جانبا هاما من جوانب النشاط في السوق المالي".¹

كما يمكن تعريف البورصة أيضا: "أما مركز لتجميع وتركيز رؤوس الأموال ثم

تحويلها الى استثمارات طويلة الأجل في الأسهم والسندات".²

وهناك أيضا تعريف آخر: "هو سوق يلتقي فيها البائع والمشتري لإتمام عملية تبادل من

المبادلات ومن ثم فان نشاطها يتسع ليشمل كافة أنواع المعاملات والأنشطة التي يمارسها الفرد

ويحتاجون إليها لإشباع احتياجاتهم ورغباتهم".³

¹ - د. جيهان جمال: عالم البورصة رؤية تحليلية تعليمية بسيطة: كايرو كوبي سنتر سنة 2009

² - د. فرج عبد العزيز عزت: اقتصاديات النقود والمصاريف: مطابع الدار الهندسية سنة 2001 ص 07

³ - د. محسن أحمد الخضيرى: كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة اشترك للنشر والتوزيع سنة 1996 ص 09.

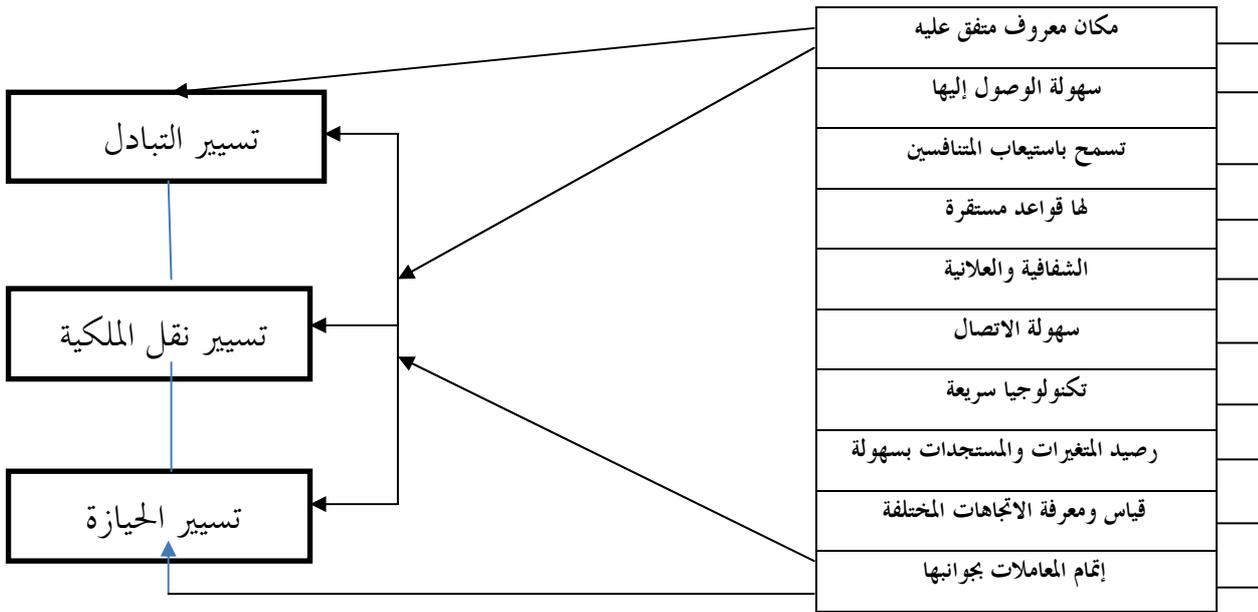
ومن خلال هذه التعاريف نستنتج أن سوق الأوراق المالية، هو سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل في البيع والشراء للأوراق المالية وتتوفر فيها شروط محددة وفقا لقواعد ونظم معينة تهدف إلى وضع هذا التعامل على أسس سليمة .

إن سوق الأوراق المالية ليست حصرا على الأوراق المالية بل توجد أنواع أخرى وهي

بورصة البضائع وبورصة البترول والمعادن النفيسة.

كما يمكننا الإحاطة بجوانب مفهوم البورصة كما ذكرها سابقا بالشكل التالي:

شكل (1-3): جوانب تعريف سوق الأوراق المالية



المصدر : محسن أحمد الخضيرى : كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة - اشتراك للنشر والتوزيع سنة 1996

ص 09

• وظائف سوق الأوراق المالية:

تعتبر أداة هامة لتجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركة لما يتداول في هذه الأسواق من الأسهم والسندات. ولها دور هام في القطاع المالي كجزء هام من هيكله التنظيمي وكأحد الأطراف الهامة لتشجيع المدخرات المحلية وتوجيهها نحو التنمية الاقتصادية المحلية وتؤدي عددا من الوظائف الرئيسية للاقتصاد الوطني أهمها:

- ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية وذلك لإمكان استرداد المستثمر لمدخراته.

- مراعاة تحديد الأسعار المنافسة للأوراق وتفادي التقلبات العنيفة فيها.

- تعبئة المدخرات مع توفير درجة عالية من السيولة لكل من المدخرين والمستثمرين.

- مساعدة المؤسسات في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل.

- التخصيص الكفء لرأس المال، حيث تبين الإمكانيات المتاحة لرأس المال.

تعتبر المكان الذي يتم فيه تجميع مؤشرات الاقتصاد وتسجيل أثرها في الوضع

الاقتصادي العام فحجم المعاملات المنعقدة تعبر عن أهمية الأموال السائلة المتداولة، كذلك تنبأ

بالأسعار العامة الذي يتم التعامل بها عن السعر العام للأرباح المستثمرة وزيادة نمو النشاط

الاقتصادي تؤدي إلى زيادة نشاط الأسواق وفعاليتها.

تلزم قوانين سوق الرأسمال المؤسسات المساهمة بالإفصاح عن المعلومات المختلفة بأدائها وعن الأوراق المالية التي ترغب بإصدارها، مما يوفر للمستثمرين المعلومات الدقيقة لاتخاذ قرارات الاستثمار.

● أهمية سوق الأوراق المالية:

تمثل أهمية سوق أوراق المالية في الحفاظ على حيوية ودافعية الاستثمار، بالإضافة الى أنها تعمل على سهولة تحريك رؤوس الأموال بوجه عام هدفاً مطلوباً. كما يمكن للدول النامية أن تحقق نمو اقتصادي سريع وتحسين مستوياتها المعيشية، وتوسيع الأسواق المالية المحلية بواسطة جهازها وأنها تعتبر مؤسسة فعالة نظراً للعوامل التالية وهي:

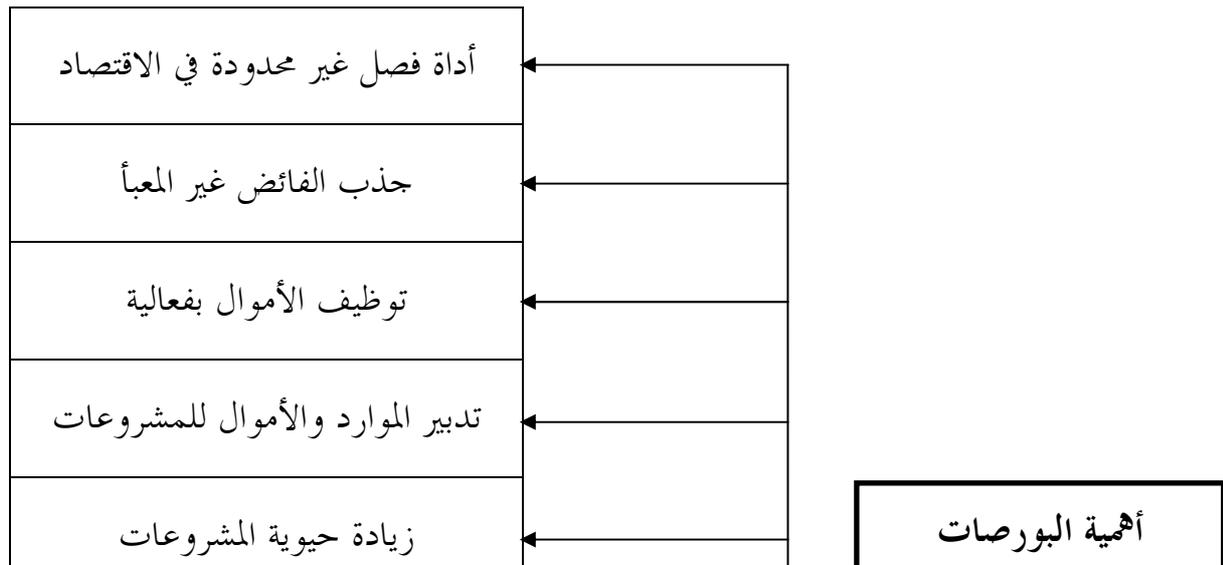
1- توفير السيولة لكل الإصدارات مما يشجع الإقبال على الاستثمارات في الأوراق

المالية

2- تقوم سوق الأوراق المالية بالتمويل الاقتصادي ومن خلال هذا الشكل يبين أهمية

سوق أوراق المالية في الاقتصاد.

شكل (1-4) : يوضح أهمية البورصات في الاقتصاد الوطني:



المصدر: محسن أحمد الخضيرى لمرجع سابق ذكره ص.18

● آلية العمل في البورصة وشروط تسجيل الأوراق المالية فيها :

أهم مبادئها:

مبادئ البورصة : يعتمد سوق الأوراق على عدة مبادئ من بينها

■ مبدأ الثقة:

يرتبط قرار المستثمر في استثمار أمواله ارتباطاً وثيقاً بدرجة ثقته في الاستثمار الذي يستثمر فيه ويتحقق ذلك بأداء اقتصادي جيد.

■ مبدأ المثالية :

حيث يجب أن تكون أسهم الشركة مماثلة أي أن تكون كل الأسهم المتداولة لها نفس الهدف المنتظر من خلال إصدارها وينطبق هذا على السندات.

■ مبدأ السيولة :

يجب أن يكون تداول الأوراق المالية داخل البورصة بصفة الية سواء كان ذلك يبيعا أو شراء وأن يكون برغبة المالك أو المتعامل ولا تكون هناك صعوبات في عمليتي البيع والشراء.

■ مبدأ المردودية:

بحكم الوظائف المسندة الى البورصات لأنه بطبيعة الحال لا يقبل التعامل إلا بقيم ذات مردودية وذلك بضمان الثقة المتعاملين ولمعرفة نسبة الأرباح التي تعتبر العنصر الأساسي لمردودية القيم المنقولة.

■ مبدأ قانون العرض والطلب:

يجب أن تكون المنافسة منظمة وخاضعة لقانون العرض والطلب سواء كان بين البائع والمشتري وذلك لتكون العمليات ذات صفة اقتصادية وليست ادارية.

■ مبدأ الشفافية:

يعتمد على توفير جميع المعلومات ويجب أن تكون واضحة وتقوم على أساس من الدقة وذلك حتى يتمكن المستثمر من معرفة نوعية التعاملات التي يقوم بها. بحيث هذه المعلومات تخلق درجة من الاطمئنان في نفس المستثمر الأمر الذي يدفعه إلى اقتناء اصداراتها .

كما يمكن لسوق الأوراق المالية أن تنقسم الى قسمين هما :

السوق الأولي أو سوق الاصدار والسوق الثانوي أو سوق التداول.

❖ السوق الأولي (سوق الإصدار):

يعني أنه يتم إصدار الأوراق المالية لأول مرة سواء كانت أسهم أو سندات من طرف مؤسسات قائمة ففي السوق تنشأ العلاقة بين مصدر للورقة المالية لأول مرة فهو المقرض والمكتب فيما أيضا لأول مرة وهو المقرض وعليه يمكن تعريفه أنه "سوق الاصدارات حيث تنشأ فيه العلاقة بين المقرض والمقرض أو بين مصدر الورقة المالية والمكتب فيها لأول مرة ولذلك هو سوق مالي تتجمع فيه المدخرات لتحويلها الى استثمارات جديدة لم تكون موجودة من قبل".¹

كما يمكن تعريف أيضا "سوق تصنعه مؤسسات مالية متخصصة كوسيط مالي تعرض

فيه للجمهور المستثمرين أوراقا مالية لمؤسسة خاصة أو عامة لتصديرها لأول مرة".²

1- د. محمد سويلم: إدارة البنوك والبورصات، الأوراق المالية – كلية التجارة – جامعة منصوره سنة 1997 ص 34.
2- د. السيد البدوي عبد الحافظ "إدارة الأسواق والمؤسسات المالية" – توزيع دار الفكر العربي القاهرة سنة 14 ص 14.

وتعمل هذه المؤسسة على تقديم النصح والمشورة فيما يخص أنواع الأوراق المالية الملائمة، أوقات الإصدار، أسعار الإصدار، كمية الأوراق المالية المصدرة كما تضمن توزيع الأوراق المالية المصدرة.

لكن في الدول النامية يتميز سوق أوراق المالية بالصغر تتولى القيام بهذه العملية البنوك التجارية أي عملية إصدار الأوراق المالية.

كما توجد هناك طرق أخرى لإصدار الأوراق المالية وتصريفها وهما طريقة الأسلوب المباشر وأسلوب المزاد.

❖ الأسلوب المباشر: يقصد بالأسلوب المباشر قيام الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين من المؤسسات المالية الضخمة لكي تباع لها الأسهم والسندات التي تم إصدارها ويكون هذا الاتصال مباشر.¹

❖ أسلوب المزاد: طبقا لهذا الأسلوب لا تكون العملية بشكل مباشر وإنما دعوة كل المستثمرين الذين لهم رغبة في شراء هذه الاصدارات بحيث يقوم كل مستثمر بتقديم عطاءات تشمل على الكميات المراد شراؤها وكذا السعر المفضل لتقوم هذه المؤسسة بقبول هذه الطلبات ابتداء من أعلى سعر الى أقل سعر وهكذا حتى يتم تعريف كل الاصدارات.

1 - د. منير إبراهيم الهندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال – توزيع مصارف الإسكندرية سنة 1999 ص 84.

❖ السوق الثانوي أو سوق التداول: هو سوق للتداول الأوراق المالية الطويلة

الأجل يباع أو شراء بسعر السوق، والتي سبق الاكتتاب بها في السوق الأولى ومن هنا يمكننا أن نعرف سوق التداول بأنه المكان الذي يتم فيه جميع المعاملات المالية يباعا وشراء والتي يترتب عنها نقل ملكية الأوراق المالية السابق إصدارها من بائع لمشتري طبقا لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء.

وأهم ميزة للسوق الثانوي هو أنه يوفر للأوراق المالية المصدر في السوق الأولى عنصر السيولة لذا يستمد السوق الأولى فعاليته وكفاءته من فاعلية وكفاءة السوق التداول وينقسم سوق التداول بدوره الى قسمين السوق المنظم والسوق الغير منظم.

السوق غير المنظم:

يقصد بها الأسواق التي تجري فيها التعامل بالأوراق المالية ولكن خارج مقصورة البورصة التي تتولاها بيوت السمسرة، لا يوجد مكان لإجراء هذه المعاملات حيث يتم التعامل من خلال شبكة اتصالات سريعة تجمع بين السماسرة والتجار وتظهر طلبات الشراء والبيع لأسهم المؤسسات مختلفة عبر شاشات الاتصال الإلكتروني حيث يتم تنفيذ الصفقة عند أفضل عرض الشراء أو البيع¹.

ويتضمن هذا السوق غير المنظم سوقين آخرين هما السوق الثالث والسوق الرابع.

السوق الثالث:

1 - د. عبد الغفار حنفي: بورصات الأوراق المالية – دار الجامعة الجديدة للنشر سنة 2002 ص 45.

هو جزء من السوق غير المنظم، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثلا (صناديق التقاعد، صناديق الاستثمار، شركات التأسيس) وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها، كما توفر هذه الأسواق للمتعاملين بعض الميزات التي تمكنها من النجاح والازدهار، حيث يمنحهم حق التفاوض في مقدار العمولة.¹

السوق الرابع:

هو سوق التعامل المباشر بين المؤسسات الكبيرة مصدرة لأوراق مالية وبين أغنياء المستثمرين دون الحاجة الى سمسرة أو تجار الأوراق المالية ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية وهاتفية وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة.

السوق المنظم:

هو جزء الثاني للسوق الثانوي وأهم جزء أيضا، فهو عبارة عن مكان اجتماع تجرى فيه المعاملات في ساعات محدودة من قبل ومعلن عنها كل الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين، فالتعامل يتم بصورة علنية فيما يخص الأوراق المالية وكذا الأسعار المتفق عليها.

● مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية :

1 - د. منير إبراهيم هندي: مرجع سابق ذكره ص 23.

- مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصر الثقة والتنظيم.
- تنوع أدوات الاستثمار وتعدد الخيارات أمام المدخرات.
- مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على تقليل المخاطر.
- حجم مناسب من المدخرات القابلة التحويل الى استثمارات مختلفة الآجال.
- نظم اتصال فعالة ومتطورة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة .
- مبدأ الشفافية المعلومات واضحة عن واقع الشركات والأسواق.
- المنافسة الكاملة ومنع الاحتكار.
- تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب وتهرب الضريبي.

المبحث الثاني: ماهية المشتقات المالية:

تعرف المشتقات بأنها أدوات استثمارية متنوعة وسميت بهذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية مثل الأسهم والسندات وتعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات وتشمل المشتقات، عقود المستقبلية والاختيارية والمبادلات.¹

ان عمليات المشتقات المالية قد تطورت بصورة كبيرة في الأسواق المالية المتقدمة وقد استقرت في السنوات الأخيرة نظرا للتقلبات الواسعة التي حدثت في الأسواق المالية ، ولما توفره تلك العمليات من أدوات لتغطية المقترضين والمقرضين على السواء من مخاطر تقلبات العائد وأسعار الصرف في عالم يسوده قدر كبير من عوامل عدم التقين.

1 - د. منير إبراهيم هندي : أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال – منشأة المعارف الإسكندرية سنة 1997 ص 6

بدأ استعمال هذه الأدوات المالية المشتقة في أوائل السبعينيات من القرن العشرين وتطور استعمالها ويمكن تعريفها على أنها عبارة عن عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصل المالي محل العقد أي قيمة الأصول المعينة والتي قد تكون أسهم سندات، سلع، عملات أجنبية... الخ فهي بمثابة التأمين ضد المخاطر المالية.

ويمكن تعريفها أيضا "هي مجموعة الأدوات أو أصول المالية التي تقدم عن طريق عقد أجل سواء كان عقد شراء أو عقد بيع لكمية معينة من الأصول المالية في تاريخ محدد وبسعر محدد عند بداية الاتفاق".¹

من خلال هذه التعاريف يمكن أن نستخلص أن الأدوات المالية المشتقة لها هدف رئيسي هو ضمان التسيير الأمثل للمخاطر، وتحويل هذه المخاطر لمختصين للسير الحسن بالإضافة إلى ضمان التوازن نظرا للجو الذي كان سائد في سنوات السبعينيات والتي تمثلت في إفلاس بنك والأزمات المالية كما لا يقتصر استعمال هذه الأدوات إلا للتغطية أو للتحوط أي للتقليل من المخاطر.

المطلب الأول: مفهوم العقود المستقبلية وخصائصها:

1. تعريف العقود المستقبلية:

¹ - Christian descamps – Jacques saichet – Gestion Financier international – Litec 1995 P 45

أنه التزام نمطي إما للبيع أو لشراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد أي أن يتم التنفيذ في المستقبل والعنصر الأساسي في هذا العهد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الاتفاق عليهما عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل¹ كما يمكن تعريفه أيضا "يمثل العقد المستقبلي اتفاقا قانونيا ملزما بين طرفين هما البائع والمشتري يتعهد فيه البائع بتسليم موضوع التعاقد عند السعر المحدد وفي تاريخ المتفق عليه"

2. خصائص العقود المستقبلية:

تتميز العقود المستقبلية بالخصائص التالية:

- إن للعقود المستقبلية شروط نمطية تختلف من عقد لآخر تحددها سوق الأوراق المالية.
- في العقود المستقبلية لا يعرف طرفا العقد بعضهما البعض
- تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير آلية تعطي كل منها ضمانا بأن العقد سينفذ وهذه الآلية تعرف بالغرفة المقاصة.²
- يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق المنظمة .
- إن بورصة شيكاغو هي أكبر البورصات التي يتم تداول العقود المستقبلية فيها.
- إن التعامل في العقود المستقبلية يتطلب ايداع كل طرفين مبلغ يعرف بالهامش الضمان أو الهامش المبدئي ذلك لضمان العقد.

1 - د. محمد صالح الحناوي /نهال فريد مصطفى/ جلال العيد: الاستثمار في الأسهم والسندات – الدار الجامعية سنة 2003 ص97.

2 - د. محمد صلاح الحناوي /نهال فريد مصطفى/ جلال العيد/ مرجع سابق ص 304.

- يتم نشر أسعار العقود المستقبلية في الصحف المالية. ففي الولايات المتحدة الأمريكية تختص جريدة "وول ستريت" بذلك.
- إن أسواق العقود المستقبلية تلعب دورها في توفير المعلومات الخاصة. بالأسعار حيث قدرة السوق لكشف الأسعار تعد الوظيفة الرئيسية وراء وجود هذا النوع من الأسواق.
- توفر أسواق العقود المستقبلية المعلومات عن الأسعار الحاضرة والمستقبلية باستخدام الوسائل والميكانيزمات التي يمكن من خلالها التوصل إلى الأسعار الحالية والمستقبلية.
- معرفة جميع أطراف السوق على هذه المعلومات التي من شأنها رفع كفاءة السوق.¹

المطلب الثاني: مفهوم العقود الاختيارية وخصائصها:

1. تعريف العقود الاختيارية:

"يعرف حق الاختيار بأنه اتفاق يعطى لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية من طرف ثاني بسعر محدد متفق عليه مقدما"

كما يمكن تعرف أيضا " تسمى هذه العقود حقوق أو عقود اختيار نظرا لأنها تعطي مشتري العقد الحق وليس التزام كما هو حال في العقود المستقبلية في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، وذلك نظير مبلغ غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) على سبيل التعويض أو المكافئة".²

2. خصائص العقود الاختيارية :

¹ - Franklin R. Edwards « informational role of future markets the new polgarre dictionary of and finance, Macmillan press LTD – London 1997 P 56.

² - د. إبراهيم سلطان/محمد صالح الحناوي/ جلال العيد/ تحليل وتقييم الأوراق المالية – الدار الجامعية: الإسكندرية سنة 2001 – 2002 ص 347.

ان للعقود الاختيار تتميز بعدة خصائص هي:

● إن مبلغ التعويض أو المكافئة أو ثمن الخيار يدفع لمحرر العقد الذي يلتزم بتنفيذه عندما يحين تاريخ التنفيذ.

● إن تاريخ تنفيذ هذه الحقوق يكون غالباً يعد مرور 3 أشهر من تاريخ الاتفاق.

● إن حقوق الاختيار قابلة للتداول كأبي عقود أخرى وعلى أساس عاملي العرض والطلب اللذان يتوقفان بدورهما على قيمة الأصل محل العقد.¹

● لا يتطلب الاستثمار في الخيارات مبالغ ضخمة مثل ما هو مطلوب للتعامل في الأسواق الحاضرة.

● إن للعقود الاختيارية شروط نمطية تختلف عن العقود الأخرى .

● يتم تداول العقود الاختيارية في أسواق المنظمة.

المطلب الثالث: مفهوم العقود المبادلات وخصائصها:

1. تعريف عقود المبادلات :

"يمكن تعريف عملية المبادلة على أنها اتفاق يتم بين طرفين لتبادل تسديدات في مدة

يتفق عليها مسبقاً ووفقاً لشروط تكون برضى الطرفين"²

1 - د. منير إبراهيم هندي "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية - منشأة" دار معارف الإسكندرية سنة 1999 ص 605.

2 - فرنسوا لروا "الأسواق الدولية للرساميل" - المؤسسة الجامعة سنة 1991 ص 269.

كما يمكن تعريف عقود مبادلة "بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية...) وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح والخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية كما يضاف أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ وذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ.¹

وهناك تعريف آخر فهو عقد يمكن طرفين من التبادل في وقت معين امل تدفقات نقدية لأصل ما أو لدين أو مبلغ معين من العملات وذلك خلال المدة المتفق عليها والتي قد تكون من سنتين حتى 15 سنة وهناك نوعان أساسيان هما، عقود مبادلة أسعار الفائدة وعقود مبادلة العملات.²

2. أهمية عقود المبادلات:

تتمثل خصائص عقود المبادلات فيما يلي:

- التقليل من حجم المخاطر التي لا تمس عادة الأصول المعتمدة للعوائد العينية لأنها افتراضية.

- العوائد المالية المتوقعة قد تعود الى جميع الأطراف المعنية بعقود المبادلات وذلك عند توفر ميزة نسبية وبشكل مستقل.

1 - د. إبراهيم سلطان /محمد صالح الحناوي/ جلال العيد: مرجع سابق ذكره ص 401.

2 - www.sat.com.ca/francis/research/13-604-MIK/

- تعديل المخاطر المتعلقة بتدفقات العملة الأجنبية من الدخل الذي تتوقعه المؤسسة من الاستثمار في الخارج أو المخاطر الناجمة عن تحرك أسعار الفائدة الأجنبية في البلد المعني بالاستثمار بشكل مختلف لتحرك أسعار الفائدة المحلية.

- عند قيام مؤسسة بتقديم قروض رهون بمعدل ثابت فان هذه العملية قد تكون مهددة للمخاطر والحماية منها تدخل المؤسسة المعنية بائتمان الرهون الى مبادلة أسعار ثابتة مقابل معدلات معيارية.

- عقود المبادلات هي عقود تربط الأسعار المقومة بالأسعار الثابتة مما يزيد من حالات التأكد بالنسبة للالتزامات المستقبلية خاصة وأنها تسمح في تعديل المحفظة الاستثمارية حسب الظروف الجارية والمستقبلية للأسواق.

المبحث الثالث: طبيعة عمليات سوق الأوراق المالية:

المطلب الأول: الوسطاء المتعاملون في سوق الأوراق المالية:

1. وسطاء البورصة :

يتمثل الوسطاء المتعاملون في سوق الأوراق المالية في الأعوان الاقتصادية التي لها عجز في الأموال لتحويلها قصد انجاز استثماراتهم والأعوان الاقتصادية والذين هم (المؤسسات، الحكومة، الأفراد) التي تملك فوائض المالية وليس لديهم فرص استثمارية ويرغبون في استثمارها قصد الحصول على عوائد اضافة الى الوسطاء بالسوق الذين يعملون بتنظيم العلاقة بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال، ومنه يمكن تقسيمه الى عنصرين هما :

- الوسطاء والمتعاملون بالسوق.
- الوسطاء بالسوق إن تداول الأوراق المالية داخل البورصات لا يتم الا من خلال مجموعة من الوسطاء والذي يطلق بسمرة وينقسم الوسطاء الماليين داخل البورصة الى :

❖ السمسار.

❖ السماسرة الوكلاء.

❖ سماسرة الصالة.

❖ التجار.

أ. السمسار: هو شخص ذو دراية وكفاءة في شؤون الأوراق المالية ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية في المواعيد الرسمية لحساب العملاء مقابل عمولة يتلقاها من البائع والمشتري. ويعتبر أيضا مسؤول عن صحة كل عملية.¹

➤ الشروط الواجب توفرها في السمسار:

- أن يكون السمسار مقيدا في سوق الأوراق المالية
- أن يكون من المكاتب المشهود لها بالأمانة والمقدرة على التعامل.
- أن يكون ذا مقدرة مالية تمكنه من مجابهة الحالات الطارئة لمصلحة الزبون.
- أن لا يكون من المضاربيين في السوق لحسابه الخاص أو لحساب أقاربه ومعارفه.

1 - د. زينب حسين عوض الله: مرجع سابق ص 196.

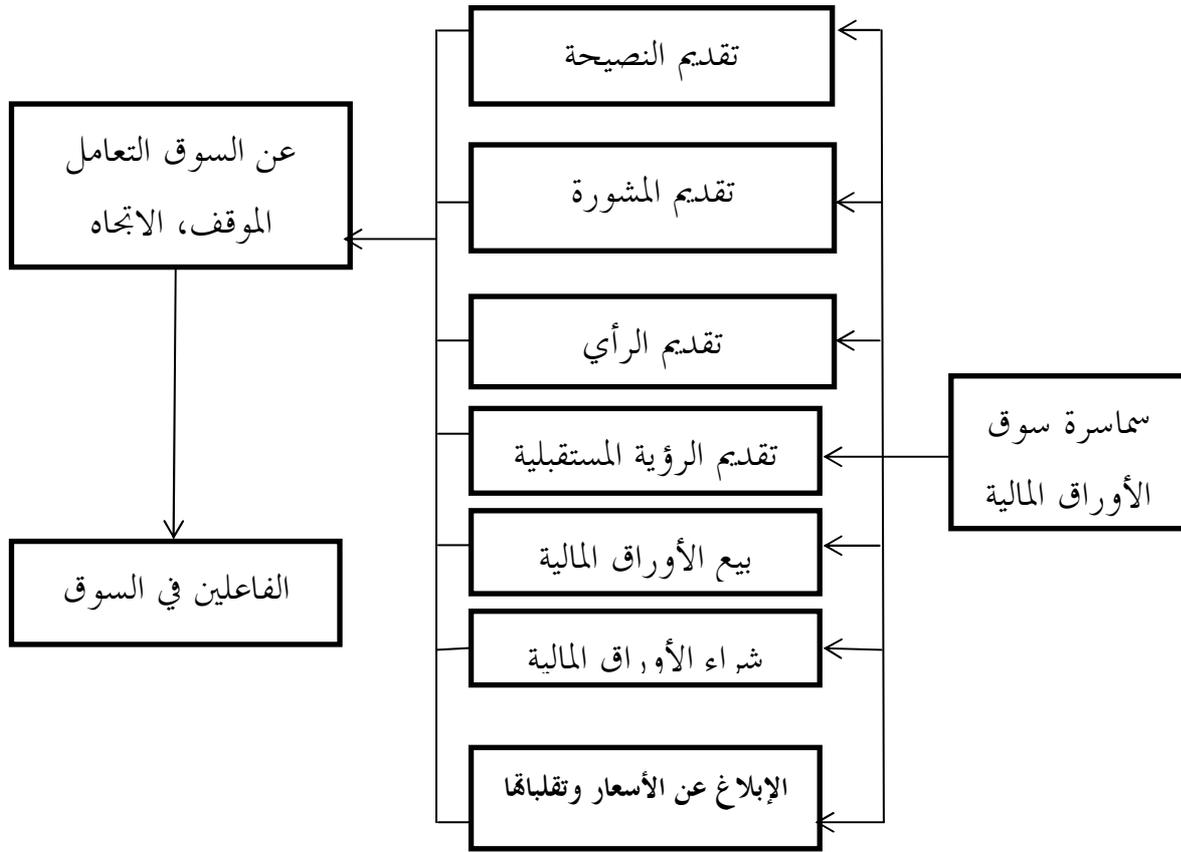
- أن يكون قادرا طوال الوقت على تقديم المعلومات والبيانات المالية الخاصة بالشركات المسجلة في السوق.

- أن يتمتع بقدرة في المهارة والحرص على تنفيذ أوامر العملاء فالسمسار قد يتعرض للمطالبات بسبب أية خسائر قد يسببها جراء ارتكابه للأخطاء.

ب. سماسرة الوكلاء: وقد يطلق عليه سماسرة الخصم وهي عبارة عن شركات السمسرة التي قد

تقدم الحد الأدنى من الخدمة للعملاء والتي تتمثل في عمليات البيع والشراء مقابل ذلك فإنه يحصل على عمولة تتناسب مع حجم ما يقدمه من خدمات وفي نفس الوقت هناك سمسار وكيل يقوم بتقديم كافة الخدمات التي يحتاجها المستثمر بدأ من الاجراءات الخاصة بالشراء والبيع وحتى تقديم النصح والمشورة لا اتخاذ القرار المناسب كما يوضح الشكل التالي:

الشكل (1-5) :مجموعة الخدمات التكميلية التي يقدمها السماسر في البورصة



المصدر: محسن أحمد الخضير (مرجع سابق ص 50)

ج. ممارسة الصالة: وهم السماسرة المستقلون الذين لا يمثلون شركات سمسة داخل البورصة

ويتمثل عملهم في تقديم يد العون لغيرهم من السماسرة الوكلاء وذلك في الأوقات التي يصعب

على ممثلي سماسرة الوكلاء تنفيذ كل الأوامر المرسله اليهم وذلك نظير المشاركة في العمولة التي

تحصل عليها شركة السمسرة من العملاء.¹

د. التجار: هم أعضاء سوق الأوراق المالية الذين ليس لهم حق (طبقاً لقواعد العمل داخل

السوق) في تنفيذ أوراق الغير من الأشخاص المتعاملين مع السوق بل يقتصر عملهم على شراء

وبيع الأوراق المالية لحسابهم الخاص.

1 - د. البدوي عبد الحافظ: إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة: مرجع سابق ص 215.

2. المتعاملون بسوق الأوراق المالية :

صناديق الاستثمار - بنوك الاستثمار - مندوبي الحكومة في البورصة.

أ. صناديق الاستثمار: وهي عبارة عن وعاء مالي لتوسيع مدخرات الأفراد واستثمارها في

الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية، فهي أحد أساليب الحديثة في إدارة الأموال وفقا لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم ودرجة تقلبهم للمخاطر، بما يعود بالفائدة على البنك الذي يؤسس صناديق الاستثمار أو الشركات التي تؤسسها، وأنها تعمل في السوق الثانوي.¹

ب. بنوك الاستثمار: هي مؤسسات المالية لا تتلقى الودائع من الأفراد أو مؤسسات

الأعمال والدولة ولا تقوم بشراء الأوراق المالية بغرض الاحتفاظ بها كمصدر للدخل بل تقوم بوظيفتين هامتين داخل السوق المالي حيث تؤدي الوظيفة الأولى في سوق الاصدار بينما تمارس الوظيفة الثانية في سوق التداول, وتتمثل الوظيفة الأولى في قيام بنوك الاستثمار بتقديم خدمات الى شركات المساهمة المتمثلة في مساعدة هذه الشركات في تقديم طلب تسجيل أوراقها المالية وايداع ملف الاعتماد لدى الهيئات والمنظمة للبورصة بينما تتمثل الوظيفة الثانية بتقديم التسهيلات اللازمة لتداول الأوراق المالية بين البائعين والمشتريين داخل سوق التداول.²

1 - د. منى قاسم: صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين: الدار المصرية اللبنانية سنة 1995 ص 45.
2 - د. عبد النافع الزردي وغازي فرح: الأسواق المالية دار وائل للنشر - عمان سنة 2001 ص 110.

ج. مندوبي الحكومة في البورصة: يتعين وجود مندوب للحكومة في البورصات الرسمية

مهمته الاشراف على حركة التعامل للتأكد من سلامتها وعدم وجودها من شأنه أن يؤثر سلبا على حركة البيع والشراء.

المطلب الثاني: العمليات في سوق الأوراق المالية:

تتمثل عمليات سوق الأوراق المالية سواء كانت البيع أو الشراء في عمليات عاجلة

وأخرى آجلة.

1. العمليات العاجلة:

وهي العمليات التي يلتزم كل من المشتري والبائع بتنفيذ عقودها، وذلك بأن يسلم

البائع الأوراق المالية ويدفع المشتري ثمنها خلال فترة وجيزة جدا 48 ساعة على الأكثر. ومن

خلال هذه العمليات يجب أن يبين كل أمر نوع الصفقة، طبيعة الورقة المالية، موضوع الصفقة

والكمية المعروضة أو المطلوبة من هذه الأوراق المالية، دون أن ننسى السعر المرغوب فيه من طرف

العميل لتنفيذ أوامره.

بحيث يوجد في هذه العملية العاجلة شرط أساسي هو الزامية حيازة الأوراق المالية

موضوع الصفقة وذلك لتسليمها إلى السماسرة المكلفين بتنفيذ الأوامر في سوق الأوراق المالية.

ويعمد المتعاملون في سوق الأوراق المالية الى التعامل العاجل لواحد من السببين أو

لكليهما.¹

¹ - د. شمعون شمعون: البورصة الجزائر: جامعة الجزائر للنشر سنة 1993 ص 51.

أ- الاحتفاظ بها: يعني الاستفادة مما ترجع عليهم من أرباح عند توزيعها وغيرها من الحقوق المتعلقة بالأوراق المالية المشتراة.

ب- المضاربة على ارتفاع أسعارها: فيعمدون إلى بيعها لدى تحسن أسعارها في السوق مع ملاحظة أن أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة أقل ارتفاعاً من أسعارها في السوق الآجلة.

2. العمليات الآجلة: وهي العمليات التي يلتزم بموجبها كل من المشتري والبائع على تصفيتها في تاريخ معين يجري فيه التسليم ما عدا حالات التأجيل التي يتفق عليها الطرفان على شروط تأجيلها وتعويضها.

وتجري التصفية في كل شهر مرة واحدة وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة حيث تسوي الصفقات نهائياً بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيعة وشراء ويتم دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية فعلياً خلال عدة أيام من تاريخ التصفية .

بحيث يشترط في الأوراق المالية التي تشملها عمليات السوق الآجلة أن تكون موجودة بكثرة وأن يكون تداولها مألوفة بصورة دائمة وأهم العمليات التي تجرى بها التعامل في السوق الآجلة العمليات التالية:¹

أ- العمليات البائنة والقطيعة أو عمليات بسيطة: يحدد تنفيذها بموعد ثابت يسمى موعد التصفية يلتزم المتعاقدون فيه بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة ولا يمكنهم

¹ -www.alhandasa.net

الرجوع عن تنفيذ العملية الا للمتعاملين في العمليات الباتة تأجيل موعد التسوية النهائية حتى موعد تسوية لاحقة.

ب- العمليات الآجلة بشرط التعويض: وهي العملية التي يلتزم بها كل من البائع

والمشتري بتصفيتها في تاريخ معين، على أنه يحق لأحد الطرفين عدم تنفيذ العملية وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال المتفق عليه مسبقا كتعويض ، ويتنازل عن تنفيذ الصفقة. وتنقسم العمليات الآجلة بشرط التعويض إلى:

● **العمليات الشرطية للمشتري**: بحيث يكون الخيار فيها للمشتري بين استلام الصكوك

وبين التخلي عن التعويض، ويكون البائع ملزما بالقرار النهائي للمشتري ويجب أن تتضمن أوامر السوق المتعلقة بالعمليات الآجلة شرط التعويض ثلاثة عناصر وهي -السعر- مقدار التعويض- أجل التصفية.

● **العمليات الشرطية للبائع**: في هذا النوع من العمليات يحق للبائع في يوم جواب الشرط

تنفيذ الصفقة أو التنازع عن تنفيذها مقابل تعويض متفق عليه مسبقا.

المطلب الثالث: مفهوم أوامر سوق الأوراق المالية وأنواعها:

يتم التعامل في الأسواق المالية والنقدية بأشكال عديدة منها التعامل المباشر بين البائع

والمشتري للأوراق المالية أو بصورة غير مباشرة وفي الغالب من خلال وسيط (سمسار) عن طريق

إصدار أوامر من قبل الأشخاص أو المؤسسات الراغبة في الشراء أو البيع.

ومنه يمكن تقسيم هذا المطلب إلى ما يلي:

1. تعريف أوامر سوق الأوراق المالية:

الأمر عبارة عن توكيل يعطي الحق للوسيط بعقد صفقة بيع أو شراء للأوراق المالية ويحرر بشكل مكتوب أو شفاهي أو عن طريق وسائل الاتصال تكون واضحة ومتضمنة للشروط التالية:¹

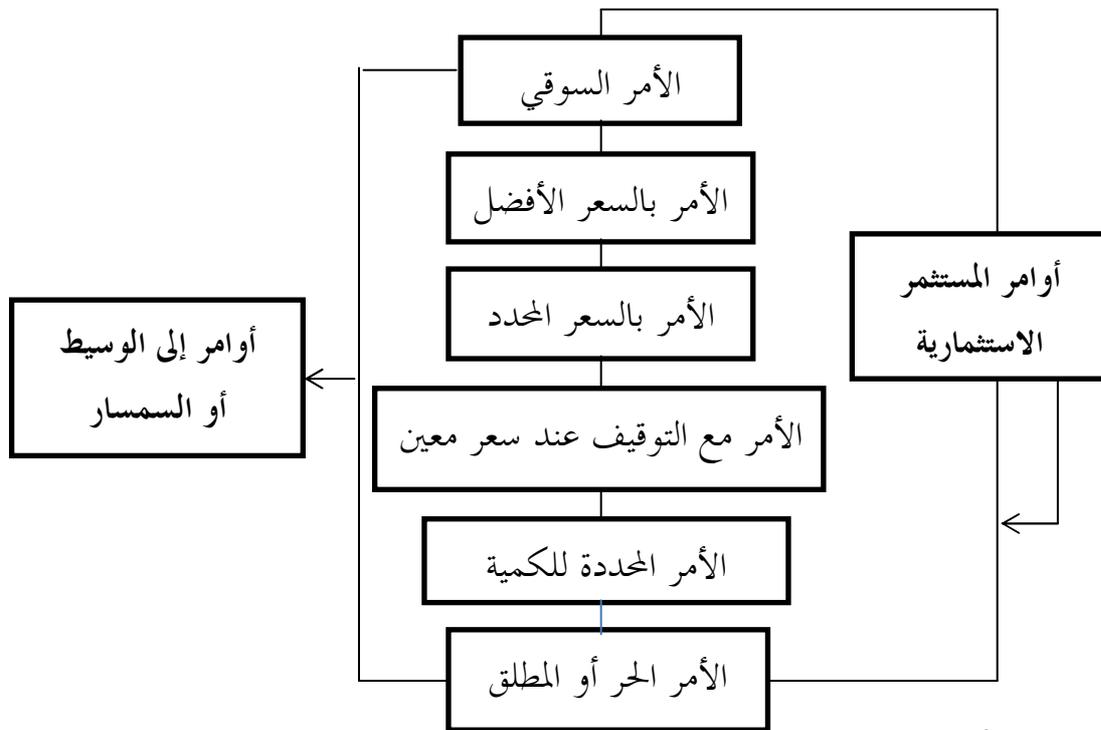
- تحديد نوع الورقة المالية والجهة المصدرة.
- تحديد السعر وكمية الأوراق المطلوبة.
- في حالة السندات (تاريخ الإصدار، معدل الفائدة والأجل وفئة السند)
- في حالة الأسهم، تحديد فيما كان ممتازا أو عاديا.

2. أنواع أوامر سوق الأوراق المالية:

هناك أكثر من نوع من الأوامر التي يتلقاها السمسار عن العميل لأجل القيام ببيع أو شراء الأوراق المالية، وتختلف هذه الأوامر باختلاف العميل وتوقعاته وتمثل هذه الأنواع في الشكل التالي:

¹- د. أرشد فؤاد التميميو د. أسامة عزمي إسلام: مرجع سابق ص 172.

الشكل (1-6): يوضح أنواع أوامر المستثمر في البورصات.



المصدر: محسن أحمد الخضيرى: كيف تتقدم البورصة في 24 ساعة: مرجع سابق ذكره ص 153

■ الأمر السوقي:

يقوم المتعامل بإعطاء أمر للسمسار ببيع أو شراء مقدار محدد ومعين من الأوراق المالية

بالسعر السائد في السوق. ويعتبر من الأوامر الأكثر استخداما ومن أسرع الطرق لتنفيذ الأوامر.

■ الأمر بالسعر الأفضل:

يعطي هذا الأمر الحرية للسماسار في تنفيذ الصفقة وتلعب مهارة الوسيط دورا مهما في تحديد أحسن سعر متوفر أي أقل سعر عند الشراء وأكبر سعر عند البيع.

■ الأمر بالسعر المحدد:

يطلب العميل من السماسار أن يبيع أو يشتري كمية محدودة ومعينة من الأوراق المالية بسعر محدد فلا يتم تنفيذ هذا الأمر إلا إذا تحقق هذا الشرط، ومن مساوئ هذا الأمر قد لا تتاح الفرصة لتنفيذ هذا الأمر بالرغم من الفوارق السعرية القليلة بين السعر المحدد والسعر السوقي، ويمكن أن يكون هذا الأمر يوميا أي يتم التعامل به خلال يوم واحد أو لعدة أيام، ويبطل هذا الأمر إذا لم يتم تنفيذه في الوقت المحدد، أو أن يكون الأمر ساري المفعول وغير محدود حتى يتم إلغائه.¹

مثال:

عميل يرغب في شراء 100 سهم بسعر محدد 40 دج للسهم بينما السعر الحالي لهذا السهم في السوق 45 دج، العميل أصدر أمرا محدودا للسماسار ولا بد أن يرافق هذا الأمر نوعية التنفيذ سواء لفترة معينة أو ليوم واحد F.O.K.

¹ - Janes. C « investment analysis and Management » 50hn uniley us sons.inc.New york.USA Fifth Edition 1996 Part I, Chapter P 121.

فإذا تحقق الشرط يتم تنفيذ العملية وإذا لم يتحقق يتم إلغاءه.

■ الأمر مع التوقف عند سعر معين:

يتلقى السمسار من العميل تعليمات لبيع أوراق مالية عندما ينخفض سعرها عن حد معين. وهذا للحد من الخسائر في الأرباح أو الحد من الخسائر الرأسمالية.

مثال:

اشترى شخص سهم معين بسعر 20دج وارتفع السعر الى 27دج ومن أجل المحافظة على الأرباح يصدر المستثمر أمرا للسمسار ببيع هذه الأسهم عند سعر 24دج للتوقف عن الخسارة. فيقوم السمسار بتنفيذ الأمر اذا انخفض.

■ الأمر الحر أو المطلق:

تصدر هذه الأوامر لتعطي حرية التصرف للوسيط في تنفيذ الصفقة وكما يراها الوسيط مناسبة لمصلحة الزبون، في هذه الأوامر لا تتحدد نوع، سعر أو كمية الأوراق المطلوبة.

■ الأوامر المحددة للكمية:

أ- أمر الكل أو العدم: يتعلق هذا الأمر بكمية محددة من الأوراق المالية فاذا توفرت سيقوم الوسيط بتنفيذ الأمر أما اذا لم تتوفر فيتم الانتظار حتى تتوفر الكمية المطلوبة أو المعروضة.

ب- أمر الكل أو العدم لحظة الوصول: يتعلق هذا الأمر بكمية محددة من الأوراق المالية فإذا توفرت يقوم الوسيط بتنفيذ الأمر اذا لم تتوفر يتم إلغاء الأمر.

ج- أمر التنفيذ ولو لجزء من الكمية لحظة الوصول: يتعلق هذا الأمر بكمية محددة من الأوراق المالية فإذا توفرت تم التنفيذ وادا توفر جزء من الكمية يتم التنفيذ بمقدار ذلك الجزء ويتم إلغاء الباقي (إلغاء الأمر).

المبحث الرابع: تقييم واساليب تحديد الاسعار في سوق الاوراق المالية

ومع انتشار استخدام الانترنت وتزايد أعداد بيوت السمسرة المقيدة على الشبكة بدأ المستثمرون في استخدام البريد الالكتروني لتحرير أوامر البيع والشراء كذلك أتاحت الأنترنت امكانية متابعة التداول اليومي عبر الشبكة وهو ما ساعدني على توفير مبدأ الشفافية، وبمرور الوقت أصبحت الشبكة الدولية أكبر سوقا لتداول الأدوات المالية حيث يمكن للمستثمر أن يتصل مباشرة بسوق الأوراق المالية ويجري الصفقات الخاصة به بدون وساطة بيوت السمسرة، وتتسم عمليات التداول عبر الشبكة الدولية الأكثر كفاءة اقتصاديا وبمحااجة لصغار المستثمرين من حيث سرعة الأداء وانخفاض التكلفة.

المطلب الأول: تقييم الأوراق المالية ومخاطر استثماراتها:

تتمثل عملية تقييم الأوراق المالية بأهمية بالغة حيث يتطلب ذلك الامام بالنظريات الاقتصادية واستراتيجيات ادارة المؤسسة.

1. تعريف القيمة:

بشكل عام نقول أن قيمة الشيء نابعة من منفعته وقدرته على خلق منافع جديدة بالتالي فان قيمة الأوراق المالية نابعة من مصدرها أو قدرتها على خلق المنفعة. وعموما نقول ان الدخول والأرباح التي تعطىها الأوراق المالية هي تعكس قيمتها في الحياة العملية.

2. أنواعها: تتمثل أنواع الأوراق المالية فيما يلي:

- القيمة الاسمية
- القيمة الدفترية
- القيمة السوقية
- قيمة التصفية... الخ

المطلب الثاني: تقييم الأسهم العادية:

1. قيمة الأسهم العادية: يتم احتساب قيمة الأسهم العادية على أساس عدة أنواع

ومن أهمها ما يلي:

أ- القيمة الاسمية للسهم العادي: وهي القيمة المكتوبة على وثيقة السهم وتكون

الأسهم العادية ذات قيمة اسمية واحدة وتقوم الشركات المساهمة بتوزيع أرباحها على أساس نسبة

مئوية في القيمة الاسمية للسهم العادي وفي الغالب تحدد معظم الدول الحد الأدنى للقيمة الاسمية للسهم.

ب- القيمة الدفترية للسهم : وهي قيمة السهم كما تظهرها دفاتر الشركة وهي قيمة محاسبية وتحسب كما يلي:

$$\frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{حقوق الملكية}$$

بحيث أن

حقوق الملكية = رأس المال المدفوع + احتياطات + الأرباح المجمعة وغير الموزعة.

- وأن كان هناك أسهم عادية وأسهم ممتازة فإننا نستطيع أن نحسب القيمة الدفترية للأسهم العادية بتطبيق نفس المعادلة السابقة.

$$\frac{\text{حقوق الملكية} - \text{حقوق الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الدفترية للسهم العادي}$$

تزداد القيمة الدفترية للسهم العادي في حالة نجاح الشركة في أعمالها وزيادة أرباحها، لأن الاحتياطات الشركة وأرباحها غير الموزعة تكون أعلى في حالة استخدام الأرباح في تكوين احتياطاتها.

ج. القيمة السوقية للسهم العادي:

وهي القيمة التي يحددها السوق السهم العادي نتيجة التفاعل التلقائي بين العرض والطلب في السوق ويتحدد السعر التوازني من خلال تساوي عرض السهم مع الطلب عليه. ففي الحالة التي يزيد فيها العرض على الطلب تنخفض قيمة السهم العادي السوقية اما في حالة انخفاض العرض على الطلب تزداد قيمة السهم العادي السوقية.

وتوجد العديد من العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم العادي في السوق المالية والنقدية وهي:

- قيمة السهم الدفترية (علاقة طردية بين قيمة السهم الدفترية وقيمة السوقية).
- توزيعات الأرباح للشركة في نهاية كل سنة (علاقة طردية).
- التوقعات بخصوص مستقبل الشركة (متفائل، متشائم).
- حالة الطلب والعرض على السهم في السوق والمرتبطة بمجموع العوامل السابقة.
- حالة الاقتصاد العامة (التوسع والانتعاش الاقتصادي، الركود والكساد).

ويمكن حسب القيمة السوقية كما يلي:

$$\text{القيمة السوقية} = \text{الفوائد أو التوزيعات السنوية}$$

حيث أن:

● الفوائد أو التوزيعات السنوية = القيمة الاسمية X نسبة الفائدة أو التوزيع

السنوي

● نسبة الخصم = معدل العائد الحقيقي أو المطلوب للورقة المالية.

مع العلم أن:

$$\frac{\text{الفوائد أو التوزيعات السنوية}}{\text{القيمة السوقية للورقة}} = \text{معدل العائد الحقيقي}$$

القيمة السوقية للورقة

د. القيمة التصفية للسهم العادي:

وهي القيمة الحصول عليها للسهم العادي في حالة تصفية الشركة بعد الالتزامات التي

يترتب عليها بما في ذلك حقوق الأسهم الممتازة ويمكن احتسابها كما يلي:

$$\frac{\text{قيمة الموجودات - الالتزامات}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{قيمة التصفية للسهم}$$

وان كان هناك أسهم ممتازة وأسهم عادية لنفس الشركة فانه يتم تحديد قيمة الأسهم

العادية بعد طرح حقوق الأسهم الممتازة من الرصيد الباقي.

$$\text{القيمة التصفوية للسهم العادي} = \frac{\text{قيمة الموجودات} - \text{الالتزامات} - \text{حقوق الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

عدد الأسهم العادية

حيث أن:

$$\text{حقوق الأسهم الممتازة} = \text{عدد الأسهم الممتازة} \times \text{القيمة الاسمية.}$$

صافي الربح الخاص بحملة - الأسهم العادية

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح} =$$

عدد الأسهم العادية

مثال:

صافي الربح بعد الضرائب 100000 دينار ومجموع حقوق مساهمين 200000 دج منها

500000 سهم ممتازة تحصل على عائد بنسبة 10 % وأن عدد الأسهم العادية 100000 سهم والقيمة

الاسمية للسهم العادي والممتاز هو 1 دج.

$$\text{صافي الربح الخاص بحملة الأسهم العادي} = 100000 - (0.1 \times 500000) = 50000 \text{ دج}$$

$$= 0.5 \text{ دج} = \text{نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة} = \frac{50000}{100000}$$

نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة

= - الربح الجاري للسهم العادي

القيمة السوقية للسهم العادي

هـ. كلفة تمويل الأسهم العادية:

تكلفة التمويل هي مهمة عند التعامل في الأسواق المالية والنقدية لأنها يتم الاستناد

عليها في تحديد أدوات التمويل والاستثمار. ويتم حسابها من قبل المؤسسة المصدرة وتتمثل في

نصيب السهم العادي من الربح الدفع.

الربح المتوقع للسهم + معدل نمو الأرباح السنوي

= تكلفة تمويل السهم العادي

سعر بيع السهم - مصاريف الاستثمار

2. تقييم الأسهم الممتازة:

أ) القيمة الاسمية للسهم الممتازة:

وهي القيمة التي يصدر بها السهم الممتاز لأول مرة وتكون هذه القيمة مكتوبة على السهم

وهي تشكل الأساس الذي يتم بناءا عليه حساب أرباحه.

ب) القيمة الدفترية للسهم الممتاز:

وهي تساوي قيمة الإسمية وذلك لأن السهم الممتاز لا يشارك في الأرباح المحتجزة لأن تلك الأرباح هي من حقوق حملة السهم العادي، وليس للأسهم الممتازة فيها نصيب.¹

ج) القيمة السوقية للسهم الممتاز:

هي القيمة التي تباع فيها السهم الممتاز في السوق.

د) السعر العادل للسهم الممتاز:

تقع الأسهم الممتازة بين الأسهم العادية والسندات فيها تشبه السندات في عائدها ثابت ومعروف وهي تعد من الأسهم لأنها تمثل أموال ملكية.

يمكن حساب القيمة السوقية العادلة للسهم الممتاز هي:

$$POP = \frac{DIV}{R}$$

حيث أن:

$$DIV = \text{ربح السهم الممتاز}$$

$$R = \text{معدل الخصم}$$

$$POP = \text{السعر الحامل للسهم الممتاز}$$

و) القيمة العادلة:

¹ - د. جلال العيد وإبراهيم سلطان ومحمد صالح الحناوي: مرجع سابق ص ..

هي مناسبة لتقييم الأسهم الممتازة التي تشترك مع السندات في التدفقات النقدية (التوزيعات السنوية أو الفوائد) التي يمكن تحديدها مقدما. وتوجد هناك أنواع من السهم الممتاز التي تجمع بين صفقات السندات والأسهم العادية حيث تعطي حد أدنى من الأرباح مثل 5%.

فإننا نستخدم المعادلة الآتية :

$$\text{قيمة السهم الممتاز} = \frac{\text{الأرباح السنوية الموزعة}}{\text{نسبة الخصم}}$$

نسبة الخصم = هي العائد السنوي المطلوب للاستثمار أو معدل العائد الحقيقي.

ولكن نلاحظ أن المستثمر في الأسهم عموما يكون ينظر إلى إمكانية نمو الشركة التي

تحمل أسهمها، وكلما كان هناك نمو أكبر كلما كان هناك اتجاه نحو زيادة العوائد على الأسهم.

بذلك يمكننا زيادة أو تطوير المعادلة السابقة بحيث تصبح:

$$\text{القيمة العادلة للسهم} = \frac{\text{الأرباح السنوية الموزعة}}{\text{نسبة الخصم - معدل النمو}}$$

3. تقييم السندات:

على الرغم من أن السندات تعتبر أداة مهمة لتمويل شركات الأعمال إلى أن التعامل بها غالباً ما يشهد انفصلاً بين التغيرات التي تطرأ على قيمتها وطبيعة النشاط أو أداء المؤسسة المصدرة لها على عكس الأسهم .

أ. الغلة الصافية أو القيمة الصافية:

يعتبر هذا المقياس ملائماً لتقييم السندات ، بحيث أنه لو وجدت أمام مستثمر عدة سندات وكان معروفاً لديه فوائدها السنوية وأسعار شرائها وقيمتها الإسمية أو قيمتها عند الاستهلاك (أي قيمتها التي تستحق عند السداد)، فإن المستثمر يستطيع حساب الغلة الصافية لكل منها وعلى ضوء ذلك يستطيع أن يختار الاستثمار في السند الذي يعطيه أعلى غلة صافية أو أعلى عوائد.

$$\frac{\text{الفائدة السنوية} + \text{الربح السنوي للاستهلاك}}{\text{متوسط القيمة لتاريخ السداد}} = \text{الغلة الصافية}$$

متوسط القيمة لتاريخ السداد

حيث أن:

ربح الاستهلاك

$$\text{الربح السنوي للاستهلاك} =$$

مدة الاستحقاق

بحيث أن:

$$\text{ربح الاستهلاك} = \text{قيمة الاستهلاك} - \text{قيمة الشراء}$$

القيمة الاسمية + قيمة الشراء

$$\text{متوسط القيمة لتاريخ السداد} =$$

$$\frac{\text{ربح الاستهلاك} + \text{الفوائد السنوية}}{\text{مدة الاستحقاق}} = \text{العلة الصافية} = \frac{\text{القيمة الاسمية} + \text{قيمة الشراء}}{2}$$

2

4. مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية:

هي احتمال خسارة جزء من رأس المال المستثمر نتيجة لتذبذب أسعار الأسهم والسندات في السوق مما يؤدي إلى تدبب قيمة صناديق الاستثمار وتعتمد قدرة تحمل المخاطر على رغبة المستثمر في أن يتقبل انخفاض قيمة أصل المبلغ المستثمر.

أ. مخاطر الاستثمار بالسندات:

- **خطر التضخم:** تنخفض القوة الشرائية والقيمة الإسمية للسند في أوقات التضخم لأقل من قيمتها الحقيقية، وإن أصل السند يساهم في ارتفاع وانخفاض هذه المخاطر وللحد من هذه المخاطر يجب على المستثمر الأخذ بعين الاعتبار التضخم المتوقع وتغطية الفائدة لهذا الخطر.

- **خطر الاستدعاء أو الإطفاء:** عندما يكون الاستدعاء أو الإطفاء بالقيمة السوقية للسند وفي أوقات انخفاض قيمة السند يلحق خسارة بحملة السندات، وللحد من هذا الخطر يجب دراسة شروط اتفاقية السند.

- **خطر سعر الفائدة:** العلاقة العكسية بين القيمة الإسمية للسند ومعدلات الفائدة السوقية، فعند ارتفاع معدلات الفائدة السوق تنخفض قيمة السندات السوقية خاصة الطويلة الأجل، ويتم الحد من هذا الخطر بالعمليات الآجلة أو السندات ذات الفائدة المتغيرة.

● خطر الرافعة:

ينشأ هذا الخطر من كون السندات مصدر تمويل للشركات المصدرة وإن إفراط الشركة في إصدار السندات يضعف قدرتها الائتمانية ويعرضها إلى مخاطر الإفلاس وتصفية الشركة وتجنب هذا الخطر يتطلب توجيه المدخرات نحو سندات ذات نوعية عالية .

● مخاطر السيولة:

تفتقر السندات الخاصة بالسيولة، خصوصا إذا كانت طويلة الأجل أو متى كانت من فئة متدنية الجودة، وبسبب هذه الخاصية يتعرض حامل السند لما يعرف بمخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد في الفترات التي يسودها التضخم الاقتصادي، حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن قيمته الإسمية التي يصدر بها، وكلما طال أجل السند ترتفع هذه المخاطر، ولتخفيض مخاطر السيولة إلى حدها الأدنى، يجب الأخذ بعين الاعتبار: حجم الإصدار وحجم الصفقة وفئة السند.¹

ب. مخاطر الاستثمار للأسهم الممتازة:

¹ - د. جلال العيد وإبراهيم السلطان، محمد صالح الحناوي: مرجع سابق ص 259.

حتى يستطيع المشروع أن يعتمد على مصادر التمويل بالسندات والأسهم الممتازة إذا

توفرت الاعتبارات التالية:¹

- اتجاه هامش الربح نحو الارتفاع.
- توقع زيادة الأرباح مع اتجاه الأسعار نحو الارتفاع.
- اتجاه نسبة المديونية نحو الانخفاض.
- الرغبة في تخفيض درجة رقابة المساهمين على إدارة الشركة.
- انخفاض أثر الفائدة على السندات على التدفق النقدي الداخل.
- عدم مطالبة حملة السندات برهان أحد أصول المشروع.

ج. المخاطر المرتبطة بالأسهم العادية:

يجب على المستثمر أن يعرف المخاطر المصاحبة لمختلف أنواع الاستثمار والتي تعتبر من

الخطوات المهمة في هذا المجال، فمن بين المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم مخاطر السوق،

الإدارة، الإفلاس... الخ

● مخاطر السوق:

تشير المخاطر السوقية إلى التحرك العام في أسعار الورقة المالية، حيث تتحرك هذه

الأسعار معا استجابة لأحداث خارجية فعندما يحدث التحرك في السوق الخاص بالسهم صعودا أو

¹ - محمد سويلم - إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع سنة 1993 ص

هبوطاً لأن معظم الأسهم تتجه أسعارها في نفس اتجاه السوق، حيث نجد أن هذه الأحداث الخارجية التي تحرك أسعار الأوراق المالية يصعب التنبؤ بها، لذلك لا يستطيع المستثمر فعل شيء لتجنب هذه تذبذبات القصير الأجل في أسعار الأسهم المصاحبة لتلك الأحداث، ومن أهم المخاطر السوقية تلك المخاطر الناجمة عن استثمار الأموال في الأجل القصير في سوق الأسهم. فإذا كانت الحاجة إلى الأموال المستثمرة في لحظة حدوث تدهور الأسهم فإن المستثمر مضطر للبيع بخسارة مما يعني أن المستثمر في حاجة إلى مدى زمني بحيث لا يضطر للبيع في حالة تدهور الأسهم.¹

● مخاطر الإدارة:

يقصد بها أكثر الأخطاء الناجمة عن سوء تسيير الإدارة الشركة حيث تؤثر هذه الأخطاء الفادحة للإدارة على مسار الشركة ومستقبلها أدت بها إلى خسائر فادحة، وعرضت الكثير منها للإفلاس وفي المقابل فإن يقظة الإدارة وتدخلها في الوقت المناسب في مواجهة المشاكل واستغلال الظروف، وعمل الإدارة كفريق منسجم في تحقيق أهداف وغايات الشركة، يكون له دون شك مردود إيجابي على عائدها المادي وبالتالي يؤثر هذا إيجاباً على أسعار أسهمها.²

● مخاطر الأعمال:

تشير مخاطر الأعمال إلى درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمؤسسة المستثمر في أسهمها، والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار الذي ينتظره المستثمر، ومخاطر الأعمال تنشأ بسبب طبيعة الاداء التشغيلي، ومتغيرات هذا الأداء، وبيئة

¹ - د. عبد الغفار حنفي: مرجع سابق ص 197.

² - د. حامد العربي الخضيرى: تقسيم الاستثمارات - دار الكتب للنشر والتوزيع مصر سنة 2000 ص 46.

التشغيل والتي هي انعكاس لمجموعة من العوامل سببها السياسات الإدارية والظروف الاقتصادية وتغيرات طلب المستهلكين والتغير في ظروف المنافسة والتي تسهم جميعها في تدبب عائد العمليات التشغيلية وتنشق مخاطر الأعمال من القطاع الذي تنتمي إليه الشركة لهذا فإن درجتها تتفاوت من قطاع اقتصادي إلى آخر.

● مخاطر الإفلاس:

تنشأ مخاطر الإفلاس عن عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها اتجاه الغير. نتيجة التغير في سلامة المركز المالي لها عند تنفيذ اقتراح استثماري أو توسيع نشاطاتها، فقد يكون لذلك تأثير على سلامة المركز المالي للمؤسسة، قد تبعد أو تقترب من مخاطر التوقف عن السداد، وهو ما ينعكس في النهاية على القيمة السوقية لأوراقها المالية، وتمكن مخاطر الإفلاس بالنسبة للأسهم في أن حملة الأسهم لا يحصلون على مستحقاتهم إلى بعد استفاء الدائنين على حقوقهم كاملة، حيث أنه يمكن أن لا يبقى بعد التصفية ما يكفي لاسترداد أصحاب الأسهم لأموالهم التي سبق أن استثمروها في تلك المؤسسة.

المطلب الثاني: التسعير في سوق الأوراق المالية:

1. تعريف التسعيرة:

إن السعر سوق الأوراق المالية هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية أثناء إحدى الجلسات في السوق المالية، والذي يسجل في لوحة التسعيرة بعد انتهائها، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي اجتمعت عندها طلبات البيع والشراء للورقة المالية.¹

2. آلية تحديد سعر الأوراق المالية:

إن التسعيرة للأوراق المالية في السوق الأوراق المالية الذي يخضع لآلية السوق، أي قانون العرض والطلب بحيث تتم مواجهة الطلبات على الأوراق المالية بالعروض عليها، ومن هنا يتحدد سعر التوازن بينهما وبالتالي الوصول إلى أكبر عدد ممكن من المعاملات.

وقد جاءت المادة 26 من المرسوم التشريعي رقم: 91/196 الصادر بتاريخ 1991/05/28

التي تؤكد "القواعد التقنية لتنظيم في السوق الأوراق المالية وأوقات افتتاح واختتام جلسات التسعيرة وتحديد فترات تسوية العمليات العاجلة والآجلة محددة من خلال النظام الداخلي لسوق الأوراق المالية".

3. طرق التسعيرة في السوق الأوراق المالية:

¹ - G. Defresse et P. Balley.

يمكننا اللجوء إلى عدة طرق من أجل تحديد سعر:

● طريقة المناذاة:

تم التسعيرة عن طريق المناذاة وذلك بأن يجتمع ممثلو جميع العروض والطلبات في المقصورة وينادون بأعلى أصواتهم عند نهاية العروض والطلبات التي يجوزتهم حتى يتم التوازن، ونظراً للضجيج الذي يحدث باعتماد هذه الطريقة فإن المتفاوضين يلجئون إلى الإشارات.

● طريقة المعارضة:

في هذه الطريقة يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشراءه من السندات والأسهم وحدود الأسعار المعروضة وبذلك يتحدد سعر التوازن.

● طريقة التوازن:

يلجأ إلى هذه الطريقة عندما تكون عروضهم للبيع وطلباتهم للشراء في سوق الأوراق المالية كثيرة ومتعددة يعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، وتعتمد لجنة إلى حساب العروض والطلبات ثم تحديد أسعار البورصة ما يتضمنه الصندوق من العروض والطلبات.

المطلب الثالث: مؤشرات نشاط سوق الأوراق المالية:

لمعرفة حجم نشاط البورصة أو السوق الأوراق المالية (وإذا كانت ناجحة أو فاشلة)

يتم الاعتماد على المؤشرات.

1. المؤشر:

هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في سوق الأوراق المالية من حيث الأسعار وحجم التداول، ويقوم على عينة من أسهم المنظمة التي يتم تداولها في السوق ويتم تحديد قيمة في البداية (الأساس) ثم يتم بعد ذلك مقارنة عند أي فترة زمنية، وهو يعتبر مقياسا شاملا يقيس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم ويعتمد بناء المؤشر على مبادئ أساسية تتمثل في تقديم العينة وتبسيط وتسهيل الحساب (عينة ملائمة وأسلوب محدد لتحديد وزن كل سهم داخل العينة، طريقة سهلة ومبسطة لحساب قيمة المؤشر).

وهناك نوعين من المؤشرات، المؤشرات التي تقاس حالة السوق.

بصفة عامة مثل: مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة «DJIA»، ومؤشر 500 لستاندر

أندبور "SXP500" ومؤشرات قطاعية أي تقيس حالة السوق لقطاع صناعة معينة ومنها على

سبيل المثال مؤشر داوجنز للصناعة والنقل أو مؤشر Sxp لصناعة الخدمات العامة.¹

2. كيفية بناء المؤشر:

على الرغم من التفاوت في كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية إلا

أنها تقوم جميعا على ثلاثة أسس هي: عينة ملائمة، تحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة

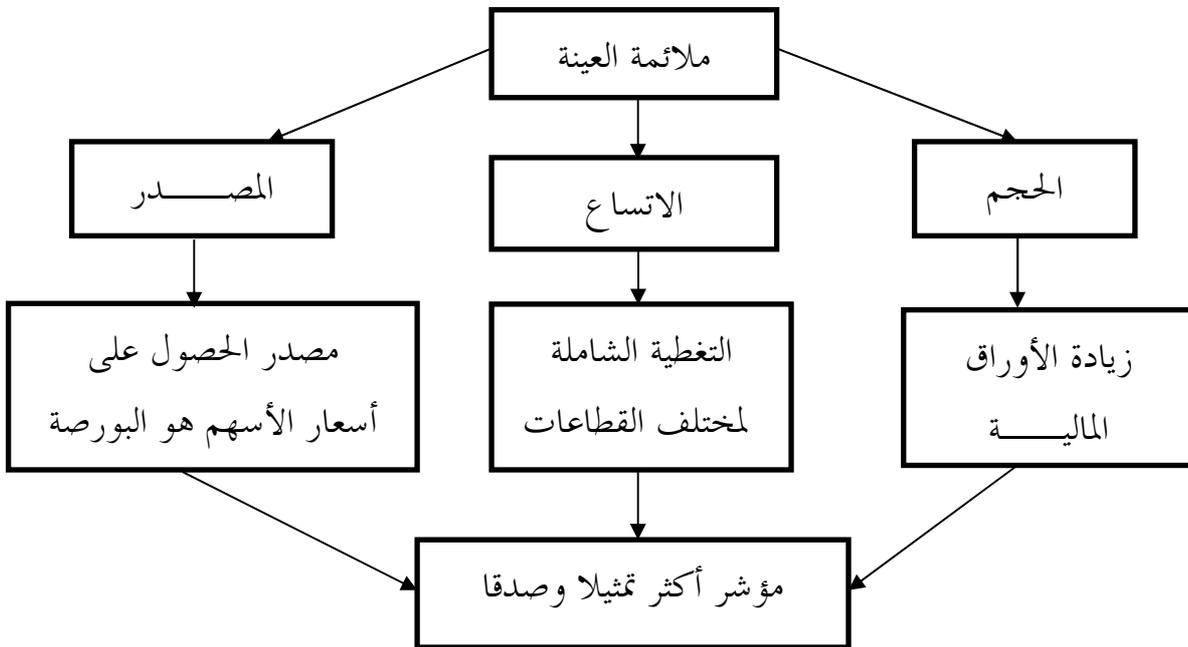
وطريقة حساب قيمة المؤشر.

¹ - P. Topscallan "les indices Boursières an actticen: edition economica pen's 1996 P. 09

● ملائمة العينة:

بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي الحجم والاتساع والمصدر، فبالنسبة للحجم فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق، أما الاتساع فينبغي مدى تخطيطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق. أما المصدر فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر السوق الأساسية حيث يتم تداول الأوراق المالية، كما يظهر الشكل التالي:¹

الشكل (1-7): كيفية بناء المؤشر



المصدر: من اعداد الباحث

¹ - د. عيسى محمد الغزالي: تحليل أسواق المالية "سلسلة دورية بقضايا التنمية في أقطار العربية سنة 2004 ص 07".

• الأوزان النسبية:

تمثل الأوزان النسبية القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة المكونة للمؤشر وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي الأول هو الوزن على أساس السعر أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الأخرى التي يقوم عليها المؤشر الثاني هو مدخل الأوزان المتساوية وذلك بإعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر.

• إجراءات حساب قيمة المؤشر:

تختلف المؤشرات من حيث الطريقة التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر فهناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية (في معظم المؤشرات يحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي) وأخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

3. أنواع المؤشرات:

• **مؤشر Dow Jones**: هو مؤشر مبني على أساس السعر ينسب إلى صحافيان كان

يتابعان حركة نشاط البورصة.¹

$$DJIA = \sum_{\lambda=1}^{30} P_i / D_{adj}$$

DJIA = قيمة المؤشر في الفترة T

¹ - Didier Vitrac : « Tout savoir sur la bourse » edition : 2003 P. 600

$P_i =$ سعر السهم في الفترة T

D_{adj} = قيمة المؤشر في فترة الأساس.

المؤشر يضم 30 مؤسسة صناعة الأولى (مؤشر داوجتر لمتوسط الصناعة)

المؤشر يضم 65 شركة هي 30 لمتوسط الصناعة و20 شركة نقل و15 شركة منافع.

● **مؤشر NAS DAQ**: هو مؤشر متعلق بـ 2900 عينة خارج البورصة وأساسها

هو 100 لفترة الأساس 5 فيفري 1971 ويشمل العديد من الشركات حوالي 5000 شركة.

● **مؤشر ستاند أندبور**: يحتوي على 500 ورقة مالية تمثل 80% من القيمة السوقية

للسهم المتداولة في بورصة نيويورك، يضم 500 شركة (400 صناعية، 40 منافع عامة، 20 نقل، 40 مجال البنوك والتأمين).

● **مؤشر CAC40**: في بورصة باريس يضم 40 مؤسسة الأولى ويحسب على أساس

1000 من فترة 1987-12-31.

● **مؤشر FT 100**: يحتوي على 100 ورقة مالية تتمثل 70% من إجمالي رسملة

البورصة.

خاتمة :

من خلال دراستنا لهذا الفصل, تعرفنا على أهمية الاستثمار في الأوراق المالية بحيث يعتبر من أكثر الموضوعات المثيرة للاهتمام في اقتصاديات السوق و عادة ما ينصرف سوق رؤوس الأموال على أنه سوق الأوراق المالية و هو مفهوم الضيق و يطلق عليه مصطلح البورصة و قد وجدت هذه الأخيرة لضرورة حتمية تتطلبها نظم الحياة المعاصرة التي ترتبط ارتباطا قويا بنمط المؤسسات و التي يمكن لها تحريك قوى الاستثمار و تمويل و الادخار و التعامل بشكل فعال و سليم بالإضافة إلى استعمالات المشتقات المالية التي لها هدف رئيسي و هو ضمان التسيير الأمثل للمخاطر و تحويلها إلى ضمان التوازن و طبيعة عمليات سوق الأوراق المالية و متمثلة في الوسطاء الذين يتلقون أوامر من زبائنهم و الذين يلعبون دورا هاما جدا في نجاعة أو فعالية السوق المالي .

الفصل الثاني

كفاءة سوق الأوراق المالية

مقدمة:

من الدور الرئيسي الذي تلعبه الأسواق المالية هو تحويل فوائض الأموال من أصحاب المال إلى أصحاب عجز المالي الذين لديهم فرص الاستثمارية عبر الوسطاء الماليين و لهذا السبب جاءت عديد من التساؤلات حول كفاءة الأداء في السوق ، و ماهية صياغتها و علاقة المعلومات بكفاءة السوق , سنتطرق في المبحث الأول من الفصل لماهية كفاءة سوق الأوراق المالية ، ثم نتناول دور المعلومات و كفاءة السوق في المبحث الثاني ، و نخصص المبحث الأخير للنظرية المحفظة المالية و أداء السوق .

المبحث الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية وخصائصها وصفتها

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

1. تعريف كفاءة سوق الأوراق النقدية:

يتصف السوق الكفء باستجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها أطراف السوق مما يؤدي إلى تحديد القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات، أي تعكس أسعار الأوراق المالية لجميع المعلومات المعروفة وهي المعلومات التاريخية مثل: سلسلة المعلومات التاريخية، والمعلومات الجارية وهي المعلومات المعلنة للعامة، كما تعكس المعلومات التي يحصل عليها أطراف السوق من خلال تحليل ومعالجة المعلومات التاريخية والجارية ومنه يمكن تعريفها "تتسم سوق الأوراق المالية الكفء بالتنافسية أي تتحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها وفقا لقوى العرض والطلب وتتسم سلوك المتعاملين بالرشادة مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين وتتحدد بالتالي القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات."¹

- يبدل المستثمرين الوقت والجهد والأموال من أجل الحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها لتحقيق أرباح غير عادية، فإذا عمل جميع المستثمرين في السوق بهذا السلوك من تم سوف يتحدد سلوكهم الاستثماري وقراراتهم بناء على المعلومات الجديدة مما يؤدي إلى تغيير أسعار التداول استجابة للقرارات الاستثمارية لتعكس كافة المعلومات الجديدة مما يحقق توازن السوق.

¹ - Bodie Z. Kane et Marcus A "essentials of investments", times Minor higher education group. 1995 INC Chicago USA P 54.

كما يمكن تعريف كفاءة السوق بالأوراق المالية أيضا "أن تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة".¹

وهناك تعريف آخر لكفاءة سوق الأوراق المالية حيث نجد (FAMA 1965) يعرفه سوق الأوراق المالية: "كفاءة إذا كانت جميع المعلومات المتوفرة والخاصة بكل أصل مالي مدججة في سعر ذلك الأصل".² ثم عرض بيشر (Beaver 1981) تعريفا بسيطا وواضحا استطاع أن يتقلب به على ما أحاط بالتعريفات الأخرى من غموض حيث يرى أن سوق الأوراق المالية تكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة".³

نستنتج مما سبق تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية في ظل فرضية السوق الكفاء يفترض توافر المعلومات لكل المتعاملين الاقتصاديين، حتى لا يكون هناك مشاكل عدم تماثل المعلومات.

2. مقومات السوق الكفاء:

هناك ثلاثة مقومات أساسية للسوق الكفاء حسب رأي (Reilly،1985) هي:

أ- دقة وسرعة وصول المعلومات.

ب- كفاءة التشغيل والتسعير.

ج- السيولة.

¹ - Charles, P. Jones « investments Analysis and management, John milg et sons inc New York 1996 P 245.

² - Philippe Gillet « l'efficacité des marchés financières – ecanarnica paris1999 P 11

³ - د. محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العيد: مرجع سابق ص: 125.

ويضيف (Bemstien، 1987) سمة الرابعة وهي العدالة السوق.

أ. دقة وسرعة وصول المعلومات:

إن دقة وسرعة وصول المعلومات في سوق الأوراق المالية تعمل على زيادة كفاءة تخصص الموارد في الاقتصاد بتوجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة أو القطاعات ذات المزايا النسبية، وهو ما يعني تحقيق كفاءة السوق وبدورها تؤدي إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية¹

ب. كفاءة التشغيل والتسعير أو ما تسمى بمتطلبات كفاءة السوق:

يقصد بكفاءة التشغيل أو بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تحمل أطراف السوق لتكاليف مرتفعة ودون تحقيق التجار لأرباح غير عادية.

أما كفاءة التسعير يقصد بها بالكفاءة الخارجية وهي المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم صورة تعكس كافة المعلومات المتاحة وذلك دون أن يتحمل المتعاملين تكاليف مرتفعة مما يعني إتاحة الفرصة للجميع.

ج. السيولة:

يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية. إن للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وذلك أن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية

¹- د. منير إبراهيم هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية: مرجع سابق ص: 411.

التي تتميز بالسيولة، وفي حالة عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق يعني هذا أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق توفر سمة الانتظام أي استقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى.¹

د. عدالة السوق:

تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية تعمل على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.

3. أساليب قياس فرضية السوق الكفاء:

لقد اعتمدت الدراسات الأولية التي تناولت كفاءة سوق الأوراق المالية على التحليل التطبيقي دون الاستناد إلى جانب نظري وهو ما جعل FAMA يقوم بصياغة فرضية السوق الكفاء في إطار نموذج المباراة أو اللعبة العادلة والذي ينص على أن سعر التداول في السوق يعكس كل المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية التي تتماشى مع مستوى مخاطر الاستثمار فيها.

وتعتمد سعر الورقة المالية وفقاً لهذه الصيغة على كل المعلومات المتاحة عن النقطة

الزمنية (+) ويتغير السعر عند وصول معلومة جديدة بين النقطتين (+)، (1++) ليصل السعر إلى

¹ - د. منير إبراهيم هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، ص: 411

(P_{T+1}) الذي يعكس تأثير المعلومات الجديدة ويتصف وصول المعلومات بالحركة العشوائية مما يجعل السعر الذي يتوقعه المستثمر عند النقطة الزمنية ($T+1$) لا يكون مساوياً في بعض الأحيان السعر الذي يتم عنده التداول في الفترة ($T+1$) ويؤدي ذلك إلى صياغة خطأ التنبؤ على أنه الفرق بين السعر الذي تم به تداول الورقة المالية في الفترة الزمنية ($T+1$) والسعر الذي توقعه المستثمر أن يسود في تلك الفترة كما توضحه المعادلة التالية:

$$\xi_{T+1} = P_{T+1} - E_T(P_{T+1})$$

حيث أن:

$$\xi_{T+1} = \text{حد الخطأ العشوائي}$$

$$P_{T+1} = \text{سعر تداول الورقة المالية الفعلي عند النقطة الزمنية } (T+1)$$

$$E_T(P_{T+1}) = \text{السعر المتوقع من المستثمر لتداول الورقة المالية عند النقطة الزمنية } (T+1) \text{ والذي}$$

صاغه المستثمر عند النقطة (T).

ويعتمد المستثمر على نموذج اقتصادي لحساب العوائد المستقبلية بناء على كل

المعلومات، كما يتمتع المستثمرون باتخاذ القرارات جيدة الخاصة بالتوقعات عن العوائد المستقبلية.

وتتخذ دالة احتمال العوائد المتوقعة كالاتي:

$$\$P(R_T + n/\Omega_{TP}) = \$ (R_T + n/\Omega_T)$$

حيث أن:

$$\Omega_T = \text{كافة المعلومات التاريخية والحالية.}$$

$$\Omega_{TP} = \text{المعلومات المتاحة لجمهور المتعاملين عند نفس النقطة الزمنية.}$$

وترجع المعلومات وفقاً لنظرية الحركة العشوائية إلى السوق بصورة عشوائية مما يجعل هناك

تبايناً في التنبؤ لتوقعات المستثمرين بين العائد والعائد الفعلي وبالتالي يحقق المستثمرون خسائر أو

أرباحاً غير عادية يطلق عليها خطأ التنبؤ وتأخذ الصيغة الآتية:

$$M_{T+1}P = R_{T+1} - E^P(R_{T+1} \Omega_{TP})$$

حيث أن:

$M^T + 1P$ = خطأ التنبؤ عند النقطة الزمنية (T+1) ويمثل الخسائر أو الأرباح غير العادية

R_{T+1} = معدل العائد الفعلي على الاستثمار عند النقطة الزمنية (T+1)

$E^P(R_{T+1} \Omega_{TP})$ = معدل العائد المتوقع تحقيقه عند النقطة الزمنية (T+1)

وفي الأخير يأخذ النموذج العام لقياس الكفاءة الصيغة الآتية:

$$P_T = a + b\theta + e_t$$

حيث أن:

P_t = سعر الأوراق المالية في النقطة الزمنية.

θ = المعلومات

e_t = الخطأ العشوائي

a = معدل العائد الفعلي على الاستثمار في الزمن "t"

b = معدل العائد المتوقع تحقيقه في الزمن "t"

كما يوجد نموذج EARCH لقياس الكفاءة والذي قدمه (Engle, 1982) وقام

بتطوير (Bollerslev, 1986) حيث يقدم النموذج إطار للعلاقة بين العائد المتوقع والتغيرات

في المخاطر أو تدبب عائد الأصول وفقا لنظرية المحفظة ويأخذ النموذج EARCH الصفحة

التالية:

$$Y_t = u_t + \delta 1h_t^{1/2} + \xi_t$$

حيث أن:

Y عائد الأوراق المالية

U تقديرات المعلومات الماضية

ξ_t الخطأ العشوائي للمعلومات السابقة

H_t تباين الخطأ

يوضح هذا النموذج أهمية الارتباط بين العائد والمخاطر، وانخفاض درجة التقلب العائد

في السوق إلى جانب ضرورة استجابة الأسعار للمعلومات لتكون السوق كفتا.

المطلب الثاني: الصيغ المختلفة للكفاءة سوق الأوراق المالية:

إن كفاءة سوق الأوراق المالية ترتبط أساسا بتوافر المعلومات المناسبة لأنها تعتبر عنصرا

أساسيا وفعال في عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية وذلك بمختلف مستوياتها، ومن ثم يمكن

تحديد مستوى كفاءة السوق. وبالتالي فإن السوق قد تكون كفاء بالنسبة لنظام معين من

المعلومات ولكنها غير كفاء بالنسبة لنظام آخر. لذلك قام (FAMA1970) بتعريف الصيغ

المختلفة لكفاءة السوق الأوراق المالية ومتمثلة في ثلاثة فرضيات هي:¹

● فرضية الصيغة الضعيفة

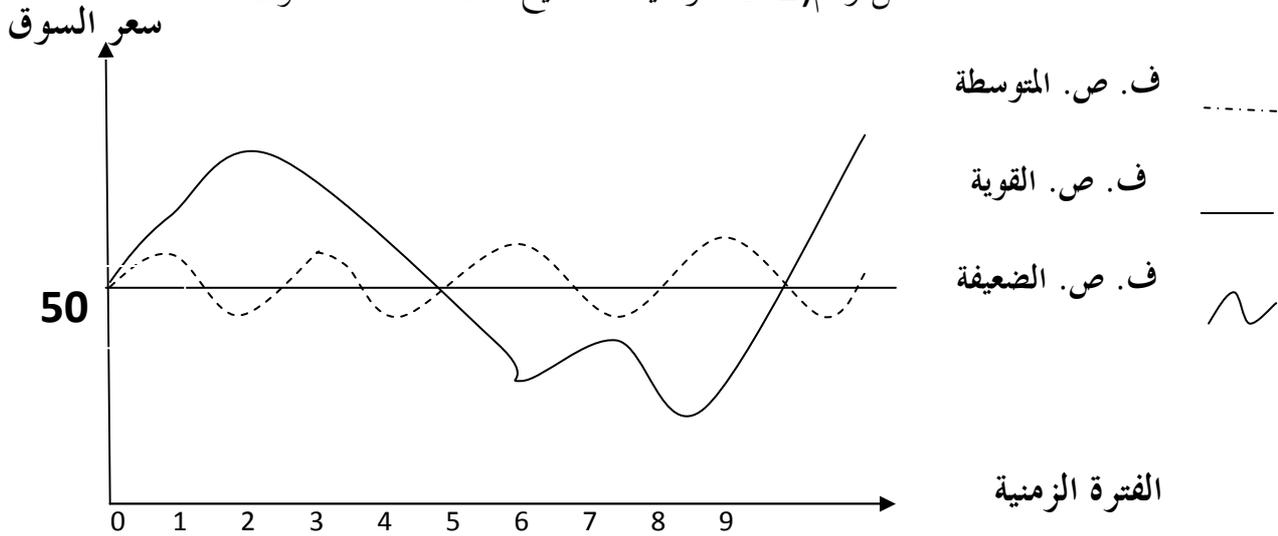
● فرضية الصيغة المتوسطة

● فرضية الصيغة القوية

ولفهم أكثر هذه الصيغ بيانها في شكل بيانها الذي يعكس طبيعة العلاقة بين الصيغ

الثلاث للكفاءة.

الشكل رقم (2-8): فرضيات الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق²



¹ - Source : 3. Fromeds Investments : Analysis and Management (New York : Mc Gaw – Hill Inc 1976

¹ - د. محمد الحناوي ، إبراهيم سلطان، جلال العيد: تحليل وتقييم الأوراق المالية ص: 145

² - Source : 3. Fromeds Investments : Analysis and Management (New York : Mc Gaw – Hill Inc 1976 P 528

يتضح من الشكل أن سوق الأوراق المالية يكون كفوًا في ظل الفرضيات الثلاثة :

- الصيغة الضعيفة: لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتمادًا على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي لأن التغيرات السعرية مستقلة عن بعضها البعض وهو ما يعرف بنظرية حركة العشوائية لأسعار الأسهم أو بمعنى آخر يكون هناك تباين كبير بين سعر الورقة المالية في السوق وقيمتها الحقيقية.

وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار.

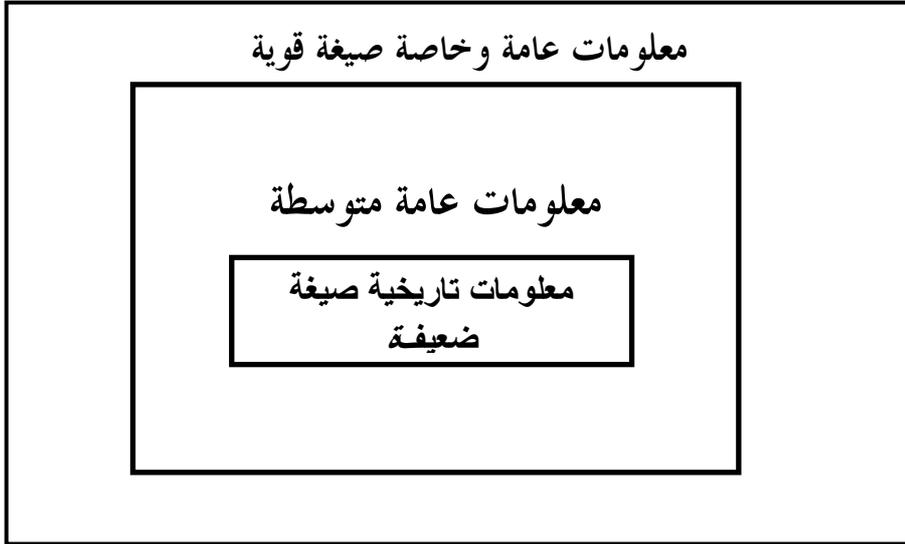
- الصيغة المتوسطة: يلاحظ أن تدبب الأسعار كان محدودًا حسب الشكل ويوضح ذلك عدم وجود فروقات كبيرة جدا بين سعر الورقة في السوق وقيمتها الحقيقية، إذ تكاد تكون الفروقات مساوية أو طفيفا مقارنة بفرضية الصيغة الضعيفة، وهو ما يعني أن أرباح المستثمرين أو خسائرهم ستكون محدودة بمقدار الفرق بين القيمتين كما يبينه المنحنى المتقطع.

- الصيغة القوية: تمثل الصيغة القوية لفرضية الكفاءة عندما تكون الأسعار السوقية في حالة توازن مستمر تتساوى القيمة الحقيقية مع سعر الورقة المالية كما يعكسها الخط المستقيم المستمر الذي يظهر في الشكل.

ويوجد هناك شكل آخر الذي وضعه (FAMA 1970) وهو يبين فيه صيغة

الفرضيات الثلاث لكفاءة السوقية وهي كالاتي:

الشكل رقم: 2-9 يبين فرضيات الصيغ الثلاثة للكفاءة السوقية



Source : Philippe Gillet l'efficience des marchés Financiers=economica1999 p :34

ويوضح هذا الشكل أولاً في الصيغة الضعيفة وهي المعلومات التاريخية حول الأسعار منعكسة في الأسعار الحالية، والتي لا يمكن لأي مستثمر الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات في المستقبل أما الثانية هي صيغة متوسطة تعني أي تعكس الاسعار الحالية بالإضافة إلى المعلومات التاريخية حول الأسعار كل المعلومات المعروفة والمتاحة المؤسسات أما الثالثة هي صيغة قوية تعني أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة. بحيث لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات غير متاحة لغيرهم لتحقيق أرباح غير عادية بصفة نظامية ومستمرة.

● فرضية الصيغة الضعيفة: تقتضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية أن سعر التداول للأوراق المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط، كالتغيرات في أسعار وأحجام

المعاملات، وعوائد الأوراق المالية للفترات السابقة وأسعار الفائدة، وعليه فإن المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في الفترة السابقة عديم الجدوى للمستثمر.

ويعني هذا أن حركة الأسعار في المستقبل تكون مستقلة تماما عن التغيرات التي حدثت في الماضي. وتعرف هذه الظاهرة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار عن بعضها وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات مما يجعل الأسعار تتحرك في صورة عشوائية بين لحظة وأخرى، كما لدينا طريقتين لتقييم حركة الأسعار العشوائية وفقا للصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق من أهمها:

1. اختبار الأنماط: يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في

اتجاه الأسعار، والذي يهدف إلى معرفة عدد المرات التي يحدث فيها التغير في اتجاه الأسعار ومدى الفترة في كل مرة وذلك بوضع إشارة لكل نوع من التغيرات وتظهر كما يلي:¹

+ : تعني حركة سعرية بالزيادة.

- : تعني حركة سعرية بالانخفاض.

0 : تعني عدم وجود حركة.

2. اختبار سلسلة الارتباط: يعتمد هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة

مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل حيث أن المدى الطويل يمكن أن يكشف عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار ويرجع هذا الاختبار إلى FAMA في الخمسينيات، عندما قام باختبار 30 سهما متكون لمؤشر داوجونز وذلك من خلال دراسة معامل الارتباط لسلسلة من العوائد المتتالية لفترة

¹ - د. إيهاب الدسوقي = اقتصاديات كفاءة البورصة: مرجع سابق، ص 46.

من يوم إلى أيام. وقد بين أن نسبة ضئيلة من السهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة، وتصبح هذه النتيجة بمثابة تأكيد واقعي لفرضية الصيغة للكفاءة ونظرية الحركة العشوائية للأسعار.

● فرضية الصيغة المتوسطة: يقتضي هذه الصيغة المتوسطة بأن تعكس أسعار الأوراق المالية

كافة المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين إلى جانب المعلومات الخاصة بفترة معينة كأعضاء إدارة

المؤسسة المصدرة للأوراق المالية وكبار العاملين فيها... الخ

بحيث تستجيب السوق للأوراق المالية للمعلومات الواردة بعد قيام المستثمرين بتحليل

هذه المعلومات لينعكس أثر التحليل على أسعار الأوراق المالية وبالتالي يصعب على المستثمر ان

يحقق أرباح غير عادية نظرا لتعديل السعر وفقا للمعلومات خلال فترة زمنية قصيرة، وقصر الفترة

الزمنية بين وصول المعلومات الجديدة وبين السعر في ظل هذه المعلومات يجعل الأرباح التي يمكن

تحقيقها محدودة إلى حد كبير. وقد تم اختبار فرضية الصيغة المتوسطة من خلال دراسة سرعة

استجابة الأسعار لبعض المعلومات المالية المنشورة كالأرباح والتوزيعات. التغيرات في عرض

النقود، التغيرات أو أساليب المحاسبة الجديدة، اشتقاق الأسهم، حجم التعامل على الأوراق المالية.

كما اختلفت بعض الدراسات في اختبارها لغرض السوق الكفاء من النوع متوسط

القوة حيث أثبت بعضها سرعة استجابة أسعار الأسهم للمعلومات المالية بما لا يتيح الفرصة لأي

مستثمر لتحقيق عوائد غير عادية على حساب الآخرين. وتعتبر هذه النتيجة بمثابة تأكيد للصيغة

متوسطة القوة، في حين كشفت دراسات أخرى أن هناك فاصل زمني يعطي فرصة لتحليل المعلومات الموجودة في السوق وتحقيق أرباح غير عادية.¹

● فرضية الصيغة القوية: تعكس فرضية الصيغة القوية للكفاءة السوقية جميع المعلومات والمتمثلة في المعلومات التاريخية التي تخص بما حدث من تغيرات على الأسعار وحجم التبادلات للأوراق المالية في الماضي إضافة إلى تلك المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين، إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة كأعضاء إدارة الشركة المصدرة للسهم وأعضاء مجلس إدارتها وأنها غير متاحة للسوق ككل. ومما سبق يبدو أن تأييد فرضية الصيغة القوية للكفاءة السوقية يميل إلى الضعف أكثر من إلى القوة، وذلك نظرا لإمكانية استعمال المعلومات المتحركة من قبل فئة من المتعاملين الداخليين على نحو يؤهلهم لتحقيق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين آخرين.

لقد اختبرت صيغة الفرد القوي بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين، يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على المعلومات لا تتاح للجمهور بذات السرعة وهم:²

أ- العاملون بالمؤسسة.

ب- مديرو المؤسسات المالية.

وفي هذا العدد سنتطرق إلى ذلك بشيء من التفصيل على النحو التالي:

● العاملون بالمؤسسة:

¹ - د. إيهاب الدسوقي: اقتصاديات كفاءة البورصة: مرجع سابق، ص 50.

² - د. إيهاب الدسوقي: اقتصاديات كفاءة البورصة: مرجع سابق، ص 60.

يملك كبار العاملين بالمؤسسة ميزة المعرفة بسرعة عن باقي المستثمرين ولذلك يمكن أن يتم اختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية لمعرفة مدى قدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية.

غير أن العديد من الدراسات أثبتت أنهم يمكن أن يحققوا أرباحا غير عادية قد تفوق المستثمر العادي لأنهم يعرفوا المعلومات قبل أن تتداول بين الجميع.

وتأسيسا على ما أوضحتها الدراسات بشأن قدرة كبار المتعاملين في المؤسسات على تحقيق أرباح غير عادية مما يعني عدم وجود سوق للكفاءة في شكلها القوي بشكل عملي، فإن هذا قد يعني قدرة المؤسسات على تبني استراتيجيات استثمار تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية طالما أن السوق ليست بالدرجة المرتفعة من الكفاءة التي تحول دون تحقيق ذلك.

● مديرو المؤسسات المالية:

يملك مديرو المؤسسات المالية المخصصة مثل: صناديق الاستثمار القدرة على الوصول إلى المعلومات بسرعة، كما يستطيعون استخدام أدوات التحليل، ومن ثم إمكانية التوقع اتجاه السوق وقد تم اختبار هذه الصيغة من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار ومقارنة العائد ومستوى المخاطر المحققين من قبل هذه المؤسسات بالمقارنة بما يحققه المستثمر العادي.

ولقد جاءت العديد من الدراسات في هذا الشأن لتؤكد عدم مقدرة المستثمرين المؤسسين على تحقيق أداء أفضل من ذلك الخاص بالسوق. بمعنى عدم إمكانية تحقيق أرباح متميزة على حساب المستثمر العادي الذي يسير محافظته المالية وفق استراتيجية الاستثمار.

وخلاصة لما تطرقنا إليه من شرح كفاءة سوق الأوراق المالية. مقوماتها وصيغتها

سوف تظهر في الجدول الآتي:

الجدول رقم (2-1): المفاهيم الأساسية لكفاءة سوق الأوراق المالية.

الموضوع	البيان
أنواع الكفاءة	<p>هناك الكفاءة التشغيلية والتسعيرية والتخصيصية</p> <p>هناك الكفاءة الكاملة التي تعني تمتع السوق بالأنواع الثلاثة السابقة للكفاءة.</p>
أنماط الكفاءة	<p>1) هناك السوق من النمط ضعيف الكفاءة (وهو السوق الذي يتسم للسلوك السعري فيه بالعشوائية) حيث نجد الأسعار تعكس كل المعلومات التاريخية ومؤدي ذلك عدم جدوى التحليل الفني، وتؤيد الأبحاث هذا الفرض بقوة عالية.</p> <p>2) هناك السوق متوسط قوى الكفاءة، حيث تعكس الأسعار كل المعلومات المتاحة المنشورة ومن ثم تصبح التحليلات الجوهرية عديمة القيمة، وهناك دعم جوهري في تأييد هذا الفرض، وإن كان بدرجة أقل من دعم الفرض الأول.</p> <p>3) هناك السوق قوي الكفاءة، حيث أن الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة خارجيا وداخليا، ومن ثم لا يستطيع أي شخص، بصورة ثابتة، تحقيق أرباح متميزة والأبحاث لا تدعم في مجملها صحة هذا الفرض.</p> <p>ويلاحظ أن السوق قوي الكفاءة ينطوي ضمنا على كل من النمطين شبه قوي الكفاءة وضعيف الكفاءة كما أن السوق شبه قوي الكفاءة ينطوي ضمنا على نمط السوق</p>

ضعيف الكفاءة.	
<p>(1) تشجيع التعامل في الأوراق المالية.</p> <p>(2) إعطاء مؤشرات واضحة عن أداء مديري المؤسسات.</p> <p>(3) المساعدة على التخصيص الأفضل لموارد المجتمع.</p>	<p>فوائد</p> <p>السوق</p> <p>الكفاء</p>
<p>1) بالنسبة لغالبية المستثمرين، لا توجد إمكانية لتحقيق أرباح غير عادية من خلال استغلال المعلومات المتاحة المنشورة.</p> <p>2) ضرورة ضغط المستثمرين، والجهات المحاسبية المعنية والقواعد الحكومية المنظمة وقوانين الأسواق المالية، ومن أجل المزيد من الإفصاح عن المعلومات بسرعة وبدقة، حتى يتداعم مفهوم الكفاءة.</p> <p>3) أن فرض القيود القانونية، على استفادة الأطراف الداخلية من المعلومات الخاصة ليدعم بدوره كفاءة السوق.</p> <p>4) على مديري المؤسسات، التركيز على خلق القيمة الحقيقية، وليس على خداع المستثمرين، كما أن عليهم ألا يعطوا توقيت الإصدارات الكبيرة على أسعار الأسهم.</p>	<p>تطبيقات</p> <p>كفاءة</p> <p>الأسواق</p>

المصدر: د. بهاء الدين سعد: دراسات في الأسواق المالية (الإسراء للطباعة 2005) ص: 226

المبحث الثاني: المعلومات و كفاءة السوق

المطلب 1: مفاهيم أساسية حول المعلومات

تعتبر المعلومات بمثابة عنصرا حاكما من عناصر البنية الأساسية اللازم توافرها لاتخاذ القرارات الاستثمارية الأمثل، وفي مجال الأوراق المالية تأخذ المعلومات دورا بارزا، إذ أنه في ظل غياب هذه المعلومات، أو عدم توافرها بالشكل المطلوب، يتحول سوق الأوراق المالية من مباراة عادلة إلى لعبة يحكمها الحظ والصدفة. وتتميز الأسواق المتطورة بتعدد مصادر المعلومات التي تساهم في توفير المعلومات بكثرة، في نفس الوقت الذي تكون فيه هذه المعلومات متاحة للجميع إما بالمجان أو بتكلفة قليلة، وحتى في الحالات التي يعتبر فيها مصدر المعلومات مكلفا نسبيا. بحيث تتسم الأسواق ذات الكفاءة الاقتصادية العالية بتوفر عدد هائل من هذه المصادر وهي كالاتي: الصحف والمجلات المتخصصة، سمسرة الأوراق المالية، الصحف ومجلات عامة، بورصة الأوراق المالية، الأصدقاء والأقارب والأترنيت... الخ

ومن خلال هذا المطلب الثالث سنحاول إلقاء الضوء على البيانات والمعلومات ومع توضيح العمليات الأساسية التي تتم على البيانات لتحويلها إلى معلومات.

✓ مفهوم البيانات:

هي مجموعة من الحقائق أو الأفكار أو المشاهدات أو الملاحظات أو القياسات، وتكون في صورة إعداد أو كلمات أو رموز مكونة من أرقام وحروف أبجدية أو رموز خاصة وهي تصف فكرة أو موضوعا أو حدثا أو هدفا أو أي حقائق أخرى وتنظيمها للحصول على شكل أكثر

فائدة واستخدامها وتسمى في هذه الحالة المعلومات. وخلاصة القول أن البيانات هي المادة الخام التي تشتق منها المعلومات.¹

✓ تعريف المعلومات:

وتعد المعلومات من أهم الأركان الفعال لنجاح وتطور الأسواق الأوراق المالية ، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفؤ للموارد. وهناك عدة تعاريف حول مفهوم المعلومات كما يعرفه (Twlam ,2001) "فالمعلومات عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل استخدامها في صياغة القرارات"

وأيضاً يعرفه (P.H pottier, 1978) "بأنها مجموعة من البيانات والحقائق

والدراسات الضرورية لمعرفة السوق".

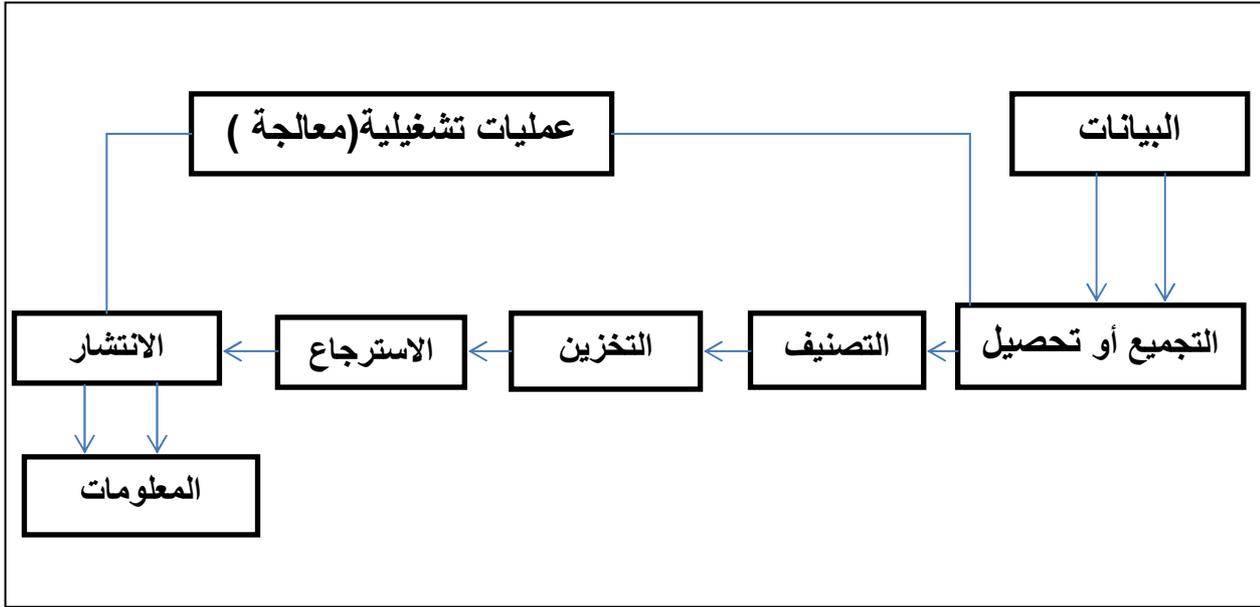
ونستخلص مما سبق أن البيانات هي بمثابة المادة الخام التي تتم معالجتها للحصول على

المعلومات وبعبارة أخرى إن المعلومات تبدأ من حيث تنتهي البيانات والشكل التالي يوضح كيف

تتم عملية معالجة لنحصل على المعلومات المطلوبة.

¹ - د. عبد الله فرغلي علي موسى "تكنولوجيا المعلومات ودورها في التسويق التقليدي والإلكتروني - إيتراك الطباعة والنشر والتوزيع ص 15"

الشكل رقم (2-10): معالجة البيانات



المصدر: د.سونيا بكري-نظم المعلومات الإدارية الدار الجامعية الإسكندرية سنة 2002 ص: 106.

- **تحصيل البيانات (التجميع):** وذلك بتسجيل البيانات الواردة من داخل أو خارج المؤسسة بواسطة المشاهدة والبحث، انطلاقاً من فواتير البيع المستندات... الخ وتعلق بوقائع وأحداث.
- **مراجعة البيانات:** تتضمن هذه المرحلة تقويم البيانات، بمعنى التأكد من تحصيلها وتسجيلها ومدى صحتها. وملائمتها للغرض من تجميعها من البداية .
- **تطبيق البيانات:** تتم هذه العملية بوضع البيانات في قطاعات معينة وفقاً لأساس معين بحيث تكون في متناول مستخدميها.
- **الفرز والترتيب:** يتم عن طريق منح البيانات شكل محدد مسبقاً من الترتيب بحيث تتوافق مع حاجة مستخدميها.

● **التلخيص:** يتم تجميع البيانات بطريقة منطقية بحيث تكون مندمجة وبدرجة كافية من الدقة والأهمية والتحديد.

● **العمليات الحسابية:** تطبق على البيانات عمليات حسابية مثلا: حساب المتوسط، كما تجدر الإشارة أن هناك أساليب وطرق حديثة تساعد الإدارة في إجراء العمليات الحسابية على البيانات وإيجاد علاقات معينة.

● **التخزين:** يتم حفظ البيانات التي حوت وجمعت بمختلف الوسائل وبطريقة يسمح بالرجوع إليها عند الحاجة.

● **الاسترجاع:** بالإمكان الحصول على العناصر المحولة والرجوع إليها كلما دعت الضرورة انطلاقا من وسيلة التخزين وذلك بغرض المقارنة والتصحيح.

● **إعادة الإنتاج:** معنى ذلك أنه بالإمكان إجراء عمليات تشغيلية جديدة على البيانات المحولة أو تخزينها في وسائل أخرى.

✓ خصائص المعلومات:

يمكن النظر إلى المعلومات من حيث خصائصها، من جوانب مختلفة حسب احتياجاتها و استخدامها من طرف المستفيدين منها و يوضح الجدول خصائص المعلومات والتي تندرج تحت ثلاثة أبعاد:

1- خصائص التوقيت.

2- خصائص المحتوى.

3- خصائص الهيكل أو الشكل.

جدول رقم (2-2): خصائص المعلومات.

خصائص الهيكل/الشكل	خصائص المحتوى	خصائص التوقيت
- درجة التفصيل.	- الاتصال بالموضوع.	- ملائمة الوقت.
- أسلوب العرض.	- الملائمة.	- الحدائثة.
- الوضوح.	- الاكتمال.	- معدل توفير المعلومات.
- الترتيب.	- النظافة.	- الفترة الزمنية التي تغطيها
- الوسائط.	- الدقة.	المعلومات.

المصدر: د. منال محمد الكردي و جلال العبد و إبراهيم سلطان. - نظم المعلومات للإدارية -

الدار الجامعية سنة 2003 ص: 39.

1- خصائص التوقيت:

- ملائمة الوقت: يجب أن يتم توفير المعلومات عند الحاجة إليها.
- الحدائثة: يجب أن تعكس المعلومات أحداث الجريات حول الموضوع المعين.
- معدل توفر المعلومات: يجب توفير المعلومات بالمعدلات المطلوبة.
- الفترة الزمنية التي تغطيها المعلومات: يجب أن من الممكن تقديم معلومات عن الماضي والحاضر والمستقبل.

2- خصائص المحتوى:

- الاتصال بالموضوع: يجب توفير المعلومات المطلوبة لا غير.
- الملائمة: يجب أن تكون المعلومات ملائمة لاحتياجات المستخدم أو الموقف المعين.
- الاكتمال: يجب توفير كل المعلومات المطلوبة.
- النطاق: يجب أن تكون المعلومات واسعة النطاق.
- الدقة: يجب أن تكون المعلومات خالية من الأخطاء.

3- خصائص الهيكل الشكل:

- درجة التفصيل: يجب أن تكون هناك قدرة على توفير المعلومات في صورة ملخصة وتفصيلية.
- أسلوب العرض: يجب أن يكون هناك العديد من البدائل لعرض المعلومات في نصوص وأرقام وأشكال.
- الوضوح: يجب توفير المعلومات في صورة سهلة الفهم.
- الترتيب: يجب عرض المعلومات في ترتيب منطقي.
- الوسائط: يجب أن تكون هناك إمكانية توفير المعلومات من خلال وسائط متنوعة مثل:

مستندات... الخ

4- مصادر المعلومات المالية:

● التقارير التي تنشرها الشركات: وتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات إلى المساهمين مفصلة عن نشاط الشركة، هيكلها، أرباحها... الخ بشكل سنوي أو ربع سنوي، أو في شكل نشرات إخبارية.

● التقارير التي تنشرها شركات السمسرة: تقوم شركات السمسرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق المالية، توصيات بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.

● المعلومات مدفوعة الثمن: وتتمثل في الصحف، والمجلات، وخدمات الإرشاد الاستثماري.

● قواعد البيانات: تسمح هذه المصادر للمستثمرين بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر للتعرف على التغير في سعر الأوراق المالية المتداولة، ومن أحدث الخدمات المقدمة ما يعرف باسم دليل المستثمر الفرد للاستثمار عن طريق شبكة الكمبيوتر التي تتيح له المفاضلة بين فرص استثمارية متنوعة.¹

المطلب 2: تحليل المعلومات:

تقتضي أدبيات الاستثمار المالي إلى وجود نماذج أساسية للتحليل في سوق الأوراق المالية التحليل الأساسي والتحليل الفني، ويعني الأسلوب الأول بدراسة الظروف المحيطة بالمؤسسة. سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية أو ظروف القطاع الذي ينتمي إلى المؤسسة أما التحليل الفني فيركز على دراسة السجل المالي للتغير في السعر الذي يتم فيه تداول الورقة المالية.

وعليه فإنه كي يتخذ المستثمر قراره بشأن شراء أو بيع الأوراق المالية التي بحوزته يتعين

عليه الاستفادة من نتائج التحليل الفني والأساسي.

¹ - د. مفتاح صالح، أ. معارفي فريدة - متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - مجلة الباحث عدد 2009/07 - 2010.

وسوف نتطرق إلى معرفة كل من التحليل الأساسي والتحليل الفني.

● التحليل الأساسي: يعني التحليل الأساسي الذي يطلق على ممارسيه بالأساسيين بتحليل

البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية، بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المؤسسة بالإضافة 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 المؤسسة.¹

كما يمكن تعريفه أيضا " يهتم التحليل الأساسي بتحليل المعلومات والبيانات المرتبطة

بالظروف الاقتصادية العامة وظروف القطاع الذي ينتمي إليه المؤسسة بالإضافة إلى ظروف

المؤسسة ذاتها مصدرة الأوراق المالية بهدف اتخاذ القرار الاستثماري المناسب على ضوء حجم

المخاطر".²

لإجراء التحليل الأساسي يعتمد الكثير من المحللين إلى أن تكون نقطة البداية في التحليل

الأساسي هي الظروف الاقتصادية العامة وأن تكون نقطة النهاية هي تحليل ظروف المؤسسة ذاتها

وهو ما يطلق عليه التحليل من أعلى إلى أسفل، ويركز هذا النوع من التحليل على عنصرين

أساسيين هما: عنصر التحليل الاقتصادي وعنصر تحليل ظروف القطاع.

وسيتم فيما يلي شرح كل عنصر على التوالي:

أ. تحليل الظروف الاقتصادية العامة: يعتبر التحليل الاقتصادي الخطوة الأولى في منهج

التحليل الأساسي ويهدف هذا العنصر إلى تحليل الظروف الاقتصادية العامة ومتغيرات الكلي للتنبؤ

¹ - د. منير ابراهيم هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية سنة 2003، ص 159

² - د. خالد الزامل - دور الأسواق المالية في تحفيز النمو الاقتصادي - ورقة عمل مقدمة خلال المؤتمر الوطني الصناعي الأول السورية - دمشق سنة 2005 ص 10.

بالحالة الاقتصادية على تحليل السياسات المالية والنقدية، باعتبار أن تطور اقتصاد دولة ما ينعكس سواء بالإيجاب أو السلب على أداء المؤسسات بصفة عامة بالإضافة إلى تحليل المؤشرات الاقتصادية الكلية كالنتائج المحلي الإجمالي ومعدلات التضخم حيث أن الزيادة النشاط الاقتصادي يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية.

وفي هذا العدد هناك عدد من المتغيرات الاقتصادية الأساسية التي ينبغي أن نتطرق إليها هي: السياسة المالية والنقدية، معدل التضخم والنتائج المحلي الإجمالي.

1. السياسة المالية:

تتضمن السياسة المالية مجموعة من الإجراءات والأدوات التي تسمح بتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وذلك بفرض التأثير على المسار الاقتصادي خاصة في الوقت الحالي بالنسبة للدول التي تسعى للإسراع بعملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية ويمكن للدولة في هذا الصدد أن تستخدم مباشرة ما تتمتع به من حقوق وسلطات عامة في محاولة لتعديل ميكانيزم السوق وهدفها أنها تعتبر أحد العوامل المحددة للتوازن الاقتصادي وأيضا محاولة الحد من الارتفاعات في الأسعار (التضخم)، وذلك باستخدام عناصر الميزانية بحيث يمكن التأثير على الضرائب، الإنفاق العام من أجل تخفيض عجز الميزانية.¹

2. السياسة النقدية:

إن هدف السياسة النقدية هو التحكم في السيولة النقدية للاقتصاد التي تحدد بواسطة الكتلة النقدية من جهة، وبسرعة تداول النقود من جهة أخرى، فالوسيلة الأولى يتحكم فيها البنك

¹ - J. H. David - « La monnaie et la politique monétaire – economica – Paris 1986 P 335.

المركزي يقوم إصدار النقود، أما الوسيلة الثانية فهي مرتبطة بسلوك الأعوان التي تستعمل هذه النقود.¹

ومن أجل الحد من المسببات النقدية للتضخم، المتمثلة خاصة في عدم وجود مقابلا للكتلة النقدية، ومن أجل تخفيض عجز الميزانيات اتخذت الدولة في السنوات الأخيرة جملة من الإجراءات الصارمة تخص السياسة النقدية، التي تهدف إلى التحكم في التضخم وهي: سياسة سعر الخصم وسياسة السوق المفتوحة وسياسة نسبة الاحتياطي القانوني.

3. معدل التضخم:

فمن المفترض أن تكون للتقارير الشهرية عن معدلات التضخم أثارها على الأوراق المالية المتداولة، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنه أن يترك أثرا عكسيا على تلك الأسعار. وذلك لسببين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر. السبب المباشر يتمثل في ارتفاع في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأوراق، أما السبب غير المباشر فمرجعه النظام الضريبي الذي تتم في ظلّه المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأطول بدلا من تكلفة إحلالها.

4. الناتج المحلي الإجمالي:

إن إعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل والنشاط بشأن المستقبل وهذا مما يؤدي إلى حركة التعامل بالأسهم وهذا مما يزيد بها إلى ارتفاع أسعارها.²

¹ - د. جودة عبد الخالق، د كريمة كريم - أساسيات النقود والبنوك - دار النهضة العربية سنة 2001 ص 185.

² - د. منير إبراهيم هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية: مرجع سابق ص 166.

ب. تحليل ظروف الصناعة: يعتبر تحليل ظروف الصناعة الخطوة الثانية في التحليل الأساسي وتكمن أهمية تحليل ظروف الصناعة في التباين بين أداء الصناعات المختلفة. وبالتالي يوضح التحليل الصناعات المتميزة التي يمكن الاستثمار في المؤسسات التي تنتمي إليها، خاصة أن هناك بعض الدراسات أثبتت أن هناك تماثلاً في مردودية المؤسسات داخل الصناعة الواحدة.

وتتمثل خطوات تحليل الصناعة كما يلي:

- تحليل دورة حياة الصناعة والنشاط.
- التحليل الكيفي لخصائص الصناعة.
- تقييم ملامح الصناعة في المستقبل.

1. تحليل دورة حياة الصناعة والنشاط:

تتمثل دورة حياة الصناعة بتحديد نوعية الصناعة وطبيعة المنتج وتحديد مدى تأثير هذه الصناعة بالدورات التجارية حيث تصنف الصناعات من ناحية دورة النشاط إلى صناعات متنامية وصناعات مرتبطة بالدورات وصناعة دفاعية وصناعات متنامية ومرتبطة بالدورات وصناعات متدهورة.

بحيث أن صناعات متنامية هي التي تتميز بالنمو المضطرب وبمعدل يفوق نمو الاقتصاد الوطني حيث يرتبط عادة وجودها بمرحلة تكنولوجية، أما الصناعات المرتبطة بالدورات هي تلك الصناعات التي تتأثر بشدة بالظروف الاقتصادية السائدة من رواج أو كساد فمبيعاتها تزدهر مع ازدهار وانتعاش الاقتصاد وتنخفض مع موجات الكساد. والصناعة الدفاعية هي الصناعات التي

تزدهر بازدهار الاقتصاد ولكنها تنكمش بمعدل أقل من معدل الانكماش الذي قد يصيب الاقتصاد مثل صناعة الأدوية.

وأخيرا صناعات متنامية مرتبطة بالدورات هي التي تجمع بين سمات الصناعة المتنامية والصناعات المرتبطة بالدورات مثل صناعة: الطائرات.

ويصف المحلل الصناعة وفقا لمرحلة حياة الصناعة لمعرفة مدى تطور الصناعة في المستقبل، وتحديد حجم النمو المتوقع في المستقبل وتمر دورة حياة الصناعة بثلاث فترات رئيسية هي:

أ) مرحلة الظهور: تبدأ مع ظهور المنتج، ونمو الطلب عليها والعكس حيث يمكن أن يكون الطلب ضعيفا بسبب المنافسة في السوق.

ب) مرحلة التوسيع: تبدأ الصناعة في زيادة النمو بمعدل أسرع من المرحلة الأولى وفي هذه المرحلة غالبا ما تتميز الصناعة بارتفاع الجودة وانخفاض السعر وبالتالي تكون جذابة للمستثمرين لدخول هذه الصناعة.

ج) مرحلة الاستقرار: تكون الصناعة في نمو مستقر يتميز باستمرار زيادة المبيعات وبمعدل أقل.

2. التحليل الكيفي لخصائص الصناعة:

يهتم المحلل الأساسي في هذه المرحلة بالتحليل النوعي لخصائص الصناعة الأمر الذي

يسهم في تقييم الصناعة في الحاضر والمساعدة في تقييمها في المستقبل، ومن أهمها:

● الأداء التاريخي للصناعة: يعتبر التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح أول خطوة للتنبؤ بمستقبل الصناعة، فالتغير في معدل نمو المبيعات عبر الزمن يساعد المحلل في تحديد المرحلة التي تمر بها دورة حياة الصناعة، كما تساعد على مدى استفادة الصناعة من فترات الازدهار ومدى قدرتها على مواجهة فترات الكساد.

● المنافسة: من شأن تميز منتجات الصناعة وانخفاض تكاليفها أن يكون أحد معوقات

الرئيسة التي تحد من المنافسة:

وتتحدد وفقا لأربع عوامل هي:

- تمديد دخول منافسين جدد.

- القوة التفاوضية للمشتريين والعارضين.

- المنافسة بين الصناعات الموجودة بالفعل.

- تأثير الناتج المدعم.

(ج) تأثير السياسات الحكومية: تؤثر السياسات التنظيمية الحكومية على أداء الصناعة

وبالتالي يجب معرفة أثر السياسات الحكومية على الصناعة، ونعني بها التدخل في شؤون الصناعة

وقدرة الحكومة على تنمية علاقات دولية جيدة تساهم في النهوض بالصناعة وأيضا تتفاوت فيما

بينها من حيث درجة تدخل الحكومة وهو الأمر الذي ينبغي على المحلل أن يكون على دراية به.

(د) التغيرات الهيكلية: تؤثر التغيرات الهيكلية في الاقتصاد على أداء الصناعة فعلى سبيل المثال

حينما يتحول المجتمع إلى اهتمام بقطاع الاتصالات لابد أن تتأثر

صناعة الاتصالات وكذلك الصناعات المنافسة.

3. تقييم ملامح الصناعة في المستقبل: يعكس سعر الأوراق المالية التوقعات المستقبلية وليست

الماضية، وبالتالي يكون الاهتمام الأساسي بالعناية بدراسة مستقبل الصناعة، ولكن التحليلات السابقة تعتبر الأساس الذي يمكن الاعتماد عليه للتوقعات المستقبلية، ويتوقع أن يسلط الاهتمام على تحديد الصناعات الرائدة في المستقبل ومدى تأثيرها بالاقتصاد الكلي والعائد والمخاطر الصناعة.

● التحليل الفني:

التحليل الفني هو أسلوب يهتم بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط لإظهار أنساق معينة لحركة سعر السهم، أو لإظهار علاقات بين حركة سعر الورقة معينة ومؤشرات سوقية أخرى كما أيضا يهتم المحلل الفني بتحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق ككل ثم على مستوى ورقة مالية معينة.

1. مفهوم التحليل الفني:

لقد تعددت الدراسات حول تعريف التحليل الفني لدى جميع المهتمين بالسوق المالي وبين المحللين الفنيين في أسواق الأوراق المالية.

فقد عرفه البعض "يهتم التحليل الفني إلى تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي، بهدف

اكتشاف نمط تلك الحركة، يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم".¹

¹ - د. محمد صالح الحناوي، أ. إبراهيم سلطان، جلال العيد، مرجع سابق ذكره ص: 141.

ويعرفه البعض الآخر: "يهتم التحليل الفني بدراسة المعلومات الداخلية الماضية للأسهم والسندات دون الاهتمام بتطور السوق الداخلية أو الخارجية وذلك مثل تتبع حركة الأسعار في الماضي أو حركة التداول ويهدف التحليل الفني عادة إلى توقع حركة الأسعار في المدى القصير لتحديد توقيت البيع والشراء سواء لسهم معين أو مجموعة من الأسهم".¹

وكما يعرفه البعض الآخر: "يهتم التحليل الفني بدراسة حركة السوق والأسعار من خلال الرسوم والأشكال البيانية في الماضي، بهدف التنبؤ بما سيكون عليه اتجاه الأسعار في المستقبل".²

يمكننا أن نستنتج من خلال التعاريف السابقة أن التحليل الفني لا يعترف بافتراضات نظرية كفاءة السوق الأوراق المالية، ولا بمنطق الحركة العشوائية للأسعار التي تعد الركيزة الأساسية لفرضية كفاءة السوق في صيغتها الضعيفة.

2. فلسفة أو أسس التحليل الفني:

يعتمد التحليل الفني على مجموعة من عناصر تبني عليها فلسفته ويمكن تلخيصها فيما يلي:³

- يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى تغير في اتجاه الأسعار، كما يمكن ملاحظة التغيرات آجلاً أو عاجلاً في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك.

¹ - د. إيهاب الدسوقي مرجع سابق: ص 47

² - د. جيهان جمال: عالم البورصة رؤية تحليلية تعليمية بسيطة: مرجع سابق ص 271: ص 47

³ - د. محمد صالح الحناوي وإبراهيم سلطان وجلال العيد، مرجع سابق ص 142

- يحكم العرض والطلب عوامل متعددة بعضها رشيدة وأخرى غير رشيدة أي غير منطقية، منها ما يدخل في نطاق التحليل الأساسي ومنها يتعد عن هذا نطاق مثل العوامل: الفسيولوجية، ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي ومستمر لتحديد الأسعار الملائمة.

تميل أسعار الأوراق المالية لأن تكون الاتجاهات في حركتها تستمر لفترات طويلة نسبياً بالرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر.

تحدد القيمة السوقية للورقة المالية في ضوء تفاعل قوى العرض والطلب فقط.

3. مضمون التحليل الفني:

أ. نظرية "داو" 1906 : تعتبر هذه نظرية من أشهر أدوات التحليل الفني وقد اشتهرت هذه النظرية لأنها استطاعت أن تتنبأ بأزمة أسواق رأس المال التي حدثت في 1929 والتي نتج عنها ما يعرف بأزمة الكساد الكبير. كما أن هذه النظرية تهتم أيضاً باستخدام الاتجاهات العامة للسوق وعلى الرغم من ذلك فإنها لا تتنبأ باتجاه التغيير في أسعار الأسهم.¹

ب. افتراضات نظرية "داو" : تقوم نظرية "داو" على ستة افتراضات أساسية يمكن تناولها كالاتي:

- المتوسطات تلغي كل شيء.
- اتجاهات السوق.
- الاتجاهات الأولية.
- ارتباط المتوسطات ببعضها البعض.

¹- د. منير ابراهيم هندي : أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية: مرجع سابق ص 222.

- اعتبار أحجام التعامل المحدد الأساسي للاتجاه.

- اعتبار الاتجاه فعالا إلى أن يعطي إشارة انقلاب واضحة.

● المتوسطات تلغي كل شيء: تعكس الأسعار المختلفة للسهم كل شيء يمكن

معرفة عن الورقة المالية، مثل المعلومات الجديدة التي تصل للسوق حيث يستوعب المشاركين في

السوق هذه المعلومات وتنعكس على سلوكهم ومن ثم يتحرك السعر ويضبط نفسه وفقا لسلوك

وتصرفات المشاركين في السوق.¹

● اتجاهات السوق: حيث تؤثر ثلاثة قوى في الأسعار، وهي الاتجاه الأساسي والاتجاه الثانوي

والاتجاه غير الرشيد.

فالالاتجاه الأساسي فهو يعكس حالة السوق هل هي صاعدة أم هابطة والذي يعطي

عادة فترة أكثر من سنة وقد تمتد لعدة سنوات فإذا حقق السوق ارتفاعات عالية، أو انخفاضات

فإن الاتجاه الأساسي هو الصعود أو الهبوط.

أما الاتجاه الثانوي فهو اتجاه متوسط ويمثل تصحيحا لردود الأفعال التي تحددت في

الاتجاه الأساسي.

وأخيرا الاتجاهات غير الرشيدة فهي اتجاهات قصيرة الأجل تتمثل في تحركات الأسعار

خلال يوم إلى ثلاثة أسابيع.

يمكن القول أن الاتجاه الثانوي يتكون من عدة اتجاهات غير رشيدة وترى نظرية داو

أن الاتجاهات غير الرشيدة غير هامة ويمكن أن تقودنا إلى اتجاهات خاطئة.

¹ - د. محمد صالح الحناوي وآخرون: مرجع سابق ذكره ص: 144.

● الاتجاهات الأولية: لها ثلاثة مراحل:

المرحلة الأولى للسوق: تبدأ بعملية شراء مكثفة من جانب المشاركين في السوق، والذين لديهم معلومات عن الاتجاهات القوية للاقتصاد والطبيعة التسويقية.

المرحلة الثانية: تتصف بزيادة أرباح الشركات وتحسين ظروف الاقتصادية، وهنا يتجه المستثمر إلى زيادة تراكم الأوراق المالية.

المرحلة الثالثة: تتميز باستقرار أرباح الشركات وتكون الظروف الاقتصادية في أحسن حالتها، مما يؤدي إلى شراء الأسهم.

● **ارتباط المتوسطات ببعضها البعض:** يعني هذا الفرض أن متوسطات مؤشرات الصناعة ومتوسط مؤشرات النقل يجب أن يثبت كل منها صدق الآخر حتى تكون المتغيرات في الاتجاهات صادقة الحدوث.

● **اعتبار أحجام التعامل المحدد الأساسي للاتجاه:** تركز نظرية داو على العلاقة بين تصرفات الأسعار وأحجام التعامل، حيث يجب أن يأخذ حجم التعامل نفس الاتجاه الأساسي، فإذا كان الاتجاه الأولي هبوطي فإن حجم التعامل يجب أن ينخفض أثناء هبوط السوق، أما إذا كان الاتجاه الأولي صعودي يجب أن يزيد حجم التعامل أثناء صعود السوق.

● **اعتبار الاتجاه فعالاً ألا أن يعطي إشارة انقلاب واضحة:** يعرف الاتجاه الصاعد بأنه سلسلة من الارتفاعات الكبيرة أو الارتفاعات الصغيرة، ولكي يعكس الاتجاه الصاعد نفسه، فلا بد أن

تتصف الأسعار على الأقل بانخفاض عالي أو انخفاض منخفض يساعد على إمكانية التنبؤ باتجاه مختلف المؤشرات، فإن ذلك يعد مؤشر لاتجاه جديد.

4. أدوات التحليل الفني: يستخدم التحليل الفني نوعين من الأدوات للتحليل هما:

1- أدوات لتحليل أسعار السوق.

2- أدوات لتحليل سعر السهم.

• أدوات التحليل الفني لأسعار السوق:

تهدف إلى قياس اتجاه الأسعار في السوق من ناحية اتجاه للصعود أو للهبوط ومن

المقاييس المستخدمة مقياس ميل أو اتجاه المستثمرين حيث يعطي مؤشرا عن حركة الأسعار في المستقبل للأسهم ومن أهم المؤشرات هو مؤشر بارون يعرف بمؤشر الثقة.¹

$$\text{مؤشر الثقة} = \frac{\text{عائد السندات مرتفعة الجودة}}{100 \times \text{عائد السندات متوسطة الجودة}}$$

- عندما تكون ثقة المستثمرين في السوق كبيرة يتوقع زيادة الطلب على السندات ذات المخاطر الكبيرة ثم ارتفاع قيمتها وانخفاض العائد يجعل قيمة المؤشر تقترب من 100% والعكس صحيح.

• أدوات التحليل الفني لسعر الورقة المالية:

¹ - د. إيهاب الدسوقي، المرجع السابق ص: 49.

إن حركة التغير في سعر الورقة المالية تتخذ نمطا معيناً يمكن من خلال تتبع التنبؤ بالسعر في المستقبل، ويعتمد في هذا الصدد على الخرائط البيانية. ومن أهم الأدوات مؤشر أو خريطة القوة النسبية، حيث يتم حساب معدل العائد لكل سهم تم تصنيف الأسهم التي تتميز بارتفاع عائدها من خلال فترة زمنية على رأسها تتسم بقوة نسبية.

ومن خلال هذا سوف نذكر أهم الأدوات التي تستخدم في التحليل الفني لأسعار

الأوراق المالية وهي:

❖ مؤشر القوة النسبية.

❖ خريطة القوة النسبية للسهم.

❖ مؤشر المتوسط المتحرك.

❖ خرائط الشمعدان.

أ. مؤشر القوة النسبية: يعمل هذا لكي يكشف عن حالة السوق أو السهم، وما إن كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالى فيها أو مرحلة بيع مغالى فيها فإذا كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالى فيها كان ذلك يشير إلى امتلاك عدد كبير من المستثمرين لحصص من الأسهم. وأما إذا كان السوق يمر بمرحلة بيع مغالى فيها، يعني هذا أن عدد قليل من المستثمرين يمتلكون حصص من الأسهم.

ويمكن حساب مؤشر القوة النسبية للسوق أو للسهم كما يلي:¹

100

مؤشر القوة النسبية = 100 -

¹ د. محمد صالح الحناوي وآخرون: مرجع سابق ذكره ص 172

Δ (الموجبة) / Δ (السالبة) + 1

ويقع مؤشر القوة النسبية بين 0 و100، حيث يفضل شراء السهم عندما تكون قيمة المؤشر أقل أو تساوي 30 بينما يفضل قرار البيع عندما يبلغ مستوى المؤشر 70 أو أكثر فإن قرار البيع يكون ملائماً ويرى البعض الآخر أن قرار البيع يكون ملائماً إذا بلغ المؤشر 180 أو أكثر.

ب. **خريطة القوة النسبية للسهم:** تشير القوة النسبية للسهم إلى درجة تقلب سعر السهم مقارنة بمؤشر السوق أو مؤشر الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للسهم.

يمكن تقسيم في هذا الصدد إلى أسهم تتصف بقوة نسبية التي تتميز بارتفاع سعرها بشكل كبير عندما يكون السوق صعودي وينخفض سعرها عندما يكون السوق هبوطي، أما الأسهم التي لا تتميز بقوة نسبية فيحدث لها العكس.

ج. **مؤشر المتوسط المتحرك:** يستخدم هذا الأسلوب على نطاق الواسع أو هو يعد من أكثر أدوات التحليل الفني انتشاراً واستخداماً، بحيث يقوم على فكرة إيجاد سلسلة من الفروق بين مستويات الأسعار لنوعين من المتوسطات المتحركة هما :

❖ المتوسط المتحرك باستخدام فترات قصيرة.

❖ المتوسط المتحرك باستخدام فترات طويلة.

كما يعرف المتوسط المتحرك بأنه متوسط سعر الورقة المالية في فترة زمنية محددة،

$$MA_t = \frac{\sum_{i=t-n+1}^t P^i}{n}$$

ويمكننا حسابه على الصيغة التالية:¹

حيث:

n: عدد الأيام أو الأسابيع

t : المدى الزمني لحساب المتوسط المتحرك (n=t)

P_i: سعر الإقفال أو قيمة المؤشر في اليوم أو الأسبوع.

هو يعتبر أكثر الفترات الزمنية استخداما في حساب المتوسطات المتحركة فترة: 20،

30، 50، 100، 200، 300 يوما ويرجع قرار اختيار الفترة الزمنية للمحلل الفني، بحيث كلما

كانت الفترة قصيرة (أقل من 10 أيام) كلما تضمن الخط المعبر عن اتجاه الأسعار درجة أكبر من

التذبذب، وإذا تم استخدام متوسط متحرك عن فترة زمنية أطول (أكثر من 40 يوما) فإن الفاصل

الزمني بين انتقال من اتجاه صعودي إلى اتجاه هبوطي ينخفض كثيرا بعد حدوث التغير الفصلي

للسعر.

د. خرائط الشمعدان (الخرائط اليابانية): يعتبر اليابانيون أول من استخدم هذا النوع من

الأشكال البيانية، ويتطلب رسم هذا الشكل على توافر بيانات عن سعر الافتتاح والإقفال وأعلى

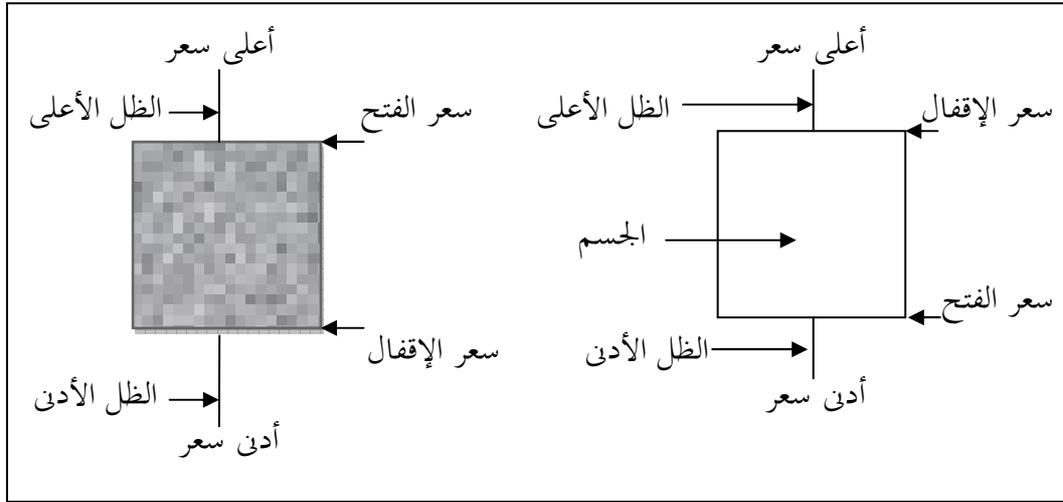
وأدنى سعر سجل على الورقة المالية، ويتكون هذا الشكل من مجموعة من المستطيلات أو الشموع

المصمتة (ملونة باللون الأسود) وتستخدم هذه الخرائط لتعكس ظاهرة حركة الأسعار والتنبؤ بها في

الأجل القصير أقل من 10 أيام.

¹ - www.ABC.bourse.com.

- الرموز الأساسية المستخدمة في بناء خريطة الشمعدان



تشبه الخريطة اليابانية خريطة الأعمدة في أنها خريطة تستخدم لتتبع حركة السعر يوميا، ويطلق على الشكل اسم خط الشمعدان ويستطيع المحلل من خلال خرائط الشمعدان تحديد فيما إذا كان اتجاه السعر خلال فترة التداول صعودا أم نزولا. كما يمكن تحديد سعر الافتتاح والإقفال وأعلى وأدنى سعر للورقة المالية خلال الفترة ذاتها.

5. الانتقادات الموجهة لنظرية داو: هناك مجموعة من الانتقادات الموجهة لها وتتمثل في:

- تكشف عن الاتجاه المستقبلي للأسعار دون تحديد السهم الذي ينبغي تداوله.
- تركز النظرية على التغيرات السعرية الأساسية في حين لا تلقي اهتماما للتغيرات الثانوية.

● لا تكشف بسرعة عن حدوث التغيرات الأساسية حتى يتضح أن مؤشر آخر قد حدث له ذات التغيير.

● لا تعطي اهتماما للتغيرات السعرية التي تحدث من يوم إلى آخر والتي قد يكون لها تأثير على العائد المتوقع في المدى الطويل.

المطلب 3: دور واثر المعلومات في سوق الاوراق المالية

أ- دور المعلومات في سوق الأوراق المالية:

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات، أي مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها، وعدالة فرص الاستفادة منها، وانخفاض تكاليف الحصول عليها. وتؤدي المعلومات دورا هاما في سوق الأوراق المالية، إذ تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، وقد تبين مما سبق أن من أهم خصائص سوق رأس المال الكفاء أن يعكس أسعار توازن الأسهم وهي الأسعار التي تجعل عائد الأسهم يتناسب مع درجة المخاطر المرتبطة بالاستثمار فيها.

ويتوقف ذلك على مدى توافر المعلومات وتمائلها بالنسبة لجميع المستثمرين، وكذلك على قدرة هؤلاء المستثمرين على تحليل وتفسير هذه المعلومات.

ويمكن القول أن المعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في السوق على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة المخاطر المرتبطة بها. أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن

توفر المعلومات يؤدي دورا هاما في تحقيق آلية الخاصة بسوق الأوراق المالية من حيث التوازن بين العائد والمخاطرة، وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار، مما يترتب عليه زيادة حجم السوق وعدد المتعاملين، وبالتالي تنشيط التنمية الاقتصادية في الدولة. وكلما ازدادت درجة الاعتماد على المعلومات، كلما ازدادت ثقة المستثمرين وصناع السياسات فيما يتخذونه من قرارات، وإذا ما قدر أحد المستثمرين أن المعلومات غير كافية أو لا يمكن الاعتماد عليها، فإن القرار المحتمل نتيجة لذلك هو الإحجام عن الاستثمار.

وخلاصة مما سبق أن الكفاءة سوق الأوراق المالية سوف تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية حيث أن نجاح سوق الأوراق المالية يتوقف على ما يلي:

- توافر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في سوق رأس المال بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي للشركات ذاتها.

- توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصها ودرجة المخاطر المرتبطة بها على نحو يلي احتياجات المستثمرين.

- إظهار أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة سوق الأوراق المالية وهو ما يعرف بمعيار الإفصاح العام الذي يؤدي إلى توفير قدر كافي من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية والتي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.

- كما يحتاج المستثمرين في سوق الأوراق المالية بصفة أساسية إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع تحقيقها مستقبلاً، والمتمثلة في توزيعات الأرباح أو الأرباح الرأسمالية وأيضاً تقدير درجة المخاطر المتعلقة بالأسهم وبتكوين محافظ الاستثمارية الملائمة.

ب- أثر عدم تماثل المعلومات:

تبين أهمية ودور نظام المعلومات عن أن عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر سلباً على قرارات المستثمرين من جهة وعلى كفاءة سوق الأوراق المالية ذاتها من جهة أخرى أي أن عدم تماثل المعلومات بمعنى امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون) مثل كبار العاملين في الشركات الذين يكتسبون معلومات معينة يتم حجبها عن

المستثمرين Insiders الشركات

بهدف تحقيق عائد غير عادي وذلك قبل نشرها في التقارير والقوائم المالية)، فشعور أحد المستثمرين بعدم المساواة في الحصول على المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة كفيل بأن يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن التعامل فيها، مما يؤدي إلى انخفاض حجم العمليات في السوق وتناقص حجم السوق كنتيجة لتراجع عدد الأوراق المالية المتداولة في لحظة ما. وبالإضافة إلى ذلك فإن عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية يمكن أن ينعكس في شكل اتساع مدى السعر مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة وبالتالي تناقص عدد المتعاملين في السوق، أي عدم توفر المعلومات أو توفرها بشكل غير عادل أمام جميع المستثمرين أو عدم توافر الأشخاص القادرين على تحليلها سوف يحول سوق الأوراق المالية إلى سوق للمضاربة العشوائية تقود إلى

تسعير خاطئ لا تبرره أساسيات الاستثمار في الشركة المصدرة للأسهم ، مما يؤدي في النهاية إلى التخصيص غير الكفؤ للموارد المالية المتاحة.

وقد ترجع عدم الكفاءة في نظام المعلومات إلى التأخر في نشر المعلومات والبيانات مما يقلل من فائدة ما تتضمنه من معلومات للمتعاملين ويتوقع في هذه الحالة، أن تسود ظاهرة عدم تماثل المعلومات التي تؤدي إلى تحقيق البعض لعوائد زائدة يمكن أن تتسبب في حدوث ظواهر سلبية للغاية. أما العامل الآخر الذي يمكن أن يكون وراء عدم كفاءة نظام المعلومات المالية فيتمثل في نوعية المعلومات التي تتضمنها التقارير والقوائم المالية المنشورة، بحيث يفشل المتعاملون في اتخاذ قرارات استثمارية ناضجة بسبب عدم حصولهم على جميع المعلومات الضرورية، أو لإغفالها بعض المتغيرات الرئيسية التي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

المبحث الثالث: نظرية المحفظة المالية و أداء السوق:

تعتبر نظرية المحفظة ثروة في عالم التمويل والاستثمار، فهي منطلق المالية المعاصرة ويعود مفهومها إلى بداية عقد الخمسينات عندما قام ماركوفيتش بتقديم نظرية المحفظة عام 1952، وقد قامت أساس على مفهوم نظرية المنفعة في اختيار الاستثمار كما استفادت من علم الإحصاء (التوزيعات الاجتماعية للعوائد المختلفة والقياس الكمي للمخاطرة)، ويظهر الأثر الحقيقي لهذه النظرية في إمكانية التوزيع الأمثل للثروة على أنواع مختلفة من الأصول المالية أو الاستثمارات المادية. تشير كلمة محفظة إلى وجود أكثر من استثمار واحد للمستثمر، حيث تضم المحفظة مجموعة من الاستثمارات الفردية والغرفة منها توضيح أن الاستثمار في الأوراق المالية أفضل من أي

استثمار فردي لأن توزيع الثروة على عدة استثمارات يؤدي إلى التقليل من المخاطرة الكلية، ومن المنطقي أن أي مستثمر يعطي اهتماما متوازنا للعائد المتوقع من الاستثمار والمخاطرة المماحية لهذا العائد فهو يمثل دائما عائد أكبر ومخاطرة أقل.

المطلب الأول: مفهوم إدارة محفظة الأوراق المالية أسسها وأهدافها:

1- تعريف محفظة الأوراق المالية:

تعرف محفظة الأوراق المالية: بأنها مجموعة من أصول المالية أو الاستثمارات¹ وتعرف كذلك بأنها: "المحفظة التي تضم جميع الأوراق المالية والموجودات الرأسمالية المتداولة في السوق وبحسب القيمة النسبية لكل منها إلى مجموع يضم موجودات محفظة السوق وتستخدم هذه المحفظة في احتساب عوائد الأسهم ومخاطرتها"² وكما تعرف أيضا: "أنها تشكيلة من موجودين أو أكثر من الموجودات المختلفة في النوع والجودة"³.

ونستنتج مما سبق أن محفظة الأوراق المالية هي وجود أكثر من استثمار واحد، حيث أنها تضم مجموعة من الاستثمارات الفردية والغرض منها تبين أن الاستثمار في الأوراق المالية أفضل من أي استثمار فردي لأن توزيع الثروة على عدة استثمارات يؤدي إلى التقليل من المخاطرة الكلية.

2- أسس إدارة محفظة الأوراق المالية:

¹ - د. محمد صالح الحناوي وآخرون: مرجع سابق ص 283.

² - د. فلاح الحسيني ومؤيد الدوري: إدارة البنوك، دار وائل للنشر عمان الطبعة الأولى سنة 2000 ص: 156.

³ - د. أرشد فؤاد وأسامة غربي سلام: مرجع سابق ذكره ص: 190.

يختار المستثمر محفظته بما تناسب احتياجاته، في إطار التركيز على العائد الأفضل عند مستوى معين من المخاطرة أو تجنب المخاطرة وتخفيضها عند أدنى مستوى حسب رغبة المستثمر ولتحقيق هذا المبدأ، فإن للمحفظة الأوراق المالية أسس لإدارتها وهي كالاتي:¹

أ. التخطيط: يتطلب التخطيط للمحفظة تحديد الأهداف بوضوح لإمكانية الحد من المخاطر المحتملة، إذ أن الاختيار العشوائي لمكونات المحفظة يعرض المستثمر إلى صعوبات تترك آثارها على رأس المال المستثمر الفعلية تتطلب المحفظة التفكير وتهيئة بالأوراق المالية كبداية متاحة تتماشى وأهداف المستثمر.

ب. التوقيت: تتحرك الأسعار في سوق الأوراق المالية نتيجة لتأثرها بالمناخ الاقتصادي والسياسي للبلد المعني، فتقلب الأسعار وتجعل من الصعوبة على المستثمر أن يشتري باستمرار بأدنى الأسعار والبيع بالسعر الأعلى ومنه فإن دراسة واحتمالات نشاطه يساعد المستثمر بتوقيت دخوله وخروج من السوق.

ج- التحفظ والتعقل: يجب أن يكون هناك سلوك استثماري متزن عند إعداد وبناء محفظة الأوراق المالية، وذلك طبقاً لمبدأ المنفعة، فالمستثمر الذي يدير محفظة علمية أن يجدد المستويات المرغوبة من المخاطر المحتملة تفادياً للأحداث غير المتوقعة، والتي قد تؤثر برأس المال المحفظة.

د- الإشراف والمتابعة: إن تحركات الأسعار السوقية بصورة مستمرة وعدم الاستقرار النسبي بها تدعو مدير المحفظة أن يقوم بمراجعة دورية وإشراف مباشر لموقف مكونات المحفظة، إذ أن إستراتيجية الشراء والاحتفاظ دون متابعة وإشراف على ظروف السوق يعرض المحفظة إلى الخسائر.

¹- مرجع سابق ص 194

3- أهداف إدارة محفظة الأوراق المالية:

تتمثل أهداف محفظة الأوراق المالية كما يلي:

- حماية رأس المال المستثمر، أن نمو المحفظة ودخلها يساعد بالحفاظ على القوة الشرائية لأصل المبلغ المستثمر.
- تحقيق الدخل بشكل مستمر ومستقر مما يتيح فرصة للاستهلاك أو إعادة استثمار المتحقق من العائد لتوسيع المحفظة لذا فاستقرار الدخل يوفر حماية ومنفعة للمحفظة.
- التنوع: هو القاعدة الأساسية التي تركز عليها مفهوم المحفظة ويجب على مدير المحفظة أن يراعي كلفة التنوع والإدارة والصيانة والمعلومات المطلوبة عن مكونات المحفظة.
- تطوير البيانات المالية والمحاسبية بالشركات وتوفيرها للمستثمر بالأسلوب والكيفية التي تمكنه من اتخاذ القرار الاستثماري المناسب باعتبارها مدخلات.
- تعتبر نظرية المحفظة أسلوباً فعالاً لتحليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية لأنها تركز على مبدأ تنوع المخاطر وتخفيضها عن طريق ربط الاستثمار في الأوراق المالية مع بعضها البعض عند إدارة وتكوين المحفظة.

المطلب الثاني: عائد ومخاطرة محفظة الأوراق المالية وسياساتها:

من المنطقي أن أي مستثمر يعطي اهتماماً متوازناً للعائد المتوقع من الاستثمار والمخاطرة المصاحبة لهذا العائد فهو يفضل دائماً عائد أكبر ومخاطرة أقل.

1- عائد محفظة الأوراق المالية:

يعرف العائد "أنه صافي التدفق النقدي، الناتج عن الاستثمار مبلغ معين، وقد يتم قياسه بالأرقام المطلقة كما أن زمن حدوث التدفقات النقدية الصافية أمر مهم بسبب القيمة الزمنية للنقود فكلما كان زمن التدفق النقدي الداخلى أقرب كان الوضع أفضل".

ويعرف كذلك "هو مقدار الإضافة أو الزيادة التي تنتج عن الثروة نتيجة الاستثمار المالي".

وكذلك هو العرض الذي يحصل عليه المستثمر مقابل تأجيل استهلاكه الحالي من السلع والخدمات إلى وقت لاحق واستهلاك أمواله في وقت محدد.

وعليه فإن العائد هو المكافأة الإضافية التي يتوقع المستثمر الحصول عليها في المستقبل مقابل تخليه عن إشباع حاجة محددة في الوقت الحاضر¹.

ومن خلال ما سبق يمكننا أن نقول أن معدل العائد يعد أحدهم متغيرات العملية الاستثمارية لأنه يقيس السرعة التي من خلالها تزداد ثروة المستثمرين أو نقصانها، وعليه فإن أكثر ما يهتم به المستثمر هو القيمة المضافة التي يحصل عليها من قيامه باستثماراته، أي من خلال تضحيته المؤقتة بأمواله، والتي يمثلها معدل العائد الذي يمكن حسابه وتقديره وفقاً للتغيير الذي يحصل في ثروة المستثمر خلال الزمن.

فالعائد المطلق عبارة عن الثروة في نهاية الفترة - الثروة بداية الفترة ومنه فإن:

$$\frac{\text{التدفقات النقدية} - (\text{ث}_1 - \text{ث}_0)}{\text{ث}_0} = \text{معدل العائد}$$

¹ - فلاح حسن الحسيني: مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك، دار النشر عمان الطبعة الأولى سنة 2000، ص: 177.

وأن كل التوقعات المستقبلية ترافقها حالة من عدم التأكد حيث لم يعد المستثمر متأكد من العوائد على الاستثمارات ويلجأ إلى استخدام الاحتمالات التي ترافق كل عائد متوقع وكل هذا ينتج للمستثمر أن هناك أكثر من عائد محتمل على استثمار واحد نتيجة الاختلاف في الظروف الاقتصادية ودرجة أداء المؤسسات المصدرة للأوراق المالية فقد تكون جيدة أو متوسطة أو سيئة، فعلى المستثمر أن يأخذ بعين الاعتبار العناصر التالية:

- حالات الأداء المتوقعة والتي لها علاقة بالاستثمار
- احتمال حدوث كل حالة من هذه الحالات
- العائد الممكن تحقيقه مع كل حالة.

مثال: إذا كانت لدينا المعطيات التالية:

العائد	احتمال حدوث كل حالة	حالات الأداء
20	0,2	- جيدة أ
10	0,6	- متوسطة ب
-10	0,2	- سيئة ج

$$\text{العائد المتوقع} = (0,2 \times 20) + (0,6) 10 + (0,2) (-10)$$

$$8 - 2 + 6 + 4 =$$

هذا لا يعني أن المستثمر متأكد من حدوث وتحقيق هذا العائد فلا تزال هناك حالة عدم

التأكد، فالقيام بعملية الاستثمار بمعرفة العائد وحده قد يؤدي إلى نتيجة سلبية وعليه يصبح من الضروري البحث عن درجة عدم التأكد والمخاطرة المرافقة للعائد المتوقع.

وللعائد عدة مفاهيم سيتم توضيحها كما يلي:

أ. **معدل العائد المتوقع:** يعرف بأنه معدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع المستثمر الحصول

عليه.¹

ومنه فإن:

$$\text{معدل العائد المتوقع} = \frac{\text{التغيرات المتوقعة في السعر السوقي للسهم} + \text{مقسوم الأرباح الموزعة المتوقع}}{\text{مبلغ الاستثمار الكلي}}$$

ب. **معدل العائد المحقق:** يعرف بأنه معدل العائد على الاستثمار الذي يحصل على المستثمر

فعليا ويحسب وفقا للمعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد الفعلي} = \frac{\text{التغيرات المتوقعة في السعر السوقي} + \text{مقسوم الأرباح الموزعة الفعلي}}{\text{مبلغ الاستثمار الكلي}}$$

ج. **معدل العائد المطلوب:** يعرف بأنه أدنى معدل عائد للاستثمار يطلبه المستثمرون لتعويضهم

عن تحمل المخاطرة وتأجيل الاستهلاك الحالي للمستقبل.

¹ - فلاح حسن الحسيني: مرجع سابق ص: 107.

ومنه فإن: ¹

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{معدل العائد الخالي من المخاطرة} + [\text{متوسط معدل العائد لمحفظه السوق} \times \text{معامل بيتا} - \text{معدل العائد الخالي من المخاطرة}]$$

أي:

$$R_j = R_f + (R_m - R_f) P_i$$

حيث أن:

$$R_j = \text{معدل العائد المطلوب على السهم}$$

$$R_f = \text{معدل العائد الخالي من المخاطرة}$$

$$R_m = \text{متوسط معدل عائد محفظة السوق}$$

$$P_i = \text{معامل بيتا}$$

2- مخاطر محفظة الأوراق المالية:

على الرغم من دقة التقدير والاستعمال الفعال لكفاءة المعلومات للعائد المتوقع إلا أنه يبقى غير مؤكد فقد تحدث تقلبات في المعطيات تؤدي إلى التغيير في العائد المتوقع فسيستخدم الانحراف المعياري والتباين كمقياس كمي لدرجة المخاطرة في الاستثمارات أي أنها تقيس درجة التشتت أو التقلبات حول القيم المتوقعة وباستخدام هذا المؤشر يمكننا من ترتيب المشروعات الاقتصادية لدرجة الخطر فكلما كان الانحراف المعياري كبير كلما دل ذلك على وجود مخاطرة كبيرة في الاستثمار.

¹- فلاح الحسيني ومؤيد: مرجع سابق، ص: 107.

ومنه يمكن تعريف المخاطرة "على أنها إمكانية الحصول على عائد فعلي مختلف من العائد المتوقع والتي تعني ببساطة بأن هناك تقلبا في عوائد الاستثمار وهي كذلك درجة تقلب العوائد في المستقبل فالأسهم الأشد خطورة يجب أن تكون عوائدها مرتفعة لتعويض المستثمر في حالة عدم التأكد من إيراداته المستقبلية".

كما يعرف أيضا "على أنها درجة التقلب في العائد المتوقع، وبتحديد آخر هو أن المخاطرة هي احتمال اختلاف العائد الفعلي للاستثمار قياسا بالعائد المتوقع من ذلك الاستثمار، فالأول هو العائد الحقيقي من الاستثمار المتاح، في حين يكون الثاني متوقعا، إذ قد يتحقق أولا وعلى وفق درجة المخاطرة، لذلك ففي الحالات التي تنعدم فيها المخاطرة تتساوى فيها العوائد المتوقعة من العوائد الفعلية وهي حالات نادرة جدا في الحالات الاقتصادية"¹.

التباين:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n (E_i - \bar{E})^2 \cdot P_i$$

ومن مثال سابق ذكره يمكننا حساب التباين كما يلي:

$$96 = 0,2 \cdot (8 - 10)^2 + 0,6 \cdot (8 - 20)^2 + 0,2 \cdot (8 - (-10))^2$$

$$9,8 = \sqrt{96} = \sigma^2 = \text{الانحراف المعياري}$$

¹ - د. حمزة محمود الزبيدي: الاستثمار في الأوراق المالية - مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع الأردن سنة 2001 ص 62.

العائد المتوقع على هذا الاستثمار هو 8 تصاحبه درجة من المخاطرة قدرها 9,8

وبمعرفة العائد المتوقع من الاستثمار ودرجة المخاطرة الصاحبة له يصبح المستثمر في حالة تمكنه من

التمييز والاختيار بين المشاريع المختلفة وعادة يستعمل مؤشر يدعي معامل الاختلاف كمقياس

لربط للعائد المتوقع والمخاطرة.

$$\text{معامل الاختلاف} = \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{العائد المتوقع}}$$

ومنه:

$$1,23 = \frac{9,8}{8} = \text{معامل الاختلاف}$$

كلما كان معامل الاختلاف أكبر من 01 يكون الاستثمار غير مجدي وكلما اقترب

من 0 كان مجدي وتدل هذه الحالة أن كل عائد قدره (01) تقابله مخاطرة قدرها 1,23.

أنواع المخاطرة:

يمكن تقسيم المخاطرة إلى نوعين هما:

*المخاطرة المنتظمة

*المخاطرة الغير منتظمة

1. المخاطرة المنتظمة:

المخاطرة المنتظمة: تعرف أنها المخاطر المتعلقة بالنظام نفسه ومن ثمة فإن تأثيرها يشمل

عوائد وأرباح جميع الأوراق المالية التي تتداول في سوق الأوراق المالية، وتحدث تلك المخاطر عادة

عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها كحدوث حرب أو بعض الأحداث الداخلية

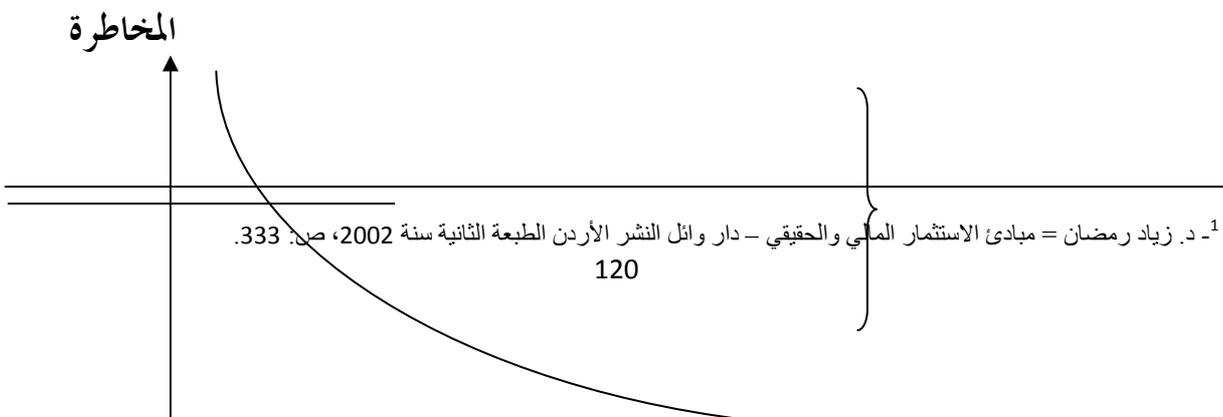
المفاجئة أو تغيير في النظام السياسي.

2. المخاطر غير المنتظمة:

هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل ويمكن حماية المستثمر من تلك المخاطر عن طريق تنويع استثماراته وذلك بالاستثمار في عدة أنواع من الأوراق المالية، ومن هذه المخاطر التي قد تحدث في شركة ما : - حدوث إضراب عمال في تلك الشركة - ظهور قوانين جديدة تؤثر على تلك الشركة. - الأخطاء الإدارية في تلك الشركة.

أن كل من المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة تعبر عن التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار في الأوراق المالية¹ بالإضافة إلى ذلك إن المخاطر الكلية للمحفظة تنقسم إلى المخاطر غير نظامية متعلقة بنوعية الأوراق المالية وأداء المؤسسات المصدرة لها، ويتم قياسها كميًا بالانحراف المعياري للعوائد المتوقعة ويتم التقليل من هذه المخاطر عن طريق التنويع في الأوراق المالية ويرى البعض أن صناديق الاستثمار تقوم على فكرة التنويع والذي من شأنه القضاء على هذه المخاطر، كما يوجد مخاطر نظامية متعلقة بخطر السوق والذي من شأنه القضاء على هذه المخاطر، كما يوجد مخاطر نظامية متعلقة بخطر السوق والذي تتعرض له كافة الأصول المالية ويتم قياسها بمعامل B ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (11) = تأثير التنويع على مخاطر المحفظة



تقاس بالانحراف

المخاطر غير المنتظمة

المعياري

يمكن القضاء عليها

بمبدأ التنوع

عدد الأوراق المالية

المخاطرة المنتظمة لا يمكن القضاء تقاس بمعامل β

عليها بمبدأ التنوع

المصدر: صالح الحناوي ونهال مصطفى = الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها الدار الجامعية الإسكندرية سنة 2004

ص: 261.

العلاقة بين العائد والمخاطرة:

يرتبط عنصر العائد والمخاطرة معا في علاقة طردية، بمعنى أنه كلما ارتفع طموح المستثمر لتحقيق عائد على استثماراته يجب عليه تحمل درجة أعلى من المخاطر والعكس صحيح، وبغض النظر عن اتجاهات المستثمرين اتجاه المخاطرة، فإن أي مستثمر عندما يتخذ قرار الاستثمار في الأصول المالية إنما يسعى إلى المقارنة بين العائد والمخاطرة، ويتخذ القرار الاستثماري الذي يضمن له تحقيق أعلى عند مستوى ثابت من المخاطرة أو تحقيق أقل مخاطرة عند مستوى ثابت العائد.

ولدينا مثال على العائد والمخاطرة.

مثال: يريد مستثمر الاختيار بين عدة استثمارات على أساس حساب العائد والمخاطرة لكل

استثمار ولدينا المعلومات التالية:

العائد استثمار 2	العائد استثمار 1	الاحتمالات	الحالات
-1	5	0,1	أ
6	7	0,4	ب
2	-4	0,3	ج
20	15	0,2	د

المطلوب: - إيجاد العائد المتوقع لكل استثمار

- إيجاد المخاطرة المرافقة لكل استثمار

- المقارنة بين الاستثمارين

الحل:

1- العائد:

$$E_1 = 0,1(5) + 0,4(7) + 0,3(-4) + 0,2(15) = 5,1$$

$$E_2 = 0,1(-1) + 0,4(6) + 0,3(2) + 0,2(20) = 6,9$$

2- المخاطرة:

$$\sigma_1^2 = 0,1(5-5,1)^2 + 0,4(7-5,1)^2 + 0,3(-4-5,1)^2 + 0,2(15-5,1)^2 = 45,89$$

$$\sigma_1 = 6,77$$

$$20) 0,2 + ^2(6,9 - 2) 0,3 + ^2(6,9 - 6) 0,4 + ^2(6,9 - 1-) 0,1 = \sigma^2$$

$$48,09 = ^2(6,9 -$$

$$6,77 = \sqrt{45,89} = \sigma = 6,77$$

$$6,93 = \sqrt{48,09} = \sigma = 6,93$$

3- معامل الاختلاف:

$$1,32 = \frac{6,77}{5,1} = \frac{\sigma}{\text{العائد المتوقع}} = \frac{\sigma}{\text{الانحراف المعياري}} = \text{معامل الاختلاف}$$

$$1 \frac{6,93}{6,9} = \frac{\sigma}{\text{ع}} = \text{معامل الاختلاف}$$

ومنه فإن العائد على محفظة الأوراق المالية يتأثر بعوائد الاستثمارات الفردية بالإضافة إلى

عناصر أخرى تنشأ من طبيعة المحفظة وتقدير العائد المتوقع على المحفظة يتأثر بـ:

- العائد المتوقع لكل استثمار فردي على حدى
- إختيار عدد الاستثمارات الفردية في المحفظة
- تحديد الجزء المخصص من الثروة الذي يمكن استثماره في كل استثمار فردي.

4- السياسات المعتمدة في إدارة المحفظة الاستثمارية:

يمكن التمييز بين ثلاث سياسات في مجال إدارة المحفظة الاستثمارية هي:¹

¹ - د. أرشد فواد التميمي و د. أسامة عزمي سلام : مرجع سابق ص: 196.

أ. **السياسات الهجومية:** هذه السياسة يتوجه إليه المستثمر الذي لا يكون متحفظ اتجاه المخاطرة، لأن هدفه الأساسي هو تحقيق أقصى عائد، فهو يفضل عنصر الربحية عن عنصر الأمان ومنه فإن اهتمامه ينصب على الأرباح الناتجة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية المشككة للمحفظة، ويطلق على هذا النوع من "محافظ" محافظ رأس المال". أما عن الأدوات الاستثمارية المناسبة لهذا النوع من المحافظ فهي الأسهم العادية حيث تشكل حوالي 80% أو أكثر من قيمة المحفظة.

ب. **السياسة الدفاعية:** في هذه السياسة يكون المستثمر جد متحفظ اتجاه عنصر المخاطرة، الأمر الذي يدفعه إلى إعطاء الأولوية المطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد، لذا نجد المستثمر في هذه السياسة يركز على الأدوات الاستثمارية ذات الدخل الثابت ويطلق على هذا النوع من المحافظ "محفظة الدخل" حيث تتكون قاعدتها الأساسية من السندات الحكومية والأسهم الممتازة بنسبة تتراوح بين 60% إلى 80% من رأس المال المحفظة.

ت. **السياسة المتوازنة:** تجمع هذه السياسة بين السياستين السابقتين ويتباها المستثمرين الذين يهدفون إلى تحقيق استقرار نسبي في المحفظة، مما يؤمن لهم تحقيق عوائد معقولة مع مستويات مناسبة من المخاطرة، وتكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة متوازنة من الأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة إضافة إلى الأدوات الاستثمارية الطويلة الأجل كالأسهم العادية والممتازة والسندات طويلة الأجل، حيث تنتج مثل هذه المحافظ للمستثمر فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية، كما تتيح له انتهاج سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقا لتقلبات أسعار الأوراق المالية من جهة وأسعار الفائدة من جهة أخرى.

5- إستراتيجيات التنويع في محفظة الأوراق المالية:

إن التنويع يعد من أهم ميزة أساسية لتكوين أو لتشكيل المحفظة الاستثمارية، أي تمكن المستثمر من اختيار تشكيلة من الأوراق المالية بهدف تقليل المخاطرة، يوجد هناك أسلوبان شائعان للتنويع هما:

- التنويع الساذج

- نموذج ماركوتز

● **التنويع الساذج:** هو الذي لا يأخذ بعين الاعتبار التغيرات (COU) ومعامل الارتباط (RHO) بين الاستثمارات، وبالإضافة إلى ذلك أن التنويع الساذج هو زيادة في عدد الأوراق التي تحتويها المحفظة الاستثمارية بشكل عشوائي.

● **نموذج ماركوتز أو سياسة المثلى:** هي السياسة التي تهدف إلى تقليل المخاطرة إلى أقل حد ممكن عن طريق تكوين محفظة استثمار يكون معامل الارتباط بين كل زوجين أقل من 1، فمعامل الارتباط يقيس إحصائيا العلاقة بين المتغيرين فإذا كان العائد على أحد الاستثمارين يزداد كلما زاد العائد على الاستثمار كلما زاد العائد على الاستثمار الآخر يقال أن الارتباط بينهما موجب، والعكس عندما يقل عائد أحد الاستثمارين كلما زاد العائد على الاستثمار الآخر أي وجود علاقة سلبية بينهما، والمعنى الاقتصادي يتمثل في أن بعض الاستثمارات تنشط في أوقات معينة بينما تتدهور استثمارات أخرى في نفس الوقت، وقد يحدث أن الركود في بعض الاستثمارات قد يؤثر على بعض الأنشطة الاقتصادية الأخرى.

- إن اختيار المستثمر للمحفظة قد يتم عشوائيا ويؤدي إلى ارتباط موجب وتظل المخاطر قائمة ولا تؤدي إلى فائدة، أما إذا استطاع أن يوزع استثماراته بحيث تقل أو تنعكس الحالة بين الاستثمارات فإن هذا يؤدي حتما إلى تقليل المخاطر والقدرة على إعدامها نهائيا إذا ما وصل معامل الارتباط إلى (-1)، بالإضافة إلى ذلك:

- جاءت نظرية ماركوتز تعطي اهتماما بالغا لمشكلة توزيع المبالغ والثروة على الاستثمارات المختلفة فالجزء المستمر في كل استثمار فردي داخل المحفظة لا يتم تحديده بطريقة عشوائية بل يخضع لطريقة عملية بحثة، يتم حلها بالتزامن مع مشكلة تقليل المخاطر إلى أقل حد ممكن وهذا يعتمد على أسلوب البرمجة الخطية والتي أصبحت شائعة الاستخدام لدى الشركات المالية الكبرى خاصة باستخدام الحاسبات الآلية والبرامج.

6- تقييم أداء محفظة الأوراق المالية:

تتعدد مداخل تقييم أداء المحفظة إلى أربعة مقاييس هي:¹

- نموذج شارب
- نموذج ترينور
- نموذج جنس
- نموذج فاما

● نموذج شارب: يتركز نموذج شارب على حساب العائد والمخاطرة عند تقييم أداء

المحفظة، ويصاغ هذا النموذج حسب العلاقة التالية:

¹ - محمد صالح الحناوي وآخرون = مرجع سابق ص: 297.

$$Dp = Rp - \frac{RF}{\delta}$$

حيث أن:

δ

حيث أن:

$$Rp = \text{متوسط عائد المحفظة محل التقييم}$$

$$RF = \text{معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة}$$

$$= \text{مخاطر المحفظة}$$

$$Dp = \text{يشير إلى نسبة مؤشر المكافأة للتقلب في العائد والتي تعكس أداء المحفظة المالية محل التقييم.}$$

وعليه فالمقدار $(Rp - RF)$ يمثل مقدار العائد الإضافي للمحفظة أو ما يطلق عليه

كبديل أو علاوة الخطر، ومنه فإن معادلة شارب تحدد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق

المالية مقابل كل وحدة من وحدات المخاطرة الكلية التي تنطوي على عملية الاستثمار في المحفظة.

كما تجدر الإشارة إلى أن نموذج شارب لا يمكن استخدامه إلا في المقارنة بين المحافظ

ذات الأهداف المتشابهة وتخضع إلى قيود مماثلة مثل محفظة مكونة من أسهم فقط أو سندات.

● نموذج ترينور: يقوم هذا النموذج على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير

المنتظمة، حيث يفترض النموذج أن المحافظ تم تنويعها بشكل جيد.

وبالتالي لا توجد هناك مخاطر غير منتظمة أي مخاطر خاصة، يعني أنه يقوم بقياس المخاطر

المنتظمة (المخاطر العامة) فقط، وذلك باستخدام معامل بيتا B كمقياس لمخاطرة المحفظة

المالية. كما توضحه المعادلة التالية:

$$\frac{\text{التغاير بين عائد المحفظة وعائد محفظة السوق}}{\text{تباين عائد المحفظة}} = B$$

• **نموذج جنس:** يعرف باسم ألفا ويقوم على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد الحقيقي وهما أولا يتمثل في الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة وهو ما يسمى بالعائد الإضافي، أما المقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب معامل بيتا B في الفرق بين متوسط عائد محفظة السوق والعائد الخالي من المخاطرة.

وعلى هذا الأساس يمكن توضيح نموذج جنس كما يلي:

$$\alpha = (R_p - R_f) - B (R_M - R_f)$$

حيث أن:

$$\alpha = \text{معامل ألفا حسب نموذج جنس}$$

$$B = \text{تمثل معامل بيتا لقياس المخاطر المنتظمة.}$$

$$R_p = \text{متوسط عائد المحفظة محل التقييم.}$$

$$R_M = \text{متوسط عائد محفظة السوق}$$

ومن خلال المعادلة يتضح أن نموذج جنس يشير إلى حقيقة هامة وهي أن كلما كانت

المحافظ متنوعة تنوعا كاملا، يسهل تفسير معامل "ألفا" حيث إذا كان:

$$\alpha > 0 \iff \text{أداء سيء للمحفظة}$$

$$\alpha < 0 \iff \text{أداء جيد للمحفظة}$$

$$\alpha = 0 \iff \text{توازن بين عائد المحفظة وعائد السوق}$$

وكذلك أن العائد الحقيقي للمحفظة هو دالة في كل من معدل العائد على الاستثمار

الخالي من المخاطر، ومن تم فإن هذا النموذج يقوم على الفكر الأساسي لنموذج تسعير الأصول المالية الذي يفترض من وجود دالة خطية بين العائد والمخاطرة.

● **نموذج فاما: قدم "فاما" نموذجاً لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ**

المتماثلة في مستويات الخطر، ويقوم هذا النموذج على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع، الذي

يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر لأي محفظة. وعلى هذا الأساس يمكن صياغة معادلة

أو نموذج فاما كالتالي:

●

$$E(R_p) = R_f + \left[\frac{E(R_M) - R_f}{\delta P} \right] \times \frac{\text{COV}(R_p - R_M)}{\delta P}$$

حيث أن:

$$R_p = \text{العائد المتوقع للمحفظة}$$

$$R_f = \text{معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة.}$$

$$E(R_M) = \text{معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق.}$$

$$\delta P = \text{الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق.}$$

توضح المعادلة أن العائد المتوقع على المحفظة يعادل معدل الاستثمارات الخالية من المخاطرة مضافا إليها بدل المخاطرة المتمثل في تسعير لوحدة المخاطرة مضروبا في مخاطرة الأصل أو المحفظة والذي يتم قياسه بالتغاير.

والهدف الأساسي من نموذج فاما هو الحكم على محفظة الأوراق المالية.

خاتمة الفصل الثاني :

نستنتج من هذا الفصل الأهمية البالغة التي تتميز بها كفاءة هذه الأسواق الذي يفسر التغيرات الحقيقية للأسعار و التكاليف للقيم المتداولة في سوق الأوراق المالية من خلال الحصول على المعلومات الكاملة و الصحيحة.

كما يمكننا تصنيف صيغ هذه الكفاءة إلى ثلاثة فرضيات هي فرضية الصيغة الضعيفة و متوسطة و قوية ، بحيث أن الصيغة الضعيفة و التي تؤكد أن الأسعار الحالية للأوراق المالية مستقلة تماما عن أسعارها في الماضي ، أما الصيغة المتوسطة تكون فيها الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس المعلومات العامة و التاريخية عن الأسعار

و حجم المبادلات ، بينما الصيغة القوية لكفاءة السوق تعكس فيها أسعار الأوراق المالية كل المعلومات العامة و الخاصة . كما تطرقنا أيضا إلى تحليل المعلومات إلى ثلاثة أنواع هي التحليل المالي ، التحليل الأساسي و التحليل الفني و مع تبين العلاقة بين الكفاءة أسواق و المعلومات و في الأخير بينا نظرية المحفظة المالية

و أدائها الفعال في الأسواق المالية .

الفصل الثالث

تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

مقدمة :

لقد شهدت الدول النامية تطورات هامة في اقتصادياتها خاصة على مستوى مؤسساتها المالية و لأهمية الدور الذي تلعبه هذه المؤسسات في التنمية الاقتصادية أصبح اهتمامها متزايد لجلب الموارد مع توفير الاحتياجات التمويلية و توجيه المدخرات نحو المؤسسات الاقتصادية التي تعود بفوائد عليها , مما أدى إلى ضرورة الاهتمام الفعال بهذه الأسواق في الدول النامية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي و تحرير اقتصادياتها لكن رغم هذا مازالت الأسواق المالية تعاني من مشاكل تعيق نشاطها و ضعف فعاليتها .

الهدف من الدراسة التطبيقية هو تقييم أداء الأسواق المالية من خلال كفاءتها أو ضعفها و قسمنا هذا الفصل إلى أربع مباحث , تعرضنا في الأول إلى الأسواق , الأوراق المالية و تحديات التحرير المالي و في المبحث الثاني تعرضنا إلى أدبيات الأسواق المالية في الدول النامية و في المبحث الثالث أساسيات بناء الأسواق و أهم معوقاتها أما في المبحث الأخير إلى تقييم كفاءة هذه الأسواق .

المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية وتحديات التحرير المالي :

تواجه الدول النامية في ظل انفتاح أسواق رأس المال القائمة فيها على الأسواق العالمية، وقيامها بتحرير حساباتها الرأسمالية أمام حركة رؤوس الأموال العديد من التحديات التي تفرض عليها تكاليف كبيرة، وتجعل من إمكانية تعرضها لأزمات مالية حادة أمر ممكن.

المطلب الأول: التحرير المالي وإمكانية التعرض لأزمات مفاجئة وهروب رؤوس الأموال:

1. مفهوم التحرير المالي: لقد أسس الاقتصاديان (Shaw; McKinnon) منهج التحرير المالي في سنوات السبعينات، والذي أصبح مكونا هاما من مكونات سياسات الإصلاح المالي التي يتبناها البنك وصندوق النقد الدولي، والتي تبنتها العديد من الدول النامية في كل من آسيا، أمريكا اللاتينية وإفريقيا كسياسات لإصلاح أنظمتها المالية. إلا أن نتائج سياسات التحرير المالي ذاته خاصة في شكله الأول الذي وضعه (شاو، ماكينون) في عام 1973، وهذا ما دفع McKinnon (1991) وأنصار مدرسة ستانفورد إلى تطوير مفهوم التحرير المالي وإثرائه وهذا بالأخذ بعين الاعتبار بعض الانتقادات العديدة التي وجهت لهذا المنهج ، وقد تمحور هذا التطور في مفهوم التحرير المالي حول جانبين رئيسيين هما :

- الأخذ بعين الاعتبار الوضعية الاقتصادية للبلد الذي يجري فيها هذا الإصلاح المالي.
- إدماج بعض النظريات الاقتصادية الجديدة التي ظهرت في العشرين سنة الأخيرة، حيث أدمج المفهوم الجديد للتحرير المالي وعدم كفاءة الأسواق المالية ومشكلة عدم تناظر

المعلومات التي تسود بين المقرضين والمقترضين.

وخلاصة مما سبق يمكن أن نستنتج ثلاثة شروط أساسية لنجاح سياسة التحرير المالي:

أ- استقرار الاقتصاد الكلي: والذي يعتبر شرطا مهما لقيام نظام مالي ومصرفي قوي،

حيث أن بيئة سليمة للاقتصاد الكلي تمثل مصدر قوة للقطاع المالي وتساهم في تطويره وتزيد من كفاءته في تعبئة الادخار وتقديم التمويل .

ب- إن وجود إطار قانوني ملائم من شأنه أن يدعم ويوفر إدارة داخلية قوية

للمؤسسات المالية وانضباطا خارجيا لقوى السوق وإشرافا جيدا.

ج- التدرج في تطبيق التحرير المالي والذي يتمثل في تتابع المراحل الأساسية لكل من

التحرير المالي الداخلي والخارجي في إطار الانتقال من قطاع مالي يخضع للقواعد التنظيمية إلى قطاع مالي أكثر توجهها للسوق.

كما يمكن تعريفه أيضا "يعد التحرير المالي أحد معالم النظام المالي الجديد، وأهم ملامح

التطورات الاقتصادية البارزة خلال العقد الأخير من القرن العشرين، وقد ارتبطت سياسات

التحرير المالي ارتباطا وثيقا بهيمنة السياسات الليبرالية كسياسات اقتصادية عامة"¹

2. إمكانية التعرض لأزمات مفاجئة:

في ظل تحرير بعض الدول النامية حساب رأس المال والسماح لرؤوس الأموال الأجنبية

بالتدفق إلى الداخل والخارج عبر حدودها تتنامى احتمالات تعرض أسواق رأس المال القائمة فيها

إلى أزمات مالية مفاجئة وتبدو خطورة هذه التدفقات إذا علمنا أن معظمها يتم استثماره في أصول

1- د. نبيل حشاد "الجات ومنظمة التجارة العالمية" دار إيجي للطباعة والنشر. الطبعة الثانية القاهرة - سنة 1990 ص 249.

قصيرة الأجل بهدف تحقيق عوائد أكبر هذا مما يؤدي بها إلى ظهور مخاطر عديدة يترتب عليها حدوث أزمات كبيرة تهدد استقرار الاقتصاد بكامله، وتتمثل هذه المخاطر في حالتين هما:

- حالة خروج رؤوس الأموال بطريقة مفاجئة .
- حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى داخل الدولة المضيفة.

أ) حالة خروج رؤوس الأموال بطريقة مفاجئة:

نظرا لكونها من الأموال أساسية التي تسعى إلى المضاربات وقد يكون الدافع وراء تدفقها وجود اختلالات في السوق، أو خطأ في السياسات تؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة المحلية والدولية، كما يمكن أن تحدث هذه الحالة بسبب صدمة سلبية تنشأ عن تطور سياسي متوقع أو انخفاض في ثمن سلعة التصدير الأساسية، أو ارتفاع في ثمن سلعة الاستيراد الرئيسية، أو تغير في نسبة الضرائب المفروضة والتي تؤثر على عائد مثل هذه التدفقات، حيث يفضل المستثمر الأجنبي أن يحول أمواله إلى الخارج عن طريق بيع ما بحوزته من أوراق مالية محلية، وهذا ما يترتب عليها إذا ما حدثت بصفة جماعية آثار سلبية على الأسواق المالية والاقتصاد بأكمله.¹

¹ - Corbo victorio hernandez, leonardo: «Marco economica adjustment to capital Inflows» - America – 1994
P.06

ب) حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى داخل الدول المضيفة:

ويحدث ذلك غالباً في حالة حدوث صدمة مواتية تزداد على إثرها تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل، فيترتب عليها توسع في حجم الأصول المحلية وزيادة في الطلب على السلع المحلية وبالتالي ارتفاع معدلات التضخم، التأثير على أسعار الصرف والفائدة. في حالة خروج أو دخول لرؤوس الأموال بطريقة مفاجئة، فإن التقلبات في أسعار الأصول المالية وما يترتب عليها من تقلب في أسعار الصرف والفائدة، تمثل مصدراً من مصادر عدم التيقن يمنع المستثمرين المحليين والأجانب من الاستمرار في الاستثمار، مما يجعل شكوكاً حول استمرارية تدفقات الاستثمار المحافظي وهو الأمر الذي يؤكد خطورة الاعتماد عليه كمصدر من مصادر التمويل الرئيسية.

3. هروب رؤوس الأموال إلى الخارج:

على الرغم من أن تقديرات التدفقات الرأسمالية السنوية من كل بلد من البلدان النامية للخارج غير دقيقة، فإن اتحاد البنوك العربية قد أعلن أن حجم الثروات الشخصية في الخارج تقدر بنحو 800 مليار دولار يملكها 200 ألف شخص، وأن أكثر من ثلثي هذه الأموال يتخذ شكل ودائع في البنوك العالمية. كما يستثمر بعضه في مشاريع مختلفة وفي أسواق المال العالمية وكانت مؤسسة ميريل لينش، وهي تعتبر من أكبر المؤسسات المتخصصة في تقييم الاقتصاديات والمشروعات فضلاً عن أنها إحدى أهم شركات الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية الأمريكية

والعالم وقد أشارت إلى نحو 178 ألف سعودي، و59 ألف إماراتي، و36 ألف كويتي يملكون 400، 160، 98، مليار دولار على الترتيب.¹ إضافة إلى رؤوس أموال خاصة من باقي دول الخليج الأخرى مستثمرة في الخارج، حيث تسمح هذه الدول بخروج رؤوس الأموال بشكل حر. أما الدول النامية الأخرى والتي تضع قيوداً على حركة رؤوس الأموال فقد تدفقت عشرات المليارات إلى خارجها بطرق غير الشرعية وذلك من أجل التهريب. وخلاصة مما سبق يمكن حصر أهم الأسباب التي دفعت رؤوس الأموال في الدول النامية الخاصة للتزوح وخارجها فيما يلي:

● لجأت العديد من حكومات الدول النامية ذات الفوائض المالية إلى استثمار هذه الفوائض في الخارج سواء في شكل أذونات خزانة وسندات في الأسواق العالمية، أو في شكل استثمارات خارجية مباشرة وغير مباشرة في الأسهم. وقد شجع هذا السلوك الحكومي القطاع الخاص في البلدان النامية ذات الفوائض المالية على توظيف أمواله في استثمارات خارجية مباشرة وغير مباشرة.

فعلى سبيل المثال بلغت قيمة الاستثمارات الحكومية الكويتية الخارجية نحو 100 مليار دولار قبل أزمة الخليج انخفضت إلى 35 مليار دولار في عام 1997

1- د. أحمد السيد النجار "تحديات التحرير المالي في الدول العربية" معهد البحوث والدراسات العربية القاهرة- 1998 ص161.

● إن ضعف القدرة الاستيعابية لاقتصاديات الدول ذات الفوائض المالية دفع رؤوس الأموال للتوجه نحو الخارج لكنها بدلا أن تتوجه إلى الدول النامية الأخرى التي يمكن أن تستوعب مثل هذه التدفقات، توجهت إلى أسواق الدول الرأسمالية الصناعية المتقدمة وكذلك إلى الأسواق الصناعية الجديدة.¹

● إن انتشار ظاهرة استغلال النفوذ السياسي والفساد الإداري والقطاع العام في بعض الدول، مما أدى إلى خلق مناخا طاردا لرؤوس الأموال التي عجز أصحابها عن التأقلم مع هذه الظواهر.

● يتسم القطاع الخاص بضعف القدرة الاقتحامية، الأمر الذي جعله يفضل الاستثمارات محددة المخاطر في السندات والودائع البنكية في الخارج حتى لا تكون عرضة لأي مخاطر اقتصادية أو سياسية في الداخل، إلا أن هناك جزء من هذه الأموال قد خرجت من الدول النامية حيث أنها ناتجة عن أنشطة غير مشروعة رغبة حائزها في تهريبها للخارج بعيدا عن الجهات الرقابية المحلية.

المطلب الثاني: انضمام بعض الدول النامية إلى الاتفاقية العامة لتحرير الخدمات.

إن التخوف الرئيسي من هذا الانضمام ناجم عن انعدام التوازن بين كفاءة قطاع الخدمات في الدول النامية ونظيره في الدول المتقدمة، وبالتالي ضعف القدرة التنافسية للأول في مواجهة الثاني نتيجة ارتفاع المكون التكنولوجي في إنتاج الدول المتقدمة بالمقارنة مع المنتجات

1- د. أحمد السيد النجار : مرجع سابق ص 164.

الخدمية للدول النامية، وبالتالي فإن خدمات الدول الصناعية تمتلك ميزة نسبية تنمو مع زيادة التطور التكنولوجي الذي يشهد نمواً سريعاً .

وعلى الرغم من الجهود التي بذلتها وفود الدول النامية من أجل الحفاظ على مصالح بلدانها في مجال تجارة الخدمات، إلا أن الاتفاقية جاءت لتعكس في مجملها وفي كثير من أحكامها مصالح الدول الصناعية.

ويمكننا أن نقسم الدول النامية من حيث التعامل مع الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات إلى مجموعتين هما:

● **المجموعة الأولى:** وتشتمل على الدول النامية من بينها الدول العربية التي لديها أسواق مالية، ولكنها لم تلتزم بعد بتقديم التزامات محددة فيما يتعلق بالتعامل في أسواق المال وهي: الأردن السعودية وعمان.

● **المجموعة الثانية:** وهي الدول العربية المنضمة إلى الاتفاقية العامة لتحرير الخدمات وقدمت التزامات محددة فيما يتعلق بالتعامل في أسواقها المالية وتشمل كل من: البحرين، مصر، الكويت قطر، تونس، الإمارات المتحدة، المغرب.

1.التزامات الدول العربية في إطار الاتفاقية العامة لتحرير الخدمات:

يمكننا تحديد التزامات الدول النامية من بينها العربية في إطار الاتفاقية العامة لتحرير الخدمات وبما يتعلق تحديداً بتحرير الخدمات المالية، من خلال التعرف على جداول التزاماتها بشأن قيود النفاذ للأسواق وقيود المعاملة الوطنية.

أ. النفاذ إلى الأسواق:

يتعهد العضو بموجب التزاماته المحددة في الجداول المقدمة من قبله، بأن يمنح جميع موردي الخدمات معاملة لا تقل عن تلك المنصوص عليها في جداوله ويشكل النفاذ إلى الأسواق أحد الأهداف الأساسية التي تسعى الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات إلى تحقيقه من أجل تمكين منتجي الخدمات من النفاذ إلى أسواق باقي الأعضاء والمنافسة مع المنتجين الوطنيين، ومن الإجراءات التي لا يجوز للعضو أن يقيها إلا إذا كانت مدرجة في جداول التزاماته هي كالآتي:¹

- ✓ الحد من إجمالي قيمة التعامل أو الأصول الخدمية.
- ✓ الحد من عدد موردي الخدمات سواء على شكل حصص أو احتكارات.
- ✓ الحد من إجمالي عدد العمليات الخدمية أو من إجمالي كمية المخرجات الخدمية.
- ✓ الحد من مجموع عدد الأشخاص الطبيعيين الذين لا يجوز توظيفهم في قطاعات خدمية معينة أو الذين يعتبرون أساسيين لتوريد خدمة معينة.
- ✓ الإجراءات التي تقيد أو تشترط على مورد الخدمات أن يوردها من خلال أشكال معينة من الكيانات القانونية.
- ✓ الحد من مشاركة رأسمال أجنبي، مثل تحديد نسبة مئوية قصوى للملكية الأجنبية للأسهم أو قيمة إجمالية للاستثمارات الأجنبية الفردية والكلية.

1- د. شذا جمال خطيب: العولمة المالية - دار مجدلاوي عمان للطباعة الأولى 2008 ص 139.

1. مصر: جعلت مصر الباب مفتوحاً أمام الشركات الأجنبية للعمل في السوق المالي المصري بكامل الحرية وفي كافة أنشطة البورصة من خدمات الاكتتاب والوساطة والسمسرة والتداول، والتسوية والمقامة والترويج، إدارة المحافظ المالية وكذلك إنشاء رأسمال المخاطر وصناديق الاستثمار الجماعية.

2. المغرب: لم تضع المغرب أية قيود على الحضور التجاري للشركات الأجنبية سواء بهدف اقتناء الأوراق المالية وتداولها أو المشاركة في إصدارها أو تقديم الخدمات والاستثمارات المالية أو نقل المعلومات المالية وأساليب معالجتها.

3. قطر: لا توجد أي قيود على النفاذ للأسواق بما يتعلق بتزويد الخدمة عبر الحدود أو الاستهلاك الخارجي، وإن كانت هناك بعض القيود على التواجد التجاري لفروع البنوك الأجنبية.

4. تونس: بالنسبة للخدمات المالية (ماعداء التأمين)، لا توجد قيود على تزويد الخدمة عبر الحدود أو على الاستهلاك الخارجي، أما الحضور التجاري فيخضع لبعض القيود حيث أن:
- شركات الاستثمار (سواء كانت في شكل صناديق مغلقة برأسمال ثابت، أو مفتوحة برأسمال متغير) أو شركات إدارة المخاطر فيجب أن تتمثل بموجب القانون 108/85 بتاريخ 6-12-1985 ووجد أدنى من رأس المال.

- أما شركات الوساطة فتباشر عملها إذا كانت تتمتع بالجنسية التونسية وبترخيص من مجلس إدارة السوق المالي، ويمكن أن تكون في شكل أشخاص أو شركات المساهمة عامة متخصصة بأعمال الوساطة.

5. البحرين: سمحت بالتواجد التجاري للشركات الأجنبية في مجال التداول الأوراق المالية على أن تحصل على ترخيص مسبق وأن تكون في شكل شركة مساهمة لا يقل رأس المال البحريني فيها عن 51%، أما بالنسبة للشركات الأجنبية التي تقوم بإصدار الأوراق المالية أو بإدارة المحافظ المالية أو صناديق الاستثمار الجماعي وصناديق المعاشات وأنشطة التسوية والمقاصة لجميع الأسواق المالية فإنها تتطلب ترخيصا مسبقا، وكذلك هو الحال بالنسبة لتواجد شركات الوساطة والاستثمارات المالية فلا توجد قيود على تواجدها شرط أن تحصل على ترخيص مسبق أما فيما يتعلق بتزويد الخدمة عبر الحدود فإنها تحتاج لترخيص مسبق من السلطات النقدية البحرينية بالنسبة لأنشطة تداول الأوراق المالية، وإدارة المحافظ المالية، وخدمات الوساطة، أما بالنسبة لأنشطة التسوية والمقاصة والإصدار فإنه لم يتم تثبيت قيود النفاذ إلى الأسواق.

6. الإمارات العربية المتحدة: لا توجد أي قيود على النفاذ إلى الأسواق، وقد حددت الإمارات في جداول التزاماتها بخصوص التواجد التجاري أنه لا قيود على إنشاء مكاتب التمثيل، وإن كانت لم تثبت إنشاء فروع لبنوك جديدة أو توسع في الأنشطة في السوق المالي.

ب. المعاملة الوطنية:

تلتزم الدولة بمنح موردي الخدمات من الدول الأخرى رعاية لا تقل عن المعاملة التي توفرها لموردي الخدمات من رعاياها، وذلك في القطاعات المدرجة في جداولها وطبقا للشروط

والأوضاع المحددة فيها، بحيث يشترط في هذا الصدد ألا تؤدي الإجراءات إلى تعديل في أوضاع المنافسة لصالح موردي الخدمات الوطنية.¹

لم تسمح أحكام الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات للدول النامية بوضع قيود على منح المعاملة الوطنية للشركات المنافسة لشركاتها ومؤسساتها الوطنية في القطاعات المدرجة في جداول التزاماتها المحددة، لا سيما إذا كانت هذه القيود تؤدي إلى تغير الوضع التنافسي لصالح الشركات الوطنية، وهذا من شأنه أن يعطي فرصة أفضل للشركات والمؤسسات الأجنبية لما لها من تفوق تكنولوجي وخبرات متراكمة، وحد من قدرة الدول النامية على توفير معاملة تفضيلية لشركاتها الوطنية أمام المنافسة الأجنبية.

2. آثار الاتفاقية العامة لتحرير الخدمات على أسواق رأس المال في الدول النامية:

في ضوء الالتزامات المحددة التي تقدمت بها بعض الدول النامية، فإن الآثار المترتبة على تلك الالتزامات تختلف باختلاف ظروف الدولة التي تقدمت بتلك الالتزامات، لكن يمكننا أن نقسم الفوائد أو المكاسب التي تعود على الدول النامية جراء تحرير تجارة الخدمات المالية إلى مكاسب ساكنة وأخرى ديناميكية.

بالنسبة للمكاسب الساكنة، فإنها سوف تتحقق من الاستغلال الأمثل للموارد المالية وزيادة الكفاءة الانتاجية والتوزيعية وذلك من خلال ترشيد توزيع هذه الموارد التي تمتلكها الدول.

1- د. معتصم سليمان: أثر الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات على أسواق المال العربية "ندوة أسواق رأس المال العربية - أبو ظبي سنة 1995 ص 76".

أما بالنسبة للمكاسب الديناميكية فإنها تتحقق أساساً من مكاسب الخارجية التي تنتج عن زيادة المنافسة والتقدم التكنولوجي، والأثر الإيجابي لزيادة الانتاجية على معدلات الادخار والاستثمار، كما يمكننا عرض أهم هذه الآثار الايجابية فيما يلي:¹

● زيادة كفاءة وفعالية الأسواق المالية المحلية وجذب الاستثمار الخارجية.

● القيام بأعمال مالية شاملة وتعزيز دور الوساطة المالية.

إن انفتاح على العالم الخارجي، وتحديدًا على أسواق المال العالمية للمؤسسات المالية النامية الفرص لامتلاك قدر أكبر على مواكبة ظاهرة الأعمال المالية الشاملة خاصة بنشاطات البنوك والوساطة المالية والاستثمارية.

● تنمية القدرة على الدخول إلى الأسواق التمويلية الدولي وتمتين القواعد الرأسمالية.

● تدعيم التواجد المالي للدول النامية في الخارج ووضع حد لسياسات التمييز

والإجحاف.

● إنشاء نقاط تجارة كوحدة معلوماتية.

المبحث الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي لأسواق المالية في الدول النامية:

لا زالت الأسواق المالية في الدول النامية حديثة التأسيس إذا ما قورنت بالأسواق

المالية في الدول المتقدمة، ويرجع السبب في ذلك إلى عدة عوامل:²

1- نبيل حشاد، مرجع سابق ذكره ص 143.

2- د.رسمية أحمد أبو موسى: الأسواق والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع - عمان الطبعة الأولى سنة 2004 ص 69.

- تخوف المدخرين من المضاربة الشديدة التي تضر بالسوق المالية على المدى الطويل.
- الاعتماد إلى حد كبير على التمويل الذاتي، وإعادة استثمار الأرباح غير الموزعة.
- توظيف المصارف والشركات المالية أموالها في الخارج.
- سيطرة القطاع العام على المجالات الاقتصادية المختلفة .
- الصفر النسبي لحجم المشروعات في الدول النامية وسهولة تمويلها من أصحاب الثروة والمال.

رغم ذلك لقد أدركت الدول النامية هذه الأسواق المالية. بحيث لعبت هذه الأسواق تطورات هامة في اقتصاداتها خاصة على مستوى قطاعها المالية والمصرفية ولأهمية الدور الذي تلعبه في التنمية الاقتصادية بحيث أصبحت تولى اهتمام بالغ لجلب الموارد وتوفير الاحتياجات التمويلية وتوجيه المدخرات نحو القطاعات الاقتصادية الأكثر ربحية، مما أدى الى ضرورة الاهتمام بتطوير هذه الأسواق في الدول النامية الا أنها تتباين من سوق لآخر من حيث درجة التنظيم والتطوير ولقد وردت عدة تقسيمات نتيجة لهذا التباين وتم تقسيمها الى:

- سوق الأوراق المالية لمجموعة الدول النامية ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي المرتفعة.
- سوق الأوراق المالية لمجموعة الدول النامية ذات درجة الانفتاح المتوسطة والمنخفضة.

المطلب الأول: سوق الأوراق المالية لمجموعة الدول النامية ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي المرتفعة.

سنتطرق في هذا المطلب إلى "معرفة أسواق الأوراق المالية في الدول النامية الموجودة

في الاقتصاديات الحرة، والتي تتمتع بفوائض مالية وهي كما يلي:¹

- سوق البحرين للأوراق المالية.
 - سوق الأوراق المالية السعودية.
 - سوق مسقط للأوراق المالية.
 - سوق الكويت للأوراق المالية .
 - سوق الكويت للأوراق المالية .
 - سوق الإمارات العربية.
 - سوق دبي المالي.
 - سوق أبوظبي للأوراق المالية.
 - سوق الدوحة للأوراق المالية.
- سوق البحرين للأوراق المالية:

1- د. بوكساني رشيد: أطروحة دكتوراة بعنوان: "مقومات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها" جامعة الجزائر العاصمة سنة 2005 ص 216.

تم التداول الرسمي للأوراق المالية عام 17-06-1989 وقد أعلن في منتصف التسعينات عن تحويلها إلى سوق دولية حيث سمح بتسجيل أسهم الشركات الإقليمية والدولية وصناديق الاستثمار والسندات الأجنبية، وكذلك السماح لغير موظفي دول مجلس التعاون الخليجي بتملك الأسهم المدرجة في السوق البحرين لأوراق المالية التي يتم تنفيذها تتضمن عدة مشاريع هامة من بينها أنظمة التداول والتسويات ونقلها إلى أنظمة إلكترونية وربط عناصر سوق رأس المال داخل البحرين وخارجها بشبكة إلكترونية متصلة بشكل فوري مع السوق، كما يعرف نظام التداول في سوق البحرين للأوراق المالية بنظام المزايدة المكتوبة الذي يتطلب من الوسيط كتابة أوامر البيع والشراء التي يتلقاها من المستثمر على لوحات التداول في قاعة التداول، ويتم إتمام الصفقات عند تماثل أو تساوي أسعار العرض والطلب وقد استمر العمل بهذا النظام حتى عام 1999.

ومن أولويات سوق البحرين للأوراق المالية هي:

- تطوير عملية الإفصاح عن أوضاع الشركات المالية والقانونية والإدارية.
- زيادة وتنويع الأدوات المالية المدرجة في السوق خاصة فيما يتعلق بتحويل السوق إلى مراكز لإصدار وتداول السندات وصناديق الاستثمار في المنطقة.
- الانفتاح على المجتمع الدولي بتسويق السوق عالميا وزيادة التنسيق والربط مع الأسواق المالية في الدول النامية والدول المتقدمة لزيادة اتساع السوق وفرص الاستثمار أمام المستثمرين المحليين والأجانب في سوق البحرين.

• سوق الأوراق المالية السعودية:

تعتبر سوق الأوراق المالية السعودية الأكبر والأكثر نمواً بين أسواق الشرق الأوسط بالرغم من عدم وجود سوق رسمية. فقد صدر في وقت لاحق المرسوم الملكي رقم: 8/1230 في 17-01-1403 لتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك التجارية اعتباراً من 01-03-1405 الموافق 23-11-1984 إذا تم إنشاء الشركة السعودية لتسجيل الأسهم SSRE في 28-05-1984 وتحت إشراف مؤسسة النقد العربي السعودي، وتتولى هذه الشركة إدارة سجلات مساهمي معظم الشركات المساهمة وتمثل أسهمها المتداولة 80% من إجمالي حجم التداول في السوق وبالإضافة إلى ذلك فإن شروط الإدراج في السوق هي:¹

- أن تكون شركة مساهمة عامة وتكون أسهمها قابلة للتداول طبقاً لنظام الشركات السعودية.

- إن تقدم الشركة طلباً للإدراج مرفقاً بصورة من النظام الأساسي وقائمة بأعضاء مجلس الإدارة ونموذج لشهادة ملكية أسهمها.

وأيضاً فإن سوق الأوراق المالية السعودية هي سوق متنوعة كما تتميز بنظام تعاملها الإلكتروني المتطور وبالتسوية التي تتم بعد اتمام الصفقة بيوم واحد فقط، ورغم ذلك تفتقر إلى مقاييس ومعايير محاسبية دولية.

¹ - د. بوكساني رشيد: أطروحة دكتوراة - مرجع سابق ص 214.

● سوق مسقط للأوراق المالية :

بدأ العمل بسوق مسقط للأوراق المالية في 20-05-1989 حيث عملت إدارة السوق على ترسيخ القواعد الأساسية للتعامل في السوق وفق أسس تعتمد على متابعة الإجراءات وعدالة التعامل، وتوفير المعلومات الصحيحة بشكل دائم ومستمر وعملت على تشجيع الاستثمار بالأوراق المالية ومراقبة نشرة الإصدار المتعلقة بطرح الأوراق المالية، كما أيضا تعمل على المساهمة في تنظيم نقل ملكية الأوراق المالية والتحويل والإيداع. كما تركيز الإطار التشريعي في السلطنة على أهمية دور سوق مسقط للأوراق المالية من حيث طرح الإصدارات وحصر التداول في قاعة السوق فقط.¹

أما سوق مسقط للأوراق المالية فقد أصبحت كيانا قانونيا لوحدها تتمتع بالشخصية الاعتبارية وتستمد شرعيتها من المرسوم السامي رقم: 98/80 حيث نصت المادة 09 منه على "يتم قيد وتداول الأوراق المالية في سوق يسمى سوق مسقط للأوراق المالية وتتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية ويكون مقرها مدينة مسقط وتتبع سوق الهيئة".

بموجب تشكيل مجلس إدارة السوق من مدير السوق وممثل عن الهيئة والبنك المركزي العماني وأربعة أعضاء تنتخبهم الجمعية العامة للسوق كما ويصدر مجلس إدارة الهيئة قرار بتعيين كل من مدير عام السوق ورئيس مجلس إدارتها أما الجمعية العامة للسوق تتكون من شركات

1- د. يسرى محمد أبو العلا : تحديد مفهوم استيعاب الاستثمارات المالية العربية - دار الفكر الجامعي - 2008 ص 108.

المساهمة التي يتم تداول أسهمها في السوق، وأما عن الوسطاء المرخص لهم والبنك المركزي العماني.

كما تخطط سلطنة عمان لتطبيق نظام التعامل الإلكتروني في الأسهم بـ 1998/03 وهو ما سيعزز حملتها من أجل جلب مستثمرين أجنبى إلى بورصة الأوراق المالية.

• سوق الكويت للأوراق المالية:

في سنة 1977 تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية حيث سميت سوق الكويت للأوراق المالية وقد استمر التعامل بهذا النظام حتى سنة 1983، وفي شهر 1983/08 صدر المرسوم الأميري الخامس بإعادة تنظيم سوق كهيئة مستقلة بواسطة لجنة الأوراق المالية وإدارة تنفيذية تقوم بوضع القواعد والأحكام المناسبة لإعادة تنظيم السوق بما يتناسب مع الظروف الاقتصادية للدولة.¹

كما أصدرت وزارة التجارة والصناعة الكويتية قرار يسمح لأعضاء دول مجلس التعاون الخليجي بتملك وتداول أسهم الشركات المساهمة الكويتية وأسهم البنوك وشركات التأمين بنسبة لا تتجاوز 49%¹⁰ ويتولى إدارة السوق لجنة تشكل برئاسة وزير المالية والاقتصاد وعضوية كل من:²

- مدير السوق ويكون نائباً للرئيس.
- عضو عن وزارة المالية والاقتصاد.
- عضو يمثل بنك الكويت المركزي.

1- أ. جمال جويدان الجميل: الأسواق المالية والنقدية - دار صفاء للنشر والتوزيع - عمان الطبعة الأولى سنة 2002 ص125.

2- د. بوكساني رشيد: أطروحة الدكتوراة: مرجع سابق ص 217.

- اثنين من ذوي الخبرة والكفاءة يختارها مجلس الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية والاقتصاد.

- أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء. وتتمارس لجنة السوق جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق وتكون مسؤولة بصفة خاصة كما يلي:¹

- تشجيع الادخار وتوجيهه للاستثمار فيما يعود بالنفع على الاقتصاد.
- تطوير أداء السوق الكويتي عن طريق الاستفادة من الأسواق العالمية.
- التنسيق مع مختلف الفعاليات الاقتصادية وتحقيق الاستقرار المالي للدولة.

● سوق الإمارات العربية:

أنشئ سوق الإمارات للأوراق المالية عام 1986، حيث أصدر البنك المركزي قراره بشأن

نظام وسطاء بيع وشراء الأسهم والسندات بالدولة.

وفي سنة 2000-02-01 تأسست هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع بموجب القانون

الاتحادي رقم 2000/04 وذلك للإشراف على نشاط سوقي للأوراق المالية والسلع مما يشجع

الاستثمار فيهما، وقد تم إنشاء الهيئة من قبل الحكومة الاتحادية للفصل بين السلطة الإشرافية

والسلطة التنفيذية للتداول على الأوراق المالية. بالإضافة إلى ذلك أنها هيئة عامة تتمتع بالشخصية

1- د. يسرى محمد أبو العلا: مرجع سابق ص 110.

الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها ،

ومن أهم فوائد قيام سوق الأوراق المالية ما يلي:¹

- تحسين نوعية الاستثمار وزيادة الوعي الاستثماري والإقبال على شركات ذات الأداء الجيد.

- تعريف الجمهور بالأسهم المتداولة .

- المساهمة في تطوير الخدمات المالية .

- توفير المعلومات والبيانات اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية سليمة.

- توفير المناخ الملائم لاستثمار المدخرات في الأوراق المالية والسلع بما يخدم مصلحة

الاقتصاد الوطني ويحقق سلامة التعامل ويحمي المستثمرين.

- تنظيم وتطوير ومراقبة أسواق المال والسلع.

- حماية حملة الأوراق المالية والمستثمرين والجمهور بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها.

● سوق دبي المالي:

تأسس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة، تعمل كسوق

ثانوي تتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة والسندات التي تصدرها الحكومة

الاتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة وكذلك للوحدات

1- د. رسمية أحمد أبو موسى: مرجع سابق ص 78.

الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية

يقبلها السوق، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 26-03-2000

ويعمل سوق دبي المالي اعتماداً على نظام الكتروني يظهر البيانات أوتوماتيكياً على

شاشة العرض وقد اتجهت معظم الأسواق المالية مؤخراً إلى استخدام نظم تداول الكترونية مماثلة

وذلك بالنظر لمزايا عديدة مقارنة بأنظمة التداول التقليدية من ناحية الشفافية والسيولة وعرض

أسعار التداول.

● سوق أبو ظبي للأوراق المالية:

تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية طبقاً للقانون رقم 2000/03 الصادر عن المجلس

التنفيذي، كمؤسسات حكومية عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري

وبالإصلاحات الرقابية التنفيذية لممارسة مهامها وفقاً لأحكام وقوانين تضمن الشفافية وسلامة

التداول وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 15-11-2000.¹

● سوق الدوحة للأوراق المالية:

أسست سوق الدوحة للأوراق المالية بموجب القانون 1995/16 وبدأت عملها في

1997/05/26 وقبل إنشاء السوق كان التعامل بأسهم الشركات المساهمة في الدولة قطر يتم من

خلال عدد من مكاتب الوساطة غير مرخصة لممارسة هذا النوع من العمل الأمر الذي أدى إلى

¹ - www.aclx.ae

تحديد أسعار البيع والشراء على نحو غير عادل، في ظل غياب المعلومات كما أدى إلى صعوبة تسيير الأسهم عند حاجة المستثمر.

إن تأسيس سوق الدوحة للأوراق المالية إتباع الأنظمة الأكثر تطور وتفادي الأخطاء التي مرت بها الأسواق الأخرى.

بحيث بدأ العمل يدويا في قاعة التداول وإدارة التسويات، بعد ذلك تم التحول نحو نظام التسجيل المركزي في 1998/08 وتنفذ مشروع التداول الإلكتروني في 2003-03-21، كما قام سوق الدوحة للأوراق المالية بتاريخ 2005-04-03 بفتح الاستثمار في الأسهم المدرجة في السوق أما المستثمرين غير المقيمين بقطر.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية لمجموعة الدول النامية ذات درجة الانفتاح المتوسطة والمنخفضة:

سنحاول في هذا المطلب نتطرق إلى معرفة أسواق الأوراق المالية في الدول النامية التي

لها العجز المالي في ظل الحرية الاقتصادية هي كالتالي:

- بورصة عمان

- بورصة مصر

- بورصة المغرب

- بورصة تونس

- بورصة الجزائر

● بورصة عمان:

تم إنشاء سوق عمان المالي بموجب القانون رقم 1976/03 وتم افتتاحه رسمياً بتاريخ 01-04-1978، وقد صدر قانون عمان المالي رقم لسنة 1990 ثم تبعه في عام 1997 قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 ليتمكن كافة الأمور والقضايا المتعلقة بالسوق تنشأ في المملكة سوق لتداول الأوراق المالية تسمى بورصة عمان وأنها تتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري.¹ وتتمثل أهداف بورصة عمان فيما يلي:

- تأمين السيولة للمدخر والمستثمر واستقطاب رؤوس الأموال.
- نشر أسعار التداول تحقيقاً للمساواة ودعم الثقة في الائتمان.
- توفير مناخ استثماري ملائم وتطوير سوق رأسمال عن طريق الوسطاء.

● بورصة مصر:

تعتبر سوق الأوراق المالية في مصر من أقدم الأسواق المالية في الشرق الأوسط، فقد أنشأت أول سوق للأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883 وأنشأت أكبر سوق الأوراق المالية في القاهرة عام 1890 لكي تتعامل كلاهما في الأوراق المالية.²

1- د. جمال جويدان الجمل: مرجع سابق ص 157.

2- د. أحمد فهمي إمام: الأسواق المالية في الدول النامية "عن مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية" تصدر عن جامعة الكويت ص 208.

وفي سنة 1904 صدر قانون تنظيم الشركات، وتبعه قانون 1907 والمتعلق باللائحة العامة للبورصات حيث برزت الرقابة الحكومية لضمان حسن سير العمل، ونظرا لتحديد الأرباح القابلة للتوزيع من قبل الشركات نلاحظ تراجع في حجم التبادل في السوق.

ومنذ سنة 1971 ونظرا لإتباع سياسة الانفتاح الاقتصادي تنابت القوانين المحفزة لاستقطاب رأس المال العربي والأجنبي للاستثمار في مصر مما ساعد على إنعاش التعامل في سوق البورصة وتم تشكيل الهيئة العامة للاستثمار والهيئة العامة لسوق المال عام 1979 لتنظيم وتنمية سوق المال وتشجيع الادخار والاستثمار وفي عام 1992 صدر قانون خاص بسوق رأس المال مستحدثا أنشطة جديدة في مجال الأوراق المالية.

وتركزت التطلعات خلال سنة 1997 على تحقيق طموحات كثيرة أهمها:

- تطوير برنامج الخصخصة بهدف تحسين التكنولوجيا والإدارة.
- نمو حجم التعامل بمعدلات عالية سواء من حيث عدد العمليات المقيدة في السوق أو من حيث قيمة كل عملية .
- العمل على سرعة تطوير وتحديث أساليب العمل، واستحداث أدوات مالية وخدمات جديدة.

■ تعزيز دور البنوك وصناديق الادخار وهيئة التأمين والمعاشات في سوق الأوراق المالية حتى يتمكن من خدمة عدد كبير من المستثمرين.¹

■ تطور التشريعات وسرعة تنفيذ القرارات وتحويلها إلى حقيقة.

● بورصة المغرب وبورصة الدار البيضاء:

تأسست بورصة الدار البيضاء سنة 1929 وقد مرت بورصة بعدة مراحل بدأت بإنشاء مكتب التصفية بالقيم المنقولة حيث تتم عمليات التداول عن طريق المقاصة الحرة بين البنوك لأسهم الشركات المغربية وفي المرحلة الثانية تغير اسم مكتب المقاصة ليصبح مكتب تسعيرة القيم المنقولة، أما المرحلة الثالثة فتبدأ من سنة 1967 حيث صدر المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وتنظيم السوق الأولية قانون الشركات الصادر عام 1992 وكذلك قانون السندات لسنة 1991 ولا يسمح بطرح أوراق المالية غير مغربية في السوق الأولية إلا بترخيص من مكتب الصرف كما لا يسمح لشركات الوساطة العربية بالعمل في سوق إلا من خلال وسيط يكون مراسل له، كما لا يسمح إلا للمغاربة بشراء القيم المنقولة في البورصة بشرط تحويلها بإحدى العملات المحددة من عملية الصرف والمباةة إلى بنك المغرب وأيضا لا يسمح للمواطنين المغاربة بالاستثمار في الخارج.²

1- د. رسمية أحمد أبو موسى: مرجع سابق ص 70.

2- المهدي خليل أنطوان الناشف: العمليات المصرفية والسوق المالية الجزء الثاني: المؤسسة الحديثة للكتاب -لبنان- 2000 ص251.

كما عرفت بورصة الدار البيضاء عدة إصلاحات وهي:¹

أ. الإصلاح الأول:

جاء سنة 1948 تمتع بورصة الدار البيضاء بشخصية معنوية لبورصة القيم المنقولة.

ب. الإصلاح الثاني:

سنة 1967 فقد مكنها من إعادة تنظيمها قانونيا وتقنيا وتحديد معاملها كمؤسسة

عمومية.

ومنذ سنة 1993 أعطى إصدار مجموعة من النصوص القانونية تم بموجبها إصلاح السوق

المالية للبورصة الدار البيضاء الإطار التنظيمي والتقني الضروري وتماشيا مع متطلبات الاقتصادية

والتوجهات الاستثمارية بحيث أنها تقوم حاليا بتنفيذ استخدام التسعير الآلي وذلك:

- انطلاق النظام الإلكتروني لتسعير بالنسبة للقيم المتداولة في مارس 1997 وتعميم

التسعير الإلكتروني على جميع قيم قسم الأسهم وذلك جوان 1998.

- الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة.

- وتم انطلاق بورصة الدار البيضاء على شبكة الإنترنت في سبتمبر 1999

- تم إدماج بورصة الدار البيضاء في مؤشر الأسواق الناشئة التابع للشركة المالية

وذلك بنسبة 0.75% وذلك في سبتمبر سنة 1996.¹

1- أ. شبيخي بلال: السوق المالية العربية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي - مجلة دراسات اقتصادية العدد 12 -

فيفري 2009 - الجزائر العاصمة ص 121.

- استحداث نظام للتسوية والمقاصة بأسرع وقت وأقل التكلفة .

- تنفيذ عمليات البيع والشراء إلكترونياً وربطها مع الأسواق العالمية.

● بورصة تونس:

تأسست سوق القيم المنقولة في تونس سنة 1988 بصدر القانون رقم: 1988/13 بدأت

تمارس نشاطها كسوق منظمة في 1989 وتتولى مراقبة أسواق الأوراق المالية وتنظيم وإدارة السوق،

والتحقق من سلامة التعامل فيها.

- الهيئات المنظمة لبورصة تونس: هي مجلس السوق المالية وهو هيئة حكومية رقابية

تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري ويتكون مجلس من 9 أعضاء ورئيس

المجلس ويكون دوره إشرافي ويتمثل في الرقابة على البورصة والعاملين فيها من الوسطاء وشركات

استثمار ومستثمرين وذلك بهدف إعطاء ضمانات للمتعاملين والتسيير الجيد للبورصة ومراقبة

تطبيق القوانين وإصدار عقوبات للمخالفين.²

- بورصة القيم المتداولة هي شخصية اعتبارية تعمل من طرف الوسطاء والمتعاملين

فيها وتقوم بالمهام التالية:

■ تسجيل العمليات التي تتم في البورصة والتأكد من أنها تتم حسب الشروط والأنظمة في

البورصة وذلك حماية لعدم وقوع مخالفات قانونية في المبادلات البورصية.

1- د. بوكساني رشيد: مرجع سابق ص 225.

2- أ. شيخي بلال: مرجع سابق ص 122.

- إصدار نشرة يومية بالبيانات المتعلقة بالمبادلات اليومية واتجاهاتها أسعار الأوراق المالية في البورصة.

- اقتراح قوانين وإجراءات لمواجهة التطورات الموجودة في البورصة.

الشركة التونسية للإيداع وتسجيل الأوراق المالية:

هي شركة مساهمة تأسست من طرف الوسطاء الماليين العاملين في البورصة والبنوك، تهدف إلى تسجيل المبادلات التي تتم في سوق الأوراق المالية وتحويلها ملكيتها وفق نظام محاسبي معين وخفض تكاليف تلك المبادلات وسرعة تنفيذ عمليات التبادل باستخدام النظام الآلي.¹

شروط الإدراج في البورصة:²

- تحقيق أرباح صافية للسنتين الأخيرتين.
- الالتزام بطرح 20% من أسهم رأس المال الشركة لتداول كحد أدنى ووجود مراقب حسابات في الشركة.
- ضرورة موافقة مجلس السوق المالية.
- وجود حد أدنى للمساهمين هو 500 مساهم على مستوى السوق الأولية و300 مساهم على مستوى السوق الثانوية.

مميزات الاستثمار في بورصة تونس:

1- د. الهندي خليل أنطوان الناشر: مرجع سابق ص 251.

2- د. بوكساني رشيد: مرجع سابق ص 226.

- تنظيم ومراقبة سوق الأوراق المالية والأدوات المالية القابلة لتداول بالبورصة.
- تسهيل تعبئة رؤوس الأموال الوطنية والأمنية من قبل الشركات لتمويل استثماراتها.
- حماية الادخار الموظف في الأوراق المالية وكل الأدوات المالية الأخرى القابلة للتداول بالبورصة.

- الحصول على الإعفاءات وتخفيضات ضريبية على أرباح الشركات وعلى عوائد الأوراق المالية.

يحق للمستثمر الأجنبي حيازة 49% من أسهم شركات المدرجة في البورصة ولا يحق التعامل في الوساطة المالية بالبورصة.

● بورصة الجزائر:¹

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها سنة 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988 وفي نفس الوقت صدرت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وقسم رأس المال المؤسسات العمومية الاجتماعي والذي يمثل حق الملكية إلى عدد من أسهم والتي توزع ما بين صناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم.

حيث تتبع أحكام قانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988 ومنه لا يمكن تصور نظام

شركات المساهمة بدون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم.

¹ - د. رسمية أحمد أبو موسى: مرجع سابق ص 77.

1. الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر:

تسير بورصة الجزائر من خلال هيئتين هما:

• لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB*:

تقوم هذه اللجنة أساسا بالرقابة والتأكد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات ضمانا للشفافية، تقوم بإعطاء تأشيرة القبول للشركة التي تحقق شروط الدخول إلى البورصة، ولها وظائف تأديبية وتحكيمية، وقد قامت بإصدار أول تأشيرة لصالح شركة سوناطراك للسماح لها بإصدار سندات الإقراض والاكتتاب العام في 18-11-1997 ثم رياض سطيف، صيدال والأوراسي وأعطت أول اعتماد في الأسهم في 31-03-1998 لإنشاء شركة استثمارات ذات رأس مال متغير

¹.SICAV

• شركة تسيير القيم المنقولة:

SGBV* وتقوم أساسا على المادة 18 من المرسوم بالإشراف على إدخال المؤسسات إلى البورصة. تسيير حصص البورصة والقيام بعمليات المناقصة ونشر المعلومات فهي عبارة عن شركة ذات أسهم. ولا يصبح اعتماد أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط من رأس المال هذه الشركة كما أنها تتلقي عمولات من العمليات التي تجري في البورصة.²

2. شروط الإدراج في بورصة الجزائر:

* . COSOB/ commission d'organisation et de surveillance des opérations de Bourse

¹ - Guide de valeurs mobilières 1998 P 07.

* . SGBV :

² - MANSOUR Mansouri : La Bourse des valeurs mobilières d'Alger : Edition distribution houma 2002 P 24.

هي كما يلي:

- أن تكون هذه القيم المنقولة صادرة من طرف شركة ذات أسهم.
- يجب تحديد قيمة كل سهم.
- القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.

- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة.

3. شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج:

- إصدار 20% من رأس المال في شكل قيمة منقولة على الأقل.
- نشر الوضعية المالية لسنتي الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.
- الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار.
- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.
- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول.

- تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB.

المبحث الثالث: أساسيات بناء سوق الأوراق المالية وأهم معوقات نموها في الدول النامية:

إن تطور العلاقات المالية في الدول النامية من خلال السوق المالية يرتبط ارتباطاً جذرياً بمجموعة من الظروف والشروط التي تشكل بالنسبة لتدفق رأس المال داخل الاقتصاد تعتبر القوة الدافعة، وذلك بحكم تأثيرها المباشر وغير المباشر في حجم واتجاه وطبيعة هذا التدفق.

ويمكن إجمالها في الأمور الخمسة التالية التي يمكن تسميتها أساسيات بناء سوق

الأوراق المالية في الدول النامية.

المطلب الأول: أساسيات بناء سوق الأوراق المالية في الدول النامية:

- الطاقة الاستيعابية
- المناخ الاستثماري
- الأجهزة والمؤسسات المالية
- حرية انتقال الأموال
- استقرار أسعار الصرف

الطاقة الاستيعابية:

يتصف مفهوم الطاقة الاستيعابية بطابع النسبية ونظراً لتعدد المفاهيم الاقتصادية

أصبحت من صعب تحديده فقد استخدم هذا المفهوم في الفكر الاقتصادي للدلالة على نقص فرص

الاستثمار.

كما استخدم للدلالة على معنى الحجم الأمثل للاستثمار عندما يترتب على تجاوزه عدم حدوث زيادة في الإنتاج بسبب عدم كفاية عوامل الإنتاج الأخرى التي تتعلق بتوافر الخبرات الفنية والإدارية ومستوى التقدم التكنولوجي واستعملت أيضا للدلالة على ضعف معدل التنمية الاقتصادية بالبلدان النامية.¹

ويمكن تعريفها أيضا أنها تمثل الطاقة الاستيعابية لمجموع الفرص الاستثمارية التي يمكن استغلالها بنجاح خلال فترة معينة وباعتبارها تعتمد كثيرا على مفهوم عائد الاستثمار خاصة وأن المشكلة أساسا لا تكمن في تحديد ما يمكن استخدامه بربح وعائد معقول.²

وتتطلب القاعدة التي تحكم الاستثمارات وتتجاوز حجم التكاليف في شرطين هما:

- ضمان جدوى المشروع ومن ثم تأمين الارتفاع بطاقة الإنتاجية إلى الحد الأمثل للاستخدام.
- توافر الشروط الأساسية لإقامة المشاريع الاقتصادية وأهمها الهياكل الأساسية التي تمثل عقبة رئيسية تعوق الاستثمار نظرا لما يترتب عليها رفع درجة كفاءة الاستخدام وبالتالي زيادة تحول رؤوس الأموال داخل الدولة.

تتمثل أهمية الطاقة الاستيعابية كأحد المقومات الأساسية للسوق المالية من أنها تعكس جانب الطلب على التمويل الاستثماري الكلي، وفيما يتعلق بالطلب على التمويل الخارجي فهو يعكس حجم الفجوة ما بين الموارد المحلية المتاحة للاستثمار - المدخرات المحلية - وحجم التمويل

1 - H. Cuittan « Stagnation et croissance » Renué d'Economie, politique 195 P 40.

2- محمود مشعل "تشجيع وتنسيق الاستثمار الصناعي بيد الدول العربية" مجلة التنمية الصناعية - العدد 32 - 1977

الكلبي اللازم للمشروعات التي تمت دراستها وثبتت بدؤها خلال فترة زمنية معينة، ولا يمكننا اعتبار حجم الاقتراض الخارجي التي تحقق في العالم المتخلفة خلال السنوات القليلة مقياسا دقيقا للطاقة الاستيعابية والاقتصاديات الدول النامية، حيث أن هذا الاقتراض عكس أساسا ما أمكن تحقيقه في ظل أوضاع معينة للأسواق العالمية وللظروف الاقتصادية للدول المقترضة.

رغم أن احتياجات الدول النامية للتمويل كان يمكن أن تكون أكبر في ظل ظروف تتيح فرصا أفضل للإنتاج في إطار درجة أعلى من التكامل بين الاقتصاديات الدول النامية، نظرا للتأثير الإيجابي لاتساع حجم الأسواق على ربحية المشروعات.

المناخ الاستثماري:

إن العديد من الاقتصاديين قد تعرض أكثر من مرة لتعريف الأهمية القصوى لإيجاد المناخ الملائم لتوطين الموارد المالية في الاقتصاد الدول النامية، بحيث أصبح يحق لنا القول بأن المناخ الاستثماري الملائم صار يضاها من حيث الأهمية لقيام الاستثمار بقيمة العوامل الأخرى مجتمعة. نظرا لاتصاله الوثيق بثقة المستثمر في مستقبل استثماره.¹

وتتطلب الأشكال المتعددة المطلوب تشجيعها للتدفقات الاستثمارية داخل الدول النامية وخاصة الاستثمارات المباشرة بطبيعتها إيجاد قدر كافي وواضح من المزايا والتسهيلات

1- د. حكمت شريف النشاشيبي "استثمار الأرصدة وتطوير الأسواق العربية - المؤسسة العربية للدراسات والنشر": الطبعة الأولى سنة 1980 ص112.

والإعفاءات سواء بالنسبة لدخول رأسمال أو خروجه أو تمويل عوائد أو إعطاء المستثمر حق الإقامة والعمل والتنقل وتعبئة العناصر البشرية واستيراد المعدات والآلات اللازمة.

ولقد عملت الكثير من الدول النامية في الآونة الأخيرة خطوات واسعة نحو تحسين مناخ الاستثمار فيها. فقد تعرض هذا المناخ لديناميكية جديدة في ظل فلسفة اقتصادية وسياسية تختلف عما ساد خلال الستينات. ومع تغير النظرة السياسية نحو الاستثمارات الخارجية ثم الإطار القانوني لمعاملة هذه الاستثمارات في هذه الدول أصبح المناخ الجديد للاستثمار فيها أفضل من سابق بالرغم من غياب أي ضمان مطلق للمستثمرين، وهو مالا يتوافر في أي مكان. فإن المواقف السياسية والارتباطات الدولية والتشريعات الداخلية والمصلحة الذاتية للدول النامية المضيفة للاستثمارات تدعم التفاؤل حول استمرار التحسن في هذا المناخ.

الأجهزة والمؤسسات المالية:¹

على الرغم من قيام أسواق مالية محلية في عدد من الدول النامية ومع اختلاف درجة اتساعها ومستوى تطورها، فإن قنوات الاتصال بين هذه الأسواق ما زالت محدودة للغاية، وذلك راجع لعدة أسباب هي:

● عدم تنوع الأدوات الاستثمارية أكثر في هذه الأسواق بما يتناسب مع احتياجات

المتعاملين فيها.

¹ - د. أنطوان الناشف، خليل الهندي: مرجع سابق ذكره ص 278.

● ارتفاع معدلات الضرائب على الدخل الناتج عند اقتناء الأوراق المالية في الكثير من

الدول النامية.

● قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية وخاصة شركات الاستثمار التي

تضطلع بمهام ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة.

● عدم توافر الوعي الاستثماري في ما يتعلق بالأوراق المالية وقصور الجهود المبذولة

لتطوير هذا الوعي مما يترتب عليه سيطرة القطاع المؤسسي على التعامل في أسواق السندات

ومحدودية المشاركة الفردية في هذا النشاط الاستثماري.

● ضيق أو انعدام السوق الثانوية لتداول الأوراق المالية مما يحد من سيولتها وإقبال

المستثمرين على اقتنائها.

حرية انتقال رؤوس الأموال:

تعتبر حرية انتقال رؤوس الأموال إحدى المقومات الضرورية لإيجاد قنوات للاتصال بين

الأسواق في الدول النامية، كما تضطر الكثير من الدول المستوردة لرؤوس الأموال لفرض درجات

متباينة من القيود على تحويل رؤوس الأموال بسبب أوضاعها الاقتصادية إلا أن معالجة هذا الوضع

لا تتطلب بالضرورة إلغاء قوانين الرقابة على النقد بصفة كلية. حيث يمكن التغلب على هذه

الصعوبات عن طريق إعطاء معاملة تفضيلية لأنواع معينة أو عمليات محددة، كما ترى السلطات

المسؤولة في الدول المعينة أنها تتفق مع سياساتها ومصالحها الاقتصادية، وكذلك الحال بالنسبة

لرأسمال الدول النامية المستثمر في الأوراق المالية الصادرة محليا وقد اتجهت الكثير من الدول النامية

في الآونة الأخيرة إلى سن وتطبيق التشريعات اللازمة لإعفاء رأسمال من بعض القيود المفروضة على حرية تحويل رؤوس الأموال.

استقرار أسعار الصرف:

إن استقرار أسعار الصرف يعتبر من العوامل الهامة على تشجيع انتقال رؤوس الأموال، إلا أن التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، حتى بالنسبة للاستثمار في العملات الدولية أصبح أمراً لا يمكن التهرب منه بسهولة، ولا ينشأ هذا الخطر في حالة تقويم القروض أو السندات بمعملة الدولة المقترضة أو بعملية حسابية (على أساس سلة من العملات)، إلا أن هذا غير صحيح بالنسبة للاستثمارات المباشرة.

المطلب الثاني: المعوقات التي تواجه سوق الأوراق:

المالية في الدول النامية:

لم تكن السياسات الاقتصادية الجماعية للدول النامية وفلسفتها المتعددة وما نجم عنها من بروتوكولات واتفاقيات اقتصادية كفيلة أو حتى أن تكون كافية لوجود تكامل أو ترابط اقتصادي بين الدول النامية، وأن هذه الظاهرة ليست قاصرة على الدول النامية بل هناك دول عديدة في العالم مرت بالشيء نفسه حتى توصلت إلى أداة جديدة للتقارب بينها، أما في الدول النامية فهناك الكثير من الاتفاقات لم تصل إلى هدفها المرجو وبعضها لم يجتبر والبعض الآخر لم

يكن ذا تأثير محسوس، مما انعكس على الواقع الاقتصادي للبلدان النامية وكذلك في كافة صيغ
الفعاليات الاقتصادية ومن ضمن تلك الفعاليات اتحاد البورصات في البلدان النامية ذاته، الذي لم
يؤدي دوره المطلوب منه بعد، وإذا نظرنا بتجرد إلى كل سوق أوراق مالية في البلدان النامية على
حدة لوجدنا كثيرا من المعوقات المتشابهة التي تعوق عملية الربط بين تلك الأسواق والذي يمكن
ذكرها كما يلي:

- المعوقات التشريعية.

- المعوقات الهيكلية.

المعوقات التشريعية:¹

● نقص التشريعات على أدوات استثمارية محدودة أو على جنسية معينة دون

الأخرى.

● افتقار كثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة أو

صريحة منظمة للشفافية السوقية الإفصاح المالي للشركات في الأسواق) وعدم التقيد بقواعد

للتدقيق المحاسبي المتعارف عليها.

● وجود بعض التشريعات التي تحدد من التعاون والارتباط الفعلي بنصه على الكثير من

القواعد والضوابط لتداول الأوراق المالية في البورصات المحلية.

¹ - د. أنطوان الناشف، خليل الهندي: مرجع سابق ذكره ص 282.

● وجود تشريعات ليست بالجديدة التي تنظم تأسيس الشركات المساهمة العامة مما استدعى إدخال تعديلات مختلفة عليها وأوجد قواعد غير متجانسة مع التشريعات المنظمة للسوق الأوراق المالية.

المعوقات الهيكلية:

● تمركز نشاط العديد من الشركات المساهمة العامة في قطاعات محددة على رغم التشبع الواضح لتلك القطاعات وهذا ما نتج عنه عدم تنوع فرص الاستثمار وتكرار وتعدد المشاكل التي تعاني منها الشركات في السوق الواحدة.

● لجوء المستثمرين إلى تأسيس الشركات الخاصة الصغيرة بدلا من النظر إلى أهمية تأسيس الشركات المساهمة العامة ذات الأحجام الكبيرة والاستفادة من هذا النوع من الأشكال القانونية للشركات.

● تأخر برامج التخصيص في البلدان النامية وعدم إشراك القطاع الخاص في تحمل مسؤولية التنمية الاقتصادية.

● عدم استفادة البنوك في الدول النامية من وجود أسواق الأوراق المالية كمصادر مالية طويلة الأجل أو باعتبارها منافذ استثمارية متنوعة تضاف إلى سلة الخدمات التي تقدمها في العادة البنوك الدولية المتقدمة أو تمويل عمليات الاستثمار في الأوراق المالية اعتمادا على منهجية دقيقة وسليمة بدلا من ضخ الأموال بشكل عشوائي تؤدي في نهاية إلى الأزمات.

● وجود التشابك والتداخل في المهام المعطاة لبعض الأجهزة التنظيمية والقابية ذات الاختصاص المالي أو الاستثماري أو التجاري في الدولة الواحدة وهو ما يعيق عمل الأسواق المالية.

● الاعتماد على التسهيلات البنكية في تمويل المشروعات على اختلاف آجالها دون اللجوء لأسواق الأوراق المالية لتمويل المشاريع طويلة الأجل وذات الأحجام الكبيرة كما هو موجود في الدول المتقدمة.

الاعتماد على التمويل الأقل كلفة في تمويل الشركات المساهمة وهو إصدار الأسهم العادية من دون اللجوء إلى الاستفادة من رغبة المستثمرين في تنويع محافظهم المالية المختلفة مثل: السندات على اختلاف أنواعها والأسهم الممتازة ووحدات الصناديق الاستثمارية.

المبحث الرابع: تقييم كفاءة الاسواق المالية في الدول النامية

المطلب 1: معطيات الدراسة والمنهجية المتبعة

تقييم كفاءة الاسواق المالية في الدول النامية من خلال فرضية الصيغة الضعيفة التي

تقوم على تحقيق الفرضيات الثلاث التالية:

استقرارية السلاسل الزمنية، استقلالية عائد البورصة، السلاسل الزمنية تتبع توزيع طبيعي.

نعمد في اختبار هذه الفرضيات على:

1- فرضية الاستقرارية باستعمال اختبار الجدور الاحادية لكل من ADF و PP ثم اختبار

علاقات التكامل المتزامن في المدى الطويل.

2- فرضية التوزيع الطبيعي للسلاسل الزمنية باستعمال كل من احصائية Skewness,

Kurtosis, Bera-Jarque .

العينة المدروسة الخاصة بالدول النامية هي معطيات يومية لاسعار عينة من الاوراق المالية

لبورصة كل من عمان، تونس، السعودية، المغرب، مصر، الكويت، البحرين وبورصة دبي

خلال فترة ستة اشهر، وتقدير العلاقات بالاعتماد على برنامج Eviews .

المطلب 2: اختبار فرضية التوزيع الطبيعي لحركية الاسعار

قمنا باستعمال كل من احصائية Skewness, Kurtosis, Bera-Jarque لمعرفة حركية

توزيع السلاسل الزمنية للعينة المدروسة.

تفسر احصائية Skewness ان قيمته تاخذ قيمة الصفر من اجل متغير يتبع التوزيع الطبيعي،

وتكون قيمته سالبة في حالة ارتفاع التقلبات السالبة على التقلبات الموجبة بالنسبة للمتوسط،

ويأخذ قيمة موجبة في حالة العكس.

تفسر احصائية Kurtosis انه ياخذ قيمة نظرية تساوي 3 عندما يكون توزيع المتغير طبيعي.

اما بالنسبة لاحصائية Bera-Jarque فيتم قبول الفرضية العدمية عندما تكون قيمته اقل من

القيمة النظرية عند مستوى معنوية α

الجدول رقم (3-3): اختبار فرضية التوزيع الطبيعي للسلاسل الزمنية

الدولة	السهم	Skewness	Kurtosis	Bera-Jarque	الاحتمال	الفرضية
عمان	GOGP	-0.65	2.68	19.74	0.00	مرفوض
	UAIC	0.73	3.04	23.52	0.00	مرفوض
	AEIV	0.32	1.81	19.88	0.00	مرفوض
	ARBK	0.64	3.00	18.26	0.00	مرفوض
	ARED	0.77	2.39	30.02	0.00	مرفوض
	EXFB	0.2	2.02	10.33	0.00	مرفوض
	JOGM	1.16	4.05	71.04	0.00	مرفوض
	JOIB	-0.52	1.64	32.30	0.00	مرفوض
	MEIN	-0.50	1.68	30.07	0.00	مرفوض
	NAQL	0.96	4.37	61.53	0.00	مرفوض
تونس	SOCF	-1.51	6.07	84.05	0.00	مرفوض

مرفوض	0.00	15.41	1.52	0.55	TUNB	السعودية
مقبول	0.25	2.70	2.97	0.38	TUNRE	
مرفوض	0.00	19.86	3.73	0.88-	BAN	
مرفوض	0.00	11.29	2.05	0.55-	IAMAR	
مرفوض	0.00	15.46	1.31	0.09-	INMAB	
مرفوض	0.00	40.67	4.17	1.24	KAYCH	
مرفوض	0.00	17.87	2.77	0.90-	RABBT	
مرفوض	0.00	6.50	2.07	0.29	RAJB	
مرفوض	0.00	18.40	3.52	0.88-	SAAK	
مرفوض	0.00	13.72	1.80	0.53-	SAFRB	
مقبول	0.24	2.81	3.55	0.22	SAMA	
مرفوض	0.00	18.31	2.42	0.87-	SATR	
مرفوض	0.00	1035.31	11.63	2.68	AF	المغرب
مرفوض	0.00	30.60	2.17	0.74-	AL	
مرفوض	0.00	54.23	4.57	0.81-	ATL	
مرفوض	0.00	14.39	2.11	0.39	BCP	
مرفوض	0.004	10.77	2.52	0.44-	BM	

مرفوض	0.00	16.62	1.78	0.15	BMC		
مرفوض	0.00	26.07	1.64	0.40	CI		
مرفوض	0.00	9.42	2.05	0.03	CTM		
مرفوض	0.009	9.31	2.21	0.25	M2		
مرفوض	0.00	67.87	4.10	1.14-	MI		
مرفوض	0.028	7.14	1.84	0.002	ARAC		مصر
مقبول	0.054	5.82	2.22	0.34	BEB		
مرفوض	0.00	17.67	1.74	0.65-	COMI		
	0.80	0.44	2.81	0.11	EGYG		
مرفوض	0.00	15.55	1.74	0.57-	EGYK		
مرفوض	0.030	6.97	2.26	0.43-	EGYM		
مرفوض	0.00	17.09	1.73	0.62-	EXPB		
مرفوض	0.00	11.63	2.82	0.73-	LECE		
مقبول	0.142	3.89	3.43	0.36-	ORAC		
مقبول	0.07	5.30	1.98	0.09	WATB		
مقبول	0.56	1.15	2.54	0.11-	AHLB	الكويت	
مرفوض	0.017	8.06	2.88	0.70	AHVN		

مقبول	0.14	3.87	2.42	0.40-	COMC	
مرفوض	0.03	6.60	1.82	0.16-	GULB	
مرفوض	0.00	12.37	1.83	0.60-	INTB	
مرفوض	0.011	8.89	2.18	0.60-	KCEM	
مرفوض	0.01	12.45	1.42	0.29-	PIPI	
مرفوض	0.008	9.44	2.50	0.69-	PROC	
مرفوض	0.00	29.96	4.74	0.96-	SAFAE	
مرفوض	0.027	7.19	2.62	0.16-	ALS	البحرين
مرفوض	0.00	113.39	8.23	0.29	ALU	
مقبول	0.127	4.11	2.35	0.35	DANA	
مرفوض	0.018	7.93	1.72	0.22	DUT	
مقبول	0.302	2.38	2.31	0.17-	EST	
مرفوض	0.043	6.25	1.81	0.059	ISL	
مرفوض	0.002	12.34	2.19	0.72	MAR	
مقبول	0.222	3.00	1.87	0.12-	MAT	
مرفوض	0.002	11.71	2.78	0.99	TOR	
مرفوض	0.00	36.91	4.75	0.97	COMB	

مرفوض	0.045	6.16	2.05	0.25-	DFM
مرفوض	0.00	21.87	4.07	0.85	DINV
مرفوض	0.016	8.22	1.99	0.36-	DNI
مرفوض	0.010	9.16	1.80	0.26-	DOC
مرفوض	0.00	22.27	2.35	0.96	DREF

من اعداد الباحث (انظر الملحق رقم 1 الى 8)

يبين الجدول اعلاه ان احصائية Skewness تاخذ قيمة تختلف عن الصفر في كل السلاسل الزمنية لمختلف البورصات المدروسة، كما تختلف إحصائية Kurtosis عن قيمة 3 في اغلبية السلاسل الزمنية، وبالنسبة لاختبار Bera-Jarque فقد تم رفض الفرضية العدمية في اغلبية السلاسل الزمنية، مما يفسر ان حركية الاسعار لكل البورصات المدروسة لا تتبع توزيع طبيعي اي وجود عشوائية في اسعار الاوراق المالية وبالتالي كفاءة هذه الاسواق.

المطلب 3: اختبار فرضية الجذور الأحادية وعلاقات التكامل المتزامن

أ- اختبار فرضية الجذور الاحادية

قمنا باستعمال اختبار الجذور الأحادية لكل من ADF, pp لسلاسل زمنية لأسعار أسهم في كل من بورصة عمان، تونس، المغرب، السعودية، الكويت، البحرين، دبي، مصر.

1- بورصة عمان:

أ- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

الجدول رقم (3-4): اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لبورصة عمان

اختبار PP					اختبار ADF					السهم
الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية adj T	الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية T	
	%10	%5	%1			%10	%5	%1		
0.058	3.1-	3.4-	4.04-	3.38-	0.056	3.15-	3.45-	4.04-	3.40-	GOGP
0.89	//	//	//	1.22-	0.87	//	//	//	1.33-	UAIC
0.47	-3.13	-3.42	-3.99	-2.23	0.34	-3.13	-3.42	-3.99	-2.46	AEIV
0.24	//	//	//	-2.69	0.22	//	//	//	-2.73	ARBK
0.77	//	//	//	-1.76	0.70	//	//	//	-1.80	ARED
0.17	//	//	//	-2.85	0.23	//	//	//	-2.71	EXFB
0.24	//	//	//	-2.69	0.23	//	//	//	-2.71	JOGM
0.23	//	//	//	-2.69	0.19	//	//	//	-2.80	JOIB
0.56	//	//	//	-2.05	0.57	//	//	//	-2.04	MEIN
0.027	//	//	//	-3.64	0.011	//	//	//	-3.94	NAQL

المصدر: من اعداد الباحث (انظر الملحق رقم 09)

يبين الجدول لكل من اختبار ADF واختبار PP ان القيم الحرجة اصغر من الاحصائية

الجدولية لكل السلاسل الزمنية عند مستوى معنوية 1 % مما يعني عدم استقرار السلاسل الزمنية

اي وجود عشوائية في اسعار اسهم بورصة عمان.

ب- اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية

الجدول رقم (3-5): اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية لبورصة عمان

اختبار PP					اختبار ADF					السهم
الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية adj T	الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية T	
	%10	%5	%1			%10	%5	%1		
0.00	3.1-	3.4-	4.04-	24.8-	0.00	3.15-	3.45-	4.04-	7.95-	GOGP
0.00	//	//	//	8.10-	0.00	//	//	//	8.10-	UAIC
0.00	-3.13	-3.42	-3.99	-11.99	0.00	-3.13	-3.42	-3.99	-12.07	AEIV
0.00	-3.13	-3.42	-3.99	-15.73	0.00	-3.13	-3.42	-3.99	-15.66	ARBK
0.00	//	//	//	-13.88	0.00	//	//	//	-13.74	ARED
0.00	//	//	//	-14.36	0.00	//	//	//	-14.44	EXFB
0.00	//	//	//	-18.78	0.00	//	//	//	-9.75	JOGM
0.00	//	//	//	-17.89	0.00	//	//	//	-17.76	JOIB
0.00	//	//	//	-16.02	0.00	//	//	//	-16.02	MEIN
0.00	//	//	//	-14.33	0.00	//	//	//	-11.25	NAQL

المصدر: من اعداد الباحث (انظر الملحق رقم 09)

يبين الجدول لاختبار ADF واختبار PP ان القيم الحرجة اكبر من الاحصائية الجدولية

للتفاضل الاول للسلاسل الزمنية عند مستوى معنوية 1 % مما يدل على ان السلاسل الزمنية

لاسعار الاسهم متكاملة من الدرجة الاولى.

2- بورصة تونس

أ- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

الجدول رقم (3-6): اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لبورصة تونس

اختبار PP				اختبار ADF					السهم	
الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية adj T	الاحتمال	القيم الحرجة				إحصائية T
	%10	%5	%1			%10	%5	%1		
0.02	3.1-	3.4-	4.04-	3.80-	0.02	3.15-	3.45-	4.04-	3.80-	adwiya
0.57	//	//	//	2.01-	0.80	//	//	//	1.54-	Banks Tunis
0.98	//	//	//	0.35-	0.95	//	//	//	0.88-	poulina
0.11	//	//	//	-3.07	0.028	//	//	//	-3.66	SOCF
0.72	//	//	//	-1.73	0.77	//	//	//	-1.64	TUNB
0.15	//	//	//	-2.92	0.53	//	//	//	-2.10	TUNRE

المصدر: من اعداد الباحث (انظر الملحق رقم 10)

يبين الجدول لكل من اختبار ADF واختبار PP ان القيم الحرجة اصغر من الاحصائية

الجدولية لكل السلاسل الزمنية عند مستوى معنوية 1 % مما يعني عدم استقرار السلاسل الزمنية

اي وجود عشوائية في اسعار اسهم بورصة تونس.

ب- اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية

الجدول رقم (3-7): اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية لبورصة تونس

اختبار PP				اختبار ADF					السهم	
الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية adj T	الاحتمال	القيم الحرجة				إحصائية T
	%10	%5	%1			%10	%5	%1		
0.00	3.15-	- 3.45	4.04-	10.14-	0.00	3.15-	3.45-	4.04-	9.46-	adwiya
0.00	//	//	//	9.14-	0.02	//	//	//	3.77-	Banks Tunis
0.00	//	//	//	10.78-	0.00	//	//	//	9.97-	poulina
0.00	//	//	//	-7.30	0.00	//	//	//	-7.37	SOCF
0.00	//	//	//	-7.87	0.00	//	//	//	-7.55	TUNB
0.00	//	//	//	-13.28	0.01	//	//	//	-3.81	TUNRE

المصدر: من اعداد الباحث (انظر الملحق رقم 10)

يبين الجدول لاختبار ADF واختبار PP ان القيم الحرجة اكبر من الاحصائية الجدولية

للتفاضل الاول للسلاسل الزمنية عند مستوى معنوية 1 % مما يدل على ان السلاسل الزمنية

لاسعار الاسهم متكاملة من الدرجة الاولى.

3- بورصة السعودية

أ- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

الجدول رقم (3-8): اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لبورصة السعودية

اختبار PP				اختبار ADF					السهم	
الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية adj T	الاحتمال	القيم الحرجة				إحصائية T
	%10	%5	%1			%10	%5	%1		
0.51	-3.14	-3.44	-4.03	-2.13	0.50	-3.14	-3.44	-4.03	-2.15	BAN
0.04	//	//	//	-3.51	0.04	//	//	//	-3.51	IAMAR
0.62	//	//	//	-1.94	0.57	//	//	//	-2.04	INMAB
0.76	//	//	//	-1.64	0.71	//	//	//	-1.76	KAYCH
0.80	//	//	//	-1.56	0.84	//	//	//	-1.44	RABBT
0.81	//	//	//	-1.51	0.77	//	//	//	-1.64	RAJB
0.52	//	//	//	-2.13	0.54	//	//	//	-2.09	SAAK
0.70	//	//	//	-1.78	0.70	//	//	//	-1.78	SAFRB
0.60	//	//	//	-1.98	0.71	//	//	//	-1.75	SAMA

0.40	//	//	//	-2.35	0.32	//	//	//	-2.49	SATR
------	----	----	----	-------	------	----	----	----	-------	------

المصدر: من اعداد الباحث (انظر الملحق رقم 11)

يبين الجدول لكل من اختبار ADF واختبار PP ان القيم الحرجة اصغر من الاحصائية الجدولية

لكل السلاسل الزمنية عند مستوى معنوية 1 % مما يعني عدم استقرار السلاسل الزمنية اي

وجود عشوائية في اسعار اسهم بورصة السعودية.

ب- اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية

الجدول رقم (3-9): اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية لبورصة السعودية

اختبار PP				اختبار ADF					السهم	
الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية adj T	الاحتمال	القيم الحرجة				إحصائية T
	%10	%5	%1			%10	%5	%1		
0.00	-3.14	-3.44	-4.03	-11.59	0.00	-3.14	-3.44	-4.03	-11.59	BAN
0.00	//	//	//	-13.41	0.00	//	//	//	-13.08	IAMAR
0.00	//	//	//	-13.08	0.00	//	//	//	-13.03	INMAB
0.00	//	//	//	-12.27	0.00	//	//	//	-12.27	KAYCH
0.00	//	//	//	-10.17	0.00	//	//	//	-10.19	RABBT
0.00	//	//	//	-11.45	0.00	//	//	//	-11.20	RAJB
0.00	//	//	//	-12.70	0.00	//	//	//	-12.74	SAAK
0.00	//	//	//	-10.93	0.00	//	//	//	-10.93	SAFRB

0.00	//	//	//	-9.44	0.00	//	//	//	-9.44	SAMA
0.00	//	//	//	-14.15	0.00	//	//	//	-10.29	SATR

المصدر: من اعداد الباحث (انظر الملحق رقم 11)

يبين الجدول لاختبار ADF واختبار PP ان القيم الحرجة اكبر من الاحصائية الجدولية

للتفاضل الاول للسلاسل الزمنية عند مستوى معنوية 1 % مما يدل على ان السلاسل الزمنية

لاسعار الاسهم متكاملة من الدرجة الاولى.

4- بورصة المغرب

أ- استقرار السلاسل الزمنية

الجدول رقم (3-10): اختبار استقرار السلاسل الزمنية لبورصة المغرب

اختبار PP					اختبار ADF					السهم
الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية adj T	الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية T	
	%10	%5	%1			%10	%5	%1		
0.84	3.16-	3.48-	4.10-	1.43-	0.83	3.16-	3.48-	4.10-	1.47-	Alliance
0.86	//	//	//	1.34-	0.77	//	//	//	1.61-	Atlanta
0.87	//	//	//	1.31-	0.94	//	//	//	0.96-	2m2 group
0.00	-3.13	-3.42	-3.99	-14.95	0.00	-3.13	-3.42	-3.99	-5.11	AF
0.00	//	//	//	-13.61	0.00	//	//	//	-4.47	AL

0.00	//	//	//	-15.31	0.00	//	//	//	-13.37	ATL
0.00	//	//	//	-12.29	0.00	//	//	//	-6.17	BCP
0.00	//	//	//	-14.30	0.00	//	//	//	-4.58	BM
0.00	//	//	//	-8.97	0.00	//	//	//	-15.41	BMC
0.00	//	//	//	-12.28	0.00	//	//	//	-4.78	CI
0.00	//	//	//	-11.72	0.00	//	//	//	-6.13	CTM
0.00	//	//	//	-10.19	0.24	//	//	//	-2.68	M2
0.00	//	//	//	-18.91	0.00	//	//	//	-12.97	MI

المصدر: من اعداد الباحث (انظر الملحق رقم 12)

يبين الجدول لكل من اختبار ADF واختبار PP ان القيم الحرجة اصغر من الاحصائية

الجدولية السلاسل الزمنية (Aliance, Atlanta, 2m2, M2) عند مستوى معنوية 1 %

مما يعني عدم استقرارية السلاسل الزمنية و وجود عشوائية في اسعار هذه الاسهم ، بينما القيم

الحرجة اكبر من الاحصائية الجدولية للسلاسل الزمنية الاخرى اي وجود استقرارية في اسعار

الاسهم ببورصة المغرب.

ب- اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية

الجدول رقم (3-11): اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية لبورصة المغرب

اختبار PP				اختبار ADF				السهم		
الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية adj T	الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية T	
	%10	%5	%1			%10	%5			%1
0.00	3.16-	3.48-	4.10-	8.62-	0.00	3.16-	3.48-	4.10-	8.51-	Alliance
0.00	//	//	//	9.02-	0.00	//	//	//	8.87-	Atlanta
0.00	//	//	//	11.11-	0.00	//	//	//	11.11-	2m2 group
					0.00	-3.13	-3.42	-3.99	-16.98	M2

المصدر: من اعداد الباحث (انظر الملحق رقم 12)

يبين الجدول لاختبار ADF واختبار PP ان القيم الحرجة اكبر من الاحصائية الجدولية

للتفاضل الاول للسلاسل الزمنية عند مستوى معنوية 1 % مما يدل على ان السلاسل الزمنية

لاسعار هذه الاسهم متكاملة من الدرجة الاولى.

5- بورصة مصر

أ- استقرارية السلاسل الزمنية

الجدول رقم (3-12): اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لبورصة مصر

اختبار PP					اختبار ADF					السهم
الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية adj T	الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية T	
	%10	%5	%1			%10	%5	%1		
0.52	-3.14	-3.44	-4.03	-2.12	0.17	-3.14	-3.44	-4.03	-2.88	ARAC
0.74	//	//	//	-1.70	0.66	//	//	//	-1.86	BEB
0.97	//	//	//	-0.68	0.94	//	//	//	-0.94	COMI
0.54	//	//	//	-2.08	0.49	//	//	//	-2.18	EGYG
0.90	//	//	//	-1.21	0.65	//	//	//	-1.88	EGYK
0.03	//	//	//	-3.60	0.00	//	//	//	-5.16	EGYM
0.75	//	//	//	-1.66	0.51	//	//	//	-2.14	EXPB
0.70	//	//	//	-1.77	0.80	//	//	//	-1.54	LECE
0.45	//	//	//	-2.25	0.38	//	//	//	-2.39	ORAC
0.00	//	//	//	-6.21	0.00	//	//	//	-6.80	WATB

المصدر: من اعداد الباحث (انظر الملحق رقم 13)

يبين الجدول لكل من اختبار ADF واختبار PP ان القيم الحرجة اصغر من الاحصائية

الجدولية لكل السلاسل الزمنية عند مستوى معنوية 1 % ما عدا اسعار اسهم WATB مما

يعني عدم استقرارية السلاسل الزمنية اي وجود عشوائية في اسعار اسهم بورصة مصر.

ب- اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية

الجدول رقم (3-13): اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية لبورصة مصر

اختبار PP				اختبار ADF					السهم	
الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية adj T	الاحتمال	القيم الحرجة				إحصائية T
	%10	%5	%1			%10	%5	%1		
0.00	-3.14	-3.44	-4.03	-7.00	0.00	-3.14	-3.44	-4.03	-7.55	ARAC
0.00	//	//	//	-7.40	0.00	//	//	//	-7.46	BEB
0.00	//	//	//	-8.32	0.00	//	//	//	-8.37	COMI
0.00	//	//	//	-11.21	0.00	//	//	//	-11.14	EGYG
0.00	//	//	//	-7.13	0.00	//	//	//	-7.67	EGYK
0.00	//	//	//	-6.30		//	//	//		EGYM
0.00	//	//	//	-8.56	0.00	//	//	//	-8.79	EXPB
0.00	//	//	//	-9.48	0.00	//	//	//	-9.60	LECE
0.00	//	//	//	-6.08	0.00	//	//	//	-7.35	ORAC

المصدر: من اعداد الباحث (انظر الملحق رقم 13)

يبين الجدول لاختبار ADF واختبار PP ان القيم الحرجة اكبر من الاحصائية الجدولية

لتفاضل الاول للسلاسل الزمنية عند مستوى معنوية 1% مما يدل على ان السلاسل الزمنية

لاسعار الاسهم متكاملة من الدرجة الاولى.

6- بورصة الكويت

أ- استقرارية السلاسل الزمنية

الجدول رقم (3-14): اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لبورصة الكويت

اختبار PP					اختبار ADF					السهم
الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية adj T	الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية T	
	%10	%5	%1			%10	%5	%1		
0.15	-3.15	-3.45	-4.04	-2.94	0.15	-3.15	-3.45	-4.04	-2.95	AHLB
0.57	//	//	//	-2.03	0.44	//	//	//	-2.27	AHVNB
0.25	//	//	//	-2.67	0.26	//	//	//	-2.63	COMC
0.19	//	//	//	-2.82	0.15	//	//	//	-2.97	GULB
0.93	//	//	//	-1.05	0.94	//	//	//	-0.96	INTB
0.91	//	//	//	-1.14	0.88	//	//	//	-1.29	KCEM
0.90	//	//	//	-1.19	0.93	//	//	//	-1.01	PIPI
0.95	//	//	//	-0.84	0.94	//	//	//	-0.97	PROC
0.10	//	//	//	-3.13	0.11	//	//	//	-3.09	SAFAE

المصدر: من اعداد الباحث (انظر الملحق رقم 14)

يبين الجدول لكل من اختبار ADF واختبار PP ان القيم الحرجة اصغر من الاحصائية

الجدولية لكل السلاسل الزمنية عند مستوى معنوية 1 % مما يعني عدم استقرار السلاسل الزمنية

اي وجود عشوائية في اسعار اسهم بورصة الكويت.

ب- اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية

الجدول رقم (3-15): اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية لبورصة الكويت

اختبار PP					اختبار ADF					السهم
الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية adj T	الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية T	
	%10	%5	%1			%10	%5	%1		
0.00	-3.14	-3.44	-4.03	-11.48	0.00	-3.14	-3.44	-4.03	-11.48	AHLB
0.00	//	//	//	-11.02	0.00	//	//	//	-10.80	AHVNB
0.00	//	//	//	-10.02	0.00	//	//	//	-9.55	COMC
0.00	//	//	//	-11.70	0.00	//	//	//	-11.45	GULB
0.00	//	//	//	-10.57	0.00	//	//	//	-10.58	INTB
0.00	//	//	//	-10.86	0.00	//	//	//	-8.31	KCEM
0.00	//	//	//	-9.38	0.00	//	//	//	-9.40	PIPI
0.00	//	//	//	-11.17	0.00	//	//	//	-11.21	PROC
0.00	//	//	//	-11.55	0.00	//	//	//	-11.52	SAFAE

المصدر: من اعداد الباحث (انظر الملحق رقم 14)

يبين الجدول لاختبار ADF واختبار PP ان القيم الحرجة اكبر من الاحصائية الجدولية لتفاضل الاول للسلاسل الزمنية عند مستوى معنوية 1 % مما يدل على ان السلاسل الزمنية لاسعار الاسهم متكاملة من الدرجة الاولى.

7- بورصة البحرين

أ- استقرارية السلاسل الزمنية

الجدول رقم (3-16): اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لبورصة البحرين

اختبار PP					اختبار ADF					السهم
الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية adj T	الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية T	
	%10	%5	%1			%10	%5	%1		
0.96	-3.15	-3.45	-4.04	-1.81	0.67	-3.15	-3.45	-4.04	-1.84	ALS
0.13	//	//	//	-3.95	0.15	//	//	//	-2.92	ALU
0.61	//	//	//	-1.96	0.61	//	//	//	-1.96	DANA
0.46	//	//	//	-2.23	0.71	//	//	//	-1.77	DUT
0.68	//	//	//	-1.82	0.79	//	//	//	-1.57	EST
0.12	//	//	//	-3.03	0.11	//	//	//	-3.07	ISL
0.61	//	//	//	-1.96	0.58	//	//	//	-2.01	MAR
0.15	-3.17	-3.49	-4.14	-2.95	0.11	-3.17	-3.49	-4.14	-3.09	MAT
0.53	-3.17	-3.49	-4.13	-2.10	0.95	-3.17	-3.49	-4.13	-0.87	TOR

المصدر: من اعداد الباحث (انظر الملحق رقم 15)

يبين الجدول لكل من اختبار ADF واختبار PP ان القيم الحرجة اصغر من الاحصائية

الجدولية لكل السلاسل الزمنية عند مستوى معنوية 1% مما يعني عدم استقرار السلاسل الزمنية اي وجود عشوائية في اسعار اسهم بورصة البحرين.

ب- اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية

الجدول رقم (3-17): اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية لبورصة البحرين

اختبار PP					اختبار ADF					السهم
الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية adj T	الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية T	
	%10	%5	%1			%10	%5	%1		
0.00	-3.15	-3.45	-4.04	-7.92	0.00	-3.15	-3.45	-4.04	-7.92	ALS
0.00	//	//	//	-14.43	0.00	//	//	//	-13.62	ALU
0.00	//	//	//	-11.61	0.00	//	//	//	-11.67	DANA
0.00	//	//	//	-13.46	0.00	//	//	//	-13.65	DUT
0.00	//	//	//	-7.90	0.00	//	//	//	-7.82	EST
0.00	//	//	//	-10.96	0.00	//	//	//	-10.98	ISL
0.00	//	//	//	-8.35	0.00	//	//	//	-8.30	MAR
0.00	-3.17	-3.49	-4.14	-11.08	0.00	-3.17	-3.49	-4.14	-8.63	MAT
0.00	-3.17	-3.49	-4.13	-11.29	0.00	-3.17	-3.49	-4.13	-11.56	TOR

المصدر: من اعداد الباحث (انظر الملحق رقم 15)

يبين الجدول لاختبار ADF واختبار PP ان القيم الحرجة اكبر من الاحصائية الجدولية لتفاضل الاول للسلاسل الزمنية عند مستوى معنوية 1% مما يدل على ان السلاسل الزمنية لاسعار الاسهم متكاملة من الدرجة الاولى.

8- بورصة دبي

أ- استقرارية السلاسل الزمنية

الجدول رقم (3-18): اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لبورصة دبي

اختبار PP					اختبار ADF					السهم
الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية adj T	الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية T	
	%10	%5	%1			%10	%5	%1		
0.018	-3.14	-3.44	-4.03	-3.80	0.018	-3.14	-3.44	-4.03	-3.82	COMB
0.42	//	//	//	-2.31	0.46	//	//	//	-2.24	DFM
0.61	//	//	//	-1.95	0.71	//	//	//	-1.77	DINV
0.00	//	//	//	-4.43	0.00	//	//	//	-5.24	DNI
0.00	//	//	//	-4.31	0.43	//	//	//	-2.28	DOC
0.59	//	//	//	-1.99	0.78	//	//	//	-1.59	DREF

المصدر: من اعداد الباحث (انظر الملحق رقم 16)

يبين الجدول لكل من اختبار ADF واختبار PP ان القيم الحرجة اصغر من الاحصائية

الجدولية لكل السلاسل الزمنية عند مستوى معنوية 1 % ما عدا اسعار اسهم DNI مما يعني

عدم استقرار السلاسل الزمنية اي وجود عشوائية في اسعار اسهم بورصة دبي.

ب- اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية

الجدول رقم (3-19): اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية لبورصة دبي

اختبار PP				اختبار ADF				السهم		
الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية adj T	الاحتمال	القيم الحرجة			إحصائية T	
	%10	%5	%1			%10	%5			%1
0.00	-3.14	-3.44	-4.03	-16.00	0.00	-3.14	-3.44	-4.03	-12.74	COMB
0.00	//	//	//	-11.03	0.00	//	//	//	-11.00	DFM
0.00	//	//	//	-12.35	0.00	//	//	//	-12.41	DINV
					0.00	//	//	//	-12.44	DOC
0.00	//	//	//	-10.29	0.00	//	//	//	10.10	DREF

المصدر: من اعداد الباحث (انظر الملحق رقم 16)

يبين الجدول لاختبار ADF واختبار PP ان القيم الحرجة اكبر من الاحصائية الجدولية

لتفاضل الاول للسلاسل الزمنية عند مستوى معنوية 1 % مما يدل على ان السلاسل الزمنية

لاسعار الاسهم متكاملة من الدرجة الاولى.

يبين اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لأسعار الأوراق المالية للعينة المدروسة عدم استقرارية هذه السلاسل باستثناء بورصة الدار البيضاء بالمغرب، مما يقودنا إلى استنتاج حسب فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة الأسواق المالية انه يوجد عشوائية في حركة أسعار الأسهم وبالتالي كفاءة هذه الأسواق.

يفرض علينا هذا الاستنتاج ضرورة معرفة وجود علاقة بين أسعار الأسهم لتأكيد فرضية الصيغة الضعيفة ثم تقدير هذه العلاقات.

ب- اختبار التكامل المتزامن:

قمنا باستعمال اختبار Johansen لدراسة العلاقة طويلة الاجل بين اسعار الاسهم في مختلف البورصات المدروسة

الجدول رقم (3-20): اختبار التكامل المتزامن

الدول	الفرضية العدمية	λ_{trace}	القيم الحرجة 5%	الاحتمال
عمان	r=0	242.36	228.29	0.009
	r=1	185.32	187.47	0.063
تونس	r=0	102.49	88.80	0.003
	r=1	66.25	63.87	0.031
	r=2	37.11	42.91	0.16

0.00	228.29	279.29	r=0	السعودية
0.001	187.47	212.14	r=1	
0.043	150.55	151.55	r=2	
0.13	117.70	110.49	r=3	
0.003	187.47	207.63	r=0	مصر
0.016	150.55	158.63	r=1	
0.095	117.70	112.98	r=2	
0.00	228.29	311.67	r=0	الكويت
0.00	187.47	246.59	r=1	
0.00	150.55	188.15	r=2	
0.00	117.70	141.75	r=3	
0.007	88.80	99.21	r=4	
0.073	63.87	61.85	r=5	
0.00	228.29	331.78	r=0	البحرين
0.00	187.47	250.19	r=1	
0.00	150.55	182.78	r=2	
0.00	117.70	128.44	r=3	
0.04	88.80	89.03	r=4	

0.14	63.87	57.64	r=5	
0.74	63.87	42.72	r=0	دبي

المصدر: من اعداد الباحث (انظر الملحق رقم 17)

يبين اختبار Johansen النتائج التالية الخاصة بكل بورصة:

1- بورصة عمان: القيمة الاحصائية المحسوبة اصغر من القيمة الحرجة 5% عند الفرضية

العدمية $r=1$ وبالتالي نقبل الفرضية العدمية اي وجود علاقة تكامل متزامن واحدة في

المدى الطويل بين اسعار الاسهم للعينة المدروسة.

2- بورصة تونس: القيمة الاحصائية المحسوبة اصغر من القيمة الحرجة 5% عند الفرضية

العدمية $r=2$ وبالتالي نقبل الفرضية العدمية اي وجود علاقتين تكامل متزامن في المدى

الطويل بين اسعار الاسهم للعينة المدروسة.

3- بورصة السعودية: القيمة الاحصائية المحسوبة اصغر من القيمة الحرجة 5% عند الفرضية

العدمية $r=3$ وبالتالي نقبل الفرضية العدمية اي وجود ثلاثة علاقات تكامل متزامن في

المدى الطويل بين اسعار الاسهم للعينة المدروسة.

4- بورصة مصر: القيمة الاحصائية المحسوبة اصغر من القيمة الحرجة 5% عند الفرضية

العدمية $r=2$ وبالتالي نقبل الفرضية العدمية اي وجود علاقتين تكامل متزامن في المدى

الطويل بين اسعار الاسهم للعينة المدروسة

5- بورصة الكويت: القيمة الاحصائية المحسوبة اصغر من القيمة الحرجة 5% عند الفرضية

العدمية $r=5$ وبالتالي نقبل الفرضية العدمية اي وجود خمسة علاقات تكامل متزامن في

المدى الطويل بين اسعار الاسهم للعينه المدروسة.

6- بورصة البحرين: القيمة الاحصائية المحسوبة اصغر من القيمة الحرجة 5% عند الفرضية

العدمية $r=5$ وبالتالي نقبل الفرضية العدمية اي وجود خمسة علاقات تكامل متزامن في

المدى الطويل بين اسعار الاسهم للعينه المدروسة.

7- بورصة دبي: القيمة الاحصائية المحسوبة اصغر من القيمة الحرجة 5% عند الفرضية العدمية

$r=0$ وبالتالي نقبل الفرضية العدمية اي عدم وجود علاقات تكامل متزامن في المدى

الطويل بين اسعار الاسهم للعينه المدروسة.

يبين اختبار التكامل المتزامن وجود علاقات تكامل متزامن بين اسعار اسهم مختلف

بورصات الدول النامية مما يؤكد فرضية عدم كفاءة هذه الاسواق خاصة في السعودية،

الكويت، البحرين نتيجة الاثر الموجود بين اسعار الاوراق المالية.

خاتمة :

من خلال دراستنا لهذا الفصل التطبيقي توصلنا إلى استنتاج ما يلي :—

بينت لنا اختبارات كل من الجذور الأحادية عدم استقرارية السلاسل الزمنية و فرضية التوزيع الطبيعي للسلاسل الزمنية باستعمال كل من احصائية Bera-Jarque, Kurtosis, Skewness والتكامل المتزام لأسعار أسهم بورصات العينة المدروسة بوجود عشوائية في حركة الأسعار (باستثناء بورصة المغرب) مما يفسر حسب الصيغة الضعيفة فعالية منخفضة للأسواق المالية في الدول النامية حيث أصبح إلزاما على الدول النامية تفعيل أكثر لأسواقها و نظام التمويل لخدمة التنمية الاقتصادية من خلال توفير نظام معلوماتي فعال قائم على الشفافية و مناخ استثماري ملائم يعتمد على التنويع في الأدوات المالية و حجم ادخار مناسب و مؤسسات مالية و مصرفية متطورة قادرة على تقليل المخاطر المرتبطة بالاستثمار.

الخاتمة العامّة

الخاتمة العامة:

تمثلت إشكالية البحث في مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية باعتبار أن السوق المالية ذات أهمية كبرى للنشاط الاقتصادي نتيجة لظهور العولمة المالية والانفتاح على أسواق المال العالمية. لقد أصبح تطوُّير الأسواق المالية أمراً بالغ الأهمية بالنظر إلى الدور الذي يلعبه السوق المالي في جذب رؤوس الأموال من أصحاب الفائض المالي وتحويلها إلى أصحاب العجز المالي الذين لديهم الرغبة في الاستثمار.

وقد تبين من خلال استعراض الجانب النظري أدبيات السوق المالية كحتمية اقتصادية وفعالة في النشاط الاقتصادي، وكذلك تم التطرق إلى كفاءة السوق المالية في ظل فرضية السوق الكفاء الذي يفترض توفر المعلومات لكل المتعاملين الاقتصاديين حتى لا يكون هناك مشاكل مثل عدم تماثل المعلومات. كما تتمثل مقومات السوق الكفاء في دقة وسرعة وصول المعلومات وإلى متطلبات كفاءة التشغيل والتسعير، السيولة وعدالة السوق. وكل هذا من أجل نجاح وفعالية السوق المالي مما يؤدي إلى التطور والنمو الاقتصادي ورفع الكفاءة المعلوماتية بأنها هي روح الأسواق المالية والمصدر الرئيسي لإتخاذ قرارات الاستثمار سواء بالبيع أو الشراء، و من خلال فرضية الصيغة الضعيفة التي تقوم على تحقيق الفرضيات الثلاثة المتمثلة في استقرارية السلاسل الزمنية، استقلالية عائد البورصة وتوزيع طبيعي للسلاسل الزمنية. ولقد تم الاعتماد في اختبار هذه الفرضيات على فرضية الاستقرار باستخدام الجذور الأحادية لكل من PP و ADF ثم اختبار علاقات التكامل المتزامن في المدى الطويل وفرضية التوزيع الطبيعي

للسلاسل الزمنية skewness, kurtosis, bera-jaque باستعمال كل من إحصائية العينة المدروسة الخاصة بالدول النامية هي معطيات يومية لأسعار عينة من الأوراق المالية لبورصة كل من عمان، تونس، السعودية، المغرب، مصر، الكويت ودبي خلال فترة ستة أشهر من سنة 2010.

نستخلص من الدراسة القياسية لتقييم أداء فعالية الأسواق المالية في الدول النامية ما يلي:

- أسعار الأسهم محل الدراسة ذات حركة عشوائية خلال فترة الدراسة.

1- إن حركة الأسعار لكل من البورصات المدروسة لا تتبع توزيع طبيعي، أي وجود عشوائية في أسعار الأوراق المالية وبالتالي كفاءة هذه الأسواق.

2- يبين اختبار استقرار السلاسل الزمنية لأسعار الأوراق المالية للعينة المدروسة عدم استقرارية هذه السلاسل باستثناء بورصة المغرب، مما يقودنا إلى استنتاج أنه يوجد عشوائية في حركة أسعار الأسهم حسب فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة الأسواق المالية وبالتالي كفاءة هذه الأسواق.

ومن خلال هذا يمكن استنتاج أن النتائج المتحصل عليها هي نتائج ضعيفة لدى

جميع الأسواق الأسهم باستثناء سوق الأسهم المغرب وبالتالي لا تزال الأسواق المالية في الدول

النامية محل الدراسة دون المستوى الذي سيسمح لها بالمنافسة على القيام بدورها الرئيسي في

الاقتصاد باعتبار الأسباب التالية:

1- نقص الوعي الادخاري والاستثماري.

5 — ضرورة العمل على توفير الكفاءة المعلوماتية للسوق مما يؤدي إلى رفع وتطوير كفاءة

السوق عموماً.

6 — خلق الثقة في السوق من خلال حماية حقوق المستثمرين ضد عمليات المضاربة.

7— فرض عقوبات مشددة ضد نشر معلومات مُضللة وإخفاء معلومات ضرورية.

8 — ضرورة توفّر الوعي الاستثماري والأساليب العلمية في تحليل المعلومات بالإضافة إلى

إفصاح مالي دقيق يقوم بتوفير المعلومات عن طريق الأوراق المالية ونشرها لجميع المستثمرين.

قائمة

المراجع

المراجع :

المراجع باللغة العربية :

- 1- د . محمد عثمان إسماعيل حميد : أساسيات و مبادئ التمويل و الإدارة المالية في منظمات الأعمال . دار النهضة العربية سنة 2005-2006 .
- 2 - د. سعيد توفيق , عيدود ، نادية أبوفخرة : الأسواق و المؤسسات المالية ، مطبعة دار السلام سنة 2003 .
- 3 - د. محمد مطر إدارة الاستثمارات الإطار النظري و التطبيقات العملية - المكتبة الوطنية عمان الأردن سنة 1993 .
- 4 - د. أرشد فواد التميمي و د. أسامة عزمي سلام : الاستثمار بالأوراق المالية ، تحليل و إدارة دار المسيرة للنشر و للتوزيع - طباعة عمان الأردن سنة 2004 .
- 5 - د . محمد صالح الحناوي ، نهال فريد مصطفى ، جلال إبراهيم العيد " الاستثمار في الأسهم و السندات - دار الجامعة سنة 2003 .
- 6 - د . عبد الغفار حنفي و د . رسمية قريقا من " السوق و المؤسسات المالية " كلية التجارة " جامعة الإسكندرية سنة 2001 .
- 7 - د. إيهاب الدسوقي : اقتصاديات كفاءة البورصة - دار النهضة العربية سنة 2000 .
- 8 - هوشيار معروف : الاستثمار و الأسواق المالية - دار صفاء للنشر- عمان الطبعة الأولى سنة 2003 .
- 9 - د . خالد أمين عبد الله و د . إسماعيل إبراهيم الطرد : " إدارة العمليات المصرفية المحلية و الدولية - دار وائل للنشر الطبعة الأولى سنة 2006 .
- 10- د . حسن أحمد عبيد : مقدمة في اقتصاديات النقود و البنوك دار النهضة العربية - القاهرة 2006 .

- 11 - د . زينب حسين عوض الله : اقتصاديات النقود و المال - در الجامعية سنـة 1994 .
- 12 - د . جيهان جمال " عالم البورصة " رؤية تحليلية تعليمية بسيطة سنـة 2009 .
- 13 - د . فرج عبد العزيز عزت " اقتصاديات النقود و المصاريف " : مطابع الدار الهندسية سنـة 2001 .
- 14 - د . محسن أحمد الخضيري " كيف تتعلم البورصة 24 ساعة " - اشترك للنشر و التوزيع سنـة 1996 .
- 15 - د . محمد سويلم " إدارة البنوك و البورصات و الأوراق المالية " - كلية التجارة جامعة منصوره سنـة 1997 .
- 16 - د . السيد البدوي عبد الحفيظ " إدارة الأسواق و المؤسسات المالية " توزيع دار الفكر العربي القاهرة سنـة 1999 .
- 17 - د . منير إبراهيم الهندي : الأوراق المالية و أسواق رأس المال توزيع مصاريف الإسكندرية سنـة 1999 .
- 18 - د . عبد الغفار حنفي : بورصات الأوراق المالية - دار الجامعية الجديدة للنشر سنة 2002 .
- 19 - د . منير إبراهيم " الهندي " أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال منشأة المصاريف الإسكندرية سنة 1997 .
- 20 - د . إبراهيم سلطان محمد صالح الحناوي , جلال العيد " تحليل و تقييم الأوراق المالية - دار الجامعية الإسكندرية سنـة 2002 .
- 21 - فرنسوا لروا " الأسواق الدولية للرساميل " المؤسسة الجامعية سنـة 1991 .
- 22 - د . منير قاسم " صناديق الاستثمار للبنوك و المستثمرين - در المصرية سنة 1995 .

- 23- د . عبد النافع الزردي و غازي فرح " الأسواق المالية " دار وائل للنشر عمان
سنة 2001
- 24 - د . شهبون شمعون — البورصة الجزائر جامعية للنشر سنة 1993 .
- 25 - د . حامد العربي الخضيرى : تقسيم الاستثمارات - دار الكتب للنشر و التوزيع
مصر سنة 2000 .
- 26 - د . بهاء الدين سعد دراسات في الأسواق المالية , الإسراء الطباعة سنة
2005 .
- 27 - د . عبد الله فرغلي علي موسى " تكنولوجيا المعلومات " و دورها في التسويق
التقليدي و الإلكتروني — إيتراك الطباعة و النشر و التوزيع سنة .
- 28 - د . سونيا بكري - نظم المعلومات الإدارية - دار الجامعية الإسكندرية سنة
2002 .
- 29 - د . خالد الزامل — دور الأسواق المالية في تحفيز النمو الاقتصادي — ورشة عمل
مقدمة خلال المؤتمر الوطني الصناعي الأول السورية دمشق سنة 2005 .
- 30 - د . جودة عبد الخالق و د . كريمة كريم — أساسيات النقود و البنوك دار النهضة
العربية سنة 2001 .
- 31 - د . فلاح الحسيني و مؤيد الدوري : " إدارة البنوك " دار وائل للنشر عمان الطبعة
الأولى سنة 2000 .
- 32 - د . حمزة محمود الزبيدي " الاستثمار في الأسواق المالية " - مؤسسة الوراق للنشر
و التوزيع الأردن سنة 2001 .
- 33 - د . زياد رمضان " مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي " - دار وائل للنشر الأردن
الطبعة الثانية سنة 2002 .
- 34 - د . نبيل حشاد " الجات و منظمة التجارة العالمية " دار إيجي للطباعة و النشر
الطبعة الثانية -- القاهرة سنة 1990 .
- 35 - د . أحمد السيد النجار " تحديات التحرير المالي في الدول العربية " — معهد
البحوث و الدراسات العربية القاهرة — 1998 .

36 - د . شذا جمال خطيب : العولمة المالية - دار مجدلاوي - عمان للطباعة الأولى
سنة 2008

37 - د . رسمية أحمد أبو موسى " الأسواق المالية و النقدية " , دار المعتز للنشر و
التوزيع - عمان الطبعة الأولى سنة 2004 .

38 - د . يسرى محمد أبو العلا : تحديد مفهوم استيعاب الاستثمارات المالية العربية -
دار الفكر الجامعي سنة 2008 .

39 - د . جمال بويدان الجمل : الأسواق المالية و النقدية - دار صفاء للنشر و التوزيع
- عمان الطبعة الأولى سنة 2002 .

40 - د . الهندي خليل أنطوان الناشف : العمليات المصرفية و السوق المالية , الجزء
الثاني المؤسسة الحديثة للكتاب - لبنان سنة 2008 .

41 - د . حكمت شريف النشاشيبي " استثمار الأرصدة و تطوير الأسواق العربية "
المؤسسة العربية للدراسات و النشر - الطبعة الأولى سنة 1980 .

42 - د . مصطفى رشدي شيخة : الاقتصاد النقدي و المصرفية و البورصات دار
الجامعية الجديدة سنة 1998 .

43 - د . أبو الفتوح أحمد الناقة : نظرية النقود و البنوك و الأسواق دار النشر مؤسسة
شباب الجامعة الإسكندرية سنة 1998 .

المراجع باللغة الأجنبية :

43- Reilly . f . Investment analysis and portfolio,
management 2 nd , new york the dryden press , 1985 .

44-Gitman , Laurence , principles of mangerail finance is
the international edition printed in usa 2003 .

45- Higgins , Robert c . Analysis for financial management
6 the grow hill, usa 2001 .

46- Brealey , Richard and myers , stewant , principales of
corporate finance NY - USA 1996 and 1981 .

- 47- Francis Investments = Analysis and mangement (new YORK : me gaw Hill inc 1976 .
- 48- philippe Gillet = lefficiency des marché financières – economica paris 1999 .
- 49- Charles P . Jones = investments analysis and management , John Milg inc new york 1996 .
- 50- Beaver W .H , Market efficiency , the accounting review , 1981.
- 51-Bodie Z . Kone , Morcus a " essentials of investments , kine minor highe education groups 1995 inc Chicago usa .
- 52- F A MA .F, the behavior of stock Market Prices , the journal of busnes vol 38 , no .1. Jan , 1965 .
- 53-Renendier et u , koem Marché des capitaux et techniques financière económico – paris 1989 .
- 54- Christian dexamps – jac qués saichet – Gestion financier international litée 1995 .
- 55-FranhlinR. Edwards informational role of future markets the new polgarre dictionnary of and finance macmillan press CTD london 1997.
- 56- Janes c" investment analysis and management" so hm uniley us sons in new york usa fifth edition 1996.
- 57- P Toxallan" les indices boursières an acttcen edition 2003 .
- 58- JH David" la monnaie et la politique monétaire – económico paris 1986 .

- 59- Carbo victoria hernandez , leonardo " Maroco
 económico adjustment to capital inflows" america 1994 .
- 60- Mansour mansouri : la bourse des valeurs mobilières
 d'Alger édition distribution houma 2002 .
- 61- H. Guittan " stagnation et croissance " remue
 d'économie politique 1995.

الأطروحات :

- 62- بوكساني رشيد - أطروحة دكتوراة بعنوان = مقومات أسواق الأوراق المالية
 العربية و سبل تفعيلها جامعة الجزائر العاصمة سنة 2005 .
- 63- الجودي صاطوري = أطروحة دكتوراة بعنوان = أثر كفاءة سوق المال على
 الاستثمار في الأوراق المالية - المدرسة العليا للتجارة سنة 2006 .
- 64- محمد براق - أطروحة دكتوراة بعنوان = " بورصة الأوراق المالية و دورها في
 تحقيق التنمية " دراسة حالة الجزائر - جامعة الجزائر سنة 1999 .
- 65- محفوظ جبار أطروحة دكتوراة بعنوان : البورصة التسيير و خصوصية
 المؤسسات العمومية , دراسة حالة دول اتحاد المغرب العربي بجامعة فرحات
 عباس - سطيف سنة 1997.

الدوريات :

- 66- د . أحمد فهمي إمام = الأسواق المالية في الدول النامية = مجلة البحوث و دراسات
 العربية - العدد 21 يصدرها معهد البحوث العربي - الكويت سنة 1991.
- 67- أ شيوخ بلال = السوق المالية العربية و دورها في تمويل التنمية في المغرب
 العربي - مجلة دراسات الاقتصادية - العدد 12 سنة 2009 - الجزائر
 العاصمة .
- 68- د. محمود مشعل = تشجيع و تنسيق الاستثمار الصناعي في الدول العربية مجلة التنمية
 الصناعية - العدد 32 .

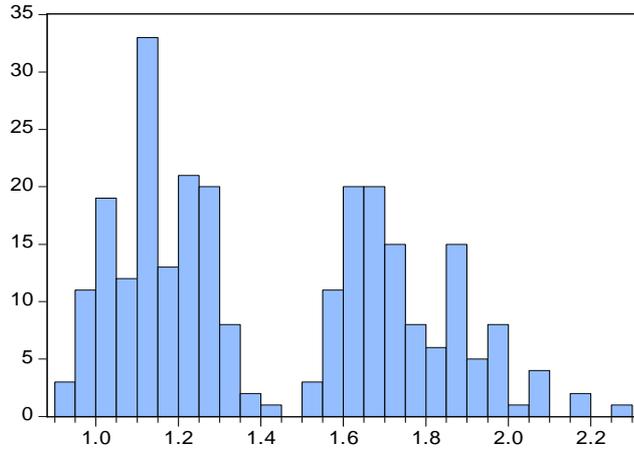
- 69- د. محمود مشعل = تشجيع و تنسيق الاستثمار الصناعي في الدول العربية مجلة التنمية الصناعية- العدد 27 سنة 2004 .
- 70- د . عمرو محي الدين = المال و الصناعة =مجلة دورية - العدد 18 بنك الكويت الصناعية سنة 2000 .
- 71- د . عيسى محمد الغزالي " تحليل أسواق المالية " مجلة دورية للتنمية في الأقطار العربية - العدد 27 سنة 2004 .
- 72- د . مفتاح صالح : أمصار في فريدة - متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية مجلة الباحث - عدد 07 -2009/2010 .
- 73- أ عبد اللطيف يوسف الحمد " التفسيرات الاقتصادية و التطورات المستقبلية في الخليج العربي " مجلة التعاون - مجلس التعاون لدول الخليج العربي - العدد 40 سنة 2003 .

المواقع على الانترنت :

- 74- w w w b.v.m.t ccen . t n .
- 75- w w w . casablanca Bourse . com.
- 76- w w w .ase.com.jo .
- 77- w w w .cosab.com .dz .
- 78- www .ctna.org.sa .
- 79- www .kse.com.kw .
- 80- www.bahrain stok .com .
- 81- www.msm.gaw.com.
- 82- www.sat.com.ca .
- 83- www.alhandasa.net .
- 84- www.abc bourse .com

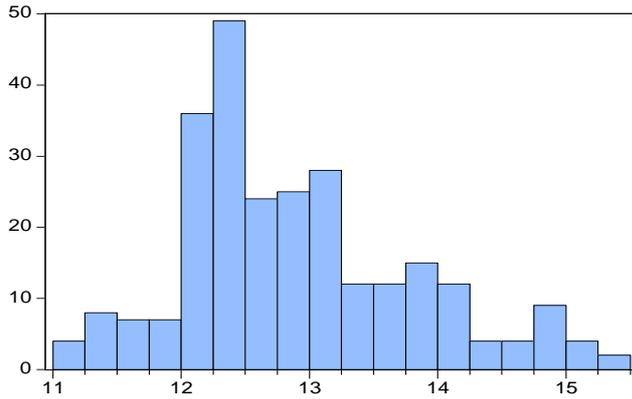
قائمة الملاحق

1- سهم AEIV



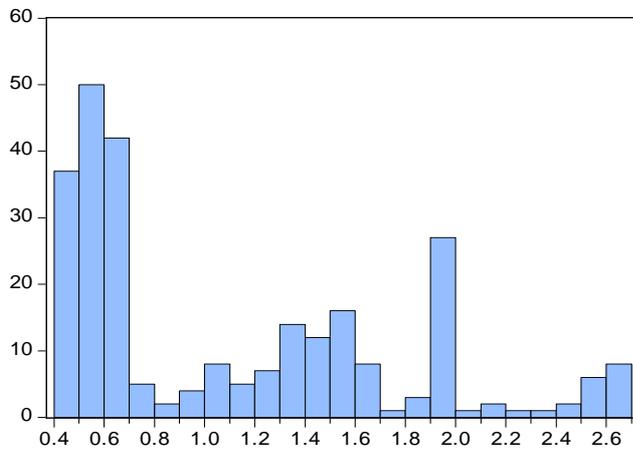
Series: AEIV	
Sample 1/01/2009 1/01/2010	
Observations 262	
Mean	1.422023
Median	1.290000
Maximum	2.260000
Minimum	0.920000
Std. Dev.	0.334248
Skewness	0.326957
Kurtosis	1.819328
Jarque-Bera	19.88569
Probability	0.000048

2- سهم ARBK



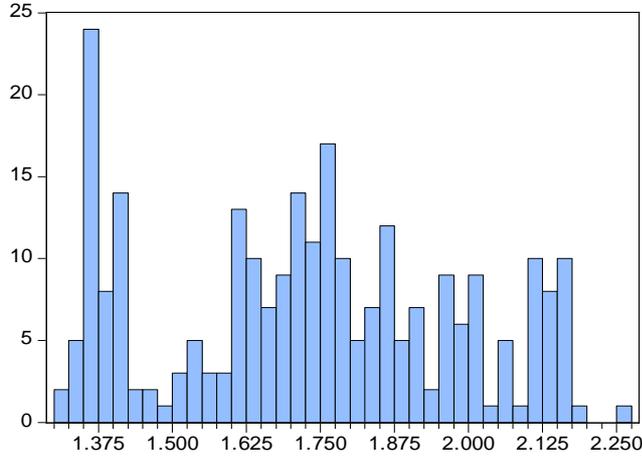
Series: ARBK	
Sample 1/01/2009 1/01/2010	
Observations 262	
Mean	12.87504
Median	12.67500
Maximum	15.48000
Minimum	11.17000
Std. Dev.	0.907795
Skewness	0.646713
Kurtosis	3.007869
Jarque-Bera	18.26375
Probability	0.000108

3- سهم ARED



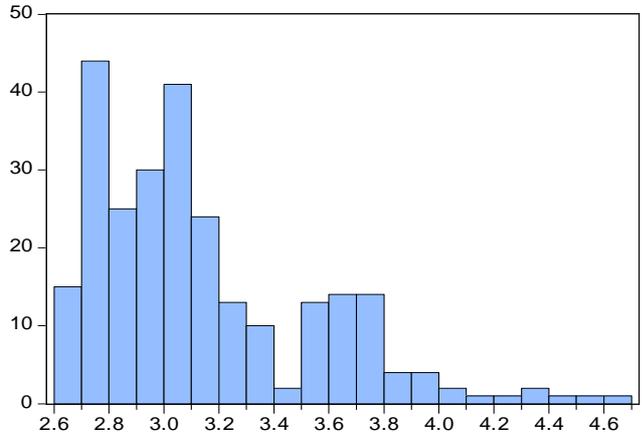
Series: ARED	
Sample 1/01/2009 1/01/2010	
Observations 262	
Mean	1.104733
Median	0.720000
Maximum	2.680000
Minimum	0.400000
Std. Dev.	0.654457
Skewness	0.772241
Kurtosis	2.396151
Jarque-Bera	30.02147
Probability	0.000000

EXFB سهم -4



Series: EXFB	
Sample 1/01/2009 1/01/2010	
Observations 262	
Mean	1.731336
Median	1.740000
Maximum	2.250000
Minimum	1.320000
Std. Dev.	0.248282
Skewness	0.027548
Kurtosis	2.028372
Jarque-Bera	10.33913
Probability	0.005687

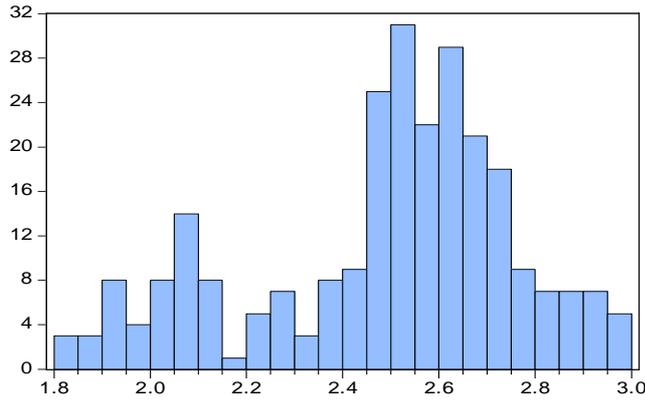
jogn سهم -5



Series: JOGN	
Sample 1/01/2009 1/01/2010	
Observations 262	
Mean	3.129924
Median	3.020000
Maximum	4.620000
Minimum	2.600000
Std. Dev.	0.405767
Skewness	1.161611
Kurtosis	4.053892
Jarque-Bera	71.04624
Probability	0.000000

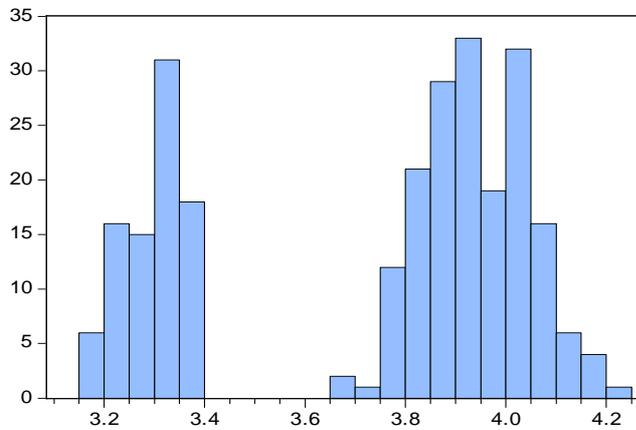
JOGP سهم -6

الملحق رقم 01: اختبار Skewness, Kurtosis, Bera-Jarque للتوزيع الطبيعي لبورصة عمان



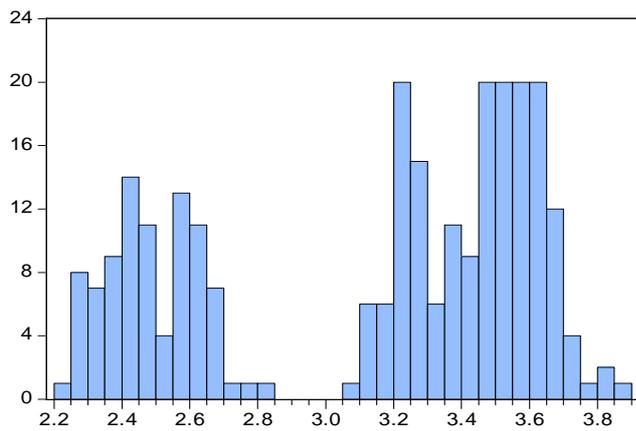
Series: JOGP	
Sample 1/01/2009 1/01/2010	
Observations 262	
Mean	2.480305
Median	2.530000
Maximum	2.980000
Minimum	1.800000
Std. Dev.	0.276099
Skewness	-0.653749
Kurtosis	2.685446
Jarque-Bera	19.74271
Probability	0.000052

7- سهم JOIB



Series: JOIB	
Sample 1/01/2009 1/01/2010	
Observations 262	
Mean	3.725344
Median	3.860000
Maximum	4.240000
Minimum	3.150000
Std. Dev.	0.315828
Skewness	-0.526845
Kurtosis	1.640266
Jarque-Bera	32.30392
Probability	0.000000

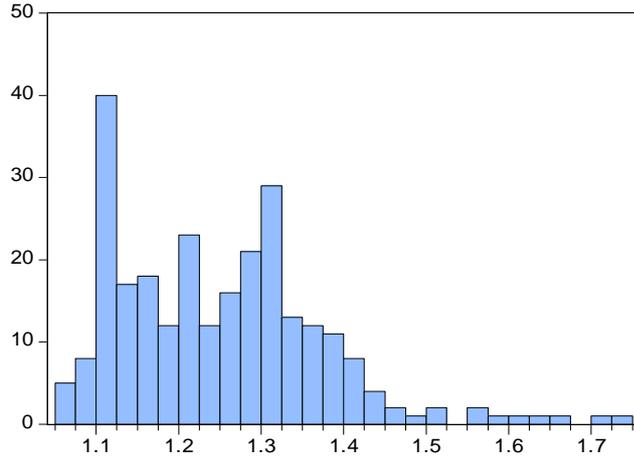
8- سهم MEIN



Series: MEIN	
Sample 1/01/2009 1/01/2010	
Observations 262	
Mean	3.118282
Median	3.285000
Maximum	3.860000
Minimum	2.230000
Std. Dev.	0.484490
Skewness	-0.505443
Kurtosis	1.683420
Jarque-Bera	30.07840
Probability	0.000000

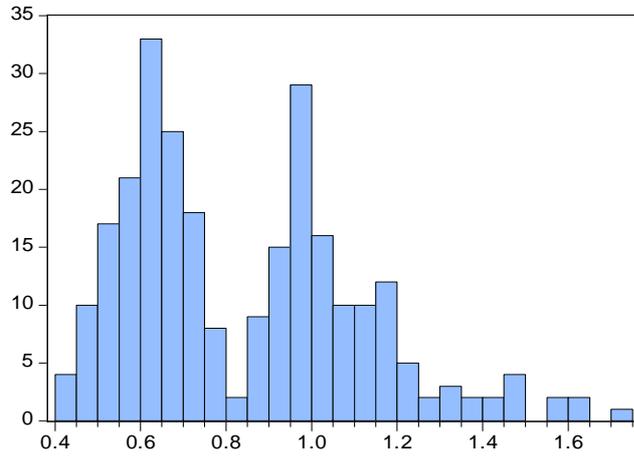
9- سهم NQAL

الملحق رقم 01: اختبار Skewness, Kurtosis, Bera-Jarque للتوزيع الطبيعي لبورصة عمان



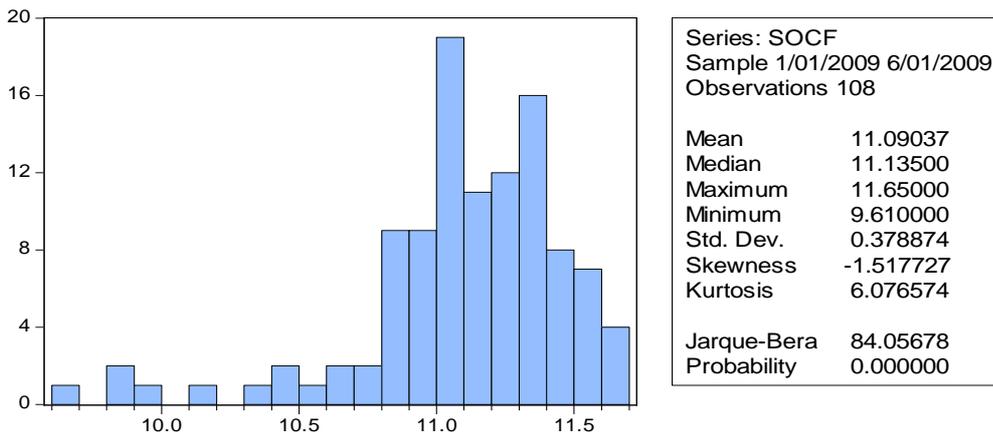
Series: NAQL	
Sample 1/01/2009 1/01/2010	
Observations 262	
Mean	1.248168
Median	1.240000
Maximum	1.740000
Minimum	1.070000
Std. Dev.	0.123591
Skewness	0.967369
Kurtosis	4.376141
Jarque-Bera	61.53702
Probability	0.000000

UAIC - 10 سهم

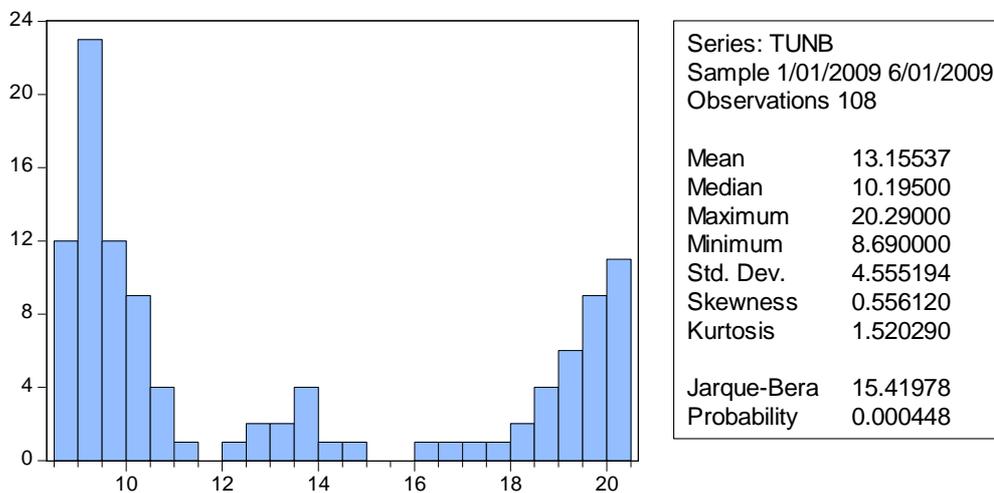


Series: UAIC	
Sample 1/01/2009 1/01/2010	
Observations 262	
Mean	0.835687
Median	0.760000
Maximum	1.710000
Minimum	0.410000
Std. Dev.	0.271423
Skewness	0.733615
Kurtosis	3.043589
Jarque-Bera	23.52174
Probability	0.000008

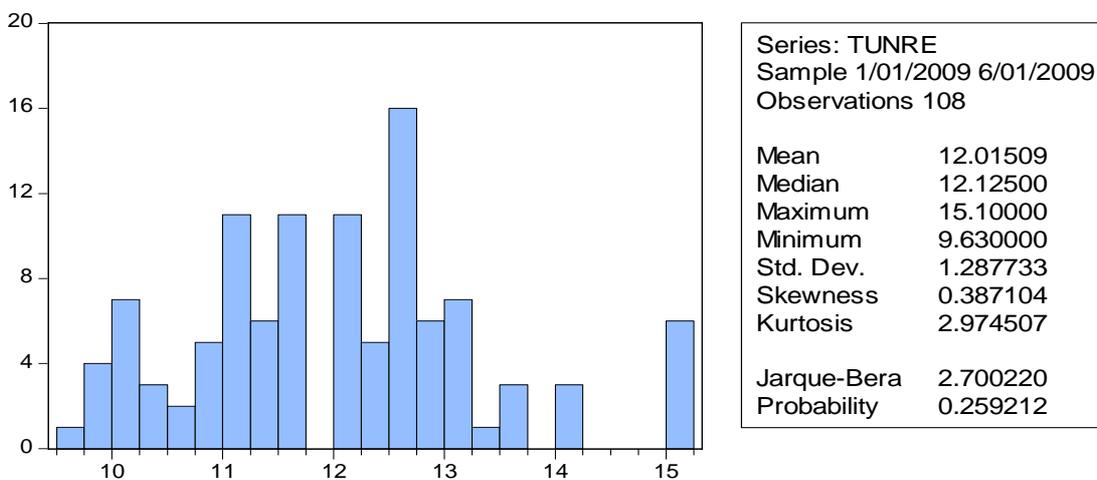
1- Action socf



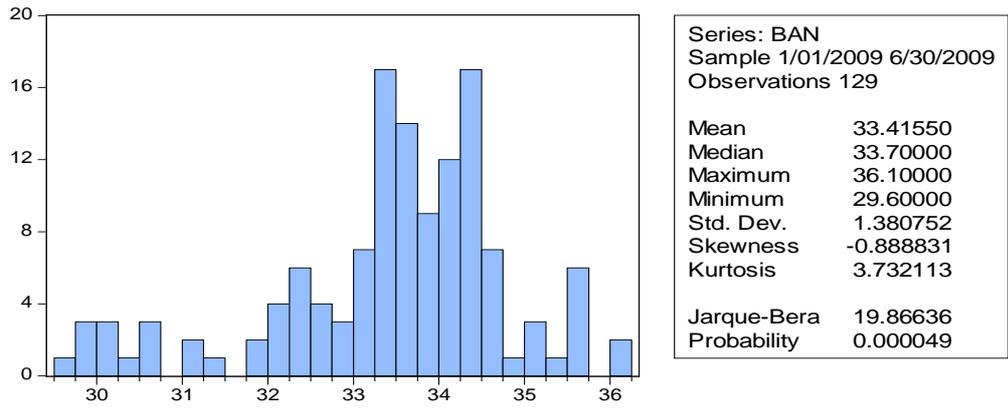
2- Action tunb



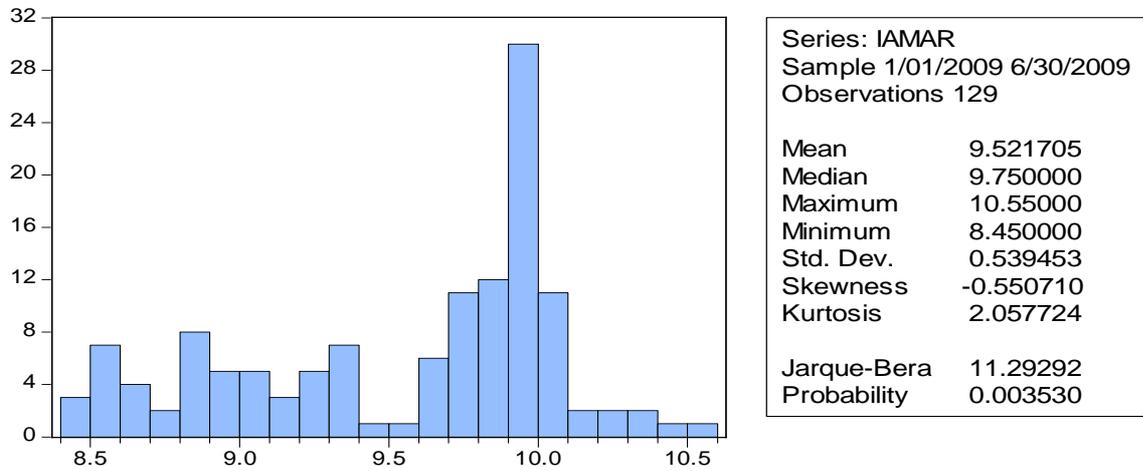
3- Action tunre



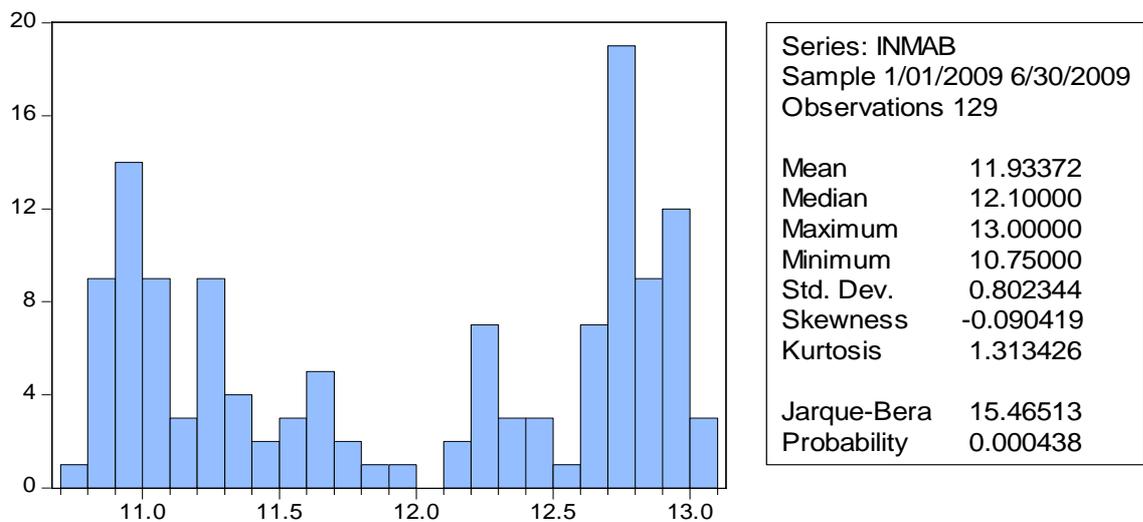
1- Action ban



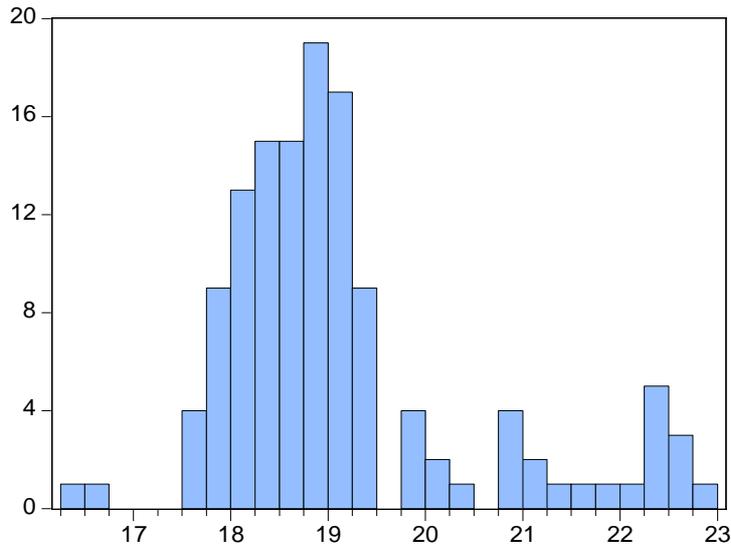
2- action iamar



3- Action inmab

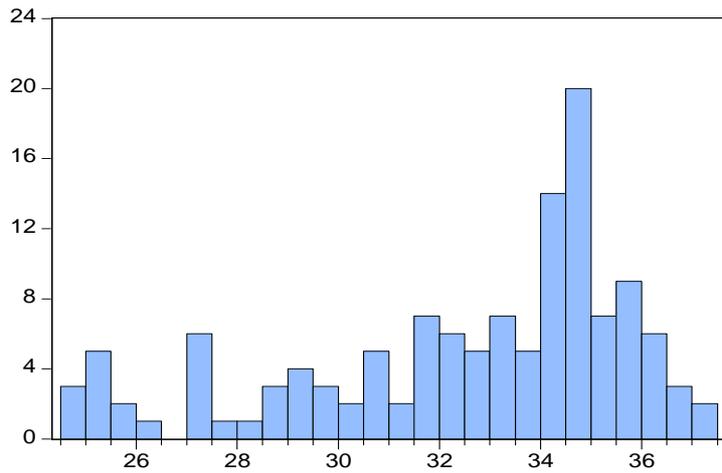


4- Action kaych



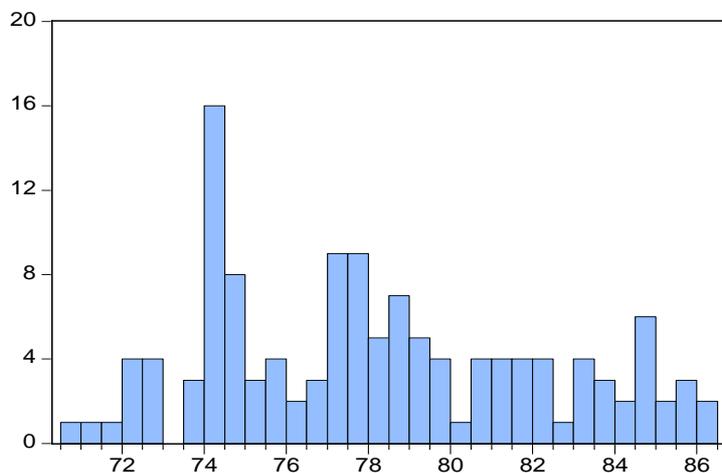
Series: KAYCH	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	19.10194
Median	18.80000
Maximum	22.75000
Minimum	16.25000
Std. Dev.	1.317452
Skewness	1.243950
Kurtosis	4.173760
Jarque-Bera	40.67455
Probability	0.000000

5- action rabbt



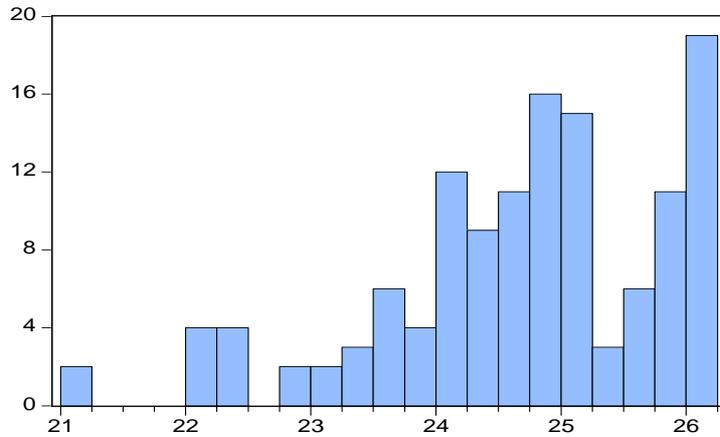
Series: RABBT	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	32.45853
Median	33.60000
Maximum	37.00000
Minimum	24.50000
Std. Dev.	3.315742
Skewness	-0.904795
Kurtosis	2.774612
Jarque-Bera	17.87411
Probability	0.000131

6- Action rajb



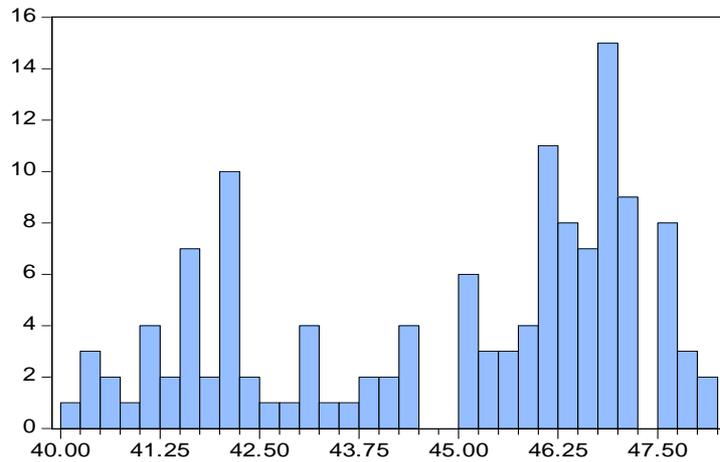
Series: RAJB	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	78.11628
Median	77.50000
Maximum	86.00000
Minimum	70.75000
Std. Dev.	3.992308
Skewness	0.295729
Kurtosis	2.072352
Jarque-Bera	6.505649
Probability	0.038665

7- Action saak



Series: SAAK	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	24.66512
Median	24.90000
Maximum	26.20000
Minimum	21.00000
Std. Dev.	1.150061
Skewness	-0.887047
Kurtosis	3.526207
Jarque-Bera	18.40562
Probability	0.000101

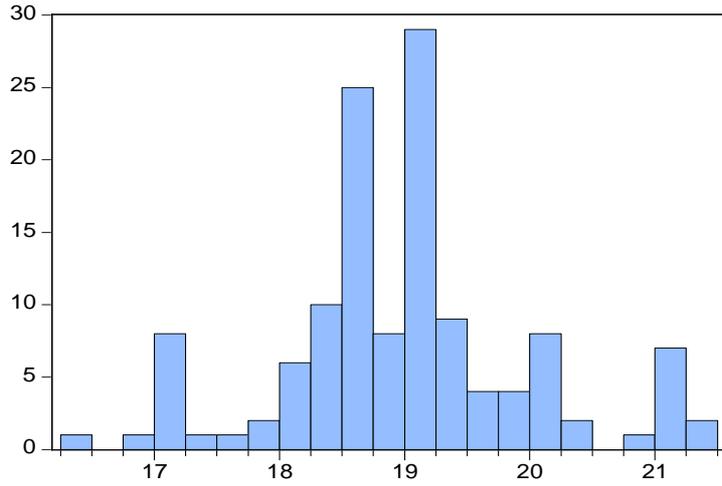
8- Action safrb



Series: SAFRB	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	44.85194
Median	45.90000
Maximum	48.00000
Minimum	40.00000
Std. Dev.	2.354620
Skewness	-0.532288
Kurtosis	1.808479
Jarque-Bera	13.72261
Probability	0.001048

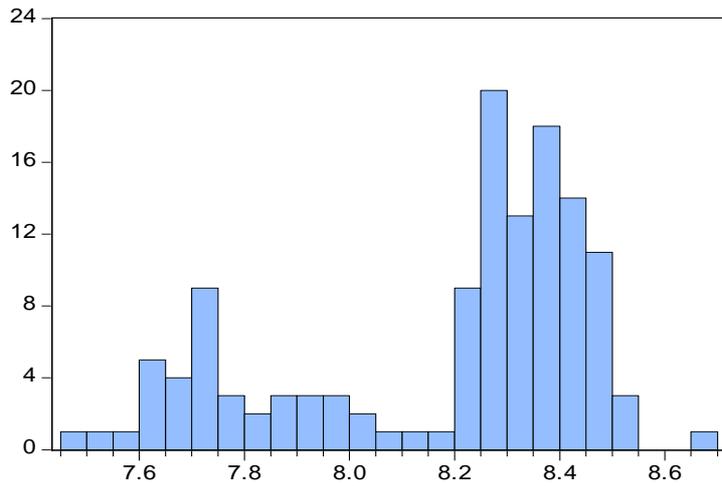
9- Action sama

الملحق رقم 3: اختبار Skewness, Kurtosis, Bera-Jarque للتوزيع الطبيعي لبورصة السعودية



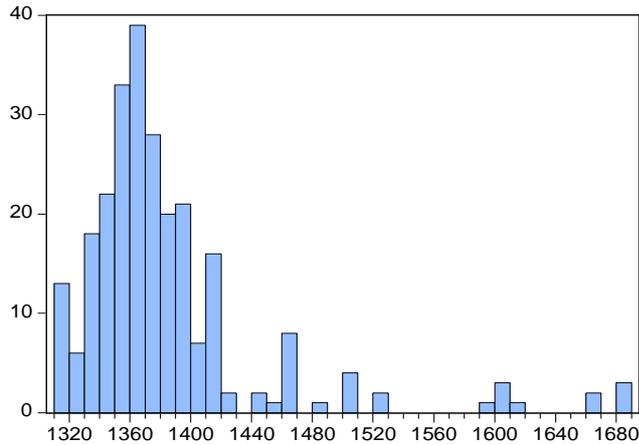
Series: SAMA	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	18.97326
Median	19.00000
Maximum	21.35000
Minimum	16.30000
Std. Dev.	0.992433
Skewness	0.229118
Kurtosis	3.559491
Jarque-Bera	2.811177
Probability	0.245223

10- Action satr



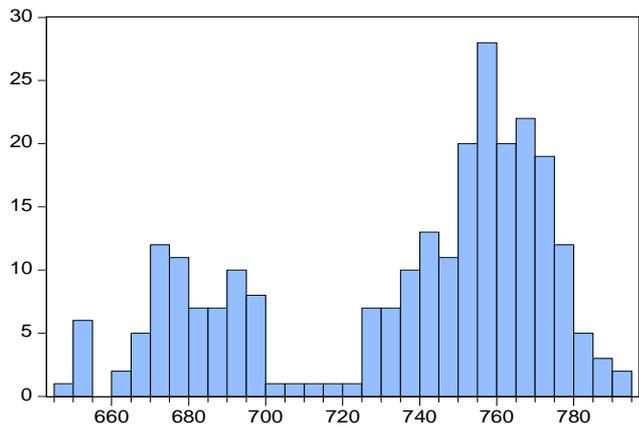
Series: SATR	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	8.157752
Median	8.250000
Maximum	8.650000
Minimum	7.450000
Std. Dev.	0.288818
Skewness	-0.876721
Kurtosis	2.423703
Jarque-Bera	18.31088
Probability	0.000106

1- Action af



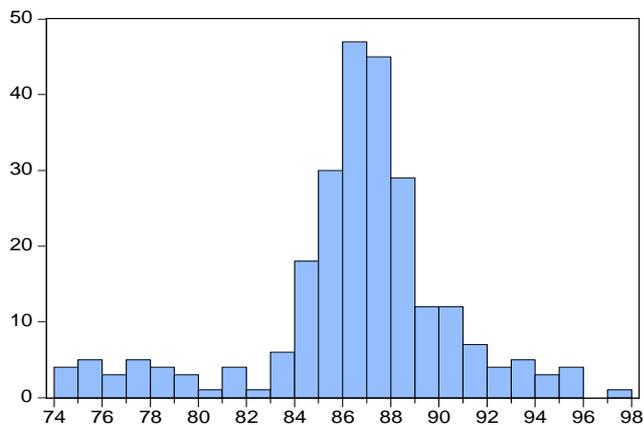
Series: AF	
Sample 1/01/2009 1/01/2010	
Observations 253	
Mean	1382.984
Median	1365.000
Maximum	1688.000
Minimum	1310.000
Std. Dev.	65.33090
Skewness	2.681412
Kurtosis	11.33380
Jarque-Bera	1035.319
Probability	0.000000

2- Action al



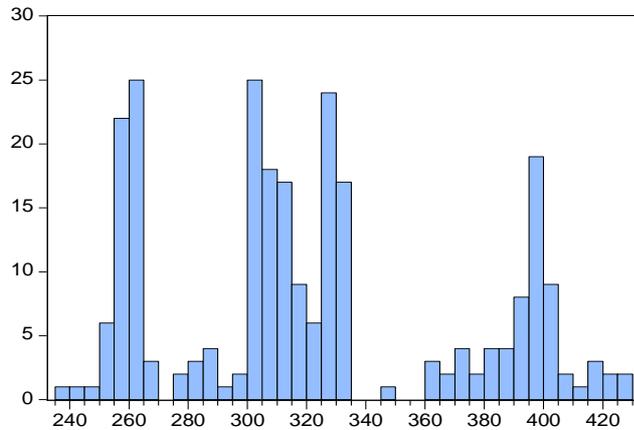
Series: AL	
Sample 1/01/2009 1/01/2010	
Observations 253	
Mean	734.8379
Median	750.0000
Maximum	790.0000
Minimum	645.0000
Std. Dev.	38.29006
Skewness	-0.744633
Kurtosis	2.172233
Jarque-Bera	30.60364
Probability	0.000000

3- Action atl



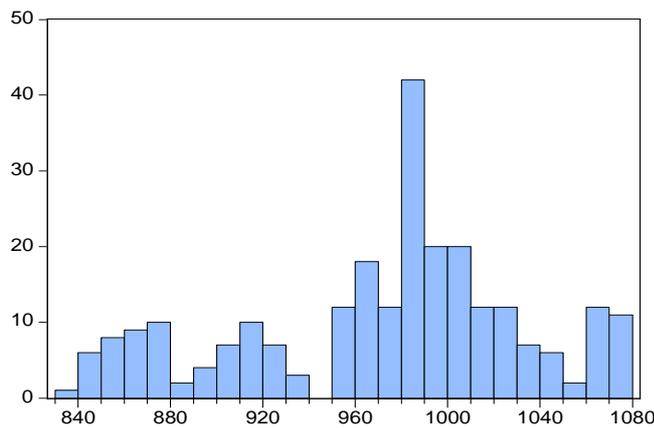
Series: ATL	
Sample 1/01/2009 1/01/2010	
Observations 253	
Mean	86.03992
Median	86.00000
Maximum	97.00000
Minimum	74.00000
Std. Dev.	4.113947
Skewness	-0.815398
Kurtosis	4.576620
Jarque-Bera	54.23930
Probability	0.000000

4- Action bcp



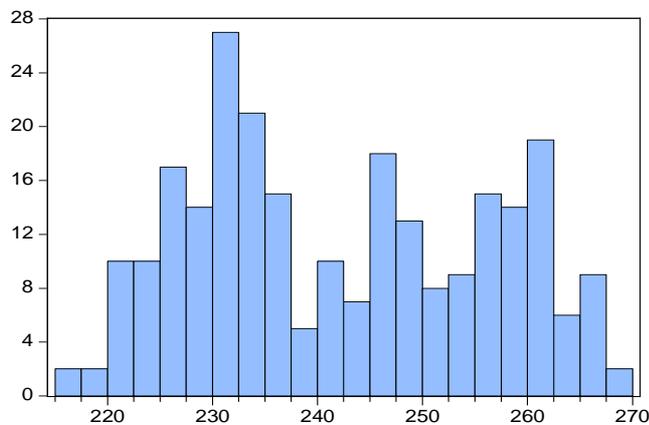
Series: BCP	
Sample 1/01/2009 1/01/2010	
Observations 253	
Mean	320.9565
Median	311.0000
Maximum	429.0000
Minimum	237.0000
Std. Dev.	49.75904
Skewness	0.396300
Kurtosis	2.111967
Jarque-Bera	14.93559
Probability	0.000571

5- Action bm



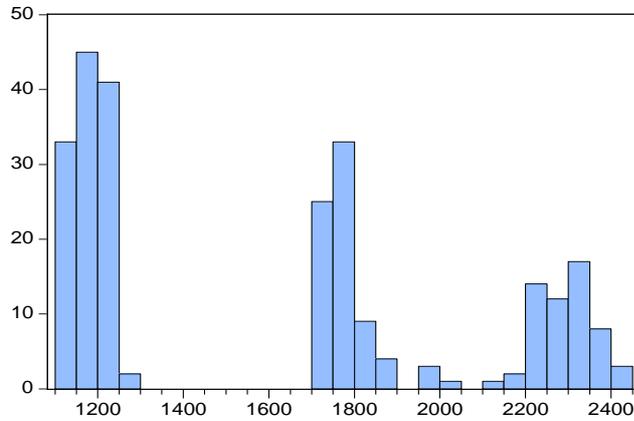
Series: BM	
Sample 1/01/2009 1/01/2010	
Observations 253	
Mean	970.9447
Median	985.0000
Maximum	1078.000
Minimum	831.0000
Std. Dev.	61.41465
Skewness	-0.446140
Kurtosis	2.524591
Jarque-Bera	10.77546
Probability	0.004572

6- Action bmc



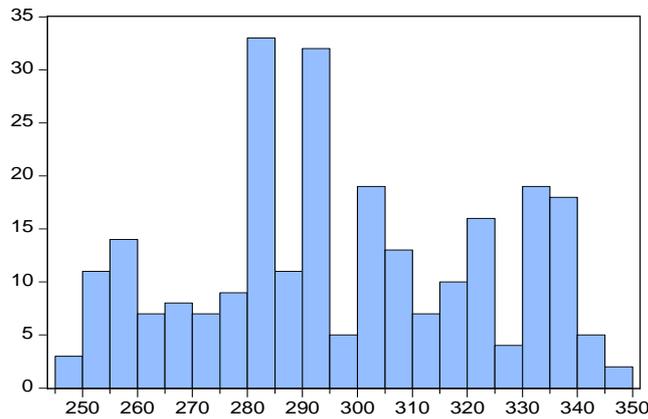
Series: BMC	
Sample 1/01/2009 1/01/2010	
Observations 253	
Mean	241.9723
Median	241.0000
Maximum	268.0000
Minimum	217.0000
Std. Dev.	13.76400
Skewness	0.151520
Kurtosis	1.781276
Jarque-Bera	16.62550
Probability	0.000245

7- Action ci



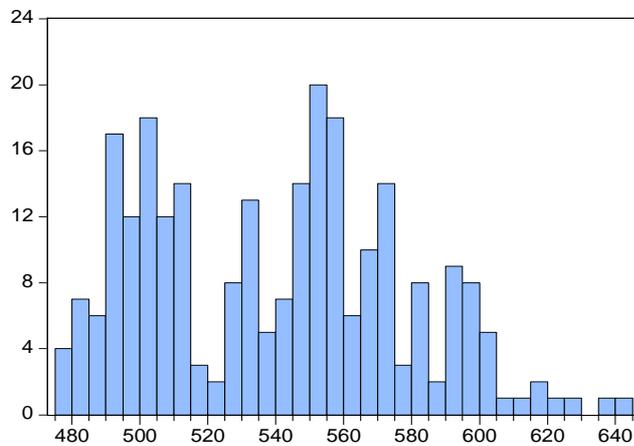
Series: CI	
Sample 1/01/2009 1/01/2010	
Observations 253	
Mean	1606.613
Median	1730.000
Maximum	2447.000
Minimum	1107.000
Std. Dev.	454.6124
Skewness	0.401085
Kurtosis	1.647322
Jarque-Bera	26.07181
Probability	0.000002

8- Action ctm



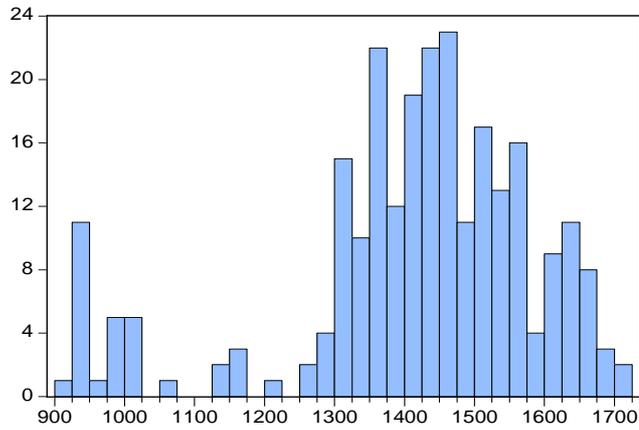
Series: CTM	
Sample 1/01/2009 1/01/2010	
Observations 253	
Mean	296.5415
Median	293.0000
Maximum	348.0000
Minimum	245.0000
Std. Dev.	26.18121
Skewness	0.037816
Kurtosis	2.057364
Jarque-Bera	9.427239
Probability	0.008972

9- Action m2



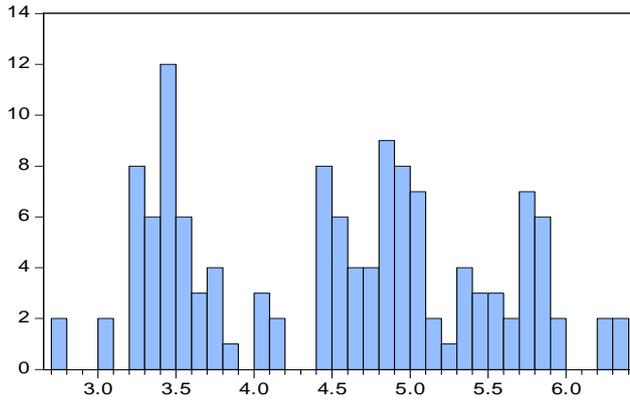
Series: M2	
Sample 1/01/2009 1/01/2010	
Observations 253	
Mean	538.8458
Median	542.0000
Maximum	641.0000
Minimum	475.0000
Std. Dev.	37.50931
Skewness	0.258740
Kurtosis	2.215026
Jarque-Bera	9.318525
Probability	0.009473

10- Action mi



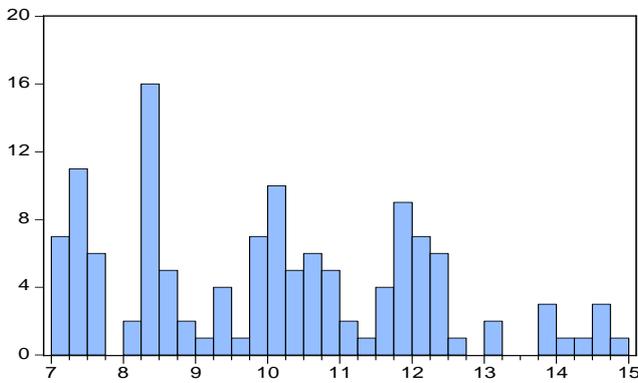
Series: MI	
Sample 1/01/2009 1/01/2010	
Observations 253	
Mean	1410.798
Median	1443.000
Maximum	1700.000
Minimum	915.0000
Std. Dev.	181.2452
Skewness	-1.141623
Kurtosis	4.106844
Jarque-Bera	67.87062
Probability	0.000000

1- Action arac



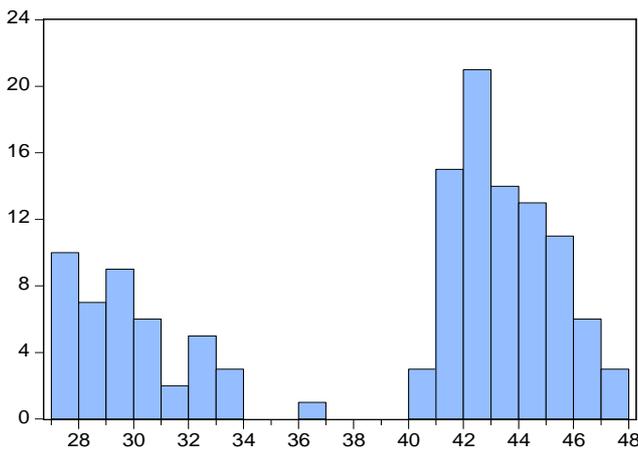
Series: ARAC	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	4.518217
Median	4.630000
Maximum	6.380000
Minimum	2.780000
Std. Dev.	0.934908
Skewness	0.022352
Kurtosis	1.847927
Jarque-Bera	7.144830
Probability	0.028088

2- Action beb



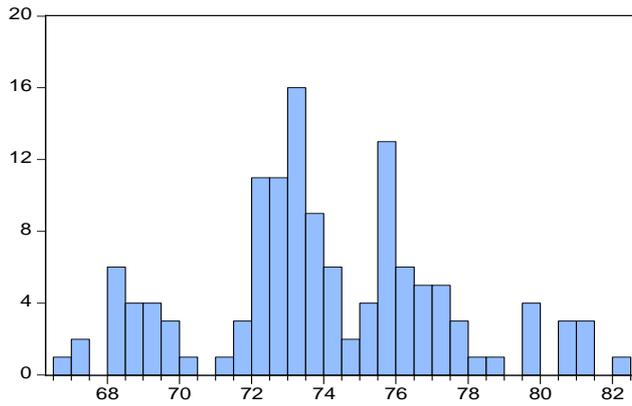
Series: BEB	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	10.06116
Median	10.01000
Maximum	14.78000
Minimum	7.120000
Std. Dev.	2.059311
Skewness	0.347341
Kurtosis	2.224620
Jarque-Bera	5.825410
Probability	0.054329

3- Action comi



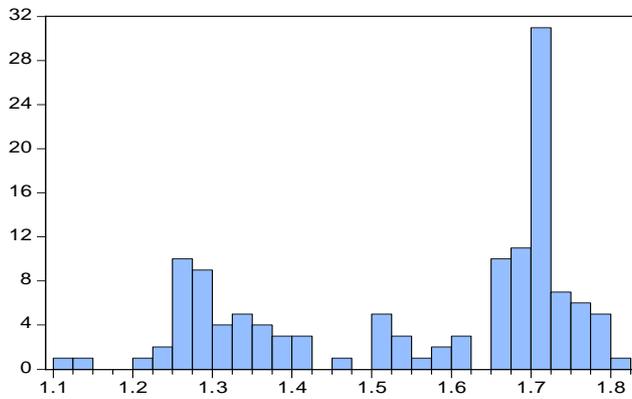
Series: COMI	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	39.03659
Median	42.10000
Maximum	47.40000
Minimum	27.36000
Std. Dev.	6.730985
Skewness	-0.652808
Kurtosis	1.741468
Jarque-Bera	17.67588
Probability	0.000145

4- Action egyg



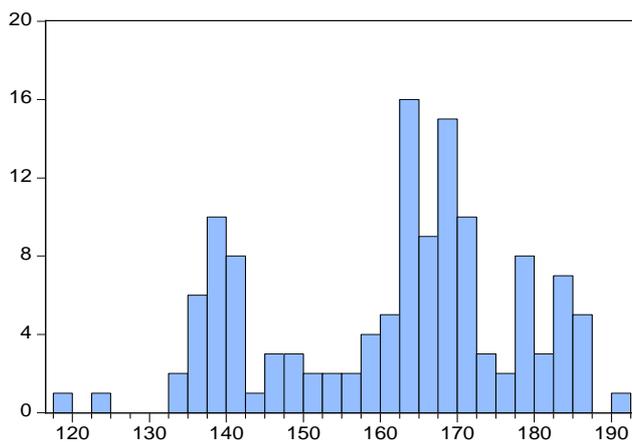
Series: EGYG	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	74.00922
Median	73.53000
Maximum	82.02000
Minimum	66.96000
Std. Dev.	3.357532
Skewness	0.111337
Kurtosis	2.817771
Jarque-Bera	0.445002
Probability	0.800514

5- Action egyk



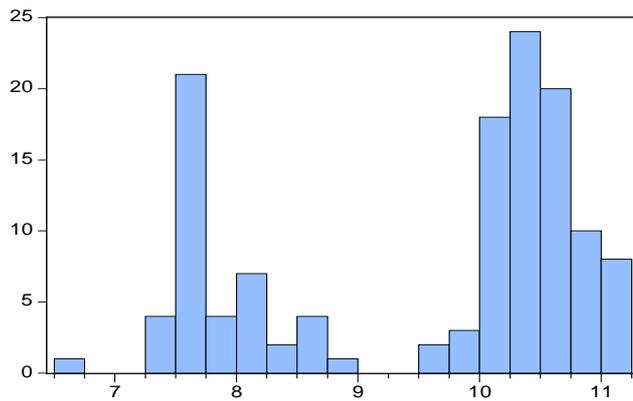
Series: EGYK	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	1.554806
Median	1.670000
Maximum	1.820000
Minimum	1.120000
Std. Dev.	0.194599
Skewness	-0.572638
Kurtosis	1.742282
Jarque-Bera	15.55263
Probability	0.000420

6- Action egym



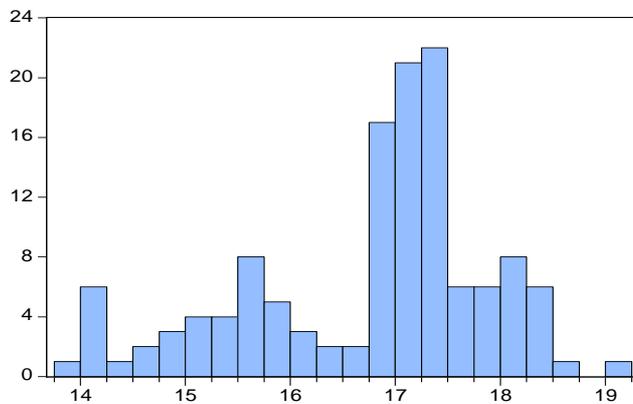
Series: EGYM	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	161.5873
Median	164.9200
Maximum	190.3600
Minimum	119.9000
Std. Dev.	15.99532
Skewness	-0.433665
Kurtosis	2.261641
Jarque-Bera	6.973708
Probability	0.030597

7- Action expb



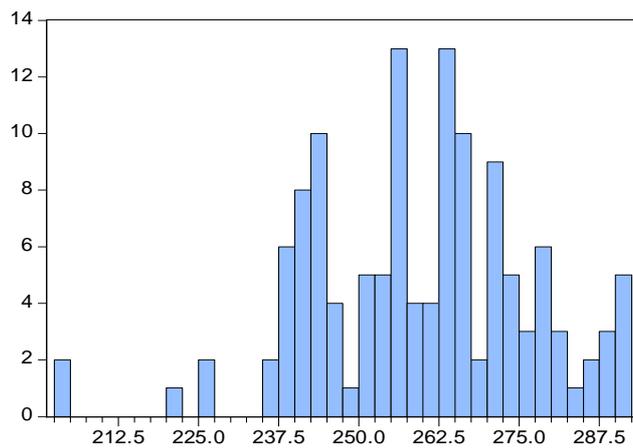
Series: EXPB	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	9.574651
Median	10.22000
Maximum	11.14000
Minimum	6.730000
Std. Dev.	1.298797
Skewness	-0.628234
Kurtosis	1.734562
Jarque-Bera	17.09273
Probability	0.000194

8- Action lece



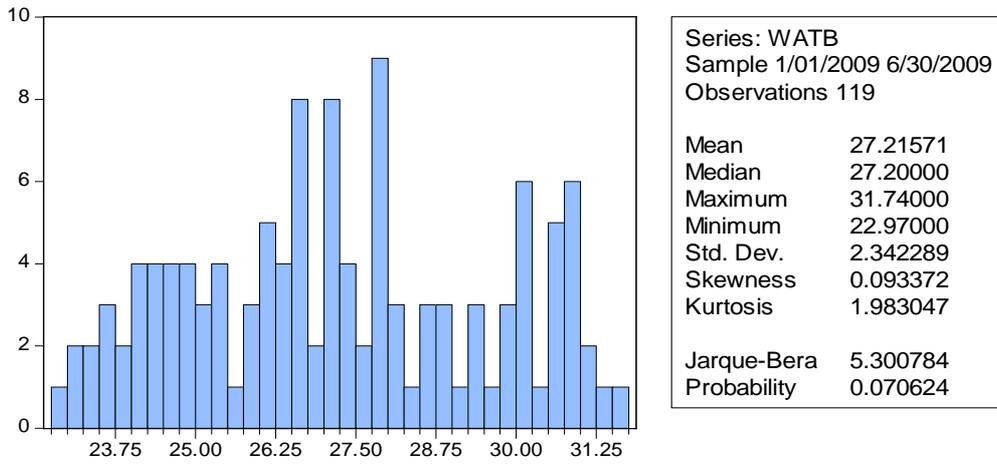
Series: LECE	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	16.75845
Median	17.05000
Maximum	19.06000
Minimum	13.92000
Std. Dev.	1.169811
Skewness	-0.730516
Kurtosis	2.827655
Jarque-Bera	11.63320
Probability	0.002978

9- Action orac

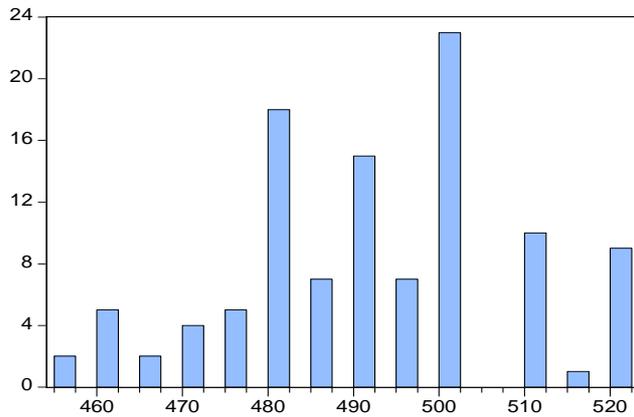


Series: ORAC	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	259.5806
Median	261.2200
Maximum	291.8100
Minimum	204.3700
Std. Dev.	17.09481
Skewness	-0.366168
Kurtosis	3.433943
Jarque-Bera	3.894851
Probability	0.142641

10- Action watb

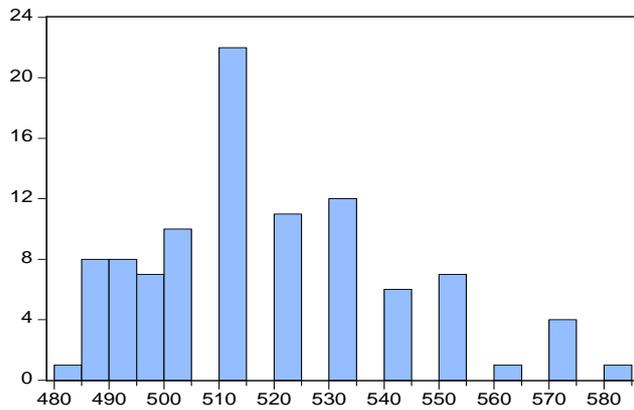


1- Action ahlb



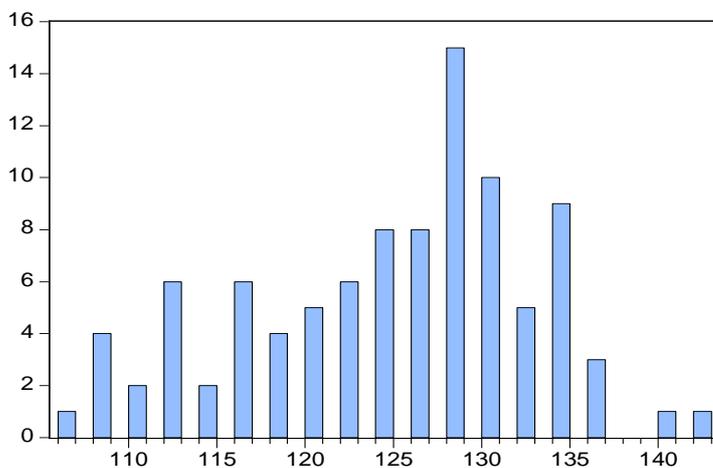
Series: AHLB	
Sample 1/01/2009 6/01/2009	
Observations 108	
Mean	491.1111
Median	490.0000
Maximum	520.0000
Minimum	455.0000
Std. Dev.	16.16696
Skewness	-0.112480
Kurtosis	2.546630
Jarque-Bera	1.152684
Probability	0.561950

2- Action ahunb



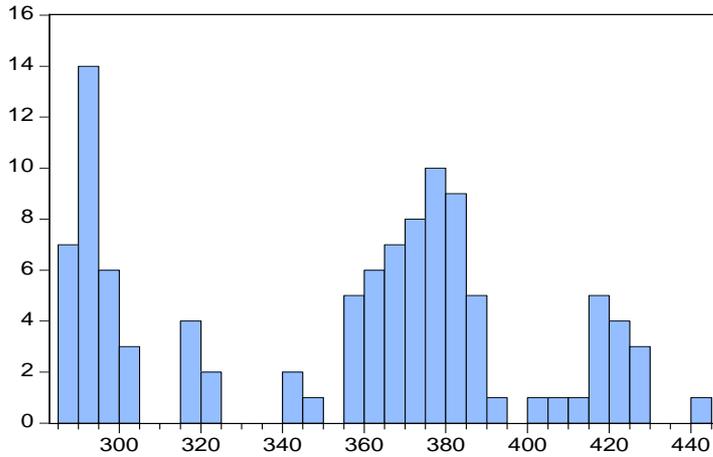
Series: AHUNB	
Sample 1/01/2009 6/01/2009	
Observations 98	
Mean	515.8673
Median	510.0000
Maximum	580.0000
Minimum	480.0000
Std. Dev.	23.28693
Skewness	0.700518
Kurtosis	2.888848
Jarque-Bera	8.065621
Probability	0.017724

3- Action comc



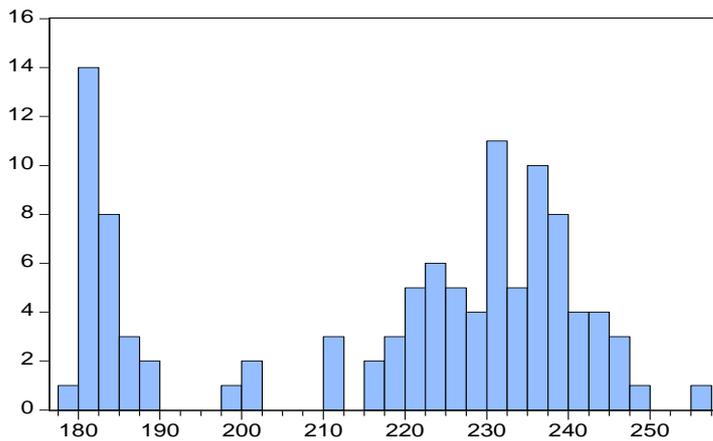
Series: COMC	
Sample 1/01/2009 6/01/2009	
Observations 96	
Mean	124.3125
Median	126.0000
Maximum	142.0000
Minimum	106.0000
Std. Dev.	8.137389
Skewness	-0.401013
Kurtosis	2.429528
Jarque-Bera	3.874743
Probability	0.144082

4- Action gulb



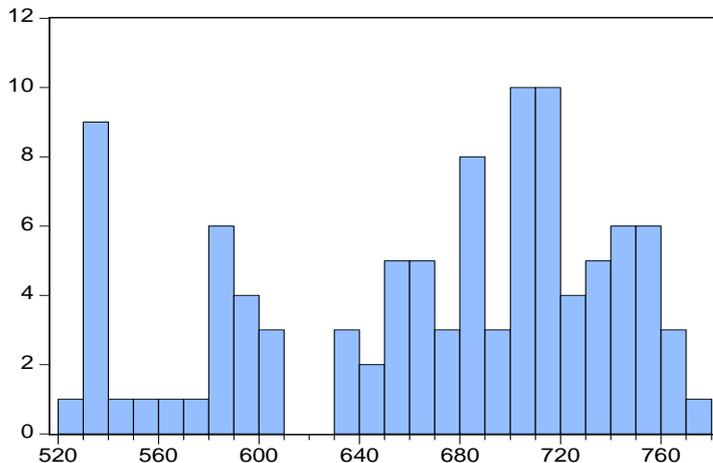
Series: GULB	
Sample 1/01/2009 6/01/2009	
Observations 106	
Mean	351.6038
Median	365.0000
Maximum	440.0000
Minimum	285.0000
Std. Dev.	45.21666
Skewness	-0.161635
Kurtosis	1.820560
Jarque-Bera	6.605488
Probability	0.036782

5- Action intb



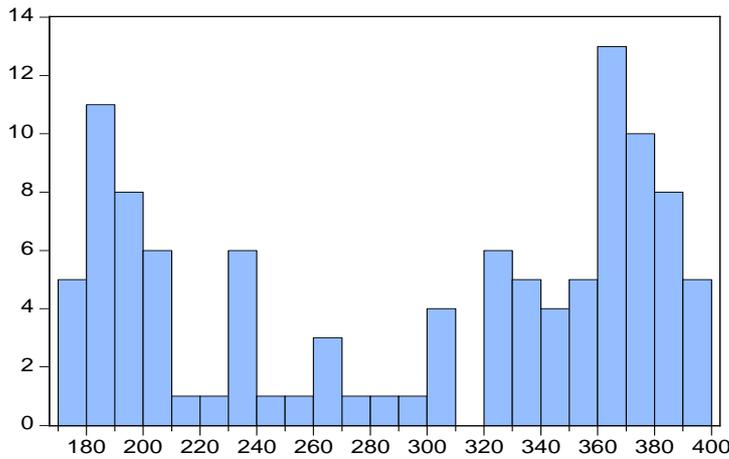
Series: INTB	
Sample 1/01/2009 6/01/2009	
Observations 106	
Mean	217.7453
Median	226.0000
Maximum	255.0000
Minimum	178.0000
Std. Dev.	23.01844
Skewness	-0.601032
Kurtosis	1.835369
Jarque-Bera	12.37250
Probability	0.002058

6- Action kcem



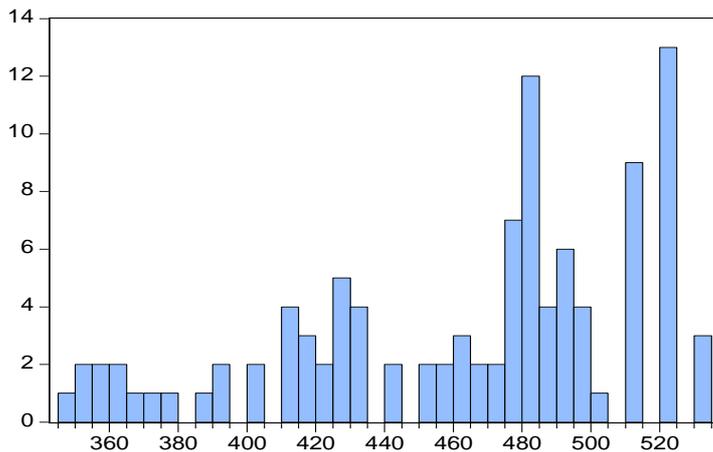
Series: KCEM	
Sample 1/01/2009 6/01/2009	
Observations 101	
Mean	663.4653
Median	680.0000
Maximum	770.0000
Minimum	520.0000
Std. Dev.	70.92864
Skewness	-0.601003
Kurtosis	2.181485
Jarque-Bera	8.899714
Probability	0.011680

7- Action pipi



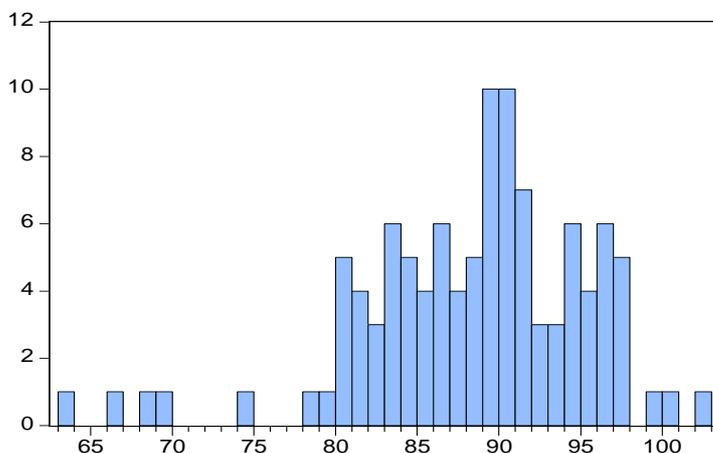
Series: PIPI	
Sample 1/01/2009 6/01/2009	
Observations 106	
Mean	292.6604
Median	325.0000
Maximum	390.0000
Minimum	170.0000
Std. Dev.	77.97801
Skewness	-0.297078
Kurtosis	1.429586
Jarque-Bera	12.45156
Probability	0.001978

8- Action proc



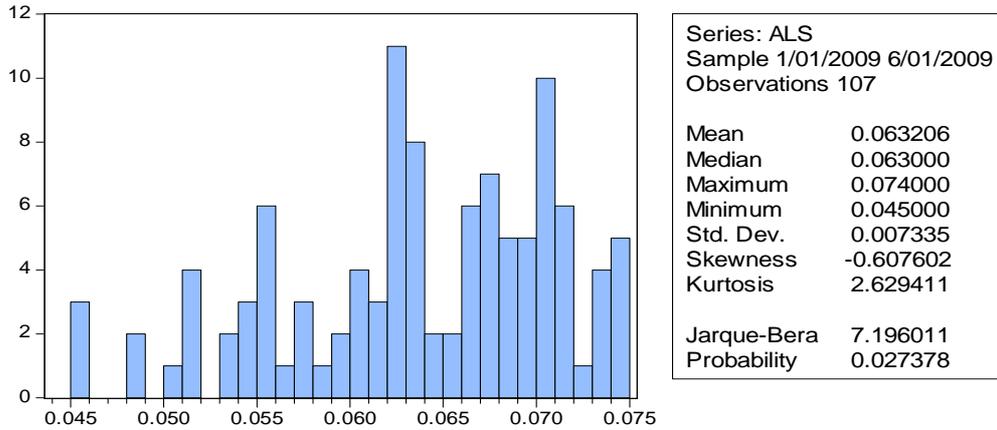
Series: PROC	
Sample 1/01/2009 6/01/2009	
Observations 105	
Mean	461.3810
Median	475.0000
Maximum	530.0000
Minimum	345.0000
Std. Dev.	50.12722
Skewness	-0.691843
Kurtosis	2.506265
Jarque-Bera	9.442840
Probability	0.008903

9- Action safae

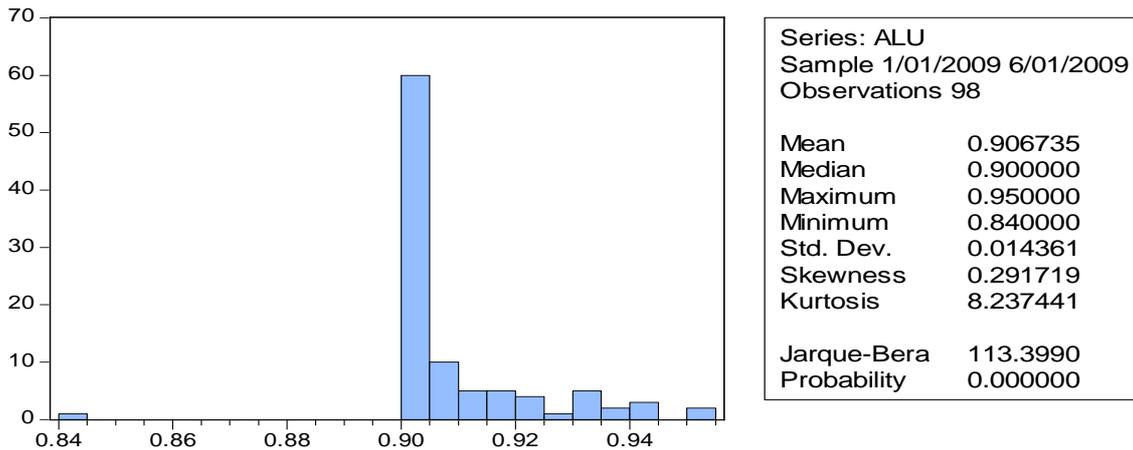


Series: SAFAE	
Sample 1/01/2009 6/01/2009	
Observations 106	
Mean	87.89623
Median	89.00000
Maximum	102.0000
Minimum	63.00000
Std. Dev.	6.943211
Skewness	-0.966427
Kurtosis	4.745886
Jarque-Bera	29.96286
Probability	0.000000

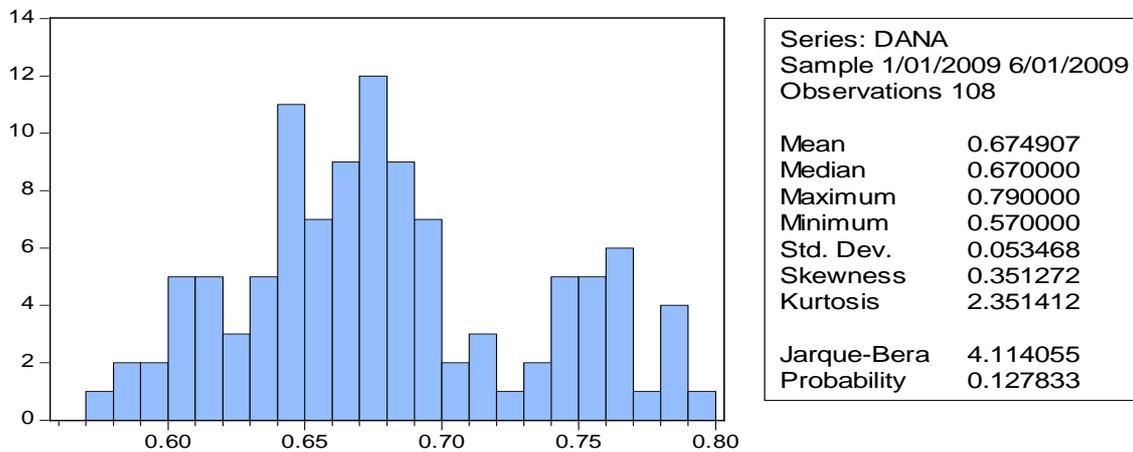
1- Action als



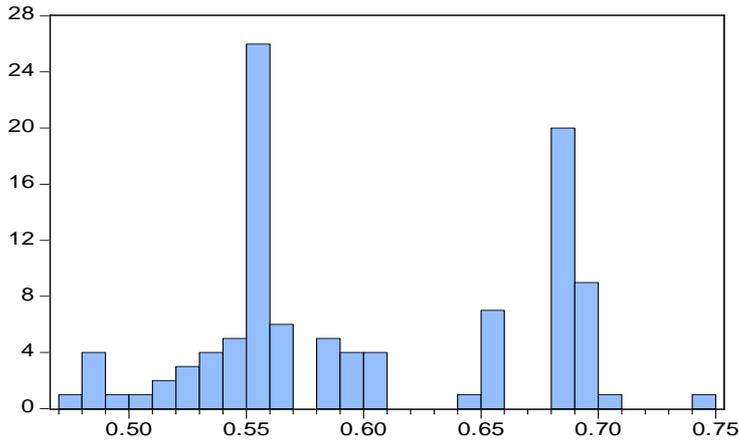
2- Action alu



3- Action dana



4- Action dut

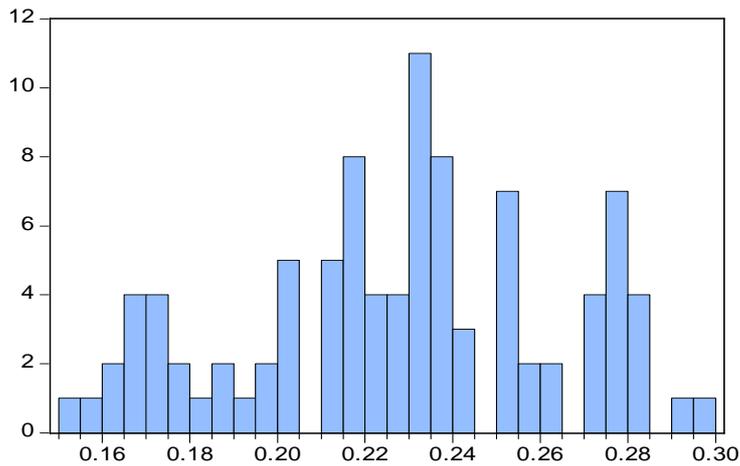


Series: DUT
Sample 1/01/2009 6/01/2009
Observations 105

Mean 0.599476
Median 0.569231
Maximum 0.746154
Minimum 0.476332
Std. Dev. 0.067783
Skewness 0.220282
Kurtosis 1.727294

Jarque-Bera 7.935713
Probability 0.018914

Action est

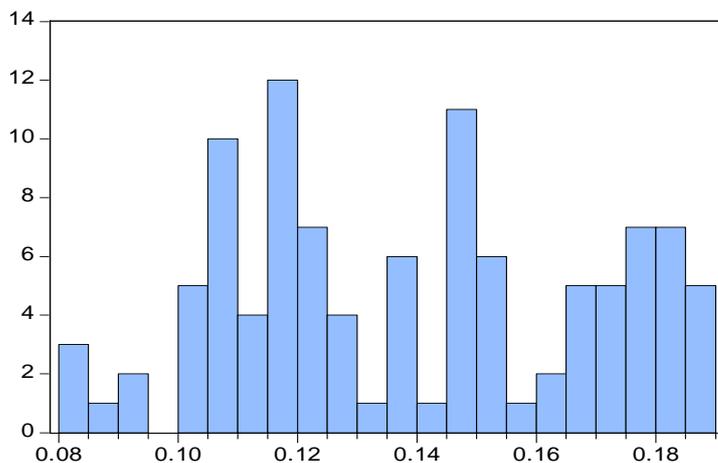


Series: EST
Sample 1/01/2009 6/01/2009
Observations 96

Mean 0.226375
Median 0.230000
Maximum 0.296000
Minimum 0.150000
Std. Dev. 0.035791
Skewness -0.175473
Kurtosis 2.311594

Jarque-Bera 2.388261
Probability 0.302967

Action isl

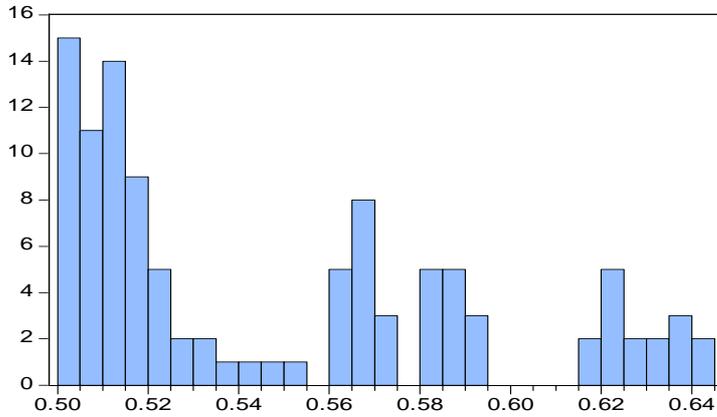


Series: ISL
Sample 1/01/2009 6/01/2009
Observations 105

Mean 0.138754
Median 0.135571
Maximum 0.185714
Minimum 0.083571
Std. Dev. 0.029809
Skewness 0.059816
Kurtosis 1.810375

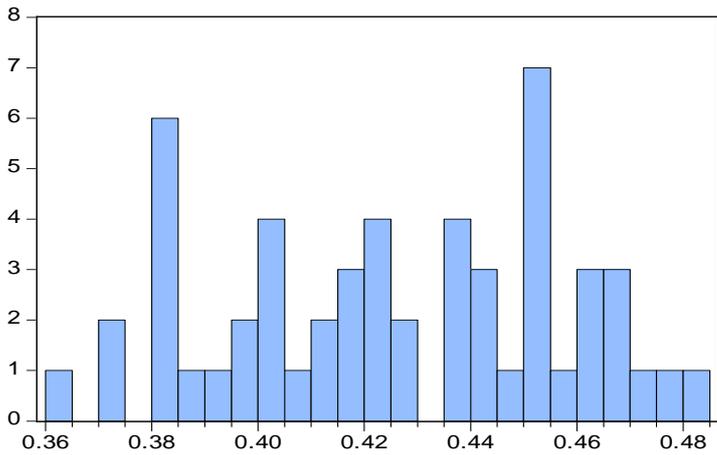
Jarque-Bera 6.254152
Probability 0.043846

Action mar



Series: MAR	
Sample 1/01/2009 6/01/2009	
Observations 107	
Mean	0.547519
Median	0.522727
Maximum	0.640909
Minimum	0.500000
Std. Dev.	0.044195
Skewness	0.729146
Kurtosis	2.198738
Jarque-Bera	12.34351
Probability	0.002088

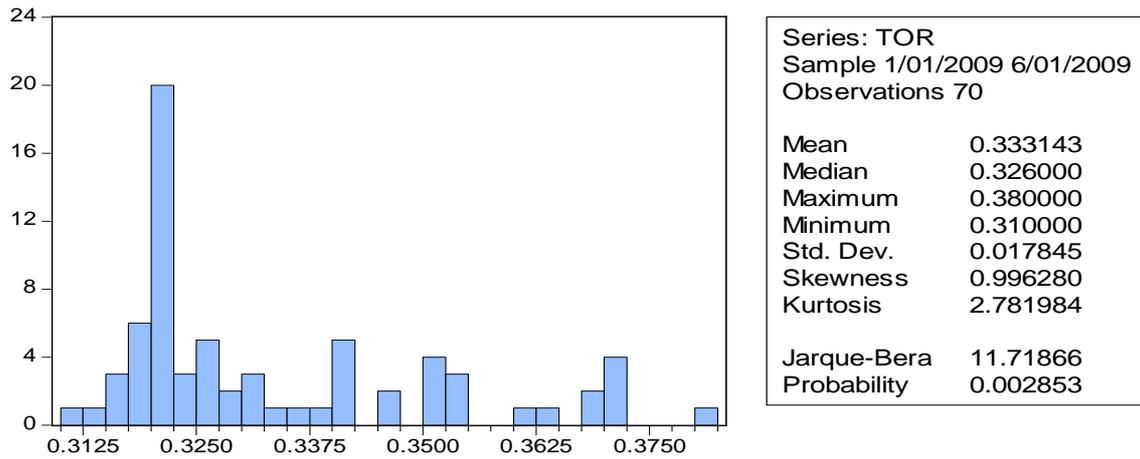
Action nat



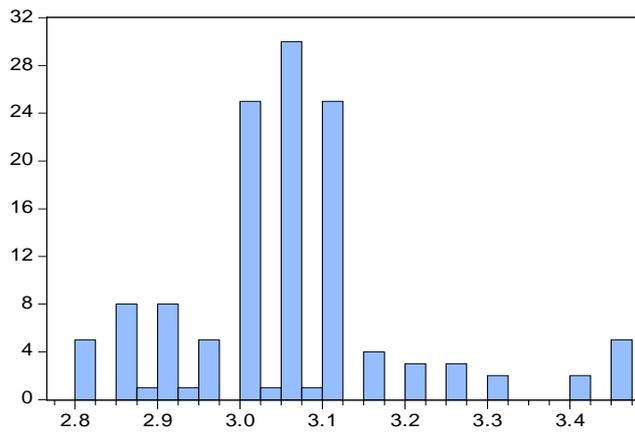
Series: NAT	
Sample 1/01/2009 6/01/2009	
Observations 54	
Mean	0.424296
Median	0.423000
Maximum	0.480000
Minimum	0.364000
Std. Dev.	0.031543
Skewness	-0.126866
Kurtosis	1.872717
Jarque-Bera	3.004081
Probability	0.222675

Action tor

الملحق رقم 7: اختبار Skewness, Kurtosis, Bera-Jarque للتوزيع الطبيعي لبورصة البحرين

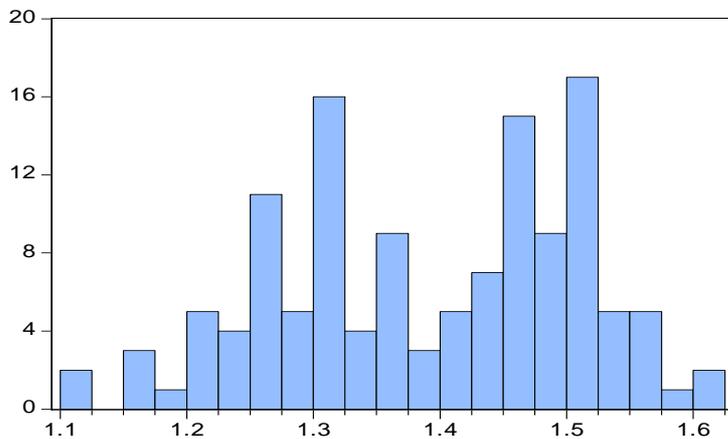


1- Action comb



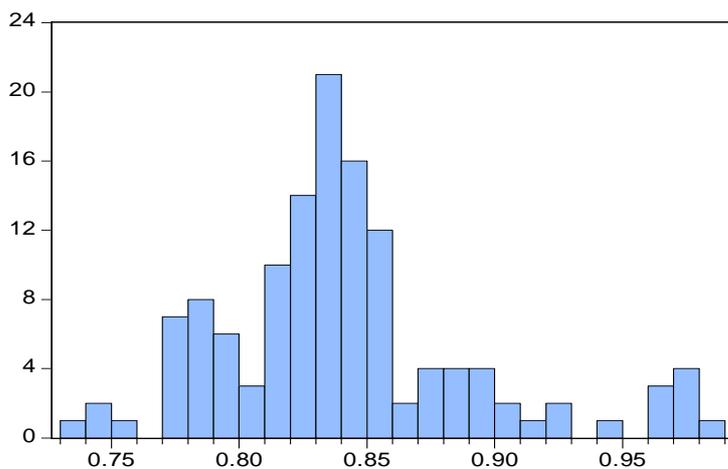
Series: COMB	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	3.049535
Median	3.050000
Maximum	3.460000
Minimum	2.800000
Std. Dev.	0.138032
Skewness	0.971249
Kurtosis	4.759359
Jarque-Bera	36.91894
Probability	0.000000

2- action dfm



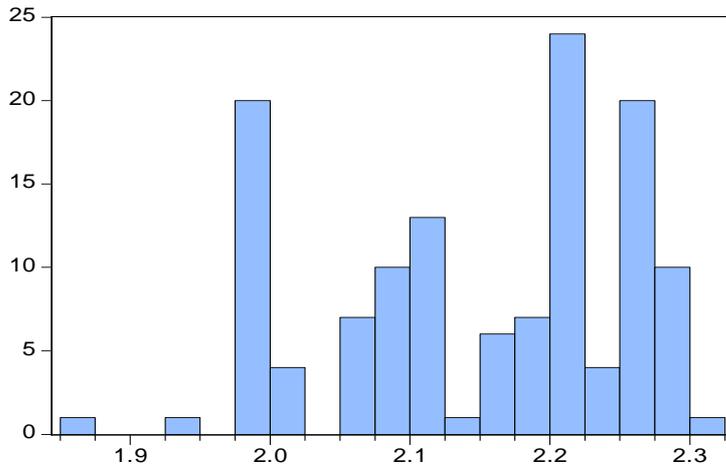
Series: DFM	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	1.388992
Median	1.400000
Maximum	1.610000
Minimum	1.110000
Std. Dev.	0.117811
Skewness	-0.253080
Kurtosis	2.056156
Jarque-Bera	6.165343
Probability	0.045837

3- Action dinv



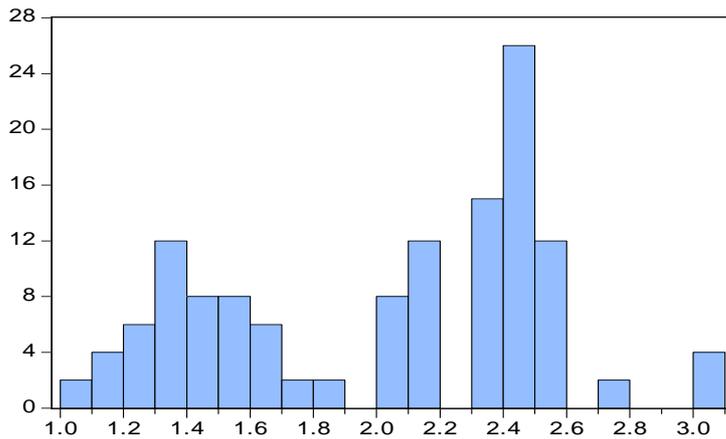
Series: DINV	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	0.839907
Median	0.836000
Maximum	0.980000
Minimum	0.735000
Std. Dev.	0.050066
Skewness	0.854096
Kurtosis	4.073157
Jarque-Bera	21.87401
Probability	0.000018

4- Action dni



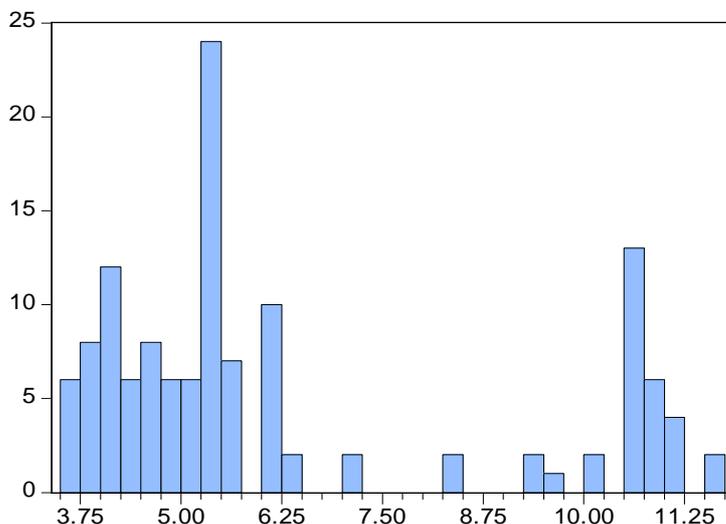
Series: DNI	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	2.145271
Median	2.180000
Maximum	2.300000
Minimum	1.870000
Std. Dev.	0.105934
Skewness	-0.363336
Kurtosis	1.998833
Jarque-Bera	8.225830
Probability	0.016360

5- Action doc



Series: DOC	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	2.002093
Median	2.180000
Maximum	3.000000
Minimum	1.030000
Std. Dev.	0.520759
Skewness	-0.268604
Kurtosis	1.809690
Jarque-Bera	9.166688
Probability	0.010221

6- Action dref



Series: DREF	
Sample 1/01/2009 6/30/2009	
Observations 129	
Mean	6.310310
Median	5.380000
Maximum	11.50000
Minimum	3.550000
Std. Dev.	2.517049
Skewness	0.965119
Kurtosis	2.353629
Jarque-Bera	22.27192
Probability	0.000015

الملحق رقم 8: اختبار Skewness, Kurtosis, Bera-Jarque للتوزيع الطبيعي لبورصة دبي

AEIV -1 سهم

Null Hypothesis: AEIV has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.3443	-2.467152	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.993746		1% level	Test critical values:
	-3.427203		5% level	
	-3.136898		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(AEIV) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-12.07698	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.993746		1% level	Test critical values:
	-3.427203		5% level	
	-3.136898		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: AEIV has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.4702	-2.230428	Phillips-Perron test statistic		
	-3.993608		1% level	Test critical values:
	-3.427137		5% level	
	-3.136859		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(AEIV) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-11.99323	Phillips-Perron test statistic		
	-3.993746		1% level	Test critical values:
	-3.427203		5% level	
	-3.136898		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

ARBK -2 سهم

Null Hypothesis: ARBK has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.2225	-2.737488	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.993608		1% level	Test critical values:
	-3.427137		5% level	
	-3.136859		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ARBK) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-15.66648	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.993746		1% level	Test critical values:
	-3.427203		5% level	
	-3.136898		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: ARBK has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.2401	-2.693801	Phillips-Perron test statistic		
	-3.993608		1% level	Test critical values:
	-3.427137		5% level	
	-3.136859		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ARBK) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 7 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-15.73936	Phillips-Perron test statistic		
	-3.993746		1% level	Test critical values:
	-3.427203		5% level	
	-3.136898		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

3- سهم ARED

Null Hypothesis: ARED has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.7010	-1.802411	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.993746		1% level	Test critical values:
	-3.427203		5% level	
	-3.136898		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ARED) has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-13.94349	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.993746		1% level	Test critical values:
	-3.427203		5% level	
	-3.136898		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: ARED has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.7186	-1.765829	Phillips-Perron test statistic		
	-3.993608		1% level	Test critical values:
	-3.427137		5% level	
	-3.136859		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ARED) has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-13.88879	Phillips-Perron test statistic		
	-3.993746		1% level	Test critical values:
	-3.427203		5% level	
	-3.136898		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

EXFB -4 سهم

Null Hypothesis: EXFB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.2302	-2.717995	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.993608		1% level	Test critical values:
	-3.427137		5% level	
	-3.136859		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(EXFB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-14.44191	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.993746		1% level	Test critical values:
	-3.427203		5% level	
	-3.136898		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: EXFB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.1798	-2.853046	Phillips-Perron test statistic		
	-3.993608		1% level	Test critical values:
	-3.427137		5% level	
	-3.136859		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(EXFB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 6 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-14.36401	Phillips-Perron test statistic		
	-3.993746		1% level	Test critical values:
	-3.427203		5% level	
	-3.136898		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

5- سهم jogn

Null Hypothesis: JOGN has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.2330	-2.711263	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.993885		1% level	Test critical values:
	-3.427271		5% level	
	-3.136938		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(JOJGN) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-9.757569	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.993885		1% level	Test critical values:
	-3.427271		5% level	
	-3.136938		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: JOGN has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 7 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.2400	-2.693924	Phillips-Perron test statistic		
	-3.993608		1% level	Test critical values:
	-3.427137		5% level	
	-3.136859		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(JOJGN) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 6 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-18.78378	Phillips-Perron test statistic		
	-3.993746		1% level	Test critical values:
	-3.427203		5% level	
	-3.136898		10% level	

الملحق رقم 9: اختبار ADF , pp لاستقرارية السلاسل الزمنية لبورصة عمان

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

6- سهم JOGP

Null Hypothesis: JOGP has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0085	-4.044847	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.993608		1% level	Test critical values:
	-3.427137		5% level	
	-3.136859		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(JOGP) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-18.42933	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.993746		1% level	Test critical values:
	-3.427203		5% level	
	-3.136898		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: JOGP has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0115	-3.948687	Phillips-Perron test statistic		
	-3.993608		1% level	Test critical values:
	-3.427137		5% level	
	-3.136859		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(JOGP) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-18.78190	Phillips-Perron test statistic		
	-3.993746		1% level	Test critical values:
	-3.427203		5% level	
	-3.136898		10% level	

الملحق رقم 9: اختبار ADF , لاستقرارية السلاسل الزمنية لبورصة عمان

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

JOIB -7 سهم

Null Hypothesis: JOIB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.1952	-2.809368	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.993608		1% level	Test critical values:
	-3.427137		5% level	
	-3.136859		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(JOIB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-17.76036	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.993746		1% level	Test critical values:
	-3.427203		5% level	
	-3.136898		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: JOIB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 2 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.2376	-2.699883	Phillips-Perron test statistic		
	-3.993608		1% level	Test critical values:
	-3.427137		5% level	
	-3.136859		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(JOIB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-17.89598	Phillips-Perron test statistic		
	-3.993746		1% level	Test critical values:
	-3.427203		5% level	
	-3.136898		10% level	

الملحق رقم 9: اختبار ADF , لاستقرارية السلاسل الزمنية لبورصة عمان

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

MEIN -8 سهم

Null Hypothesis: MEIN has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.5716	-2.048464	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.993608		1% level	Test critical values:
	-3.427137		5% level	
	-3.136859		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(MEIN) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-16.02587	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.993746		1% level	Test critical values:
	-3.427203		5% level	
	-3.136898		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: MEIN has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.5655	-2.059465	Phillips-Perron test statistic		
	-3.993608		1% level	Test critical values:
	-3.427137		5% level	
	-3.136859		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(MEIN) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-16.02769	Phillips-Perron test statistic		
	-3.993746		1% level	Test critical values:
	-3.427203		5% level	
	-3.136898		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

NQAL -9 سهم

Null Hypothesis: NAQL has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0118	-3.941420	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.993746		1% level	Test critical values:
	-3.427203		5% level	
	-3.136898		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(NAQL) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-11.25226	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.994026		1% level	Test critical values:
	-3.427339		5% level	
	-3.136978		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: NAQL has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 8 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0279	-3.646301	Phillips-Perron test statistic		
	-3.993608		1% level	Test critical values:
	-3.427137		5% level	
	-3.136859		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(NAQL) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 17 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-14.33841	Phillips-Perron test statistic		

الملحق رقم 9: اختبار ADF , pp لاستقرارية السلاسل الزمنية لبورصة عمان

-3.993746	1% level	Test critical values:
-3.427203	5% level	
-3.136898	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

UAIC -10 سهم

Null Hypothesis: UAIC has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.5636	-2.062876	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.993746		1% level	Test critical values:
	-3.427203		5% level	
	-3.136898		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(UAIC) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-11.81572	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.993746		1% level	Test critical values:
	-3.427203		5% level	
	-3.136898		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: UAIC has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 7 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.5139	-2.152082	Phillips-Perron test statistic		
	-3.993608		1% level	Test critical values:
	-3.427137		5% level	
	-3.136859		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(UAIC) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-11.86442	Phillips-Perron test statistic		

الملحق رقم 9: اختبار ADF , pp لاستقرارية السلاسل الزمنية لبورصة عمان

-3.993746	1% level	Test critical values:
-3.427203	5% level	
-3.136898	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

1- Action socf

Null Hypothesis: SOCF has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0288	-3.669673	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.046925		1% level	Test critical values:
	-3.452764		5% level	
	-3.151911		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(SOCF) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-7.378676	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.046925		1% level	Test critical values:
	-3.452764		5% level	
	-3.151911		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: SOCF has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 2 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.1187	-3.070690	Phillips-Perron test statistic		
	-4.046072		1% level	Test critical values:
	-3.452358		5% level	
	-3.151673		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(SOCF) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-7.303353	Phillips-Perron test statistic		
	-4.046925		1% level	Test critical values:
	-3.452764		5% level	
	-3.151911		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

2- Action tunb

Null Hypothesis: TUNB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.7701	-1.640782	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.046925		1% level	Test critical values:
	-3.452764		5% level	
	-3.151911		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(TUNB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-7.558886	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.046925		1% level	Test critical values:
	-3.452764		5% level	
	-3.151911		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: TUNB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 6 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.7282	-1.736325	Phillips-Perron test statistic		
	-4.046072		1% level	Test critical values:
	-3.452358		5% level	
	-3.151673		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(TUNB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-7.872383	Phillips-Perron test statistic		
	-4.046925		1% level	Test critical values:
	-3.452764		5% level	
	-3.151911		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

3- Action tunre

Null Hypothesis: TUNRE has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 11 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.5362	-2.104939	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.056461		1% level	Test critical values:
	-3.457301		5% level	
	-3.154562		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(TUNRE) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 10 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0199	-3.814256	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.056461		1% level	Test critical values:
	-3.457301		5% level	
	-3.154562		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(TUNRE,2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 9 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-14.48888	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.056461		1% level	Test critical values:
	-3.457301		5% level	
	-3.154562		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: TUNRE has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 11 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.1575	-2.929692	Phillips-Perron test statistic		
	-4.046072		1% level	Test critical values:
	-3.452358		5% level	
	-3.151673		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الملحق رقم 10: اختبار ADF, PP لاستقرارية السلاسل الزمنية لبورصة تونس

Null Hypothesis: D(TUNRE) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 35 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat	
0.0000	-13.28803	Phillips-Perron test statistic
	-4.046925	1% level Test critical values:
	-3.452764	5% level
	-3.151911	10% level

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

1- Action ban

Null Hypothesis: BAN has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic		
0.5075	-2.159586	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.031309	1% level	Test critical values:
	-3.445308	5% level	
	-3.147545	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(BAN) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-11.59497	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.031899	1% level	Test critical values:
	-3.445590	5% level	
	-3.147710	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: BAN has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.5192	-2.138515	Phillips-Perron test statistic	
	-4.031309	1% level	Test critical values:
	-3.445308	5% level	
	-3.147545	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(BAN) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0000	-11.59490	Phillips-Perron test statistic	
	-4.031899	1% level	Test critical values:
	-3.445590	5% level	
	-3.147710	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

2- action iamar

Null Hypothesis: IAMAR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0425	-3.510107	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(IAMAR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-13.08038	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: IAMAR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 0 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0425	-3.510107	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(IAMAR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-13.41407	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

3- Action inmab

الملحق رقم 11: اختبار ADF, PP لاستقرارية السلاسل الزمنية لبورصة السعودية

Null Hypothesis: INMAB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.5728	-2.041508	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(INMAB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-13.03863	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: INMAB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.6273	-1.940725	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(INMAB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-13.08430	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

4- Action kaych

الملحق رقم 11: اختبار ADF, PP لاستقرارية السلاسل الزمنية لبورصة السعودية

Null Hypothesis: KAYCH has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.7173	-1.762309	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(KAYCH) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-12.27765	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: KAYCH has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 2 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.7697	-1.644645	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(KAYCH) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 0 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-12.27765	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

5- action rabbt

Null Hypothesis: RABBT has a unit root

الملحق رقم 11: اختبار ADF, PP لاستقرارية السلاسل الزمنية لبورصة السعودية

Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.8434	-1.443627	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(RABBT) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-10.19245	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: RABBT has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.8000	-1.568684	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(RABBT) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-10.17093	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

6- Action rajb

Null Hypothesis: RAJB has a unit root

الملحق رقم 11: اختبار ADF, PP لاستقرارية السلاسل الزمنية لبورصة السعودية

Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.7700	-1.643820	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(RAJB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-11.20888	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: RAJB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.8181	-1.519115	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(RAJB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 8 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-11.45330	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

7- Action saak

Null Hypothesis: SAAK has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

الملحق رقم 11: اختبار ADF, PP لاستقرارية السلاسل الزمنية لبورصة السعودية

Prob.*	t-Statistic		
0.5457	-2.090662	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.031309		1% level Test critical values:
	-3.445308		5% level
	-3.147545		10% level

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(SAAK) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-12.74789	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.031899		1% level Test critical values:
	-3.445590		5% level
	-3.147710		10% level

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: SAAK has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 6 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.5239	-2.130026	Phillips-Perron test statistic	
	-4.031309		1% level Test critical values:
	-3.445308		5% level
	-3.147545		10% level

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(SAAK) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0000	-12.70854	Phillips-Perron test statistic	
	-4.031899		1% level Test critical values:
	-3.445590		5% level
	-3.147710		10% level

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

8- Action safrb

Null Hypothesis: SAFRB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

الملحق رقم 11: اختبار ADF, PP لاستقرارية السلاسل الزمنية لبورصة السعودية

Prob.*	t-Statistic		
0.7077	-1.782472	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.031309	1% level	Test critical values:
	-3.445308	5% level	
	-3.147545	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(SAFRB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-10.93949	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.031899	1% level	Test critical values:
	-3.445590	5% level	
	-3.147710	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: SAFRB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.7068	-1.784316	Phillips-Perron test statistic	
	-4.031309	1% level	Test critical values:
	-3.445308	5% level	
	-3.147545	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(SAFRB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0000	-10.93607	Phillips-Perron test statistic	
	-4.031899	1% level	Test critical values:
	-3.445590	5% level	
	-3.147710	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

9- Action sama

Null Hypothesis: SAMA has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic		

الملحق رقم 11: اختبار ADF, PP لاستقرارية السلاسل الزمنية لبورصة السعودية

0.7196	-1.757385	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(SAMA) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-9.440459	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: SAMA has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.6037	-1.984753	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(SAMA) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 0 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-9.440459	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

10- Action satr

Null Hypothesis: SATR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.3284	-2.498661	Augmented Dickey-Fuller test statistic		

الملحق رقم 11: اختبار ADF, PP لاستقرارية السلاسل الزمنية لبورصة السعودية

-4.031309	1% level	Test critical values:
-3.445308	5% level	
-3.147545	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(SATR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic	
0.0000	-10.29006	Augmented Dickey-Fuller test statistic
	-4.032498	1% level Test critical values:
	-3.445877	5% level
	-3.147878	10% level

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: SATR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat	
0.4033	-2.351140	Phillips-Perron test statistic
	-4.031309	1% level Test critical values:
	-3.445308	5% level
	-3.147545	10% level

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(SATR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 8 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat	
0.0000	-14.15138	Phillips-Perron test statistic
	-4.031899	1% level Test critical values:
	-3.445590	5% level
	-3.147710	10% level

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

1- Action af

Null Hypothesis: AF has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 7 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0002	-5.113197	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.995956		1% level	Test critical values:
	-3.428273		5% level	
	-3.137529		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: AF has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 21 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-14.95611	Phillips-Perron test statistic		
	-3.994891		1% level	Test critical values:
	-3.427758		5% level	
	-3.137225		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

2- Action al

Null Hypothesis: AL has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 8 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0020	-4.479313	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.996113		1% level	Test critical values:
	-3.428349		5% level	
	-3.137574		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: AL has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 34 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-13.61867	Phillips-Perron test statistic		
	-3.994891		1% level	Test critical values:
	-3.427758		5% level	
	-3.137225		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

3- Action atl

Null Hypothesis: ATL has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-13.37699	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.995040		1% level	Test critical values:
	-3.427830		5% level	
	-3.137268		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: ATL has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 19 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-15.31554	Phillips-Perron test statistic		
	-3.994891		1% level	Test critical values:
	-3.427758		5% level	
	-3.137225		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

4- Action bcp

Null Hypothesis: BCP has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 7 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-6.170544	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.995956		1% level	Test critical values:
	-3.428273		5% level	
	-3.137529		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: BCP has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 44 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-12.29355	Phillips-Perron test statistic		
	-3.994891		1% level	Test critical values:
	-3.427758		5% level	
	-3.137225		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

5- Action bm

Null Hypothesis: BM has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 8 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0013	-4.587804	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.996113		1% level	Test critical values:
	-3.428349		5% level	
	-3.137574		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: BM has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 14 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-14.30698	Phillips-Perron test statistic		
	-3.994891		1% level	Test critical values:
	-3.427758		5% level	
	-3.137225		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

6- Action bmc

Null Hypothesis: BMC has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 4 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-15.41792	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.995492		1% level	Test critical values:
	-3.428049		5% level	
	-3.137397		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: BMC has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 78 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-8.971712	Phillips-Perron test statistic		
	-3.994891		1% level	Test critical values:
	-3.427758		5% level	
	-3.137225		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

7- Action ci

Null Hypothesis: CI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 8 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0006	-4.788203	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.996113		1% level	Test critical values:
	-3.428349		5% level	
	-3.137574		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: CI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 63 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-12.28683	Phillips-Perron test statistic		
	-3.994891		1% level	Test critical values:
	-3.427758		5% level	
	-3.137225		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

8- Action ctm

Null Hypothesis: CTM has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 7 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-6.131129	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.995956		1% level	Test critical values:
	-3.428273		5% level	
	-3.137529		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: CTM has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 75 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-11.72618	Phillips-Perron test statistic		
	-3.994891		1% level	Test critical values:
	-3.427758		5% level	
	-3.137225		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

9- Action m2

Null Hypothesis: M2 has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 8 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.2453	-2.681406	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.996113		1% level	Test critical values:
	-3.428349		5% level	
	-3.137574		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 7 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-16.98595	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.996113		1% level	Test critical values:
	-3.428349		5% level	
	-3.137574		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: M2 has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 251 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-10.19659	Phillips-Perron test statistic		
	-3.994891		1% level	Test critical values:
	-3.427758		5% level	
	-3.137225		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

10- Action mi

Null Hypothesis: MI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic based on SIC, MAXLAG=15)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-12.97181	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-3.995189		1% level	Test critical values:
	-3.427902		5% level	
	-3.137310		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: MI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 6 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-18.91362	Phillips-Perron test statistic		
	-3.994891		1% level	Test critical values:
	-3.427758		5% level	
	-3.137225		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

1- Action arac

Null Hypothesis: ARAC has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.1705	-2.886499	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ARAC) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-7.554157	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: ARAC has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.5277	-2.123215	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ARAC) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 13 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-7.001992	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

2- Action beb

Null Hypothesis: BEB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.6659	-1.866639	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(BEB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-7.461900	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: BEB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.7436	-1.705054	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(BEB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 2 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-7.401519	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

3- Action comi

Null Hypothesis: COMI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.9462	-0.948939	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(COMI) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-8.372269	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: COMI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.9713	-0.688518	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(COMI) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-8.322637	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

4- Action egyg

Null Hypothesis: EGYG has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.4962	-2.180121	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(EGYG) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-11.14899	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: EGYG has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.5477	-2.087042	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(EGYG) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 9 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-11.21611	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

5- Action egyk

Null Hypothesis: EGYK has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.6557	-1.886592	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(EGYK) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-7.678068	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: EGYK has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 7 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.9022	-1.217475	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(EGYK) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 22 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-7.132499	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

6- Action egym

Null Hypothesis: EGYM has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0002	-5.166413	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: EGYM has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0336	-3.601192	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(EGYM) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 17 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-6.307872	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

7- Action expb

Null Hypothesis: EXPB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.5131	-2.149390	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(EXPB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-8.798624	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: EXPB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.7590	-1.669905	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(EXPB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 12 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-8.566052	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

8- Action lece

Null Hypothesis: LECE has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.8092	-1.544022	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LECE) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-9.603763	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LECE has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.7092	-1.779384	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LECE) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 6 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-9.483777	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

9- Action orac

Null Hypothesis: ORAC has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.3827	-2.390461	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.032498		1% level	Test critical values:
	-3.445877		5% level	
	-3.147878		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ORAC) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-7.353848	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.032498		1% level	Test critical values:
	-3.445877		5% level	
	-3.147878		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: ORAC has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.4531	-2.258436	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ORAC) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 18 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-6.080058	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

10- Action watb

Null Hypothesis: WATB has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 2 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-6.801747	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.053392		1% level	Test critical values:
	-3.455842		5% level	
	-3.153710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: WATB has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Bandwidth: 7 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-6.216990	Phillips-Perron test statistic		
	-4.042042		1% level	Test critical values:
	-3.450436		5% level	
	-3.150549		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

1- Action ahlb

Null Hypothesis: AHLB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.1501	-2.954404	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.046072		1% level	Test critical values:
	-3.452358		5% level	
	-3.151673		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(AHLB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-11.48136	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.046925		1% level	Test critical values:
	-3.452764		5% level	
	-3.151911		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: AHLB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.1538	-2.942083	Phillips-Perron test statistic		
	-4.046072		1% level	Test critical values:
	-3.452358		5% level	
	-3.151673		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(AHLB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-11.48337	Phillips-Perron test statistic		
	-4.046925		1% level	Test critical values:
	-3.452764		5% level	
	-3.151911		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

2- Action ahunb

Null Hypothesis: AHUNB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

Prob.*	t-Statistic			
0.4421	-2.276322	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.063233		1% level	Test critical values:
	-3.460516		5% level	
	-3.156439		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(AHUNB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-10.80722	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.072415		1% level	Test critical values:
	-3.464865		5% level	
	-3.158974		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: AHUNB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 2 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.5758	-2.032051	Phillips-Perron test statistic		
	-4.063233		1% level	Test critical values:
	-3.460516		5% level	
	-3.156439		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(AHUNB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-11.02271	Phillips-Perron test statistic		
	-4.072415		1% level	Test critical values:
	-3.464865		5% level	
	-3.158974		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

3- Action comc

Null Hypothesis: COMC has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

Prob.*	t-Statistic			
0.2674	-2.632458	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.068290		1% level	Test critical values:
	-3.462912		5% level	
	-3.157836		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(COMC) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-9.557167	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.081666		1% level	Test critical values:
	-3.469235		5% level	
	-3.161518		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: COMC has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.2511	-2.671260	Phillips-Perron test statistic		
	-4.068290		1% level	Test critical values:
	-3.462912		5% level	
	-3.157836		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(COMC) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-10.02183	Phillips-Perron test statistic		
	-4.081666		1% level	Test critical values:
	-3.469235		5% level	
	-3.161518		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

4- Action gulb

Null Hypothesis: GULB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.1511	-2.951452	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.048682		1% level	Test critical values:
	-3.453601		5% level	
	-3.152400		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(GULB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-11.45103	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.050509		1% level	Test critical values:
	-3.454471		5% level	
	-3.152909		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: GULB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 6 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.1922	-2.823955	Phillips-Perron test statistic		
	-4.048682		1% level	Test critical values:
	-3.453601		5% level	
	-3.152400		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(GULB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 6 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-11.70197	Phillips-Perron test statistic		
	-4.050509		1% level	Test critical values:
	-3.454471		5% level	
	-3.152909		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

5- Action intb

Null Hypothesis: INTB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.9434	-0.965998	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.048682		1% level	Test critical values:
	-3.453601		5% level	
	-3.152400		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(INTB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-10.58130	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.050509		1% level	Test critical values:
	-3.454471		5% level	
	-3.152909		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: INTB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.9300	-1.059858	Phillips-Perron test statistic		
	-4.048682		1% level	Test critical values:
	-3.453601		5% level	
	-3.152400		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(INTB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-10.57000	Phillips-Perron test statistic		
	-4.050509		1% level	Test critical values:
	-3.454471		5% level	
	-3.152909		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

6- Action kcem

Null Hypothesis: KCEM has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.8839	-1.291971	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.057528		1% level	Test critical values:
	-3.457808		5% level	
	-3.154859		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(KCEM) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-8.319894	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.068290		1% level	Test critical values:
	-3.462912		5% level	
	-3.157836		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: KCEM has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.9157	-1.142141	Phillips-Perron test statistic		
	-4.057528		1% level	Test critical values:
	-3.457808		5% level	
	-3.154859		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(KCEM) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 7 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-10.86842	Phillips-Perron test statistic		
	-4.063233		1% level	Test critical values:
	-3.460516		5% level	
	-3.156439		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

7- Action pipi

Null Hypothesis: PIPI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.9365	-1.016574	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.048682		1% level	Test critical values:
	-3.453601		5% level	
	-3.152400		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(PIPI) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-9.403356	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.050509		1% level	Test critical values:
	-3.454471		5% level	
	-3.152909		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: PIPI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 2 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.9061	-1.194099	Phillips-Perron test statistic		
	-4.048682		1% level	Test critical values:
	-3.453601		5% level	
	-3.152400		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(PIPI) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-9.382370	Phillips-Perron test statistic		
	-4.050509		1% level	Test critical values:
	-3.454471		5% level	
	-3.152909		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

8- Action proc

Null Hypothesis: PROC has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.9425	-0.972739	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.050509		1% level	Test critical values:
	-3.454471		5% level	
	-3.152909		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(PROC) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-11.21538	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.053392		1% level	Test critical values:
	-3.455842		5% level	
	-3.153710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: PROC has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.9571	-0.846545	Phillips-Perron test statistic		
	-4.050509		1% level	Test critical values:
	-3.454471		5% level	
	-3.152909		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(PROC) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-11.17890	Phillips-Perron test statistic		
	-4.053392		1% level	Test critical values:
	-3.455842		5% level	
	-3.153710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

9- Action safae

Null Hypothesis: SAFAE has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.1125	-3.097143	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.048682		1% level	Test critical values:
	-3.453601		5% level	
	-3.152400		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(SAFAE) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-11.52995	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.050509		1% level	Test critical values:
	-3.454471		5% level	
	-3.152909		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: SAFAE has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 2 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.1048	-3.130786	Phillips-Perron test statistic		
	-4.048682		1% level	Test critical values:
	-3.453601		5% level	
	-3.152400		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(SAFAE) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-11.55498	Phillips-Perron test statistic		
	-4.050509		1% level	Test critical values:
	-3.454471		5% level	
	-3.152909		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

1- Action als

Null Hypothesis: ALS has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.6776	-1.841047	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.047795		1% level	Test critical values:
	-3.453179		5% level	
	-3.152153		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ALS) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-7.922106	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.047795		1% level	Test critical values:
	-3.453179		5% level	
	-3.152153		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: ALS has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.6915	-1.813249	Phillips-Perron test statistic		
	-4.046925		1% level	Test critical values:
	-3.452764		5% level	
	-3.151911		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ALS) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 0 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-7.922106	Phillips-Perron test statistic		
	-4.047795		1% level	Test critical values:
	-3.453179		5% level	
	-3.152153		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

2- Action alu

Null Hypothesis: ALU has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

Prob.*	t-Statistic			
0.1595	-2.924985	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.056461		1% level	Test critical values:
	-3.457301		5% level	
	-3.154562		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ALU) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-13.62186	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.056461		1% level	Test critical values:
	-3.457301		5% level	
	-3.154562		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: ALU has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0135	-3.952550	Phillips-Perron test statistic		
	-4.055416		1% level	Test critical values:
	-3.456805		5% level	
	-3.154273		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ALU) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-14.43806	Phillips-Perron test statistic		
	-4.056461		1% level	Test critical values:
	-3.457301		5% level	
	-3.154562		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

3- Action dana

Null Hypothesis: DANA has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.6155	-1.960854	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.046072		1% level	Test critical values:
	-3.452358		5% level	
	-3.151673		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(DANA) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-11.67264	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.046925		1% level	Test critical values:
	-3.452764		5% level	
	-3.151911		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: DANA has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 0 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.6155	-1.960854	Phillips-Perron test statistic		
	-4.046072		1% level	Test critical values:
	-3.452358		5% level	
	-3.151673		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(DANA) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 2 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-11.61115	Phillips-Perron test statistic		
	-4.046925		1% level	Test critical values:
	-3.452764		5% level	
	-3.151911		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

4- Action dut

Null Hypothesis: DUT has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.7112	-1.771558	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.053392		1% level	Test critical values:
	-3.455842		5% level	
	-3.153710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(DUT) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-13.65007	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.053392		1% level	Test critical values:
	-3.455842		5% level	
	-3.153710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: DUT has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.4643	-2.236276	Phillips-Perron test statistic		
	-4.050509		1% level	Test critical values:
	-3.454471		5% level	
	-3.152909		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(DUT) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 2 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-13.46440	Phillips-Perron test statistic		
	-4.053392		1% level	Test critical values:
	-3.455842		5% level	
	-3.153710		10% level	

الملحق رقم 15: اختبار ADF, PP لاستقرارية السلاسل الزمنية لبورصة البحرين

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

5- Action est

Null Hypothesis: EST has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

Prob.*	t-Statistic			
0.7943	-1.575849	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.071006		1% level	Test critical values:
	-3.464198		5% level	
	-3.158586		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(EST) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-7.826209	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.085092		1% level	Test critical values:
	-3.470851		5% level	
	-3.162458		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: EST has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.6824	-1.827842	Phillips-Perron test statistic		
	-4.071006		1% level	Test critical values:
	-3.464198		5% level	
	-3.158586		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(EST) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-7.909384	Phillips-Perron test statistic		
	-4.085092		1% level	Test critical values:
	-3.470851		5% level	
	-3.162458		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

6- Action isl

Null Hypothesis: ISL has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic		
0.1176	-3.076482	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.050509		1% level Test critical values:
	-3.454471		5% level
	-3.152909		10% level

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ISL) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-10.98703	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.053392		1% level Test critical values:
	-3.455842		5% level
	-3.153710		10% level

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: ISL has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.1292	-3.030472	Phillips-Perron test statistic	
	-4.050509		1% level Test critical values:
	-3.454471		5% level
	-3.152909		10% level

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ISL) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 2 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0000	-10.96676	Phillips-Perron test statistic	
	-4.053392		1% level Test critical values:
	-3.455842		5% level
	-3.153710		10% level

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

7- Action mar

Null Hypothesis: MAR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.5872	-2.013134	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.047795		1% level	Test critical values:
	-3.453179		5% level	
	-3.152153		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(MAR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-8.308638	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.047795		1% level	Test critical values:
	-3.453179		5% level	
	-3.152153		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: MAR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.6129	-1.965671	Phillips-Perron test statistic		
	-4.046925		1% level	Test critical values:
	-3.452764		5% level	
	-3.151911		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(MAR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-8.359031	Phillips-Perron test statistic		
	-4.047795		1% level	Test critical values:

الملحق رقم 15: اختبار ADF, PP لاستقرارية السلاسل الزمنية لبورصة البحرين

-3.453179 5% level
-3.152153 10% level

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

8- Action nat

Null Hypothesis: NAT has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

Prob.*	t-Statistic		
0.1184	-3.093550	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.140858	1% level	Test critical values:
	-3.496960	5% level	
	-3.177579	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(NAT) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-8.639108	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.144584	1% level	Test critical values:
	-3.498692	5% level	
	-3.178578	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: NAT has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.1544	-2.955176	Phillips-Perron test statistic	
	-4.140858	1% level	Test critical values:
	-3.496960	5% level	
	-3.177579	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(NAT) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 13 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0000	-11.08640	Phillips-Perron test statistic	
	-4.144584	1% level	Test critical values:
	-3.498692	5% level	
	-3.178578	10% level	

الملحق رقم 15: اختبار ADF, PP لاستقرارية السلاسل الزمنية لبورصة البحرين

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

9- Action tor

Null Hypothesis: TOR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

Prob.*	t-Statistic			
0.9513	-0.876044	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.133838		1% level	Test critical values:
	-3.493692		5% level	
	-3.175693		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(TOR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-11.56895	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.118444		1% level	Test critical values:
	-3.486509		5% level	
	-3.171541		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: TOR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.5328	-2.105773	Phillips-Perron test statistic		
	-4.105534		1% level	Test critical values:
	-3.480463		5% level	
	-3.168039		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(TOR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0000	-11.29988	Phillips-Perron test statistic		
	-4.118444		1% level	Test critical values:
	-3.486509		5% level	
	-3.171541		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الملحق رقم 15: اختبار ADF, PP لاستقرارية السلاسل الزمنية لبورصة البحرين

1- Action comb

Null Hypothesis: COMB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic		
0.0183	-3.824609	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.031309	1% level	Test critical values:
	-3.445308	5% level	
	-3.147545	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(COMB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-12.74752	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.031899	1% level	Test critical values:
	-3.445590	5% level	
	-3.147710	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: COMB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 0 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0183	-3.824609	Phillips-Perron test statistic	
	-4.031309	1% level	Test critical values:
	-3.445308	5% level	
	-3.147545	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(COMB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 15 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0000	-16.00146	Phillips-Perron test statistic	
	-4.031899	1% level	Test critical values:
	-3.445590	5% level	
	-3.147710	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

2- action dfm

Null Hypothesis: DFM has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic		
0.4611	-2.243861	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.031309	1% level	Test critical values:
	-3.445308	5% level	
	-3.147545	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(DFM) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-11.00471	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.031899	1% level	Test critical values:
	-3.445590	5% level	
	-3.147710	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: DFM has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.4242	-2.311853	Phillips-Perron test statistic	
	-4.031309	1% level	Test critical values:
	-3.445308	5% level	
	-3.147545	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(DFM) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 8 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0000	-11.03483	Phillips-Perron test statistic	
	-4.031899	1% level	Test critical values:
	-3.445590	5% level	
	-3.147710	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

3- Action dinv

Null Hypothesis: DINV has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic		
0.7109	-1.775697	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.031309	1% level	Test critical values:
	-3.445308	5% level	
	-3.147545	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(DINV) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-12.41163	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.031899	1% level	Test critical values:
	-3.445590	5% level	
	-3.147710	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: DINV has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.6178	-1.958677	Phillips-Perron test statistic	
	-4.031309	1% level	Test critical values:
	-3.445308	5% level	
	-3.147545	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(DINV) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0000	-12.35314	Phillips-Perron test statistic	
	-4.031899	1% level	Test critical values:
	-3.445590	5% level	
	-3.147710	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

4- Action dni

Null Hypothesis: DNI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 6 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic		
0.0002	-5.241374	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.034997	1% level	Test critical values:
	-3.447072	5% level	
	-3.148578	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: DNI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0027	-4.439993	Phillips-Perron test statistic	
	-4.031309	1% level	Test critical values:
	-3.445308	5% level	
	-3.147545	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

5- Action doc

Null Hypothesis: DOC has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic		
0.4397	-2.283042	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.032498	1% level	Test critical values:
	-3.445877	5% level	
	-3.147878	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(DOC) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-12.44564	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.032498	1% level	Test critical values:
	-3.445877	5% level	
	-3.147878	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الملحق رقم 16: اختبار ADF, PP لاستقرارية السلاسل الزمنية لبورصة دبي

Null Hypothesis: DOC has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 6 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.0041	-4.318751	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

6- Action dref

Null Hypothesis: DREF has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.7885	-1.598241	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(DREF) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

Prob.*	t-Statistic			
0.0000	-10.10428	Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-4.031899		1% level	Test critical values:
	-3.445590		5% level	
	-3.147710		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: DREF has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 6 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat			
0.5972	-1.996798	Phillips-Perron test statistic		
	-4.031309		1% level	Test critical values:
	-3.445308		5% level	
	-3.147545		10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الملحق رقم 16: اختبار ADF, PP لاستقرارية السلاسل الزمنية لبورصة دبي

Null Hypothesis: D(DREF) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West using Bartlett kernel)

Prob.*	Adj. t-Stat		
0.0000	-10.29546	Phillips-Perron test statistic	
	-4.031899	1% level	Test critical values:
	-3.445590	5% level	
	-3.147710	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الملحق رقم 17: اختبار JOHANSEN للتكامل المتزامن

1- بورصة عمان

Date: 12/25/12 Time: 09:52
 Sample (adjusted): 1/08/2009 1/01/2010
 Included observations: 257 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend (restricted)
 Series: AEIV ARBK ARED EXFB JOGN JOGP JOIB MEIN UAIC
 Lags interval (in first differences): 1 to 4

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.199023	242.3607	228.2979	0.0092
At most 1	0.166465	185.3266	187.4701	0.0639
At most 2	0.142700	138.5321	150.5585	0.1945
At most 3	0.118124	98.96233	117.7082	0.4108
At most 4	0.093959	66.65658	88.80380	0.6375
At most 5	0.066304	41.29821	63.87610	0.8036
At most 6	0.042347	23.66695	42.91525	0.8513
At most 7	0.031320	12.54662	25.87211	0.7727
At most 8	0.016855	4.368691	12.51798	0.6883

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

2- بورصة تونس

Date: 12/25/12 Time: 10:07
 Sample (adjusted): 1/08/2009 6/01/2009
 Included observations: 103 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend (restricted)
 Series: POLINA BANKTUNIS SOCF TUNB TUNRE
 Lags interval (in first differences): 1 to 4

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.296596	102.4907	88.80380	0.0036
At most 1 *	0.246365	66.25285	63.87610	0.0311
At most 2	0.178474	37.11956	42.91525	0.1683
At most 3	0.100210	16.87057	25.87211	0.4247
At most 4	0.056537	5.994437	12.51798	0.4610

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

الملحق رقم 17: اختبار JOHANSEN للتكامل المتزامن

3- بورصة السعودية

Date: 12/25/12 Time: 10:18
 Sample (adjusted): 1/08/2009 6/30/2009
 Included observations: 124 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend (restricted)
 Series: BAN INMAB KAYCH RABBT RAJB SAAK SAFRB SAMA SATR
 Lags interval (in first differences): 1 to 4

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.420147	279.7198	228.2979	0.0000
At most 1 *	0.386527	212.1422	187.4701	0.0015
At most 2 *	0.281905	151.5535	150.5585	0.0439
At most 3	0.197780	110.4904	117.7082	0.1309
At most 4	0.190834	83.16433	88.80380	0.1191
At most 5	0.158844	56.90719	63.87610	0.1678
At most 6	0.131979	35.45794	42.91525	0.2267
At most 7	0.090460	17.90704	25.87211	0.3502
At most 8	0.048385	6.149770	12.51798	0.4415

Trace test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

4- بورصة مصر

Date: 12/25/12 Time: 10:24
 Sample (adjusted): 1/08/2009 6/30/2009
 Included observations: 124 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend (restricted)
 Series: ARAC BEB COMI EGYG EGYK EXPB LECE ORAC
 Lags interval (in first differences): 1 to 4

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.326414	207.6347	187.4701	0.0031
At most 1 *	0.307977	158.6374	150.5585	0.0161
At most 2	0.252747	112.9884	117.7082	0.0957
At most 3	0.182701	76.86093	88.80380	0.2654
At most 4	0.146742	51.84386	63.87610	0.3356
At most 5	0.124511	32.16588	42.91525	0.3795
At most 6	0.077959	15.67721	25.87211	0.5187
At most 7	0.044254	5.612638	12.51798	0.5110

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

الملحق رقم 17: اختبار JOHANSEN للتكامل المتزامن

5- بورصة الكويت

Date: 12/25/12 Time: 10:37
 Sample (adjusted): 1/08/2009 6/01/2009
 Included observations: 103 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend (restricted)
 Series: SAFAE PROC PIPI KCEM INTB GULB COMC AHUNB AHLB
 Lags interval (in first differences): 1 to 4

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.468360	311.6727	228.2979	0.0001
At most 1 *	0.432981	246.5983	187.4701	0.0000
At most 2 *	0.362733	188.1599	150.5585	0.0001
At most 3 *	0.338300	141.7516	117.7082	0.0007
At most 4 *	0.304220	99.21844	88.80380	0.0072
At most 5	0.190380	61.85817	63.87610	0.0731
At most 6	0.181695	40.10560	42.91525	0.0929
At most 7	0.100979	19.45198	25.87211	0.2549
At most 8	0.079101	8.487702	12.51798	0.2144

Trace test indicates 5 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

6- بورصة البحرين

Date: 12/25/12 Time: 10:48
 Sample (adjusted): 1/08/2009 6/01/2009
 Included observations: 103 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend (restricted)
 Series: TOR NAT MAR ISL EST DUT DANA ALU ALS
 Lags interval (in first differences): 1 to 4

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.547106	331.7852	228.2979	0.0001
At most 1 *	0.480291	250.1992	187.4701	0.0000
At most 2 *	0.410001	182.7871	150.5585	0.0002
At most 3 *	0.317879	128.4408	117.7082	0.0088
At most 4 *	0.262720	89.03832	88.80380	0.0481
At most 5	0.184111	57.64523	63.87610	0.1495
At most 6	0.158722	36.68708	42.91525	0.1823
At most 7	0.113516	18.88532	25.87211	0.2876
At most 8	0.060926	6.474642	12.51798	0.4025

Trace test indicates 5 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

الملحق رقم 17: اختبار JOHANSEN للتكامل المتزامن

7- بورصة دبي

Date: 12/25/12 Time: 10:50
Sample (adjusted): 1/08/2009 6/30/2009
Included observations: 124 after adjustments
Trend assumption: Linear deterministic trend (restricted)
Series: DFM DINV DOC DREF
Lags interval (in first differences): 1 to 4

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.121605	42.72910	63.87610	0.7474
At most 1	0.108471	26.65135	42.91525	0.7011
At most 2	0.065079	12.41395	25.87211	0.7825
At most 3	0.032286	4.069558	12.51798	0.7320

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

الملخص:

الهدف من الدراسة هو تسليط الضوء على أدبيات كفاءة أسواق رأس المال في الدول النامية وتوضيح أساليب قياس فرضية السوق الكفاء وكذا أهمية ودور المعلومات في كفاءة السوق، ليتم بعد ذلك تقييم كفاءة أسواق المال في كل من بورصة عمان، السعودية، تونس، المغرب، مصر، البحرين ودبي في ضوء تلك الأدبيات باستعمال اختبارات الجذور الأحادية واختبارات التكامل المتزامن من أجل دراسة العلاقة بين أسعار الأسهم في المدى الطويل.

الكلمات المفتاحية: السوق المالية، كفاءة أسواق رأس المال، عدم تماثل المعلومات، التحليل الفني والأساسي، نظرية داو.

Résumé :

L'objectif principal de l'étude est mettre en lumière sur la littérature relative à l'efficacité du marché boursier dans les pays en développement. La thèse décrit également les méthodes de mesure de l'hypothèse des marchés efficaces et le rôle de l'information sur le marché efficace. Ce la permettrait d'évaluer empiriquement l'efficacité du marché boursier et le lien entre les cours des actions dans certains marchés boursiers arabes qui sont Amman, l'Arabie Saoudite, la Tunisie, le Maroc, l'Egypte., Bahreïn et Dubaï en utilisant les racines unitaires et les tests de cointégration.

Mots clés: les marchés financiers, l'efficience des marchés de capitaux, l'asymétrie d'information, l'analyses fondamentales et techniques, théorie de Dow.

ABSTRACT :

The main objective of this study is to shed light on the literature related to the efficiency of stock market in developing countries. The thesis outlines also the measurement methods of efficient market hypothesis and the information's role in the efficient market. This would enable to evaluate empirically the efficiency of stock market and the link among stock prices in some selected Arab stock markets which are Amman, Saudi Arabia, Tunisia, Morocco, Egypt, Bahrain and Dubai by using unit roots and cointegration tests.

Key words: Financial markets, Efficiency of capital markets, asymmetric information, fundamental and technical analysis, Dow theory.