

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة فرحات عباس / سطيف 1

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

تحت عنوان:

## نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية - دراسة قياسية -

تحت إشراف:

أ.د. حمودي حاج صحراوي

من إعداد الطالبة:

سليمة حشايشي

لجنة المناقشة:

الاسم و اللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
أ.د. محفوظ جبار	أستاذ	جامعة سطيف 1	رئيسا
أ.د. حمودي حاج صحراوي	أستاذ	جامعة سطيف 1	مشرفا ومقررا
أ.د. رايح بلعباس	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة المسيلة	مناقشا
د. حمادو بن نعمون	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة قسنطينة	مناقشا
د. جمال معتوق	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة قسنطينة	مناقشا
د. جويذة بلعة	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة سطيف 1	مناقشا

السنة الجامعية: 2017 / 2018

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## الشكر

قال تعالى بعد بسم الله الرحمن الرحيم

"وَإِذْ تَأْتِيَنَّكُمْ لِنِ شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ وَلِنِ كَفَرْتُمْ إِنَّ عَذَابِي لَشَدِيدٌ"

سورة ابراهيم الآية 07

فأحمده سبحانه على ما من به علينا من إتمام هذه الرسالة

كما أتقدم بالشكر الجزيل لسعادة الأستاذ الدكتور حمودي حاج صحراوي

الذي أشرف على هذا العمل وساهم بجهده ووقته من أجل إتمامه

وإخراجه في أحسن صورة

كما لا أنسى كل من ساهم معي في إعداد هذه الرسالة ولو بكلمة طيبة

الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى:

روح والدي الطاهرة أسأل الله أن يسكنه فسيح جناته

الوالدة حفظها الله وأطال في عمرها

زوجي

قرة عيني أبنائي

## فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
III	الشكر
III	الاهداء
III	قائمة المحتويات
III	قائمة الأشكال
III	قائمة الجداول
III	قائمة الملاحق
أ	المقدمة العامة
<b>الفصل الأول: إطار نظري لمفهوم وتقدير المخاطرة</b>	
1	تمهيد:
2	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول المخاطر من منظور اقتصادي
2	المطلب الأول: مفهوم المخاطرة وتصنيفاتها
2	الفرع الأول: مفهوم المخاطرة
4	الفرع الثاني: تصنيفات المخاطرة
6	الفرع الثالث: تقنيات التعامل مع المخاطر
7	المطلب الثاني: ماهية المخاطر المالية.
7	الفرع الأول: مفهوم العائد وطرق قياسه
10	الفرع الثاني: مفهوم المخاطر المالية
14	المطلب الثالث: قياس المخاطرة
14	الفرع الأول: قياس المخاطرة في حالة الاستثمار في أصل فردي
19	الفرع الثاني: قياس المخاطرة في حالة الاستثمار في محفظة مالية
22	المبحث الثاني: المخاطر المحيطة بالاستثمار في الأسواق المالية
22	المطلب الأول: مخاطر ناشئة عن الظروف الاقتصادية العامة

22	الفرع الأول: مخاطر سعر الفائدة
24	الفرع الثاني: مخاطر التضخم
25	الفرع الثالث: مخاطر سعر الصرف
26	الفرع الرابع: مخاطر الظروف السياسية والاجتماعية والاقتصادية العامة
29	المطلب الثاني: المخاطر الناشئة عن ظروف المنشأة المقيدة في السوق المالي
29	الفرع الأول: مخاطر الإدارة
29	الفرع الثاني: مخاطر الصناعة.
30	الفرع الثالث: المخاطر التشغيلية
31	الفرع الرابع: مخاطر الرفع المالي
33	المطلب الثالث: مخاطر ناتجة عن ظروف السوق.
33	الفرع الأول: مخاطر السيولة
34	الفرع الثاني: مخاطر المضاربة
36	الفرع الثالث: مخاطر العدوى.
38	المبحث الثالث: التنوع وتخفيض مخاطر الاستثمار في السوق المالي
38	المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للتنوع
38	الفرع الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية
39	الفرع الثاني: مفهوم التنوع
42	المطلب الثاني: نظرية المنفعة وبناء المحفظة الاستثمارية المثلى
42	الفرع الأول: فرص محفظة الاستثمار
43	الفرع الثاني: دالة المنفعة للمستثمر
45	الفرع الثالث: المحفظة المثلى للمستثمر
46	المطلب الثالث: نموذج السوق
46	الفرع الأول: عرض النموذج
47	الفرع الثاني: نموذج السوق والتنوع
49	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: أهم نماذج تقييم الأصول المالية	
50	تمهيد

51	المبحث الأول: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
51	المطلب الأول: افتراضات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
51	الفرع الأول: عرض افتراضات النموذج
52	الفرع الثاني: مناقشة الافتراضات
53	المطلب الثاني: عرض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
54	الفرع الأول: خط سوق رأس المال
56	الفرع الثاني: خط سوق الأوراق المالية
58	المطلب الثالث: اختبارات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية والانتقادات الموجهة له
58	الفرع الأول: الاختبارات التقليدية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية
60	الفرع الثاني: الإضافات لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية
61	الفرع الثالث: انتقادات رول Roll
62	الفرع الرابع: الاختبارات الحديثة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية
63	المبحث الثاني: نظرية تسعير المراجعة ونماذج فاما وفرنش
63	المطلب الأول: نظرية تسعير المراجعة
63	الفرع الأول: مفهوم نظرية تسعير المراجعة
65	الفرع الثاني: عرض نموذج التسعير بالمراجعة
67	الفرع الثالث: الانتقادات الموجهة لنموذج التسعير بالمراجعة
69	المطلب الثاني: نماذج فاما وفرنش متعددة العوامل
69	الفرع الأول: نموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل
71	الفرع الثاني: نموذج فاما وفرنش خماسي العوامل
75	المبحث الثالث: نظرية المالية السلوكية
75	المطلب الأول: مفهوم المالية السلوكية
75	الفرع الأول: تعريف المالية السلوكية ودوافع ظهورها
79	الفرع الثاني: الفرضيات الأساسية للمالية السلوكية
81	المطلب الثاني: التحيزات السلوكية في الأسواق المالية
81	الفرع الأول: التحيزات الإدراكية
84	الفرع الثاني: التحيزات العاطفية أو الانفعالية

85	المطلب الثالث: نماذج المالية السلوكية
85	الفرع الأول: نموذج (Roy 1952)
86	الفرع الثاني: نموذج (Arzac & Bawa 1977)
87	الفرع الثالث: نظرية الإحتمال 1977
88	الفرع الرابع: نموذج (Lopez 1987)
89	الفرع الخامس: نظرية المحفظة السلوكية
91	خلاصة الفصل الثاني
<b>الفصل الثالث: الأسواق المالية العربية</b>	
92	تمهيد
93	المبحث الأول: تطور الأسواق المالية العربية ومخاطر الاستثمار فيها
93	المطلب الأول: نشأة وتطور الأسواق المالية العربية
93	الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية العربية
94	الفرع الثاني: تطور الأسواق المالية العربية
98	المطلب الثاني: السمات المشتركة للأسواق المالية العربية
98	الفرع الأول: صغر حجم السوق وضيق نطاقه
100	الفرع الثاني: تدني مقدرة أسواق الأوراق المالية على تحقيق السيولة
102	الفرع الثالث: ارتفاع درجة التركيز
103	الفرع الرابع: ضعف الفرص المتاحة للتنويع وارتفاع التقلبات في الأسعار
104	المطلب الثالث: المخاطر المحيطة بالاستثمار في الأسواق المالية العربية
104	الفرع الأول: مخاطر متعلقة بالأوضاع الاقتصادية والسياسية والاجتماعية العامة
110	الفرع الثاني: مخاطر متعلقة بهيكل السوق المالي في حد ذاته
114	المبحث الثاني: تقسيمات أسواق الأوراق المالية العربية
114	المطلب الأول: الأسواق المالية في دول الفئات المالي والحرية الاقتصادية
114	الفرع الأول: سوق الأسهم السعودي
116	الفرع الثاني: سوق البحرين للأوراق المالية
117	الفرع الثالث: سوق قطر للأوراق المالية
119	الفرع الرابع: سوق الكويت للأوراق المالية
121	الفرع الخامس: سوق مسقط للأوراق المالية



123	الفرع السادس: أسواق الأسهم في دولة الإمارات
124	المطلب الثاني: الأسواق المالية في دول العجز المالي والحرية الاقتصادية
124	الفرع الأول: البورصة المصرية
126	الفرع الثاني: سوق الأردن للأوراق المالية
128	الفرع الثالث: سوق لبنان للأوراق المالية
129	الفرع الرابع: سوق تونس للأوراق المالية
131	الفرع الخامس: بورصة الدار البيضاء
132	المطلب الثالث: البورصات في الدول التي أعطت القطاع العام الدور الأساسي في التنمية
133	الفرع الأول: بورصة الجزائر
135	الفرع الثاني: سوق دمشق للأوراق المالية
136	الفرع الثالث: سوق الخرطوم للأوراق المالية
137	الفرع الرابع: سوق الأوراق المالية الليبي
139	المبحث الثالث: تحليل مؤشرات الأداء والمؤشرات المالية للأسواق المالية العربية
139	المطلب الأول: تحليل مؤشرات الأداء والمؤشرات المالية لأسواق دول الفائض المالي والحرية الاقتصادية
139	الفرع الأول: تحليل مؤشرات الأداء لأسواق دول الفائض المالي والحرية الاقتصادية
142	الفرع الثاني: تحليل المؤشرات المالية لأسواق دول الفائض المالي والحرية الاقتصادية
146	المطلب الثاني: تحليل مؤشرات الأداء والمؤشرات المالية لأسواق دول العجز المالي والحرية الاقتصادية
146	الفرع الأول: تحليل مؤشرات الأداء لأسواق دول العجز المالي والحرية الاقتصادية
148	الفرع الثاني: تحليل المؤشرات المالية لأسواق دول العجز المالي والحرية الاقتصادية
151	خلاصة الفصل
الفصل الرابع: دراسة قياسية من أجل تقدير نموذج لتقييم الأصول المالية في الأسواق العربية	
152	تمهيد
153	المبحث الأول: منهجية الدراسة القياسية
153	المطلب الأول: التعريف بمعطيات الدراسة
153	الفرع الأول: عينة الدراسة
158	الفرع الثاني: فترة الدراسة
158	المطلب الثاني: الإطار القياسي المتبع في التحليل
159	الفرع الأول: مفهوم وأهمية استخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية

160	الفرع الثاني: النماذج الأساسية لتحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية وأساليب الاختيار بينها
163	الفرع الثالث: اختبارات جذر الوحدة وعلاقات التكامل المتزامن لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية
167	المبحث الثاني: تقدير النموذج وعرض النتائج
167	المطلب الأول: نموذج الدراسة والتعريفات الإجرائية لمتغيراته
167	الفرع الأول: نموذج الدراسة
169	الفرع الثاني: التعريفات الإجرائية لمتغيرات النموذج
172	المطلب الثاني: اختبار النموذج المقترح على مجموعة الأسواق محل الدراسة
172	الفرع الأول: اختبار النموذج في سوق الأسهم السعودي
177	الفرع الثاني: اختبار النموذج في سوق قطر للأوراق المالية
179	الفرع الثالث: اختبار النموذج في سوق البحرين للأوراق المالية
182	الفرع الرابع: اختبار النموذج في سوق الأردن للأوراق المالية
185	الفرع الخامس: اختبار النموذج في البورصة المصرية
188	المطلب الثالث: تحليل نتائج الدراسة القياسية
188	الفرع الأول: تحليل النتائج الخاصة بالأسواق محل الدراسة
199	الفرع الثاني: تحليل النتائج المتعلقة بإجمالي عينة الدراسة
202	خلاصة الفصل الرابع
203	الخاتمة العامة
209	قائمة المراجع
217	الملاحق

## قائمة الأشكال:

الصفحة	العنوان	الرقم
15	الطريقة البيانية لقياس مخاطر الاستثمار الفردي	1
18	رسم بياني يوضح تقدير معامل	2
41	تأثير تنوع ماركويتز على مخاطر المحفظة	3
43	مخطط بياني يمثل مجموعة المحافظ الممكنة	4
44	مخطط بياني يوضح دالة المنفعة للمستثمر الراغب في المخاطرة والمستثمر المتجنب للمخاطرة	5
45	مخطط بياني يمثل المحفظة المثلى للمستثمر	6
47	رسم بياني يوضح نموذج السوق	7
55	مخطط بياني يوضح توازن المستثمر عند دمج الأصل الخالي من المخاطر مع محفظة السوق	8
57	مخطط بياني يمثل خط سوق الأوراق المالية	9
106	معامل الاستقرار النقدي لبعض الدول العربية سنتي 2014 و 2015	10

## قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
1	جدول يوضح حجم بعض الأسواق المالية العربية وبعض الأسواق المتقدمة والناشئة الأخرى لسنة 2017	99
2	جدول يوضح تركز حجم وسيولة بعض الأسواق المالية العربية وبعض الأسواق المتقدمة والناشئة الأخرى لسنة 2017	102
3	تطور مؤشرات أداء الأسواق المالية في دول الفائض المالي والحرية الاقتصادية للفترة 2013-2017	140
4	تطور المؤشرات المالية للأسواق المالية في دول الفائض المالي والحرية الاقتصادية للفترة 2013-2017	144
5	تطور مؤشرات أداء الأسواق المالية في دول العجز المالي والحرية الاقتصادية للفترة 2013-2017	147
6	تطور المؤشرات المالية للأسواق المالية في دول العجز المالي والحرية الاقتصادية للفترة 2013-2017	149
7	جدول يوضح عينة الشركات المختارة في سوق الأسهم السعودي	154
8	جدول يوضح عينة الشركات المختارة في سوق قطر للأوراق المالية	155
9	جدول يوضح عينة الشركات المختارة في سوق البحرين للأوراق المالية	156
10	جدول يوضح عينة الشركات المختارة في سوق الأردن للأوراق المالية	157
11	جدول يوضح عينة الشركات المختارة في البورصة المصرية	158
12	اختبار استقرارية متغيرات النموذج في سوق الأسهم السعودي	173
13	نتائج تقدير النماذج الثلاثة في سوق الأسهم السعودي	175
14	اختبار استقرارية متغيرات النموذج في سوق قطر للأوراق المالية	177
15	نتائج تقدير النماذج الثلاثة في سوق قطر للأوراق المالية	178
16	اختبار استقرارية متغيرات النموذج في سوق البحرين للأوراق المالية	180
17	نتائج تقدير النماذج الثلاثة في سوق البحرين للأوراق المالية	181
18	اختبار استقرارية متغيرات النموذج في سوق الأردن للأوراق المالية	182
19	نتائج تقدير النماذج الثلاثة في سوق الأردن للأوراق المالية	184
20	اختبار استقرارية متغيرات النموذج في البورصة المصرية	186
21	نتائج تقدير النماذج الثلاثة في البورصة المصرية	187

## قائمة الملاحق

الرقم	العنوان	الصفحة
1	نتائج اختبار استقرارية المتغير PRI في سوق الأسهم السعودي	217
2	نتائج اختبار استقرارية السلسلة PRM في سوق الأسهم السعودي	218
3	نتائج اختبار استقرارية السلسلة EPS في سوق الأسهم السعودي	219
4	نتائج اختبار استقرارية السلسلة BP في سوق الأسهم السعودي	220
5	نتائج اختبار استقرارية السلسلة PER سوق الأسهم السعودي	221
6	نتائج اختبار استقرارية السلسلة LIQ في سوق الأسهم السعودي	222
7	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي في سوق الأسهم السعودي	223
8	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة في سوق الأسهم السعودي	224
9	نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية في سوق الأسهم السعودي	225
10	نتائج اختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة في سوق الأسهم السعودي	226
11	نتائج اختبار Hausman في سوق الأسهم السعودي	227
12	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة في سوق الأسهم السعودي باستخدام طريقة White	228
13	نتائج تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي في سوق الأسهم السعودي باستخدام طريقة white	229
14	نتائج اختبار استقرارية السلسلة PRI في سوق قطر للأوراق المالية	230
15	نتائج اختبار استقرارية المتغير PRM في سوق قطر للأوراق المالية	231
16	نتائج اختبار استقرارية المتغير EPS في سوق قطر للأوراق المالية	232
17	نتائج اختبار استقرارية المتغير BP في سوق قطر للأوراق المالية	233
18	نتائج اختبار استقرارية المتغير PER في سوق قطر للأوراق المالية	234
19	نتائج اختبار استقرارية المتغير LIQ في سوق قطر للأوراق المالية	235
20	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي في سوق قطر للأوراق المالية	236
21	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة في سوق قطر للأوراق المالية	237
22	نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية في سوق قطر للأوراق المالية	238

239	نتائج اختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة في سوق قطر للأوراق المالية	23
240	نتائج اختبار Hausman في سوق قطر للأوراق المالية	24
241	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة بعد إزالة المتغيرات غير المعنوية باستخدام طريقة white	25
242	نتائج تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي في سوق قطر للأوراق المالية باستخدام طريقة white	26
243	نتائج اختبار استقرارية السلسلة PRI في سوق البحرين للأوراق المالية	27
244	نتائج اختبار استقرارية السلسلة PRM في سوق البحرين للأوراق المالية	28
245	نتائج اختبار استقرارية السلسلة EPS في سوق البحرين للأوراق المالية	29
246	نتائج اختبار استقرارية السلسلة BP في سوق البحرين للأوراق المالية	30
247	نتائج اختبار استقرارية السلسلة PER في سوق البحرين للأوراق المالية	31
248	نتائج اختبار استقرارية السلسلة LIQ في سوق البحرين للأوراق المالية	32
249	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي في سوق البحرين للأوراق المالية	33
250	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة في سوق البحرين للأوراق المالية	34
251	نتائج نموذج التأثيرات العشوائية في سوق البحرين للأوراق المالية	35
252	نتائج اختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة في سوق البحرين للأوراق المالية	36
253	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي بعد إزالة المتغيرات غير المعنوية في سوق البحرين للأوراق المالية باستخدام طريقة white	37
254	نتائج تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي في سوق البحرين للأوراق المالية باستخدام طريقة white	38
255	نتائج اختبار استقرارية المتغير PRI في سوق الأردن للأوراق المالية	39
256	نتائج اختبار استقرارية السلسلة PRM في سوق الأردن للأوراق المالية	40
257	نتائج اختبار استقرارية السلسلة EPS في سوق الأردن للأوراق المالية	41
258	نتائج اختبار استقرارية المتغير BP في سوق الأردن للأوراق المالية	42
259	نتائج اختبار استقرارية السلسلة PER في سوق الأردن للأوراق المالية	43
260	نتائج اختبار استقرارية السلسلة LIQ في سوق الأردن للأوراق المالية	44
261	نتائج تقدير نموذج الإنحدار التجميعي في سوق الأردن للأوراق المالية	45
262	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة في سوق الأردن للأوراق المالية	46
263	نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية في سوق الأردن للأوراق المالية	47
264	نتائج اختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة في سوق الأردن للأوراق المالية	48
265	نتائج اختبار Hausman في سوق الأردن للأوراق المالية	49

266	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة في سوق الأردن للأوراق المالية باستخدام طريقة white	50
267	نتائج تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي في سوق الأردن للأوراق المالية باستخدام طريقة white	51
268	نتائج اختبار استقرارية المتغير PRI في البورصة المصرية	52
269	نتائج اختبار استقرارية المتغير PRM في البورصة المصرية	53
270	نتائج اختبار استقرارية المتغير EPS في البورصة المصرية	54
271	نتائج اختبار استقرارية المتغير BP في البورصة المصرية	55
272	نتائج اختبار استقرارية المتغير PER في البورصة المصرية	56
273	نتائج اختبار استقرارية المتغير LIQ في البورصة المصرية	57
274	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي في البورصة المصرية	58
275	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة في البورصة المصرية	59
276	نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية في البورصة المصرية	60
277	نتائج اختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة في البورصة المصرية	61
278	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي بعد إزالة المتغيرات غير المعنوية في البورصة المصرية باستخدام طريقة white	62
279	نتائج تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي في البورصة المصرية باستخدام طريقة white	63

# المقدمة





## المقدمة

يعتمد التقييم الجيد لأي أصل مالي على إيجاد القيمة العادلة لمخاطر الاستثمار فيه، وتعتبر مخاطر الاستثمار من أهم العوامل المؤثرة في الأسواق المالية، وبالتالي فإن القدرة على فهم وقياس وإدارة مخاطر الاستثمار في السوق المالي بصورة صحيحة، هي أساس تقييم الأصول المالية، إلا أن فهم هذا الموضوع لم يتحقق ويجسد على أرض الواقع إلا بعد أن قدم William sharpe نموذج تسعير الأصول الرأسمالية سنة 1964، حينها أصبحت عملية تقييم الأوراق المالية تتم وفق إجراءات تعتمد على أساس علمي، كما أصبح معامل  $\beta$  وهو العامل الأساسي الذي جاء به النموذج يكتسي أهمية بالغة في تقدير المخاطر النظامية للاستثمارات المالية.

على الرغم من أهمية هذا النموذج من الناحية العملية والمكانة التي يحظى بها في أوساط المهنيين والأكاديميين إلا أنه يعاب عليه اعتماده على مؤشر واحد في تحديد مخاطر الاستثمار وهو المخاطر النظامية كما سبق وأن ذكرنا. ذلك أن الاستثمار في الأصول المالية محاط بالعديد من المخاطر الخاصة بشركات محددة وصناعات معينة لا يمكن أن ندرجها تحت مظلة المخاطر النظامية، وهذا النوع من المخاطر منتشر بكثرة في الأسواق المالية العربية نظرا لحداثة نشأة أغلب هذه الأسواق، وبالتالي فإن أداء الشركات المقيدة فيها غير مستقر، ويتأثر بشدة بالتقلبات التي تحدث فيها، أو في القطاعات الناشطة في هذه الأسواق أو حتى على مستوى التوجهات الاقتصادية الكلية.

تتميز الأسواق المالية العربية إجمالاً بخصوصية نابعة أساساً من النظام الاقتصادي لهذه الدول، حيث أنها تعتبر دول حديثة العهد بالليبرالية الاقتصادية والانفتاح على الأسواق العالمية، لذلك فإن تأسيس وتطوير أسواق مالية جاء كخطوة أساسية لتنفيذ هذه السياسة الاقتصادية. وبالرغم من الجهود المبذولة من قبل هذه الدول من أجل تطوير أسواقها المالية، إلا أنها بقيت تتميز بخصائص تعتبر سمات مشتركة بين أسواقها تتمثل أساساً في:

- صغر حجم السوق وضيق نطاقه سواء من ناحية الرسملة السوقية أو من خلال عدد الشركات المقيدة؛
- انخفاض مستوى السيولة في هذه الأسواق؛
- ارتفاع درجة التركيز؛
- انخفاض عدد الأدوات الاستثمارية المتاحة؛
- انخفاض معدلات المدودية بها، وارتفاع مستوى التذبذب في الأسعار.

إن النظرية المالية الحديثة وما قدمته من نماذج لتقييم الأصول المالية، وعلى رأسها كما سبق القول نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، جاءت أساسا مطبقة في الأسواق المالية المتقدمة وبالتالي فهي مكيفة لتأخذ بعين الاعتبار خصوصية تلك الأسواق، وإذا ما أردنا أن نطبق هذه النماذج على الأسواق المالية العربية يجب علينا أيضا أن نكيفها مع خصوصية هذه الأسواق، لهذا سنحاول من خلال هذه الدراسة تقديم نموذج لتقييم مخاطر الاستثمار في الأصول المالية، في الأسواق المالية العربية من خلال الإجابة على السؤال الرئيسي التالي:

**كيف يمكن إدراج المخاطر المحيطة بالاستثمار في الأسواق المالية العربية في نموذج يسمح بتقييم الأصول المالية المتداولة فيها؟**

هذا السؤال الرئيسي يقودنا إلى طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هي خصائص الأسواق المالية العربية، وما هي أنواع المخاطر المحيطة بالاستثمار فيها؟
- ما هي أهم خصائص ومركزات النماذج التي جاءت بها النظرية المالية الحديثة لتقييم الاستثمارات المالية؟
- هل يمكن تطويع هذه النماذج مع الأسواق المالية العربية من أجل استخلاص نموذج يأخذ بعين الاعتبار خصوصية هذه الأسواق؟

**فرضيات الدراسة:**

للإجابة على السؤال الرئيسي والأسئلة الفرعية الموافقة له ارتأينا وضع الفرضيات التالية:

- رغم الاهتمام الكبير الذي أولته الدول العربية لتطوير أسواقها المالية إلا أن أداءها لم يرق بعد إلى مستوى أداء الأسواق المتقدمة، بسبب حداثة نشأتها من جهة والمخاطر النابعة من خصوصية هذه الأسواق والمحيطه بالاستثمار فيها من جهة أخرى؛
- تعتبر المخاطر المنتظمة كما جاء بها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في صيغته التقليدية، والتي يعبر عنها من خلال حساسية عوائد الأصل المالي للتغير نسبة إلى تغير عائد السوق، محددًا رئيسيًا لقيمة الأصل المالي في النموذج المقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية؛
- هناك مخاطر أخرى تؤثر على قيمة الأصول المالية في الأسواق المالية العربية تتمثل أساسًا في: مخاطر السيولة، مخاطر انخفاض الربحية، ومخاطر تذبذب الأسعار.

### أهمية الدراسة:

تتمثل أهمية الدراسة في أنها تتطرق إلى موضوع من المواضيع الحديثة التي يتزايد الاهتمام بها في الوقت الحاضر، وذلك من خلال إظهار أسس تقييم الاستثمارات المالية، مع ذكر أهم النماذج الخاصة بذلك، وكذا محاولة تطويع هذه المفاهيم والنماذج الحديثة مع خصوصية الأسواق المالية العربية. أما عن دوافع اختيارنا لهذا الموضوع فهي تعود بالأساس إلى حدائته وندرة الدراسات فيه خصوصا ما تعلق منه بالأسواق المالية العربية، وبالتالي فهو يفتح الباب لدراسات أخرى في هذا المجال.

### أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة، في بناء نموذج لتقييم الأصول المالية يأخذ بعين الاعتبار خصوصية الأسواق المالية العربية. إضافة للأهداف الفرعية التالية:

- الإلمام بمفهوم مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية، مع الإسهاب في عرض ما تعلق منها بالأسواق المالية العربية؛
- تقديم أهم النماذج التي جاءت بها النظرية المالية الحديثة في تقييم الأصول المالية؛
- عرض مفصل لواقع الأسواق المالية العربية، مع التطرق إلى ما تتميز به عن الأسواق المالية الأخرى، إضافة إلى تحليل أدائها؛
- محاولة تقدير نموذج يتماشى مع المخاطر المحيطة بالاستثمار في الأسواق المالية العربية.

### حدود الدراسة:

بما أن الدراسة تتعامل مع بيانات مقطعية وسلاسل زمنية، لذلك فإن الإطار الزمني لهذه الدراسة سوف يغطي الفترة من جانفي 2013 إلى جوان 2017 ببيانات شهرية. أما الحدود المكانية فهي تشمل مجموعة متكونة من خمسة أسواق مالية عربية هي: سوق الأسهم السعودي، سوق قطر للأوراق المالية، سوق البحرين للأوراق المالية، سوق الأردن للأوراق المالية، البورصة المصرية، وقع اختيارها بالذات لتوفر البيانات فيها.

**منهج الدراسة:** إن طبيعة هذه الدراسة تحتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي في شقها النظري من خلال عرض مفاهيم عامة عن المخاطر وعن الأسواق المالية العربية ونماذج تقييم الأصول المالية. وتحليل أداء هذه الأسواق وكذلك مناقشة وتحليل أوجه القوة والقصور في النماذج المقدمة.

أما في شقه التطبيقي فسيتم استخدام الأساليب الإحصائية والقياسية من خلال استخدام نموذج الانحدار الخاص بالسلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) لغرض تقدير نموذج خاص بتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية.

### الدراسات السابقة:

يمكن تقسيم الدراسات التي اعتمدت عليها الباحثة في سبيل إنجاز هذه الأطروحة إلى قسمين:

- **الدراسات التأصيلية للموضوع:** حيث تعتبر هذه الدراسات اللبنة الأساسية التي بني عليها موضوع تقييم الأصول المالية، حيث اعتمدت الباحثة على دراستين منهما هما: دراسة William Sharp التي قدمها سنة 1964، وجاء من خلالها بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ودراسة Fama & French التي قدمها سنة 1992، وجاء من خلالها بنموذجها ثلاثي العوامل.
- **دراسات أخرى:** وهي مجموعة من الدراسات الميدانية اعتمدت عليها الباحثة في اشتقاق فكرة النموذج المقترح.

### الدراسات التأصيلية للموضوع:

– دراسة (William sharp 1964) بعنوان: « Capital Asset Pricing: a Theorie of Market

Equilibrium Under Condition of Risk ، وهي عبارة عن بحث مقدم لمجلة The Journal of Finance حيث قدم من خلالها نموذج ربط من خلاله العوائد بالمخاطر، حيث قام بتقدير عائد الأصل الاستثماري وفقا لثلاثة متغيرات هي:

- عائد الأصل الخالي من المخاطرة؛
- عائد محفظة السوق والتي تمثل كل الأصول الاستثمارية سواء كانت مالية أو عينية؛
- قيمة معامل  $\beta$  للأصل الاستثماري الذي يقيس مخاطر الورقة المالية من خلال حساسية عوائدها للتغير الحاصل في عائد محفظة السوق (أو ما يعرف بالمخاطر النظامية للأصل الاستثماري).

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

– دراسة (Fama & French 1992) بعنوان: « The Cross Section of Expected Stock Returns » وهي عبارة عن بحث مقدم لمجلة The Journal of Finance، قاما من خلالها بتحديث وتطوير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، من خلال استخدام الانحدار التقاطعي، وأكدوا بأن عامل الحجم، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية تضيف قدرة تفسيرية لمعامل بيتا حول العوائد المتوقعة للأسهم.

#### الدراسات الأخرى:

– دراسة (Pastor- Stanbought 2003): بعنوان « Liquidity Risk and Expected Stocks Returns » وهي عبارة عن بحث مقدم لمجلة The Journal of Political Economy تطرق فيه إلى أثر معامل سيولة السهم على العائد المتوقع له، أقيمت هذه الدراسة في سوق نيويورك للأوراق المالية خلال الفترة 1962 – 2000، باستخدام طريقة المربعات الصغرى وتوصلت إلى أن السهم الذي يملك معامل سيولة مرتفع يكون له عائد متوقع أعلى.

– دراسة الخداهش وصيام (2003): بعنوان " تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية" وهي عبارة عن بحث مقدم لمجلة جامعة الملك عبد العزيز، هدفت هذه الدراسة إلى قياس علاقة التدفقات النقدية بالقيمة السوقية للسهم، بمعنى آخر بلورة تأثير سلوك التدفقات النقدية على سلوك القيمة السوقية للسهم، وتحديد المتغيرات ذات العلاقة بالتدفقات النقدية والتي حددها الباحثان بصافي التدفقات النقدية منسوبة إلى: الالتزامات طويلة الأجل، الالتزامات قصيرة الأجل، حقوق الملكية، صافي المبيعات. هذه المتغيرات التي من المفترض أن تكون الأكثر تأثيراً على سعر السهم السوقي للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية .

لفحص العلاقة المفترضة غطت الدراسة 23 شركة صناعية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان لمدة 4 سنوات تمتد من 1997 إلى 2001 ، وتم بناء نموذج موحد لاختبار جميع الشركات، وتحليل نتائج هذا النموذج إحصائياً باستخدام الانحدار البسيط والمتعدد توصل الباحثان إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم المتغيرات المفسرة المذكورة سابقاً.

– دراسة الجفري وباشيخ (2005): بعنوان "العلاقة بين القيمة السوقية ومؤشرات الأداء للشركات السعودية المساهمة" وهي عبارة عن ورقة عمل مقدمة للقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية. هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين السعر السوقي للسهم والمتغيرات التالية: القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ربحية السهم، العائد على حقوق الملكية. واستخدم الباحثان أسلوب الانحدار

المتعدد لتحليل هذه العلاقة. هذه الدراسة كانت شاملة على كل الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية للفترة 2000-2004، وتوصلت نتائج هذا التحليل إلى وجود علاقة إيجابية مهمة بين القيمة السوقية للأسهم ومتغيرات الدراسة.

– دراسة (Hou- Karolyi- Chankho 2006): بعنوان « What Fundamental Factors Drive

« Global Stock Returns وهي عبارة عن بحث مقدم إلى Fisher College of Business، حيث هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى قدرة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من توضيح الاختلاف في متوسط العوائد للأسهم العالمية، و بلغ حجم العينة 26615 سهم عادي مختارة من 49 دولة ، الدراسة تمت خلال الفترة الممتدة من 1975 إلى 2003 ببيانات شهرية وباستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد ، توصلت الدراسة إلى أنه هناك تأثير إيجابي لكل من الزخم ومعدل نصيب السهم من التدفق النقدي للعمليات التشغيلية على عائد السهم، وأن القدرة التفسيرية ل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ترتفع بعد إضافة هذين المتغيرين.

– دراسة (Gunsel- Cuker 2007) بعنوان « The effects of Macroeconomic factors on The

« London Stock Returns، وهي عبارة عن بحث مقدم لمجلة The Journal of Finance Economics حيث اختبرت هذه الدراسة نموذج التسعير بالمراجعة في سوق لندن للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 1980 إلى 1993، باستخدام بيانات شهرية لاختبار مدى تأثير عائد السهم بالمتغيرات الاقتصادية التالية: معدل الفائدة، علاوة الخطر، سعر الصرف، العرض النقدي، المستوى العام للأسعار، الناتج الداخلي الخام. وذلك باستخدام مصفوفة الارتباط للتعرف على درجة الارتباط بين هذه المتغيرات، وكذلك استخدام الانحدار الخطي المتعدد لتقدير مساهمة كل متغير من المتغيرات الاقتصادية السابقة في التأثير على عائد السهم، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين كل المتغيرات الاقتصادية السابقة وعائد السهم ولكن هذه العلاقة تختلف من متغير إلى آخر ومن قطاع إلى آخر.

– دراسة الخريف (2015): بعنوان "سوق السهم السعودية هل هناك علاوات كبيرة؟" وهي عبارة عن

ورقة عمل مقدمة لمؤسسة النقد العربي السعودي، هذه الدراسة هي عبارة على اختبار لنموذج Fama & French خماسي العوامل على سوق الأسهم السعودية، حيث اختبر إمكانية وجود علاوات كبيرة للعوائد مرتبطة بمتغيرات نموذج Fama & French وهي : التذبذب، الحجم، الزخم، القيمة، عائد توزيع الأرباح. والنتائج المتوصل إليها تؤكد وجود علاوات كبيرة في سوق الأسهم السعودية لجميع العوامل قيد البحث خلال الفترة من جانفي 1999 إلى ديسمبر 2014.

مميزات الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة: تميزت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة كونها حاولت دراسة العوامل المفسرة لعلاوة مخاطر السهم، كما أنها أدرجت معامل  $\beta$  للمخاطر النظامية مع معاملات عوامل أخرى ارتأت الباحثة أن لها القدرة على تفسير علاوة مخاطر السهم تمثلت في: سيولة السهم، ربحية السهم، القيمة السوقية/القيمة الدفترية، ومضاعف الربحية. كما أن هذه الدراسة غطت حديثة مقارنة بالدراسات السابقة امتدت من جانفي 2013 إلى جوان 2017، وشملت خمسة أسواق مالية هي: سوق الأسهم السعودي، سوق قطر للأوراق المالية، سوق البحرين للأوراق المالية، سوق الأردن للأوراق المالية، والبورصة المصرية.

### تقسيم الدراسة:

من أجل الإلمام بجميع جوانب الموضوع تم تقسيم هذه الدراسة إلى أربعة فصول هي كالآتي:

**الفصل الأول:** قمنا فيه بتقديم إطار عام لمفهوم المخاطر مع التركيز على المخاطر المالية، من خلال ذكر أنواعها ومصادرها وطرق تقييمها.

**الفصل الثاني:** فصلنا فيه أهم النماذج التي جاءت بها النظرية المالية الحديثة والمستخدمة في تقييم الأصول المالية والمتمثلة أساسا في: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، نموذج التسعير بالمراجحة، ونموذج فاما وفرنش متعدد العوامل، ونماذج المالية السلوكية الحديثة.

**الفصل الثالث:** تطرقنا فيه إلى الأسواق المالية العربية من نشأتها وتطورها، خصائصها، مع التركيز على تحليل المخاطر المصاحبة للإستثمار فيها، وكذلك تحليل أداء هذه الأسواق في الفترة محل الدراسة. حيث يعتبر هذا الفصل تمهيد للدراسة التطبيقية.

**الفصل الرابع:** قمنا في هذا الفصل باقتراح نموذج لتقييم الأصول المالية يتوافق مع خصوصيات الأسواق المالية العربية، اشتقت فكرة هذا النموذج بناء على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية حيث تم إضافة بعض المؤشرات المالية التي تعبر عن بعض مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق إلى المخاطر المنتظمة التي قدمها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وقمنا بتقدير هذا النموذج على عينة من الأسهم المقيدة في أسواق كل من: السعودية، البحرين، قطر، مصر، الأردن، ومقارنته مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي، من أجل الكشف عن إيجابيات النموذج المقترح في تقييم الأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية المدروسة.

صعوبات الدراسة:

لدى إعداد هذه الدراسة، واجهت الباحثة صعوبتين رئيسيتين هما:

- عدم وجود دراسات سابقة قدمت نماذج لتقييم الأصول المالية متوافقة مع خصوصية الأسواق المالية العربية، وكل ما هو موجود من دراسات عبارة عن إعادة اختبار للنماذج التي جاءت بها النظرية المالية الحديثة، هذه الأخيرة التي طورت خصيصا لتناسب الأسواق المالية المتقدمة، أو دراسة لأثر بعض المتغيرات على أسعار أو عوائد الأسهم المدرجة في الأسواق المالية العربية؛
- عدم التمكن من الحصول على كل البيانات التي كانت الباحثة تود إدراجها في النموذج، مما جعل البحث مقيد بالبيانات المتاحة.



# الفصل الأول:

إطار نظري لمفهوم وتقدير المخاطرة



### تمهيد:

يتوقف قرار الاستثمار في الأسواق المالية على علاقة المبادلة بين العائد والمخاطر، فكلما زادت توجهات المستثمر نحو تعظيم العوائد ارتفعت درجة المخاطر التي يتعرض لها، وتنشأ هذه المخاطر من ظروف عدم التأكد بشأن الأوضاع المستقبلية والتي تكون ملازمة أكثر للاستثمارات المالية، فعند اتخاذ أي قرار فيما يخص التعامل بالأصول المالية، نجد العديد من درجات المخاطرة المحيطة به، وبالتالي فإن اتخاذ القرار المناسب من طرف المستثمر يوجب عليه أن يكون على دراية ووعي كافيين بطبيعة المخاطر، وطرق تقديرها، وكيف تؤثر هذه الأخيرة على قيمة الأصول المتداولة. لهذا ارتأينا أن نتطرق في هذا الفصل إلى إبراز مفهوم المخاطرة مع التركيز على المخاطر التي تتعرض لها الأسواق المالية، بالإضافة إلى وصف الطرق الإحصائية لقياس المخاطرة، لنصل آخر هذا الفصل إلى عرض نموذج السوق الذي يعتبر أول نموذج وضع لأجل تقدير مخاطر الاستثمار في الأصول المالية.

وهذا من خلال المباحث التالية:

**المبحث الأول:** مفاهيم أساسية حول المخاطر من منظور اقتصادي

**المبحث الثاني:** المخاطر المحيطة بالاستثمار في الأسواق المالية

**المبحث الثالث:** التنوع وتخفيض مخاطر الاستثمار في السوق المالي

## المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول المخاطر من منظور اقتصادي

يواجه الإنسان في حياته العديد من القرارات التي يجب أن يتخذها والتي تكون متلازمة مع عدم التأكد من نتائج هذه القرارات، فقرار استثمار الأموال في أحد المجالات الاستثمارية المتاحة هو قرار يصعب معرفة نتائجه فيما إذا كان سوف يحقق ربح أو خسارة. وعلى الرغم من التقدم الهائل في الإمكانيات الخاصة بالتنبؤ العلمي الدقيق إلا أن هذا لن يزيل القلق الذي يلزم متخذ القرار، حيث يكون غير متأكد من النتيجة النهائية لذلك القرار، مما يخلق لديه حالة معنوية توصف بأنها الخطر الذي يلزم متخذ القرار. لذا سوف نتطرق من خلال هذا المبحث إلى إبراز مفهوم المخاطرة وتحديد مختلف أنواعها وتصنيفاتها، مع التركيز على المخاطر المالية ومختلف طرق تقديرها.

## المطلب الأول: مفهوم المخاطرة وتصنيفاتها

إن افتراض حالة التأكد التام هو أمر غير واقعي يؤدي إلى نتائج مضللة وغير دقيقة في مجال اتخاذ القرارات، لأن أي مشروع خاضع إلى ظروف مستقبلية غير مؤكدة، مما يؤدي إلى التباين في عوائده، ولاتخاذ قرارات في ظل ظروف تتميز بعدم كفاية المعلومات وعدم وجود رؤية واضحة للمستقبل، لا بد من أخذ عنصر المخاطرة بعين الاعتبار، لذا سوف نتناول من خلال محتويات هذا المطلب، تحديد مفهوم المخاطرة، مع ذكر أهم تصنيفاتها وتقنيات التعامل معها.

## الفرع الأول: مفهوم المخاطرة

قبل سرد أهم التعريفات الخاصة بالمخاطرة، يجب أن نذكر أنه هناك عدة مصطلحات تستخدم عادة كمترادفات هي الخطر Peril، والمجازفة Hazard، والمخاطرة Risk. فالخطر هو كل حدث مستقبلي يؤدي إلى حصول خسارة، بمعنى أن الخطر هو سبب وقوع الخسارة. أما المجازفة فهي الحالة التي يزيد فيها احتمال تحقيق خسارة كأن نستثمر في سهم شركة واحدة فقط، أما المخاطرة فهي احتمال وقوع أمر غير مؤكد الوقوع، والمخاطرة هو المصطلح المقصود في دراستنا هذه.

## أولاً: تعريف المخاطرة

اختلفت آراء الكتاب والدارسين في تعريفهم للمخاطرة، وفيما يلي نحاول ذكر أكثر التعاريف شيوعاً.

## التعريف الأول:

تعرف المخاطرة على أنها ظرف أو وضع في العالم الواقعي يوجد فيه تعرض لوضع معاكس، وبشكل أكثر تحديداً يقصد بالمخاطرة حالة تكون فيها إمكانية أن يحدث انحراف معاكس عن نتيجة المرغوبة، المتوقعة أو المأمولة.<sup>(1)</sup>

(1) - طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 16.

## التعريف الثاني:

المخاطرة هي ظاهرة أو حالة معنوية تلازم الشخص عند اتخاذ قراراته، وما يترتب عليها من ظهور حالات عدم التأكد من نتائج تلك القرارات التي يتخذها هذا الشخص بالنسبة لموضوع معين.<sup>(1)</sup>

## التعريف الثالث:

المخاطرة هي عدم التأكد من وقوع خسارة معينة، ويقوم هذا التعريف على مصطلح "عدم التأكد" الذي لا يخضع للقياس بشكل كمي في كثير من الأحيان بطريقة موضوعية بل يتوقف على التقدير الشخصي للنتائج الناشئة عن موقف معين.<sup>(2)</sup>

## التعريف الرابع:

المخاطرة هي أحداث غير مرئية وغير مرغوبة تحدث في المستقبل.<sup>(3)</sup>

وبمراجعة التعاريف السابقة يمكن استخلاص ما يلي:

- المخاطرة تكون مرتبطة بأحداث مستقبلية؛
- المخاطرة تكون متلازمة مع عدم التأكد؛
- المخاطرة مرتبطة باحتمال وقوع نتيجة عكسية لما هو متوقع، بمعنى أنها تؤدي لحدوث وضع غير مرغوب فيه.

## ثانياً: عدم التأكد وعلاقته بالمخاطرة:

نظراً للتداخل بين مصطلحي عدم التأكد والمخاطرة حيث يستخدمان في معظم الأحيان كمترادفين ارتأينا أن نوضح معنى كل منهما:

عدم التأكد هو الحالة التي يكون فيها متخذ القرار فاقد المعرفة لما سيحدث في المستقبل، عكس التأكد الذي هو اقتناع أو يقين بشأن موقف معين، فالمخاطرة متضمنة لعدم التأكد. لكن عدم التأكد لا يعني بالضرورة وجود مخاطرة.<sup>(4)</sup>

ويستخدم مصطلح المخاطرة عندما يكون احتمال حدوث مختلف النتائج معروف مسبقاً مثل ظهور أحد وجهي العملة عند إلقائها بينما يستخدم عدم التأكد عندما تكون احتمالية حدوث الحدث خاضعة للتقييم الذاتي مثل احتمال كسب دعوى قضائية أو خسارتها، ويكتنف دراسة المشروعات كل من المخاطرة وعدم التأكد وكلما

<sup>(1)</sup>- Roncalli T., la Gestion des Risques Financiers, Economica, Paris, 2009, p 25.

<sup>(2)</sup> - أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، إدارة الخطر والتأمين، دار الحامد، عمان، 2007، ص 20.

<sup>(3)</sup> - خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة، عمان، 2009، ص 8.

<sup>(4)</sup>- Bodie Z., Merton R., Finance, Pearson, Paris, 2007, p 291.

ازدادت درجة عدم التأكد كلما أدى ذلك إلى ازدياد درجة المخاطرة لأن المخاطرة تمثل حالة عدم التأكد الخاصة بتحقيق العائد المتوقع.<sup>(1)</sup>

### الفرع الثاني: تصنيفات المخاطرة

إن تصنيف المخاطر ومعرفة مصادرها من شأنه أن يمكن متخذ القرار من تجنبها والوصول إلى قرارات موضوعية بشأنها، لذلك ارتأينا أن نذكر أهم تصنيفات المخاطرة فيما يلي:

#### أولاً: المخاطر المالية ومخاطر الأعمال

تتضمن المخاطر المالية العلاقة بين فرد (أو منظمة) وأصل (أو توقع دخل) قد يفقد أو يتلف، وبذلك فالمخاطرة المالية تتضمن ثلاث عناصر أساسية، فالعنصر الأول في المخاطرة المالية هو أن شخصاً ما سوف يتأثر بحدوث حدث ما أما، العنصران الثاني والثالث في الخسارة المالية فهما الشيء ذو القيمة والخطر الذي يمكن أن يسبب فقد أو خسارة الشيء ذي القيمة. فالفرد الذي لا يملك شيئاً ذا قيمة لا يواجه أي مخاطرة مالية.<sup>(2)</sup>

أما مخاطر الأعمال فتعني الخسارة الناتجة عن الفشل في النشاط الداخلي وإجراءات الرقابة. ويشمل هذا النوع؛ المخاطر التشغيلية المتولدة من العمليات اليومية للمؤسسة، ولا يتضمن عادة فرصة للربح، فالمؤسسة إما أن تحقق خسارة وإما لا تحققها، وعدم ظهور أية خسائر للعمليات لا يعني عدم وجود أي تغيير، فمن المهم للإدارة العليا التأكد من وجود برنامج لتقويم وتحليل مخاطر الأعمال.<sup>(3)</sup>

#### ثانياً: المخاطر الديناميكية والمخاطر الاستاتيكية

الفرق الثاني العام في مصادر المخاطرة هي المصادر التي تقسمها إلى مخاطر ديناميكية ومخاطر استاتيكية.

**1- المخاطر الديناميكية:** ويقصد بالمخاطر الديناميكية تلك المخاطر الناشئة من حدوث تغيرات في الاقتصاد، وتنشأ من مجموعتين من العوامل، المجموعة الأولى هي عوامل البيئة الخارجية، كالاقتصاد، الصناعة، المنافسون والمستهلكون، والتغيرات التي تطرأ على هذه العوامل لا يمكن السيطرة عليها أو الحد منها لذا فإنها ستحدث الخسارة المالية للمنشأة. أما المجموعة الثانية فهي العوامل الخاصة بقرارات الإدارة داخل المنشأة، فإدارة كل منشأة تتخذ قرارات بشأن ما تنتجه، وكيف تنتجه، وكيف تمول الإنتاج، وكيف تسوق ما تم إنتاجه، فإذا نتج عن هذه القرارات توفير سلع

(1) - جلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، البيزوري، عمان، 2008، ص 212 - 213.

(2) - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 24.

(3) - بلعزوز بن علي، "استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية"، مجلة الباحث، جامعة بسكرة، العدد 07، 2010، ص 334.

وخدمات يقبلها السوق بسعر كاف فسوف تحقق المنشأة أرباحاً أما إذا لم تحدث ذلك فإن المنشأة قد تحقق خسارة. والمخاطر الديناميكية تفيد في العادة المجتمع على المدى الطويل حيث أنها تعيد تخصص الموارد في المجتمع.<sup>(1)</sup>

**2- المخاطر الاستاتيكية:** وتتضمن الخسائر التي ستحدث حتى لو لم تحدث تغييرات في الاقتصاد، فإذا تمكنا من تثبيت العوامل الاقتصادية جميعها فهذه المخاطر سوف تقع نتيجة أخطار الطبيعة وعدم نزاهة الأفراد الآخرين، وعلى خلاف المخاطر الديناميكية لا تكون المخاطر الاستاتيكية مصدر للكسب بالنسبة للمجتمع، وتتضمن هذه المخاطر إما تدمير الأصل أو حدوث تغيير في ملكيته.<sup>(2)</sup>

### ثالثاً: المخاطر المضاربية والمخاطر الصافية

هي ذلك النوع من الأخطار التي ينتج عن مسيبتها خسارة مالية أو اقتصادية

**1- الأخطار المضاربية:** وتسمى أحياناً بالأخطار التجارية وهذه الأخطار قد تكون نتیجتها إما الربح وإما الخسارة، مثال ذلك مخاطر الاستثمار في المشاريع التجارية فقد تتحقق منها أرباح أو تنجم عنها خسائر وتعتمد نتیجتها على مجموعة عوامل تتحكم في السوق قد يصعب التنبؤ بها ومن الأمثلة عليها أخطار المضاربية على الأسهم فالمستثمر المضارب الذي يشتري أسهم شركة معينة قد يحقق ربحاً كبيراً إذا ارتفع سعر هذه الأسهم أو قد يمتن بخسارة كبيرة إذا انخفض سعر هذه الأسهم.<sup>(3)</sup>

**2- الأخطار الصافية:** وهي تلك الأخطار التي تكون نتیجتها إما الخسارة أو عدم الخسارة مثال ذلك عند حدوث الخطر فإن النتيجة تكون وقوع الخسارة وعند عدم حدوثه فإن النتيجة تكون عدم وجود الخسارة. ومن الجدير بالذكر أن أخطار المضاربية قد تعود بالفائدة على المجتمع بعكس الأخطار الصافية. فخسارة مستثمر نتيجة لانخفاض أسعار الأوراق المالية قد تعني ربح لمستثمر آخر، بينما خسارة مصنع بفعل الحريق يعني خسارة لصاحب المصنع وكذلك خسارة للمجتمع.<sup>(4)</sup>

**رابعاً: المخاطر العامة والمخاطر الخاصة:** وهذا هو التصنيف الذي تعتمد عليه النماذج الحديثة في النظرية المالية، حيث يتم تقسيم المخاطر التي تتعرض لها المنشأة إلى مجموعتين هما:<sup>(5)</sup>

**1- المخاطر العامة:** وهي تلك المخاطر التي تؤثر على اقتصاد البلد بشكل عام أو على مجموعة كبيرة من الأشخاص في المجتمع، فمعدلات التضخم المرتفعة أو معدلات البطالة العالية تؤثر على المجتمع بأكمله، كما أن

(1) - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 25.

(2) - المرجع السابق، ص 24-26.

(3) - أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، مرجع سابق، ص 26.

(4) - المرجع السابق، ص 27.

(5) - صلاح الجبوب، "تنمية مهارات المديرين في إدارة المخاطر المالية"، محاضرة مقدمة إلى مركز المتخصصة للتدريب والاستشارات، الدوحة، قطر، فيفري 2016.

الكوارث الطبيعية كالزلازل والفيضانات تعتبر من الأخطار العامة لأنه في حال حدوثها فإنه ينتج عنها خسائر كبيرة تؤثر على اقتصاد البلاد وعلى مجموعة كبيرة من الأشخاص في المجتمع.

**2- المخاطر الخاصة:** وهي تلك المخاطر التي تواجه منشأة معينة، نتيجة لخصائص وظروف تلك المنشأة. ويمكن تخفيض أو تجنب تلك المخاطر بالاعتماد على استراتيجية التنوع.

### الفرع الثالث: تقنيات التعامل مع المخاطر

لقد زادت المخاطر عبر الزمن من ناحية التنوع والتعقيد، ومع كل مخاطرة جديدة حاول الأفراد ابتكار طريقة لتفاديها، والسيطرة عليها، يمكن إجمال هذه التقنيات فيما يلي:

#### أولاً: تقليص المخاطر

يعتبر تقليص المخاطرة من أهم تقنيات التعامل معها، ويتم ذلك من خلال تقليل حجم الاستثمارات التي تواجه خطراً معيناً لا يجب المستثمر تحمله كتقليل حجم استثماراته طويلة الأجل أو بعملة معينة، كما يمكن تقليص المخاطر بالاشتراك مع الآخرين في تحملها، كاستثمار الأفراد لأموالهم في صناديق الاستثمار لأنها تتيح لهم فرصة الاشتراك مع عدد كبير من أمثالهم وهم المساهمون في الصندوق.<sup>(1)</sup>

#### ثانياً: تجنب المخاطرة:

وهو قرار إرادي بتجنب الدخول في بعض النشاطات من أجل تجنب مخاطرها وكمثال على ذلك فقد يرفض الفرد أو المؤسسة في بعض الحالات قبول خطر معين، وينشأ ذلك نتيجة عدم الرغبة في مواجهة خسارة معينة، وكمثال عليها تجنب الاستثمار في وعاء ادخاري معين وتفضيل وعاء ادخاري آخر أقل خطورة، أو امتناع البنك عن منح القروض مرتفعة المخاطر وذلك لتجنب المخاطر الائتمانية، أو عدم الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل لتجنب مخاطر أسعار الفائدة.<sup>(2)</sup>

إن التجنب يبدو حلاً لجميع المخاطر لكنه يؤدي في نفس الوقت إلى الحرمان من الفوائد أو الأرباح التي كان من الممكن الحصول عليها من النشاط الذي تم تجنبه، كما أنه يؤدي إلى حرمان المجتمع من إنتاج سلع أو تقديم خدمات معينة لتجنب المسؤولية المهنية أو الخوف من الخسارة.<sup>(3)</sup>

(1) - صلاح الجيوب، مرجع سابق.

(2) بلعوز بن علي، مرجع سابق، ص 335.

(3) - Bodie Z., Merton R., Op.Cit, p 300.

## ثالثاً: تحويل المخاطرة

إن تحويل المخاطرة يعني نقلها لطرف آخر وعادة ما تتم عملية النقل عن طريق العقود، وتعتبر الوسيلة الشائعة في تحويل الخطر هي عقود التأمين، التي تؤدي إلى خسارة في الوقت الراهن متمثلة في علاوة التأمين لكنها تخفف من حالة عدم التأكد عما ستؤول إليه تكلفة الخسائر المستقبلية.<sup>(1)</sup>

## رابعاً: الاحتفاظ بالمخاطرة (احتجاز المخاطرة)

ونعني بها قبول المخاطر وتحمل خسائرها عند حدوثها، هذه الاستراتيجية يتم إتباعها في حالة المخاطر غير المتوقعة وكذلك في حالة المخاطر الصغيرة والتي تكون فيها تكلفة تجنبها أو التأمين ضدها أكبر من إجمالي الخسائر الناتجة عن المخاطر ذاتها.<sup>(2)</sup>

## المطلب الثاني: ماهية المخاطر المالية.

إن القدرة على فهم وقياس وإدارة مخاطر الاستثمار في السوق المالي بصورة صحيحة أمر ضروري لتحقيق عوائد ملائمة، إلا أن فهم هذا الموضوع لم يتحقق ويجسد على أرض الواقع إلا بتقديم Harry Markowitz لنظرية المحفظة المالية سنة 1952، التي ربط فيها بين عوائد ومخاطر الاستثمار. ومنذ ذلك الوقت فقد حصل تغيير جوهري في فهمنا لمخاطر الاستثمار. لذا سنبدأ كخطوة أولى في إبراز مفهوم العائد على الاستثمار من أجل الوصول إلى مفهوم مخاطر الاستثمار.

## الفرع الأول: مفهوم العائد وطرق قياسه

يعبر العائد عن المقابل المادي الذي يتحصل عليه المستثمر نظير تحمله للمخاطر المختلفة، ويقاس هذا الثمن المادي من خلال معدلات العائد والتي تأخذ عدة مستويات نحاول الإلمام بها من خلال هذا الفرع.

## أولاً: تعريف العائد

هناك عدة تعاريف للعائد يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

## التعريف الأول:

العائد عبارة عن مجموع المكاسب الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي، والذي يؤدي إلى تعظيم الثروة.<sup>(3)</sup>

<sup>(1)</sup> - إدوارد أندرسون، إدارة مخاطر الأعمال - النماذج والتحليلات-، ترجمة عاصم سيد عبد الفتاح، المجموعة العربية للتدريب والنشر، القاهرة، 2018، ص 23.

<sup>(2)</sup> - Bodie Z., Merton R., Op.Cit, p 300.

<sup>(3)</sup> - دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة، عمان، 2010، ص 61.



### التعريف الثاني:

هو صافي الدخل الناتج عن عملية استثمار الأموال، وعادة ما يكون العائد بشكل مبالغ مطلقة، ولكن معدلات العائد هي التي يمكن من خلالها الحكم على فعالية الاستثمار من عدمه.<sup>(1)</sup>

### التعريف الثالث:

العائد هو المقابل الذي يطمح المستثمر إلى الحصول عليه في المستقبل نظير استثماره لأمواله، أي أنه المقابل المادي الناتج عن التخلي عن أمواله في الوقت الحاضر من خلال استثمارها لفترة زمنية مستقبلية.<sup>(2)</sup>

من خلال هذه التعاريف يمكن الخروج بالتعريف الشامل التالي: العائد هو مقدار الزيادة في ثروة الشخص الناتج عن التضحية بمبالغ مالية مؤكدة في سبيل الحصول على مبالغ مالية أكبر في المستقبل تعوضه عن مخاطر عدم التأكد المرتبطة بها.

### ثانياً: تصنيفات العائد

عند الحديث عن العائد يجب التمييز بين ثلاثة معدلات للعائد هي:

**1- معدل العائد الفعلي (أو المتحقق):** وهو عبارة عن المكاسب (أو الخسائر) الكلية التي يحصل عليها المستثمر خلال فترة معينة من الزمن، ويتمثل العائد الفعلي بقيمة التدفقات النقدية المتأتية خلال فترة اقتنائه.<sup>(3)</sup> وبالتالي يمكن الاستنتاج أن العائد المتحقق للأصل المالي هو إجمالي الأرباح (أو الخسائر) الناتجة عن تغير قيمة الأصل المالي.

وتنتج أرباح أو خسائر الأصل المالي من خلال مصدرين هما:<sup>(4)</sup>

- الأرباح أو الخسائر الرأسمالية؛ وهي تلك الأرباح أو الخسائر الناتجة عن تغير قيمة الأصل المالي.
- الأرباح الموزعة على ذلك الأصل خلال فترة الاحتفاظ به.

ويعبر عن العائد كنسبة مئوية من قيمة الاستثمار، وذلك من خلال تطبيق المعادلة التالية:<sup>(5)</sup>

$$r_i = \frac{p_{it} - p_{it-1} + c_{it}}{p_{it-1}}$$

$P_{it}$  : سعر الأصل  $i$  في نهاية الفترة  $t$ .

(1) - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، المناهج، عمان، 2007، ص 413.

(2) - قاسم نايف علون، إدارة الاستثمار، دار الثقافة، عمان، 2009، ص 48.

(3) - Bodie Z., Merton R., Op.Cit, p 269.

(4) - Idem.

(5) - Goffin R., Principes de Finance Modrne, Economica, Paris, 2001, p 42.

$P_{it-1}$ : سعر الأصل  $i$  في نهاية الفترة  $t-1$ .

$C_{it}$ : التدفق النقدي المتحصل عليه من الأصل  $i$  خلال الفترة  $t$ .

إن هذه المعادلة تعبر عن العائد المتحقق للأصل المالي، أي ذلك العائد الذي يتم حسابه عند تحديد كافة عناصر المعادلة. فالسعر في بداية الاستثمار معروف والسعر في نهاية الاستثمار أيضا معروف، وكذلك بالنسبة للتوزيعات النقدية المتحصل عليها فهي معروفة ومتحققة فعلا.

**2- معدل العائد المتوقع:** وهو معدل العائد الذي يتوقع المستثمرون الحصول عليه في المستقبل. وبالمفهوم العام له هو الوسط الحسابي لمعدلات العائد المتحققة. ولهذا المعدل أهمية كبيرة في اتخاذ القرارات، إذ يقارن مع معدل العائد المطلوب، وعندما يزيد معدل العائد المتوقع عن معدل العائد المطلوب يكون الاستثمار إيجابيا ومقبول.

تكون عناصر معادلة قياس العائد المتوقع ذات قيم متوقعة وليست فعلية وعليه فإن معادلة العائد المتوقع تصاغ كما يلي: <sup>(1)</sup>

$$\hat{r}_i = \frac{\widehat{p}_{it} - p_{it-1} + \hat{C}_{it}}{p_{it-1}}$$

حيث تميز المتغيرات المتوقعة بإشارة ^

وتتم عادة تحديد القيمة المتوقعة للعائد من خلال تطوير توزيع احتمالي للعائد المتوقع، والتوزيع الاحتمالي هو تعبير رياضي أو بياني عن المخرجات المتوقعة والموزنة باحتمالات حدوثها. <sup>(2)</sup>

ويمكن تطوير هذا التوزيع الاحتمالي بطريقتين، تعتمد الأولى على العوائد التاريخية للأصل المالي، بحيث يكون العائد المتوقع لهذا الأصل عبارة عن الوسط الحسابي لعوائده التاريخية. وتعتمد الطريقة الثانية على تطوير توزيع احتمالي للعائد المتوقع في ظل أوضاع اقتصادية مختلفة وذلك بعد تحليل البيانات المتعلقة بالأصل المالي.

تمتاز الطريقة الأولى بالموضوعية، حيث يعتبر الوسط الحسابي تقديرا غير متحيز لمعلمة المجتمع إلا أن مشكلتها تكمن في أن الاستثمار المالي يحدث في عالم سريع التغيير، ولا يمكن الجزم بأن العوائد التاريخية ستستمر بالتحقق بنفس المعدلات السابقة، أما الطريقة الثانية فهي تمتاز بالواقعية وأخذ التطورات الحالية والمستقبلية بعين الاعتبار، إلا أنها تعتمد على الحكم الشخصي للمقدر وهي بحاجة إلى مختصين مهرة في إجراء تحليلات ووضع توقعات.

<sup>(1)</sup> - Rassi F., L'évaluation des actifs financiers et la relation risque-rendement, presses de l'Université du Québec, Québec, 2010, p 04.

<sup>(2)</sup> - أوجين برينغهام، فرويد وينستون، التمويل الإداري، الجزء الثاني، تعريف عدنان داغستاني، أحمد نبيل عبد الهادي، دار المريخ، الرياض، 2003، ص 40.

وفي كل الأحوال يعتبر العائد المتوقع وسطا حسابيا لقيم المتغيرات التي يأخذها التوزيع الاحتمالي، ويمكن التعبير عن ذلك رياضيا على النحو التالي:<sup>(1)</sup>

$$\hat{r}_i = p_1 r_1 + p_2 r_2 + \dots + p_n r_n$$

بمعنى:

$$\hat{r}_i = \sum_{i=1}^n p_i r_i$$

حيث:

$\hat{r}_i$  : العائد المتوقع.

$p_i$  : احتمال أن يأخذ العائد المتوقع قيمة معينة.

$r_i$  : القيم التي يأخذها المتغير  $r$  والذي يمثل العائد في حالات مختلفة.

**3- معدل العائد المطلوب:** هو معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون عند استثمار أموالهم تعويضا عن التأجيل الحالي لاستهلاك هذه الأموال، والمخاطرة لمصاحبة لذلك الاستثمار.

إن هذا المؤشر هو الهدف لعموم المستثمرين في الأسهم، إذ يترتب عليه تقدير القيمة الحقيقية لها ويحسب أو يقدر معدل العائد المطلوب للاستثمار بالأسهم العادية من إضافة معدل العائد الحالي من المخاطرة\* إلى علاوة مخاطرة السهم المتمثلة في المخاطر الخاصة بالسهم عينه+ مخاطر السوق.<sup>(2)</sup>

سنتناول في الفصل المقبل بالتفصيل كيفية حساب معدل العائد المطلوب لأنه أساس نماذج تقييم الأصول الرأسمالية التي تمثل موضوع هذه الأطروحة.

### الفرع الثاني: مفهوم المخاطر المالية

نهدف من خلال محتويات هذا الفرع إلى تعريف المخاطر المالية، وكذا تحديد مختلف أنواعها، باعتبارها الأساس الذي بنيت عليه مختلف نماذج تقييم الأصول المالية الحديثة، والتي تعتبر موضوع دراستنا في هذه الأطروحة.

(1) - أوجين برينغهام، فرويد وينستون، مرجع سابق، ص 40.

\* معدل العائد الحالي من المخاطرة هو سعر الفائدة على الاستثمارات الحكومية قصيرة الأجل، والأكثر شيوعا فيها سندات الخزينة فتندم المخاطرة لهذه الاستثمارات إذ يتساوى معدل العائد المتوقع مع معدل العائد المتحقق منها . ولهذا فإن معدل العائد عليها يسمى معدل العائد الحالي من المخاطرة.

(2) - Rassi F., Op.Cit, p 14.

**أولاً: تعريف المخاطر المالية**

يمكن تقديم أهم التعاريف الخاصة بالمخاطرة المالية فيما يلي:

**التعريف الأول:**

إن أصل المخاطرة المالية هي تشتت العوائد الفعلية عن تلك المتوقعة، فخلال فترة الاحتفاظ بالأصل المالي يمكن أن تكون العوائد الحقيقية جد مختلفة عن تلك المتوقعة.<sup>(1)</sup>

**التعريف الثاني:**

تعرف المخاطرة على أنها احتمال تقلب العوائد المستقبلية المتأتية من الاستثمارات المالية، أو هي ابتعاد قيم المتغير عن وسطه الحسابي.<sup>(2)</sup>

**التعريف الثالث:**

تعني المخاطر المالية احتمالية عدم تحقيق عائد أو احتمال تحقق خسائر رأسمالية، أو هي حالة عدم انتظام العوائد.<sup>(3)</sup>

**التعريف الرابع:**

الفقد الجزئي أو الكلي المحتمل في قيمة ثروة المساهمين بالمنشأة.<sup>(4)</sup>

تجمع هذه التعاريف على عنصرين مهمين هما:

- تشتت العوائد المتوقعة عن العوائد المحققة بسبب عدم التأكد المحيط بالظروف المستقبلية؛
- التهديد الأساسي الذي ينتج عن المخاطر المالية هو انخفاض قيمة الأصول المالية (الانخفاض في ثروة المساهمين).

**ثانياً: تصنيف المخاطر المالية**

من خلال الطرح السابق المتعلق بتعريف المخاطر المالية يمكن تصنيفها بما يتماشى مع المحفظة إلى مخاطر نظامية ومخاطر غير النظامية، وهو التصنيف الذي يعتمد عليه في تقييم الاستثمارات المالية، ونوجز هذين النوعين من المخاطر فيما يلي:

(1) - Damodaran A., finance d'entreprise, de boeck, Bruxelles, 2006, p 222.

(2) - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 420.

(3) - قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 61.

(4) - صلاح الجبوب، مرجع سابق.

**1- المخاطر المنتظمة:** وهو ذلك الجزء من المخاطر الذي يتعرض له الأصل المالي بسبب عوامل تؤثر على السوق ككل، لذلك يطلق عليها أنها مصطلح مخاطر السوق.<sup>(1)</sup>

ويمكن تعريفها أيضا على أنها مقدار التقلب أو التباين في العوائد الناجمة عن الظروف الاقتصادية العامة. وفي إطار الاستثمار بالأوراق المالية يكون التأكيد الأكبر على المخاطر المنتظمة التي لا يمكن تجنبها أو تحاشيها ولكن يمكن التخفيف منها، وأن السبب وراء الاهتمام بالمخاطرة المنتظمة هو لكون تأثيرها يشمل عموم الأسهم المتداولة في السوق المالية، ولكن بدرجات متفاوتة ولهذا توصف بأنها مخاطرة النظام الاقتصادي أو البيئة الاقتصادية العامة.<sup>(2)</sup>

وتنشأ المخاطر المنتظمة من عدة مصادر نوجزها فيما يلي:

● **مخاطر أسعار الفائدة :** وهي التغيرات التي تحدث في عوائد الأصول المالية نتيجة تحركات أسعار الفائدة فإذا

ما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق تحركت أسعار الأوراق المالية في اتجاه معاكس لعدة أسباب نذكر أهمها :

■ أن أسعار الفائدة هي مؤشرات لمعدلات الخصم التي تستخدم في تقييم الأصول المالية (كلما ارتفع معدل الخصم ينخفض سعر الأصل المالي)؛

■ زيادة عرض الأصول المالية يؤدي إلى انخفاض أسعارها بسبب أن المستثمر يفضل بيع هذه الأصول والاحتفاظ بئمنها كوديعة في البنك (أقل مخاطرة)؛

■ ارتفاع أسعار الفائدة سيؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال لدى المنشآت، وهذا ما سيخفض أرباحها، مما يؤدي بالتبعية إلى انخفاض أسعار أصولها المالية.

● **مخاطر التضخم:** وتعرف على أنها مخاطر انخفاض القوة الشرائية للدخل، الناتج على الاستثمار المالي نتيجة

الارتفاع المتسارع في مستوى الأسعار في الاقتصاد ككل. ومنه فإن التضخم يعمل على خفض معدل العائد الحقيقي

للاستثمارات المالية مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها، ويكون هذا التأثير أقوى على الاستثمارات في الأصول ذات

الدخل الثابت مثل السندات منها على الأصول ذات الدخل المتغير كالأسهم العادية.<sup>(3)</sup>

● **المخاطر السوقية:** تسهم تقلبات السوق في المخاطر المنتظمة، مما يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض أسعار إجمالي

الأصول المالية المتداولة. والمخاطر السوقية تتوقف على عوامل عديدة أهمها: الإضرابات العامة، الكساد، الانتعاش،

الاضطرابات السياسية... الخ.<sup>(4)</sup>

(1) - قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 63.

(2) - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 423.

(3) - قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 64.

(4) - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 423.

**2 - المخاطر غير المنتظمة:** وهي مقدار التقلب أو التباين في العوائد الناجمة عن الظروف الخاصة لمنشأة دون غيرها من المنشآت. <sup>(1)</sup> وتعرف أيضا على أنها المخاطر التي ينفرد بها أصل مالي معين، أو منشأة أو صناعة ما، فالتغيرات مثل: اضطرابات العمال، والأخطاء الإدارية، والحملات الإعلانية وتغير أذواق المستهلكين، والدعاوى القضائية، تسبب قابلية عوائد منشأة ما للتباين، ويكون هذا التباين غير المنتظم مستقلا عن العوامل المؤثرة على الصناعات والأصول المالية الأخرى، ونظرا لأن المخاطر غير المنتظمة تحدث نتيجة لعوامل مؤثرة على منشأة ما أو عدد قليل من المنشآت فإنه يجب التنبؤ بها على نحو مستقل لكل منشأة على حدة. <sup>(2)</sup>

وتنشأ المخاطر غير النظامية من عدة مصادر نوجزها فيما يلي:

● **ظروف الصناعة :** وهي ظروف خاصة تقع على نوع معين من الصناعات، كظهور اختراعات جديدة، وظهور منافسين جدد، أو عدم قدرة الشركة على منافسة الشركات الأخرى، وكذلك صعوبة توفير المواد الخام، وهو ما يترك أثره على أرباح الشركة، ومن ثم على أسعار أصولها المالية .

● **مخاطر الإدارة :** إن القرارات الخاطئة، والتي تسبب فيها إدارة منشأة معينة تؤدي إلى آثار سلبية على نتائج أعمال هذه الشركة ومن ثم على العائد على الاستثمار، فاتخاذ قرارات خاطئة نتيجة المعلومات غير دقيقة قد يؤثر على أرباح الشركة، وأيضا الاختلاف بين المصالح والأهداف فيما بين المستثمرين والإدارة يعد أحد أسباب التغيرات في العوائد، كما تؤثر المشاكل التي تقوم بين أعضاء مجلس الإدارة أو المشاكل التي تنتج من موظفي الشركة على العائد المتحقق. <sup>(3)</sup>

● **مخاطر الرفع المالي والرفع التشغيلي:** يزيد الرفع المالي لأي شركة مع زيادة استخدامها للديون مقارنة بحقوق الملكية، وبالتالي فإن عوائد الأسهم سوف تتباين مع زيادة استخدام المنشأة للرفع المالي، حيث ترفع مصاريف الفائدة الثابتة مما يؤدي إلى رفع نقطة التعادل الخاصة بها، وهذا ما يؤدي إلى زيادة المخاطر المحيطة بهذه المنشأة حيث أي تذبذب في المبيعات سوف يؤدي إلى تقلبات شديدة في أرباح الشركة، وهذا ما سينعكس في صورة تقلبات في أسعار أصولها المالية. <sup>(4)</sup>

أما الرفع التشغيلي فإنه يرتبط بنمط هيكل تكاليف المؤسسة، أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية في التكاليف الكلية أو الاجمالية. وينتج عن الرفع التشغيلي المرتفع زيادة في قابلية تباين عوائد حملة الأسهم، وهذا الوضع

(1) - محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 424.

(2) - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 363.

(3) - قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 65.

(4) - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 373.

الذي يسمى مخاطرة الرفع التشغيلي ينشأ لأن التكاليف المرتفعة للاحتفاظ بالأصول الثابتة تستمر دون نقصان سواء هبط مستوى مخرجات المنشأة أم لا، وبذلك فإن الرفع التشغيلي يزيد من نقطة تعادل المنشأة مثلما يفعل الرفع المالي، ونتيجة لذلك فإن جانبا من قابلية تباين العوائد على الأسهم يكون نتيجة لتقلبات الأرباح الناتجة على الرفع التشغيلي.<sup>(1)</sup>

### المطلب الثالث: قياس المخاطرة

كما سبق ذكره فإن المخاطرة هي درجة تشتت العوائد عن قيمتها الحقيقية وهذا التشتت ناتج عن الاحتمالات المختلفة للعوائد المستقبلية، نظرا لسمة عدم التأكد المرتبطة بالمستقبل، لذا يقتضي الأمر وضع تصورات لما يحتمل أن تكون عليه العوائد المستقبلية وهو ما يسمى بالتوزيع الاحتمالي للظروف الاقتصادية، بعدها يتم وضع تقديرات للعوائد الموافقة لاحتمالات حدوثها. وتختلف طرق قياس هذا التشتت بين أساليب كمية وأساليب بيانية، كما يمكن قياسها بالنسبة للاستثمارات الفردية أو للاستثمارات في إطار محفظة مالية وهذا ما سنتناوله في الفرعين التاليين:

### الفرع الأول: قياس المخاطرة في حالة الاستثمار في أصل فردي

بشكل عام تقاس مخاطر الاستثمار الفردي من خلال تقلب العوائد المستقبلية، وذلك من خلال طريقتين الأولى بيانية والثانية كمية.

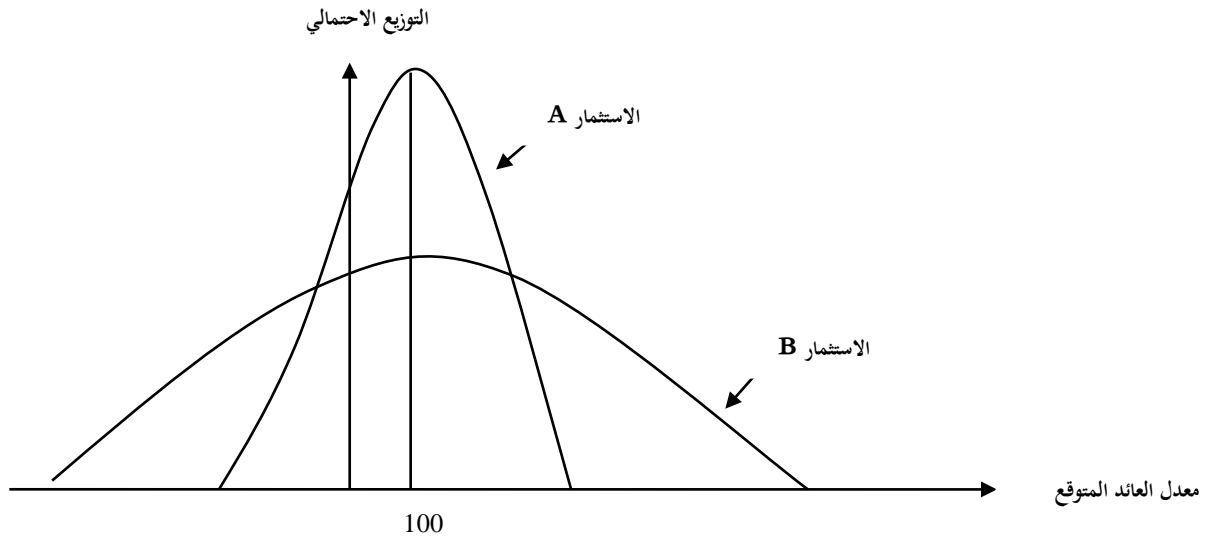
#### أولا: الطريقة البيانية

يتم وضع القيم المتوقعة للعوائد في شكل رسم بياني حيث يمثل المحور العمودي احتمالات حدوث الظروف الاقتصادية بينما يمثل المحور الأفقي العوائد المتوقعة في ظل كل احتمال.<sup>(2)</sup> كما هو موضح بالشكل الموالي:

(1) - محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، عمان، 2016، ص46.

(2) - شقيري نوري موسى، محمود إبراهيم نور، وسيم محمد الحداد، سوزان سمير ذيب، إدارة المخاطر، دار المسيرة، عمان، 2012، ص 58.

الشكل رقم (01): الطريقة البيانية لقياس مخاطر الاستثمار الفردي



المصدر: محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال الهياكل الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الأول، مخبر تقييم رؤوس الأموال الجزائرية وآفاق تطويرها في ظل العولمة، جامعة سطيف، الجزائر، 2011، ص 108.

تزداد المخاطر كلما زاد تشتت العوائد المصاحبة للتغيرات في الظروف الاقتصادية، وبالنظر إلى الشكل السابق نجد أن الاستثمار في المشروع A ينطوي على مخاطر أقل من المشروع B، وبما أن القيمة المتوقعة للعوائد متساوية (المتوسط الحسابي للعوائد يساوي 100) فإن المفاضلة بينهما تكون لصالح المشروع A والذي يتسم بصغر حجم المخاطر المصاحبة له.

كما يستدل على مخاطر الاستثمار من خلال النظر إلى شكل التوزيع الاحتمالي للعوائد، فإذا أخذت العوائد شكل التوزيع الطبيعي فيكون ابتعاد العوائد عن وسطها نحو طرفي التوزيع دليلاً على تباين وتذبذب العائد، وبالتالي ارتفاع المخاطر. وعندما يكون التوزيع منحنيًا نحو اليسار فإن هذا يمثل المخاطر التي تنتج عن الخسائر وبالتالي لا بد من التركيز على الانحرافات السالبة عن الوسط الحسابي لهذه العوائد، فكلما كانت الانحرافات السالبة عن الوسط أكبر من الانحرافات الموجبة فإن شكل التوزيع الطبيعي يكون منحرفًا جهة اليسار وبالتالي تكون المخاطر أكبر بسبب الخسائر.<sup>(1)</sup>

(1) - شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص 59.



## ثانيا: الطرق الكمية لقياس المخاطر

يعطي أسلوب الرسم البياني فكرة عن حجم المخاطر التي تنطوي عليها العوائد المتوقعة للاستثمار، غير أنه يفشل في تزويدنا بقياس دقيق لحجم هذه المخاطر، وفي هذا الصدد فإنه هناك طرق كمية تقيس المخاطر الكلية للاستثمار (النظامية وغير النظامية)، وأخرى تقيس المخاطر النظامية فقط نتناولها فيما يلي:

**1- أساليب قياس المخاطر الكلية:** تعد مقاييس التشتت أهم الأدوات الإحصائية لقياس المخاطر الكلية نتناول أهمها فيما يلي:

• **التباين:** يعبر تباين العوائد عن متوسط انحرافات مجموعة من قيم العوائد عن وسطها الحسابي بمعنى يقيس درجة تشتت العوائد عن متوسط العائد ويعبر عنه بالعلاقة:<sup>(1)</sup>

$$V(R_i) = \sum_{i=1}^n p_i (R_i - E(R_i))^2$$

من خلال المعادلة أعلاه يتضح أنه كلما كان الفرق بين المشاهدات الفعلية  $R_i$  ووسطها الحسابي  $E(R_i)$  كبيرا كلما دل ذلك على تعرض الاستثمار لمخاطر أكبر والعكس إذا كان الفرق صغير.

غير أنه يؤخذ على التباين كونه يقاس بوحدة نقدية مربعة كالدينار المربع مثلا، نتج هذا المشكل من تربيع الفرق  $(R_i - E(R_i))^2$ ، وهذه الوحدة النقدية لا معنى لها من الناحية الاقتصادية.<sup>(2)</sup> لذا وجد مقياس آخر لحل هذا المشكل ألا وهو الانحراف المعياري.

• **الانحراف المعياري:** يعبر الانحراف المعياري عن الحجم المطلق للمخاطر ويساوي الجذر التربيعي للتباين بمعنى أنه يقيس انحراف كل مفردة من مفردات العوائد المتوقعة عن وسطها الحسابي، وبالتالي كلما كان الانحراف المعياري صغيرا كلما كانت العوائد قريبة من العائد المتوسط وبالتالي المخاطر التي يتعرض لها هذا الاستثمار تكون أقل وبحسب كما يلي<sup>(3)</sup>:

$$\sigma(R_i) = \sqrt{V(R_i)}$$

<sup>(1)</sup> – Farber A., Laurent M. P., Oosterlinck K., Pirott H., Finance, pearson, paris, 2011, p169.

<sup>(2)</sup> – محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال الهياكل الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الأول، مخبر تقييم رؤوس الأموال الجزائرية وآفاق تطويرها في ظل العولمة، جامعة سطيف، الجزائر، 2011، ص 111.

<sup>(3)</sup> – Farber A., et all ,Op.Cit, p 169.

من الملاحظ أن المقياسين السابقين يعبران عن درجة التشتت الكلية للتوزيع الاحتمالي للعوائد. في حين أنه إذا أردنا حساب المخاطر بالنسبة لكل وحدة من وحدات العائد في هذا الصدد يكون معامل الاختلاف هو المقياس المناسب حيث: (1)

$$cv(R_i) = \frac{\sigma(R_i)}{E(R_i)}$$

يستخدم معامل الاختلاف في حالة وجود مجموعة من الأصول المالية تختلف فيما بينها من حيث العوائد والمخاطر، فمن الملاحظ أنه إذا تساوت الأصول المالية من حيث العوائد نختار الاستثمارات الأقل مخاطرة، أما إذا تساوت من حيث المخاطر نختار الأكثر عائدا، لكن إذا اختلفت من حيث المخاطر والعوائد يكون حساب مخاطرة كل وحدة من وحدات العائد (معبرا عنها بمعامل الاختلاف) هو المقياس المناسب.

**2- أساليب قياس المخاطر المنتظمة:** تتمثل المخاطر المنتظمة كما سبق ذكره في المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنوع، بمعنى المخاطر التي تمس السوق بأكمله، وبالتالي يمكن قياس تلك المخاطر بمدى تغير عائد الأصل المالي مع تغير عائد السوق من خلال المقياسين التاليين:

• **التغاير:** يعبر التغاير عن الصورة التي يتغير بها عاملان أو متغيران معا، بمعنى قوة الارتباط واتجاه التغير بين متغيرين ويحسب بالعلاقة التالية: (2)

$$cov(R_i, R_m) = E(R_i \cdot R_m) - E(R_i) \cdot E(R_m)$$

وعليه فإن التغاير يرصد إذا كان المتغيران يتحركان معا في نفس الاتجاه أو في الاتجاه المعاكس أو هما مستقلان في تحركهما. لهذا نجده يأخذ الحالات التالية: (3)

- **موجبا:** هذا يعني أن هناك علاقة طردية بين المتغيرين؛
- **سالبا:** هذا يعني أن هناك علاقة عكسية بين المتغيرين؛
- **معدوما:** هذا يعني عدم وجود علاقة بين المتغيرين.

(1) - شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص 66.

(2) - Viviani J. L., La gestion de portefeuille, Dunod, Paris, 1997, p80.

(3) - محفوظ جبار، مرجع سابق، ص 115.

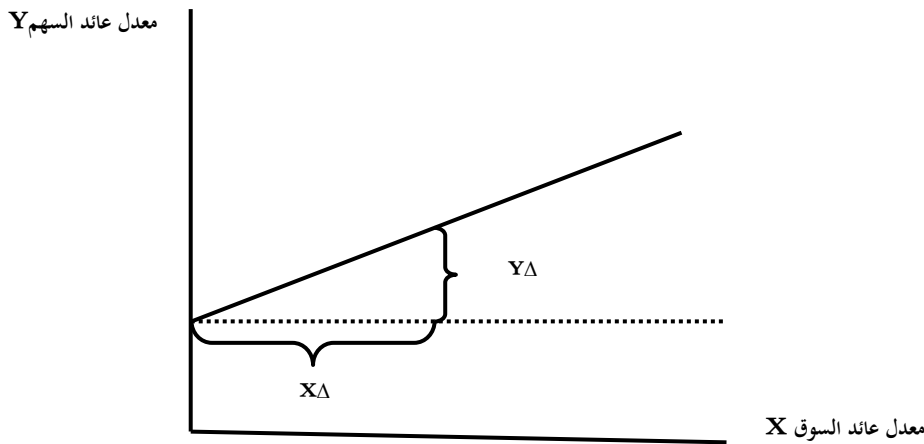
وعند الحديث عن استخدام التغيرات في قياس المخاطر المنتظمة يكون المتغيرين المعنيين هما عائد أصل مالي معين وعائد السوق (ممثل بمتوسط عوائد إجمالي الأصول المتداولة فيه). حيث يقيس مدى تلازم تغير عائد كل أصل مالي مع عائد السوق، بمعنى يقيس مدى تغير سعر الأصل المالي مع تغير مستوى عوائد السوق، وعليه فإنه كلما زاد التغير زادت المخاطر المنتظمة التي يتعرض لها الأصل المالي، وكلما انخفض التغير كلما انخفضت معه تلك المخاطر.<sup>(1)</sup>

• **المعامل  $\beta$** : هو مقياس نسبي لحجم المخاطر المنتظمة، يتم الربط فيه بين عائد الورقة المالية مقارنة بعائد السوق، ويعبر عن درجة حساسية تقلب العائد المتوقع للأصل مع التقلب الحاصل في محفظة السوق ويحسب كما يلي:<sup>(2)</sup>

$$\beta = \frac{cov(R_i, R_m)}{V(R_m)}$$

كما يمكن تقدير معامل  $\beta$  بيانياً، فهو لا يخرج عن كونه ميل خط الانحدار (معامل الانحدار) بين عائد السوق وعائد السهم العادي، وذلك كما هو موضح بالشكل البياني الموالي:

الشكل رقم (02): رسم بياني يوضح تقدير معامل  $\beta$  بيانياً



المصدر: شقيري نوري موسى، محمود إبراهيم نور، وسيم محمد الحداد، سوزان سمير ذيب، إدارة المخاطر، دار المسيرة، عمان، 2012، ص 69.

وكما هو معروف يمكن معرفة ميل خط الانحدار من خلال قسمة التغير الحاصل في معدل عائد السهم على

التغير الحاصل في معدل عائد السوق أي:  $\beta = \frac{\Delta \text{عائد السهم}}{\Delta \text{عائد السوق}}$  وبالتالي فمعامل  $\beta$  يعبر عن نسبة التغير في عائد

السهم إذا ما تغير عائد السوق بوحدة واحدة.

(1) - محفوظ جبار، مرجع سابق، 115.

(2) - أوجين برينغهام، فرويد وينستون، مرجع سابق، ص 59.

## الفرع الثاني: قياس المخاطرة في حالة الاستثمار في محفظة مالية

عادة ما ينظر إلى عائد ومخاطر الأصول المالية كمجموعة (في إطار محفظة مالية) وليس كاستثمارات فردية منفصلة، على اعتبار أن الاستثمار في أصل منفرد يكون أكثر مخاطرة مما لو تم دمجها في مجموعة من الأصول الأخرى. لذا يحرص المستثمرون على تنويع استثماراتهم تنوعاً جيداً داخل محفظة مالية من أجل التقليل من المخاطر التي يتعرضون لها آخذين بعين الاعتبار درجة الارتباط بين الأصول المكونة للمحفظة.

## أولاً: عائد المحفظة

عائد المحفظة هو المتوسط المرجح بالأوزان لعوائد الأصول المالية التي تتشكل منها المحفظة ويحسب بالعلاقة التالية:<sup>(1)</sup>

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n W_i \cdot E(R_i)$$

حيث:

$E(R_p)$ : تمثل العائد المتوقع للمحفظة.

$W_i$ : تمثل نسبة الأصل  $i$  في المحفظة.

$E(R_i)$ : يمثل العائد المتوقع للأصل  $i$ .

## ثانياً: مخاطر المحفظة

إن السمة الرئيسية لمحفظة الاستثمار تتمثل في أن المخاطرة الخاصة بأي أصل داخلها تختلف عن مخاطرته منفرداً، حيث يمكن أن يكون هذا الأصل ذا مخاطرة عالية إذا احتفظنا به منفرداً لكن تنقص مخاطرته إذا احتفظنا به داخل محفظة استثمارية بفعل أثر التنويع، لهذا السبب لا يمكن القول أن مخاطرة المحفظة هي المتوسط المرجح بالأوزان لمخاطر الأصول المكونة لها، على اعتبار أن التنويع الجيد بين أصول مالية تختلف في اتجاه ودرجة ارتباطها سوف يقلل مخاطرتها. وتحسب مخاطر المحفظة من خلال مقاييس التشتت سابقة الذكر مع الأخذ بعين الاعتبار ما إذا كانت المحفظة تتكون من أصولين أو أكثر.

<sup>(1)</sup> - Viviani J. L., Op.Cit, p 79.

**1- قياس درجة المخاطرة لمحفظه الاستثمار في حالة الاستثمار في أصلين ماليين:** يتم قياس مخاطر حافظة الاستثمار المكونة من أصلين ماليين بواحد من مقاييس التشتت سابقة الذكر في الأصول المنفردة آخذين بعين الاعتبار درجة الارتباط بينهما.

• **التباين والانحراف المعياري:** يتم قياس مخاطر محفظة مكونة من أصلين  $X_1$  و  $X_2$  من خلال التباين الذي يعطى بالعلاقة التالية:<sup>(1)</sup>

$$V(R_p) = w^2\sigma_{x1}^2 + (1 - w)^2\sigma_{x2}^2 + 2w(1 - w)\rho\sigma_{x1}\sigma_{x2}$$

حيث:

$w$  : النسبة من قيمة المحفظة الإجمالية المستثمرة في الأصل  $x_1$ .

$(1-w)$  : النسبة من قيمة المحفظة الإجمالية المستثمرة في الأصل  $x_2$

$\sigma_{x1}$ : الانحراف المعياري للأصل  $x_1$

$\sigma_{x2}$ : الانحراف المعياري للأصل  $x_2$

$\rho$ : معامل الارتباط بين الأصلين  $x_1$  و  $x_2$

وبما أن  $\sigma_{x1}\sigma_{x2}$  يمثل التغاير بين الأصلين  $x_1$  و  $x_2$  فإنه يمكن إعادة كتابة المعادلة السابقة كما يلي:

$$V(R_p) = w^2\sigma_{x1}^2 + (1 - w)^2\sigma_{x2}^2 + 2w(1 - w)\text{cov}_{x1 x2}$$

أما الانحراف المعياري للمحفظة فهو عبارة عن الجذر التربيعي للتباين ويعطى بالعلاقة التالية:

$$\sigma(R_p) = \sqrt{v(R_p)}$$

<sup>(1)</sup>-Bodie Z., Merton R., Op.Cit, p 367.

2- قياس درجة المخاطرة لمحفظه الاستثمار في حالة عدد  $n$  من الأصول: بنفس الطريقة فإنه يتم التعبير عن المخاطرة لمحفظه مكونة من العدد  $n$  من الأصول من خلال التباين والانحراف المعياري.

• التباين: يعبر عنه بالعلاقة التالية:<sup>(1)</sup>

$$V(R_p) = \sum_{i=1}^n x_i^2 \sigma_{Ri}^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n x_i x_j \text{cov}(R_i R_j)$$

ولفهم هذه المعادلة يجب أن نذكر أن مصدرها هو مصفوفة التباينات الثنائية لجميع الأصول المكونة للمحفظه والتي تكون بالشكل:

$$V(R_p) = |x_1, x_2, x_3, \dots, x_n| \cdot \begin{vmatrix} \text{COV}_{1,1} & \text{COV}_{1,2} & \dots & \dots & \dots & \text{COV}_{1,n} \\ \text{COV}_{2,1} & \text{COV}_{2,2} & \dots & \dots & \dots & \text{COV}_{2,n} \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ \text{COV}_{n,1} & \text{COV}_{n,2} & \dots & \dots & \dots & \text{COV}_{n,n} \end{vmatrix} \cdot \begin{vmatrix} x_1 \\ x_2 \\ \cdot \\ \cdot \\ x_n \end{vmatrix}$$

حيث أن:

$x_1, x_2, x_3, \dots, x_n$ : تمثل النسب المستثمرة في الأصول  $1, 2, 3, \dots, n$

$\text{COV}_{n,n}$ : التباين المشترك (التغاير) بين كل أصلين من الأصول المكونة للمحفظه.

وبحل هذه المصفوفة يمكن قياس تباين محفظه استثمارية مكونة من  $n$  من الأصول المالية.

<sup>(1)</sup>- Alphonse P., Desmulers G., et all, Gestion de portefeuille et marchés financiers, Pearson, Paris, 2010, p 77.

## المبحث الثاني: المخاطر المحيطة بالاستثمار في الأسواق المالية

تنشأ المخاطر المحيطة بالاستثمار في الأسواق المالية من عدة مصادر يمكن تصنيفها على أساس ثلاث مجموعات رئيسية، المجموعة الأولى تتمثل في الظروف الاقتصادية الكلية إجمالاً، كأسعار الفائدة والصراف الأجنبي والتضخم وظروف السوق المحلية والدولية، أما المجموعة الثانية فتتمثل في المخاطر التي تصيب المنشآت أو القطاعات أو الصناعات التي تتداول أسهمها في السوق المالي، وبالتالي فهي المخاطر التي تمس هذه المنشآت بعينها وتؤثر على أسعار أسهمها دون باقي السوق، أما المجموعة الثالثة فهي المخاطر التي تنشأ من داخل السوق كمخاطر السيولة ومخاطر المضاربة ومخاطر التركيز. سوف نذكر في هذا المبحث كل هذه الأنواع من المخاطر مع تحليل أثرها على أسعار الأصول المالية المتداولة.

## المطلب الأول: مخاطر ناشئة عن الظروف الاقتصادية العامة

كما سبقت الإشارة إليه يطلق على هذا النوع من المخاطر بالمخاطر النظامية، وهي المخاطر التي تصيب السوق المالي إجمالاً (كل المؤسسات الموجودة فيه) ولا يمكن تفاديها بالتنوع. سنحاول إضفاء تحليل موسع لهذا النوع من المخاطر مع ذكر أثرها على أسعار الأصول المالية المتداولة فيما يلي:

## الفرع الأول: مخاطر سعر الفائدة

هي التغيرات التي تحدث في عوائد الأصول المالية نتيجة تحركات أسعار الفائدة السائدة في السوق، هذه التغيرات في أسعار الفائدة تؤثر على كل الأصول المتداولة في السوق المالي إلا أن شدة تأثيرها تختلف بين الأصول ذات الدخل الثابت (السندات) والأصول ذات الدخل المتغير (الأسهم).<sup>(1)</sup> وهذا كما يلي كما يلي:

## أولاً: بالنسبة للأصول ذات الدخل الثابت

إن القيمة السوقية للسند بعد إصداره تتأثر بعوامل عديدة، وأهم هذه العوامل أسعار الفائدة السائدة في السوق النقدي، حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة في فترات الانتعاش الاقتصادي ينعكس سلباً على أسعار السندات، فتؤدي إلى انخفاضها بسبب توجه المستثمرين للتخلص منها والتوجه للاستثمار في السوق النقدي بأسعار الفائدة المرتفعة. بينما يحدث العكس في أوقات الركود الاقتصادي، حيث تميل أسعار الفائدة للانخفاض مما يدفع أسعار السندات للارتفاع بسبب كثرة الطلب عليها.<sup>(2)</sup>

(1) - Bourachot H., Renouard G., et all, 100 fiches pour comprendre la bourse et les marches financiers, Breal Edition, Paris, p 116.

(2) - طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار البازوري، عمان، 2015، ص 98.

## ثانياً: بالنسبة للأصول ذات الدخل المتغير

إن جميع الدلائل العلمية تؤكد وجود علاقة ارتباط عكسية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم، لذلك تعتبر هذه العلاقة أحد المبادئ الأكثر قبولاً في العلوم المالية الحديثة، ومن أجل تفسير هذه العلاقة نتطرق أولاً إلى الآثار

الاقتصادية الناتجة عن تغير أسعار الفائدة والمتمثلة فيما يلي:<sup>(1)</sup>

- زيادة معدل الفائدة يؤدي إلى التراجع في معدلات الاستثمار، بسبب زيادة التكاليف، وبالتالي ارتفاع درجة المخاطر خصوصاً للشركات التي تعتمد على الديون كمصدر مهم في هيكلها التمويلي، وهذا ما ينعكس بالسلب على قدرات هذه المؤسسات في الاستثمار والتوسع؛

- عند ارتفاع أسعار الفائدة فإن القوة الشرائية للنقد الذي بحوزة الأفراد تنخفض، لأن هذا الارتفاع يؤدي إلى زيادة تكلفة السلع والخدمات (خصوصاً المنتجة من طرف الشركات التي تعتمد على القروض بنسبة كبيرة في هيكلها التمويلي)، مما ينعكس على زيادة أسعار السلع والخدمات؛

- ارتفاع معدل الفائدة يؤدي إلى تحسين وضع ميزان المدفوعات من خلال تدفق رؤوس الأموال من الخارج وبطء خروج الأموال المحلية، مما يؤدي بشكل عام إلى ارتفاع قيمة العملة، لكن هذا الارتفاع في قيمة العملة المحلية ينتج عنه تدني في حجم الصادرات مما يؤثر بالسلب على وضع المؤسسات المحلية خصوصاً التي لديها توجه تصديري.

من خلال التمعن في هذه الآثار يتبين لنا التأثير العكسي لارتفاع أسعار الفائدة على تدني النشاط الاقتصادي ومن ثم انخفاض أداء السوق المالي في شكل انخفاض لأسعار أسهم المنشآت التي تنشط في هذا السوق. إن هذه النتيجة تؤكد أن تأثير أسعار الفائدة على أسعار الأسهم يتم بطريقتين هما:<sup>(2)</sup>

**الطريقة المباشرة:** تأثير أسعار الفائدة على أسعار الأسهم يمر مباشرة عبر السوق النقدية وحجة المؤيدين لهذا الاتجاه هو أنه طالما يمكن للأفراد الحصول على الائتمان بأسعار فائدة منخفضة، فإنهم سوف يتجهون للاستثمار في الأسهم وهذا من أجل الاستفادة من العائد الناتج عن الفرق بين عوائد الأسهم وكلفة الاقتراض، وهذا الاندفاع لشراء الأسهم يجعل أسعارها ترتفع.

(1) - راجع:

- جمال الزيدانين، أساسيات الجهاز المالي، دار وائل للنشر، الأردن، 1999، ص 181-182.

- Duthil G., Marois W., Politique Economiques, Ellipses, Paris, 1997, p 104.

(2) - هالة حلمي سعيد، "دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء السوق المالي"، سلسلة رسائل البنك الصناعي، بنك الكويت الصناعي، سبتمبر، 2000، ص 12-13.



**الطريقة غير المباشرة:** تأثير أسعار الفائدة على أسعار الأسهم يتم بطريقة غير مباشرة عبر السوق السلعية ذلك أن ارتفاع أسعار الفائدة سيؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع والخدمات نتيجة ارتفاع تكلفتها، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب عليها من قبل المستهلكين، وبالتالي سوف ينخفض حجم المبيعات والأرباح بالتبعية، هذا مع ازدياد المصاعب التي تواجه المؤسسات في الحصول على التمويل (ترتفع تكلفة الاقتراض). مما يؤثر مباشرة على الأرباح فتتخفف، وتنخفض معها رغبة المتعاملين في شراء الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها.

### الفرع الثاني: مخاطر التضخم

إن طبيعة العلاقة بين معدلات التضخم وأسعار الأسهم تبقى غير واضحة إلى حد معين، ذلك أنه من جهة تعتبر الأسهم وسيلة تحوط جيدة اتجاه التضخم باعتبار أن أسعارها والعوائد المرتبطة بها ترتفع مع الارتفاع في معدلات التضخم، شأنها شأن أي أصل مالي آخر، ومن جهة أخرى فإن للتضخم تأثير عكسي على أسعار الأسهم وعوائدها، يفسر بارتفاع التكاليف سواء الإنتاجية أو أسعار الفائدة.<sup>(1)</sup>

إن أغلب الدراسات الحديثة أثبتت أن لأسعار الأسهم علاقة عكسية مع معدلات التضخم، واستدلوا على ذلك بالآثار الاقتصادية الناتجة عن تغيرات معدلات التضخم، باعتبار أن السوق المالي مرآة للوضع الاقتصادي السائد، وتتمثل هذه الآثار فيما يلي:<sup>(2)</sup>

- ارتفاع معدلات التضخم يضعف الحافز على الادخار، بسبب ضعف القوة الشرائية للنقود، ذلك نتيجة لزيادة التفضيل السلعي عن التفضيل النقدي، وبالتالي تزيد رغبة الأفراد في الإنفاق على الاستهلاك الحاضر بدلا من الادخار، أما الأرصدة النقدية المتبقية، فيميلون إلى تحويلها إلى عقارات وذهب و عملات أجنبية مستقرة القيمة؛
- ارتفاع معدلات التضخم يدفع برؤوس الأموال المحلية إلى الهجرة إلى الخارج؛
- يؤدي التضخم إلى الاختلال في ميزان المدفوعات، نتيجة لتحويل العملة الوطنية إلى عملات أجنبية مستقرة القيمة وتحويلها إلى الخارج، كذلك يؤدي إلى اختلال في الميزان التجاري نتيجة لزيادة الطلب على الاستيراد وانخفاضه على الصادرات، بسبب أثر التضخم على رفع التكاليف وبالتالي إضعاف المركز التنافسي للسلع المحلية في الأسواق الخارجية؛

(1) - Kovacs A., Comprendre la bourse, Hommes et Techniques, Paris, 1985, p 41.

(2) - راجع:

- محمود يونس، عبد النعيم مبارك، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003، ص 112-114.

- جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2002 .

- يؤدي التضخم إلى توزيع الدخل القومي والثروة بين أفراد المجتمع بطريقة عشوائية، بحيث ترتفع الأسعار بمعدلات وبسرعة أعلى من استجابة دخول بعض طبقات المجتمع لهذا الارتفاع؛
  - يحدث التضخم أجواء تشاؤمية تجعل رجال الأعمال يقلعون عن المشاريع الإنتاجية مما يؤدي إلى انخفاض الاستثمار وتراجع معدلات النمو الاقتصادي؛
  - للتضخم آثار اجتماعية وسياسية خطيرة تهدد الاستقرار العام الضروري لدفع عملية النمو.
- من خلال التمعن في هذه الآثار نجد أن للتضخم تأثير عكسي على الوضع الاقتصادي السائد، يمتد هذا التأثير إلى المنشآت العاملة في إطار هذا الاقتصاد فتتخفف أسعار أسهمها.
- يجب أن نذكر في هذا المقام أن الأصول المالية ذات الدخل الثابت يكون تأثيرها بالتضخم أكبر من الأصول ذات الدخل المتغير (الأسهم)، ذلك أن معدلات الفائدة الثابتة على السندات سوف تنخفض قيمتها الحقيقية إلى أدنى المستويات مقارنة بالأسهم التي تتأثر بدرجة أقل من السندات لهذا النوع من المخاطر.

### الفرع الثالث: مخاطر سعر الصرف

- تعرف مخاطر سعر الصرف بأنها مخاطر فقدان أي منشأة لجزء من قيمتها نتيجة تقلبات أسعار الصرف.<sup>(1)</sup>
- وينصرف مفهوم سعر الصرف إلى عدد وحدات العملة التي يمكن شرائها أو مبادلتها بوحدة واحدة من عملة أخرى.
- إن العلاقة بين أسعار الصرف وسوق الأوراق المالية تكون من خلال قناتين كالآتي:<sup>(2)</sup>

#### أولاً: القناة المباشرة

إن انخفاض سعر صرف عملة بلد ما، من شأنه أن يجعل أسعار الأصول المالية المحلية أرخص نسبياً للمستثمرين الأجانب، مما يزيد من طلبهم على تلك الأصول، وتزداد سرعة تداولها، ومن ثم ارتفاع أسعارها. ومن جانب آخر فإن انخفاض قيمة عملة ذلك البلد، يدفع بالمستثمرين المحليين الذين يحتفظون بأرصدة نقدية محلية إلى التخلص منها، والتوجه نحو طلب الأصول المالية الأخرى كالأسهم والسندات، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها. وهذا يشير إلى العلاقة العكسية بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم والسندات. كما تثبت هذه العلاقة العكسية من خلال استبدال المستثمر العملة الوطنية بالأجنبية من خلال الاستغناء عن مقتنياته من الأوراق المالية ببيعها، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها.

(1) - Bourachot H, et all, Op.Cit, p 114.

(2) - عبد القادر بسبع، "قياس أثر تغيرات سعر الصرف على تقلبات عوائد أسواق الأسهم باستخدام نموذج Garch"، مجلة دراسات وأبحاث، جامعة الخلفة، العدد 26، مارس 2017، ص 347-348.

## ثانيا: القناة غير المباشرة:

تمارس أسعار الصرف آثارا غير مباشرة في سوق الأوراق المالية عبر السوق السلعية، بتأثيرها على القدرة التنافسية الدولية لشركات هذا البلد في السوق العالمية. من خلال تأثيرها على أسعار المدخلات (المواد الأولية والطاقة) والمخرجات وعلى قيمة أصولها وديونها بالعملة الأجنبية، وبالتالي التأثير في أرباح الشركات ومنه قيمة الأسهم. فتقلب أسعار صرف العملات الأجنبية يؤثر على قيمة الشركة، من خلال التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من الشركة، التي تتغير مع التقلبات في أسعار صرف العملات الأجنبية. فارتفاع سعر الصرف يؤدي بالمصدرين إلى فقدان قدرتهم التنافسية في السوق الدولية، وبالتالي فإن مبيعات وأرباح المصدرين ستتقلص وأسعار الأسهم سوف تنخفض. ومن ناحية أخرى، فإن المستوردين سوف تزداد قدرتهم التنافسية في الأسواق المحلية، وبالتالي تزداد أرباحهم وأسعار أسهم شركاتهم، وهذا يعني أن ارتفاع سعر الصرف له آثار سلبية على سوق الأوراق المالية المحلية للدول التي تمتاز بهيمنة الصادرات، وآثار إيجابية على سوق الأوراق المالية المحلية للدول التي تمتاز بارتفاع الواردات، وبالتالي تغير سعر الصرف ينتج عنه آثار عكسية بين المصدرين والمستوردين. كما أن هذا التأثير سيكون متباينا بين الشركات، حيث ينجم عن تخفيض قيمة العملة تأثير إيجابي للشركات ذات التوجهات التصديرية. ومنه زيادة دخل هذه الشركات، مما يدعم المستوى المتوسط لأسعار الأسهم، وينعكس سلبا على الشركات التي تعتمد على سلع مستوردة كمدخلات في عملياتها الإنتاجية الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكاليفها الإنتاجية وانخفاض أرباحها وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها.

## الفرع الرابع : مخاطر الظروف السياسية والاجتماعية والاقتصادية العامة

ويقصد بهذا النوع من المخاطر احتمال وقوع بعض الأحداث المهمة محليا أو عالميا، ومثال عليها إجراء تغيرات جوهرية في النظام الاقتصادي للدولة ذاتها أو لدول أخرى تربطها علاقة وثيقة أو اتفاقيات تجارية، أو بعض التغيرات في النظام السياسي كانتخاب رئيس جديد أو تغيير حكومة أو بعض التغيرات الاجتماعية، فكل هذه الأحداث تؤثر على الحالة الاقتصادية للدولة وينتقل هذا التأثير مباشرة إلى سوق الأوراق المالية، ويمكن إجمال هذه الأحداث فيما يلي:

## أولاً: المناخ الاقتصادي العام

إن تحركات أسعار الأسهم لا تتم بمعزل عن مستوى النشاط الاقتصادي والذي يمكن تمثيله من خلال الدورة الاقتصادية، التي تعرف على أنها فترات توسع اقتصادي تعقبها فترات انكماش في مستوى النشاط الاقتصادي. وتتكون الدورة الاقتصادية من أربعة مراحل متعاقبة هي: (1)

- **مرحلة الركود (الانكماش):** تتصف هذه المرحلة بتقلص النشاط الاقتصادي في غالبية القطاعات الاقتصادية؛
- **مرحلة الكساد:** أو ما يعرف بنقطة القعر حيث يصل مستوى النشاط الاقتصادي إلى أدنى مستوياته؛
- **مرحلة الانتعاش:** تتميز بزيادة الإنتاج وتحسن الأرباح الكلية والاستخدام والأجور؛
- **مرحلة الازدهار:** أو ما يعرف بنقطة القمة حيث يكون فيها النشاط الاقتصادي في أحسن مستوياته.

تنعكس الدورة الاقتصادية بمراحلها المختلفة مع أسعار الأصول في الأسواق المالية سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة، هذه التقلبات تتباين في تأثيرها بين كل من الأسهم والسندات لاختلاف طبيعة كل منهما على النحو الآتي:

- **السندات:** تنخفض أسعار السندات في مرحلة الانتعاش الاقتصادي بسبب ارتفاع أسعار الفائدة نظراً للعلاقة العكسية بين أسعار السندات وأسعار الفائدة كما سبق تحليله، وعلى العكس من ذلك تميل أسعار السندات للارتفاع أثناء مرحلة الكساد، وذلك لأن أسعار الفائدة خلال هذه المرحلة تبدأ بالتراجع. (2)

- **الأسهم:** إن التقلب في أسعار الأسهم يسبق التقلب في النشاط الاقتصادي، حيث تصل أسعار الأسهم إلى أعلى مستوياتها قبل وصول النشاط الاقتصادي إلى مرحلة الازدهار، والعكس حيث تنخفض أسعارها إلى أدنى مستوياتها قبيل وصول النشاط الاقتصادي إلى مرحلة الركود، إن تفسير هذه الظاهرة يعود إلى أن المستثمر عند تقييمه للورقة المالية فإنه يعتمد على الأرباح المتوقعة تحقيقها، وتقدير تلك الأرباح يعتمد على الظروف الاقتصادية المستقبلية، وليس على الظروف الاقتصادية السائدة بعبارة أخرى أن المعلومات الاقتصادية التي تتأثر بها أسعار الأوراق المالية هي معلومات عن الأحوال الاقتصادية المتوقعة ولهذا السبب تتحرك أسعار الأسهم قبيل الحدوث الفعلي للتقلب في النشاط الاقتصادي. (3)

كذلك يجب أن نذكر في هذا المقام العلاقة بين الناتج الداخلي الخام باعتباره أهم مؤشر يعبر عن مستوى النشاط الاقتصادي، وأسعار الأصول المالية، حيث أثبتت العديد من الدراسات وجود علاقة ارتباط موجبة وقوية بين

(1) - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2002، ص 07.

(2) - محمود صالح عطية، "تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق"، مجلة ديالي، جامعة ديالي، العراق، العدد 54، 2012، ص 194.

(3) - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999، ص 245-246.

الناتج الداخلي الخام وأسعار الأصول المالية إذ أنها تتحرك في نفس الاتجاه. وتفسر هذه العلاقة من خلال أن ازدهار السوق المالية بارتفاع أسعارها يسمح للشركات بطرح المزيد من الأسهم في السوق المالي واستخدام الأرصد المتحصل عليها في زيادة الاستثمار والتوسع، كما يعني ارتفاع أسعار الأصول المالية بالنسبة للمستثمرين حاملي هذه الأصول، زيادة في ثرواتهم والأرباح المتحصل عليها من الاستثمار في هذه الأصول، مما ينعكس على زيادة الطلب على السلع والخدمات، وبالتالي خلق الحافز لزيادة الإنتاج والأرباح، وكل هذه العوامل تدفع بالناتج الداخلي الخام إلى الارتفاع.<sup>(1)</sup>

### ثانياً: الظروف السياسية

تعد الأسواق المالية ذات حساسية شديدة لمختلف الأحداث والتطورات السياسية (مثل الحروب والاضطرابات وتغيير الحكومات). فهي تتأثر بها وتتفاعل معها، بشكل مباشر أو غير مباشر، حيث أن هناك بعض المتغيرات السياسية، التي غالباً ما تؤثر في نشاط الأسواق المالية وأسعارها وأهم هذه المتغيرات هي:<sup>(2)</sup>

- تعرض الأسواق المالية إلى خطر الاضطرابات السياسية والمظاهرات، وما حدث في تونس ومصر بعد ثورات الشباب في كلا البلدين في مطلع العام 2011، والتي عملت على تعطيل الحركة الاقتصادية والتجارية، مما أثر سلباً في سوق الأوراق المالية في كلا البلدين؛
- تعرض بعض الحكومات، وخاصة النامية منها لانقلابات عسكرية، يصاب بسببها البلد بالشلل الكامل والتام لكافة النواحي الاقتصادية مما يؤدي إلى حدوث خطر كبير يهدد كافة أنواع الاستثمار في البلاد؛
- اشتراك عدد من البلدان بالصراعات العسكرية (كالحروب) مما يرفع الالتزامات المالية للدولة المعنية، ويخفض من قيمة عملتها أمام العملات الأجنبية الأخرى، الأمر الذي يضطر أصحاب رؤوس الأموال إلى تفادي الاستثمارات المحلية ونقل أموالهم خارج البلد، إلى حيث الاستقرار السياسي، ومن أبرز الحوادث السياسية، حوادث الاغتيال السياسي، فقد حدثت عمليات بيع هستيرية في سوق نيويورك، إثر تردد أنباء اغتيال الرئيس الأمريكي جون كندي، مما اضطر المسؤولون إلى إغلاق البورصة، وبيعت الأسهم آنذاك بأسعار منخفضة جداً، وعندما فتحت البورصة أبوابها بعد يومين عادت أسعار الأسهم إلى حالتها الطبيعية.

(1) - فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، دار المريخ، الرياض، 2002، ص 144-145.

(2) - محمود صالح عطية، مرجع سابق، ص 195.

## المطلب الثاني: المخاطر الناشئة عن ظروف المنشأة المقيدة في السوق المالي

كما سبقت الإشارة إليه يطلق على هذا النوع من المخاطر بالمخاطر غير المنتظمة، وهي المخاطر التي تصيب بعض القطاعات أو المؤسسات المقيدة في السوق المالي، سنحاول من خلال هذا المطلب إضفاء تحليل موسع لهذا النوع من المخاطر مع ذكر أثرها على الأصول المالية المتداولة.

### الفرع الأول: مخاطر الإدارة

وهي تلك المخاطر التي تنشأ نتيجة لاتخاذ قرارات خاطئة في مجال الإنتاج أو التسويق أو الاستثمار، من شأنها أن تترك آثارا عكسية على القيمة السوقية للأوراق المالية التي تصدرها المنشأة نتيجة لتأثيرها على التدفقات النقدية المتوقعة ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار في تلك الأوراق. ومن أمثلة هذه القرارات ما يلي: (1)

- **عدم التحوط للأحداث غير المتوقعة:** يجب على إدارة الشركة التحوط لبعض الأحداث غير المتوقعة مثل الكوارث الطبيعية، استقالة أو وفاة أحد الشخصيات القيادية في إدارة المشروع، المشاكل التي تقوم بين أعضاء مجلس الإدارة، المشاكل بين العمال... الخ. من أجل تجنب الخسائر الضخمة التي قد تنتج عن حدوث هذه الاحتمالات. هذه الخسائر التي سوف تؤثر على سلامة المركز المالي للمؤسسة وبالتالي انخفاض أسعار أصولها المالية المتداولة.
- **تقادم المنتجات:** تمر جميع المنتجات ب04 مراحل أساسية هي: النشأة، النمو، النضج، التقادم، ويجب على إدارة الشركة أن تولي اهتماما كبيرا بعملية البحث والتطوير من أجل حماية منتجاتها من التقادم. خصوصا مع التطور التكنولوجي المتسارع الذي أسفر عن ظهور منتجات أكثر تطورا وأطول عمرا وأكثر وفرا. إن عدم الاهتمام الكافي بالبحث والتطوير سوف يؤدي إلى تقادم منتجات المؤسسة ومنه تقلص مبيعاتها الذي يؤدي إلى انخفاض الأرباح ومنه انخفاض في أسعار الأصول المالية لتلك الشركة.
- **الارتباط بعميل واحد:** إذا كانت الشركة تنتج سلعة واحدة أو عددا محدودا من السلع يتم توريدها لعميل واحد، فإن استمرار الشركة من عدمه يتوقف على استمرار التعامل مع هذا العميل الواحد، فإذا توقف العميل عن التعامل مع تلك الشركة ظهرت تلك المخاطر.

### الفرع الثاني: مخاطر الصناعة.

قد تتعرض كل المنشآت العاملة في صناعة واحدة، أو بضع صناعات لقابلية تغير العائد بسبب تهديد معين لا يؤثر على باقي المنشآت العاملة خارج هذه الصناعة، هذا التهديد يطلق عليه اسم مخاطر الصناعة. فمثلا عندما تنظم نقابة عمالية كبيرة في قطاع صناعي معين إضرابا عاما. فإن المنشآت العاملة في تلك الصناعة وعملاؤها وموردوها

(1) - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 374.

سوف يتأثرون، وإذا كان الإضراب غير متوقع واستمر لفترة طويلة فإن تأثيراته يمكن أن تحدث ضرراً كبيراً على أرباح هذه الشركات وبالتالي ينتقل الأمر إلى انخفاض قيم أصولها المالية المتداولة في السوق المالي.<sup>(1)</sup>

### الفرع الثالث: المخاطر التشغيلية (مخاطر الأعمال)

تمثل مخاطر الأعمال في درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للشركة المستثمر في أسهمها والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع على الاستثمار الذي ينتظره المستثمر. ومخاطر الأعمال تنشأ بسبب طبيعة الأداء التشغيلي ومتغيرات هذا الأداء وبيئة التشغيل والتي هي انعكاس لمجموعة من العوامل سببها السياسات الإدارية والظروف الاقتصادية والتغير في ظروف المنافسة الذي ينعكس على العائد الذي ينتظره المستثمر في الأسهم العادية، نوجز هذه المتغيرات في العناصر التالية:

#### أولاً: التغير في حجم الطلب على منتجات الشركة

تزداد مخاطر الأعمال كلما اتسم الطلب على منتجات الشركة بالتقلب الذي يمكن أن يعود لأحد الأسباب التالية:<sup>(2)</sup>

- إدخال الشركة منتجات جديدة تساهم في زيادة حجم الطلب الإجمالي؛
- نجاح المنافسين في تقديم منتجات بديلة من شأنها أن تضعف الطلب على منتجات الشركة؛
- الرواج أو الكساد الذي تتعرض له الصناعة التي تنتمي إليها الشركة.

#### ثانياً: التغير في أسعار بيع المنتجات

تزداد مخاطر الأعمال كلما زاد التقلب في أسعار منتجات المؤسسة، الذي قد يكون نتيجة لحدة المنافسة أو التدخل الحكومي بهدف التحكم في الأسعار، كل هذه التغيرات سوف تنعكس على إيرادات الشركة ومن ثم على أسعار أصولها المتداولة.

#### ثالثاً: التغير في أسعار المدخلات

تزداد مخاطر الأعمال كلما زاد التقلب في أسعار المدخلات سواء كانت مواد خام أو تكلفة العمالة هذه التقلبات إذا كانت بالارتفاع سوف تخفض من أرباح الشركة ومنه سوف ينعكس على أسعار أصولها المالية المتداولة والعكس إذا كان هذا التقلب بالانخفاض سوف يؤدي إلى ارتفاع أرباح الشركة وعليه ارتفاع أسعار أصولها المتداولة.

(1) - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 375.

(2) - شفيق نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص 47.

تجدر الإشارة في هذا المقام إلى أنه كلما انخفضت مرونة الطلب على المنتجات، كلما تمكنت الشركة من مواجهة التغير في أسعار المدخلات بإجراء تغيير في أسعار منتجاتها وبذلك قد تستطيع تحقيق نوع من الاستقرار في صافي ربح العمليات يترتب عليه انخفاض مخاطر الأعمال.<sup>(1)</sup>

#### رابعاً: مخاطر الرفع التشغيلي

يعرف الرفع التشغيلي على أنه نسبة تتغير في الدخل التشغيلي الناتج عن نسبة التغير في المبيعات، يرتبط مستوى الرفع التشغيلي بحصة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف، حيث يكون الرفع التشغيلي أكبر كلما كانت نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف أكبر.<sup>(2)</sup> وتنتج مخاطر الرفع التشغيلي من الزيادة في قابلية تباين عوائد حملة الأسهم بسبب أن التكاليف الثابتة المرتفعة للاحتفاظ بالأصول الثابتة تستمر دون نقصان سواء هبط مستوى مبيعات المؤسسة أم لا.

كما سبق يتضح أن مزايا الرفع التشغيلي تتوقف على طبيعة الأوضاع الاقتصادية للشركة وللسوق ككل، فإذا كانت الشركة بوضع تنافسي جيد، وتعمل في سوق يسوده ازدهار اقتصادي يسمح للشركة بالتوسع، فإن ارتفاع درجة الرفع التشغيلي ستكون مؤشراً جيداً، لأن أي تغير بسيط في المبيعات سوف ينتج عنه زيادة كبيرة في الدخل التشغيلي، والعكس إذا كانت ظروف الشركة أو السوق غير مواتية فإن انخفاض بسيط في المبيعات سوف ينتج عنه انخفاض كبير في الدخل التشغيلي. هذه التذبذبات سوف تنعكس بطبيعة الحال على أسعار الأصول المتداولة سواء بالارتفاع أو الانخفاض.

تجدر الإشارة في نهاية العرض إلى أن جل هذه المتغيرات التي تشتق منها مخاطر الأعمال قد تتفاوت من قطاع اقتصادي إلى آخر ومن شركة إلى أخرى داخل القطاع الواحد. فعلى سبيل المثال نلاحظ أن مخاطر الأعمال التي تتعرض لها المنشآت الصناعية تكون أكبر من مخاطر الأعمال التي تتعرض لها منشآت الخدمات العامة نظراً لأن الطلب على السلع الصناعية غير مستقر مقارنة بالطلب على الخدمات العامة، كما أن التكاليف الثابتة في المنشآت الصناعية أكبر وبالتالي تتأثر هذه المنشآت أكثر من غيرها بمخاطر الرفع التشغيلي.

#### الفرع الرابع: مخاطر الرفع المالي

حدد مفهوم الرفع المالي بأنه استخدام أموال الغير بتكاليف مالية ثابتة، وقد تكون أموال الغير قروض أو أسهم ممتازة إذ أن كلاهما له تكلفة مالية ثابتة ويجب على الشركة الالتزام بدفعها، أي بمعنى آخر أن الرفع المالي مرتبط بمشكل

(1) - شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص 47.

(2) - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص 251.



تمويل الشركة فكلما زاد الاعتماد على المصادر الخارجية للتمويل ذات التكلفة الثابتة، تزداد درجة الرفع المالي.<sup>(1)</sup> كما يعرف الرفع المالي بأنه استخدام الشركة للتكاليف تمويله ثابتة من أجل تعظيم أثر التغيير في صافي الربح التشغيلي على صافي الربح للسهم العادي الواحد.

يفسر أثر الرفع المالي من خلال الكيفية التي يمكننا من خلالها أن نحقق مردودية أموال خاصة تكون أعلى من مردودية مجمل الأموال المستثمرة التي نعب عنها بالمردودية الاقتصادية. لكن علينا أن لا ننساق مع هذا المنطلق الذي يقدمه أثر الرفع المالي، وهو أنه بإمكاننا أن نحصل على ربح أكبر بفعل الاستدانة، لأن أثر الرفع المالي يمكنه أن يؤثر باتجاهين متعاكسين، فإذا كان بإمكانه أن يرفع من مردودية الأموال الخاصة بالمقارنة مع المردودية الاقتصادية، فإنه يمكن أن يكون له أثر عكسي في بعض الأحيان ويخفض من مردودية الأموال الخاصة بالمقارنة مع المردودية الاقتصادية. ويفسر هذا الأثر من خلال أنه عندما تقوم المؤسسة بالاستدانة واستثمار الأموال المقترضة في مجال نشاطها الصناعي والتجاري، فإنها سوف تحصل على نتيجة اقتصادية من المفروض أن تكون أعلى من التكاليف المالية للاستدانة، ففي هذه الحالة تحقق المؤسسة فوائض مالية تتمثل في الفرق بين المردودية الاقتصادية والتكلفة الثابتة للأموال المقترضة، هذا الفائض سوف يعود إلى المساهمين ويرفع بذلك مردودية الأموال الخاصة (ربحية الأسهم العادية)، لكن هذا الأثر يتحقق فقط عندما تكون المردودية الاقتصادية أكبر من كلفة الاستدانة وخلافا لذلك سوف يكون للرفع المالي أثر سلبي على حقوق المساهمين.<sup>(2)</sup>

مما سبق يمكن القول أن مخاطر الرفع المالي تتمثل في تذبذب العائد المتاح للملاك نتيجة استخدام المؤسسة لمصادر التمويل ذات الكلفة الثابتة (قروض وأسهم ممتازة)، هذا التذبذب الذي ينتج عن التغيير في الربح التشغيلي بمعدل أكبر أو أقل من تكلفة الأموال الثابتة.

وبالتالي يمكن القول أن الرفع المالي سلاح ذو حدين، إذا أحسنت المؤسسة استخدامه فإنها سوف تعظم من قيمتها السوقية، عن طريق زيادة قيمة أسهمها في السوق المالي، والعكس إذا أساءت استخدامه فإنها سوف تضاعف خسائرها مما تنعكس على انخفاض قيمتها السوقية.

(1) - إلياس خضير الحمدوني، فائز هليل سريح الصبيحي، "العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 08، 2012، ص 150.

(2) - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل، عمان، 2011، ص 285-286.

## المطلب الثالث: مخاطر ناتجة عن ظروف السوق.

يتخوف المستثمرون أحيانا من الاستثمار في بعض الأسواق المالية نظرا لوجود مخاطر خاصة تميز هذه الأسواق عن غيرها، تتمثل في التذبذب الكبير للقيمة السوقية الذي قد ينتج عنه خسارة جزء من الأموال، هذا التذبذب ناتج عن قوى داخلية تحرك سوق معين أكثر من غيره، وترجع خصوصا إلى المضاربة المتواجدة في هذه السوق، سيولة الأصول المتداولة فيه، تركز السوق في قطاعات محددة... الخ. وهذا ما سنتطرق له بشيء من التفصيل في الفروع التالية:

## الفرع الأول: مخاطر السيولة

يقصد بسيولة الورقة المالية أن يستطيع البائع والمشتري إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على ذات الورقة، وذلك على فرض عدم ورود معلومات جديدة إلى السوق، وهذا يعني أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق توفير سمة انتظام الأسعار، والتي يقصد بها استقرار الأسعار، أي عدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى.<sup>(1)</sup>

أما إذا تكلمنا عن سيولة السوق المالي، فإنها تعني القدرة على تداول الأوراق المالية بتكلفة منخفضة مع تأثير ضئيل على السعر، وبالتالي فهي تعطي المستثمرين المرونة الكافية لبيع ممتلكاتهم عند الحاجة.<sup>(2)</sup>

تتمثل مخاطر السيولة في احتمال عدم القدرة على تحويل أحد الاستثمارات إلى نقود بشكل سريع دون خسارة قدر كبير من رأس المال الرئيسي للمستثمر، وتعد بعض الأوراق المالية أكثر سيولة من غيرها. وكلما زادت السيولة أصبح من اليسر شراء الاستثمار وبيعه دون تكبد خسارة في السعر.

من خلال ما سبق يتبين أن مخاطر سيولة الأصل تتمثل في تقلب السعر من صفقة إلى أخرى بسبب صعوبة تسويقه، وكذلك بالنسبة لمخاطر سيولة السوق فإنها تتمثل في صعوبة تسويق إجمالي الأصول المتداولة فيه مما يؤثر على التقلب الشديد في أسعارها. وبالتالي يمكن الجزم بأن للسيولة تأثير على سعر الأصل المالي، حيث أن الأصل الذي يتميز بسيولة مرتفعة سوف يسهل بيعه وكذلك يكثر الطلب عليه. ويكون هذا التأثير من خلال مصدرين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر كما يلي:<sup>(3)</sup>

(1) - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 557.

(2) - عبد الناصر إبراهيم نور، "تأثير مبادئ الحاكمية المؤسسية على سيولة سوق الأسهم -دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية-"، مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات الإنسانية، جامعة الزرقاء، أبريل 2016، ص 254.

(3) - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 525.

فالتأثير المباشر يعني أن ارتفاع مستوى السيولة سوف يترك أثرا إيجابيا على القيمة السوقية للمنشأة، والتي هي عبارة عن مجموع القيم السوقية لما تصدره من أصول مالية.

والتأثير غير المباشر ينتج من بيع الأصول المصدرة بسعر مرتفع وهذا راجع إلى تميزها بقدر من السيولة، وعليه فإن هذا يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض تكلفة الحصول على الأموال، وبطبيعة الحال يكون لذلك أثره الإيجابي على القيم السوقية لإجمالي الأصول المصدرة ومنه على قيمة المؤسسة.

لكن ولكي يحدث هذا الأثر على السعر يجب أن تتوفر السوق على مجموعة من السمات الأساسية، تجعل الأوراق المتداولة فيه سهلة التسويق بحد أدنى من التقلب في سعرها تتمثل هذه السمات فيما يلي:<sup>(1)</sup>

- **عمق السوق:** تتصف السوق بكونها عميقة إذا كانت حركة التعاملات فيها نشطة، ويتحقق ذلك مع وجود أوامر بيع وشراء بصفة مستمرة للورقة المالية، وفي حالة السوق العميقة يؤدي الخلل في التوازن في الكمية المطلوبة أو المعروضة إلى تغيرات بسيطة في الأسعار، ومؤدى ذلك أن الخسائر الرأسمالية التي قد تحدث عادة ما تكون هامشية.

- **اتساع السوق:** تكون السوق متسعة إذا كان هناك تنوع كبير في أدوات الاستثمار المتاحة، ويحقق ذلك الاستقرار النسبي في سعرها.

- **سرعة استجابة السوق:** تشير المرونة إلى السرعة التي تنتعش بها الأسعار بعد تأثرها بالتعامل، أو صدمة عشوائية، حيث تسمح بمعالجة الوضع من خلال تغيير طفيف في السعر، مما يؤدي إلى ضالة الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الأصل.

### الفرع الثاني: مخاطر المضاربة

يواجه المتعاملون في الأسواق المالية مخاطر عدم التأكد التي تجعلهم لا يعرفون توجهات الأسعار بسبب قلة المعلومات أو عدم إتاحتها، أو عدم قدرتهم على تحليلها بالطريقة الصحيحة لأجل هذا يمكن التمييز بين نوعين من التعاملات في السوق المالي هما:<sup>(2)</sup>

- مجموعة تتعامل على أساس المعلومات المتاحة بطريقة رشيدة وهذه المجموعة هي التي تدفع بالأسعار إلى التوجه نحو قيمتها الحقيقية؛

<sup>(1)</sup> -عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008، ص 165-164.

<sup>(2)</sup> - Gillet P., L'efficience des marchés financiers, Economica, paris, 2000 , p 19.

● مجموعة يطلق عليها فريق الضوضاء، ويمكن القول عنهم أنهم هم المضاربون الذين يتميزون بعدم قدرتهم على فهم وشرح كل المعلومات المتاحة، مما يجعلهم يعتقدون صفقات عشوائية تساهم في إبعاد أسعار الأصول المالية عن قيمتها الحقيقية.

من خلال هذا التقسيم للمتعاملين داخل السوق المالي يمكن القول أن المضاربة هي التصرف الذي يقوم به فريق الضوضاء، ولإضفاء مفهوم اقتصادي أعمق للمضاربة يجب ذكر أن المنظرين لهذا المفهوم ينقسمون إلى فئتين هما: (1)

**الفئة الأولى:** تبنت فكر Kinz Hicks وتقول إن درجة الرغبة في تحمل المخاطر تميز المضارب عن غيره، فمن يرغب في تحمل المخاطر يكون مضاربا، ومن يتجنب المخاطر يكون متحوطا، ومن وجهة نظر Kinz Hicks فإن سوق العقود المستقبلية لها دور مفيد في تحويل المخاطر من المتحوظين الذين لا يرغبون في تحمل مخاطر عالية إلى المضاربين الذين يتحملون مخاطر عالية.

**الفئة الثانية:** ويقودها الكتاب التطبيقيون الذين يعرفونها بأنها بيع وشراء صوريان للاستفادة من فروق الأسعار، بمعنى أنها بيع وشراء صوريان ليس بغرض الاستثمار، ولكن بغرض الاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جدا. حيث ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأصل من جهة وقيمتها الحقيقية.

كما عرف Samuelson المضاربة بأنها سلوك يهدف فيه المضارب إلى الكسب المالي باستخدام مهاراته، حيث يتخذ قراره بناء على تقديره. الذي يخالف تقديرات الآخرين، أو تقديرات السوق، وهو هنا لا يعرف مدى صحة أو خطأ تقديره، وبالتالي لا يعرف المضارب قيمة احتمال صحة قراره. وعليه تكون المضاربة عندما يكون سلوك المتعامل غير عادي ومخالف لرأي الأغلبية ولا توجد شواهد أو أدلة على ذلك تؤكد توقعاته. (2)

وبالتالي فإن مخاطر المضاربة تنشأ نتيجة لتقلبات أسعار الأصول المالية في الأسواق سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية، أو عوامل مصطنعة وغير أخلاقية (كالإشاعات، الاحتكار، البيع والشراء الصوريين... الخ)، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للأصول المالية.

(1) - عبدالرحيم عبد الحميد الساعاتي، "المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة، تحليل اقتصادي وشرعي"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2007، ص 06.

(2) - المرجع السابق، ص 12.

إن وجود المضاربة بالسوق بمعدلات معقولة يعد أمراً محموداً، ولكن وجود الأموال الساخنة وكثرة المضاربات وزيادتها عن حد معين دون ضابط أو رقابة صارمة من الهيئات المعنية قد يؤدي إلى عدم استقرار الأسعار وربما ارتفاعها بما يعرف بالفقاعة السعرية\*، بعدما تنفجر هذه الفقاعة وتعود الأسعار إلى الانخفاض وتحدث الأزمة.

لكن هذا لا يعني التقليل من أهمية المضاربات، فوجود المضاربين كبايعين ومشتريين يساهم في إيجاد سيولة دائمة في الأسواق، لكن مخاطر المضاربة تظهر عندما تصبح المضاربة هي الأساس والاستثمار هو الاستثناء.

### الفرع الثالث: مخاطر العدوى.

إن ارتباط الأسواق المالية الدولية وما صاحبه من انتقال للرساميل فيما بينها، نتج عنه بالموازاة انتقال للمخاطر المالية، وهذا ما يعرف بمخاطر العدوى المالية والتي تعني أن "انحيار مؤسسة سوف يتسبب في خلق أزمة ثقة من شأنها إصابة مؤسسات أخرى لا ترتبط بالمؤسسة الأولى، مما يترتب عليه تراجع في وتيرة النشاط الاقتصادي، وتتحقق العدوى أيضاً إذا ترتب على انحيار أسواق المال أو أسواق العملة في دولة ما نشوء أزمة ثقة ينتج عنها انحيار أسواق المال في دولة أخرى قد لا ترتبط بروابط اقتصادية كبيرة مع الدولة الأولى"<sup>(1)</sup>.

يمكن تقسيم الأسباب الكامنة وراء حدوث العدوى المالية إلى قسمين هما:

• **قسم متعلق بوجود روابط اقتصادية بين الدول:** في هذا القسم فإن الأسباب الكامنة وراء انتقال الصدمات من سوق مالي إلى آخر تكمن في الارتباط الحقيقي المباشر من خلال التجارة في السلع والخدمات والتعاملات المالية والتنسيق في السياسات الاقتصادية بين هذه الدول.<sup>(2)</sup> وبالتالي فإن أي صدمة مالية داخل دولة معينة سوف تهدد الاستقرار الاقتصادي للدول التي ترتبط معها بعلاقات اقتصادية مشتركة.

• **قسم متعلق بسلوك القطيع:** يشير بعض الخبراء والباحثين الاقتصاديين أن انتقال الصدمات والهزات من سوق إلى آخر يكون حتى بغياب الروابط والعلاقات الاقتصادية المتبادلة بين هذه الدول، فالصدمة التي تظهر في بلد ما تكون ذات علامة أو سمة معينة سماها الاقتصادي Masson "بقعة الشمس"، التي تصبح من خلالها ظاهرة للبلد الآخر، وبالتالي تكون عاملاً أساسياً في انتقال العدوى من البلد الأول إلى البلد الثاني، وأول ما تظهر تأثيرات هذه البقعة

\* - إن مصطلحات مثل فقاعة أسعار الأصول، الفقاعة المالية، فقاعة المضاربة، تعبر جميعها عن نفس المعنى وعادة ما يتم اختصار هذه المصطلحات بكلمة فقاعة فقط، وهي ظاهرة تبدأ بتوسع سريع في السوق يليها انكماش حاد فيه. تتميز الفقاعة بارتفاع أسعار الأصول لتتجاوز قيمتها الأساسية بهامش كبير، تستمر بالارتفاع حتى تصل إلى نقطة السقوط الحر، التي تسمى انفجار الفقاعة.

(1) - نادية العقون، "العمولة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج - دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية-"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، 2012/ 2013، ص 75.

(2) - إبراهيم مزهود، "قنوات تأثير الأزمات المالية على القطاع المالي والمصرفي العربي"، المجلة الجزائرية للإقتصاد والمالية، العدد 01، أبريل 2014، ص 183.

الشمسية من خلال التأثير على نفسيات المستثمرين.<sup>(1)</sup> وهذا ما يعرف في الأدب المالي سلوك القطيع والذي يعرف على أنه " الأنماط السلوكية التي ترتبط فيما بين الأفراد، وفي عمليات الاستثمار يعرف بأنه مجموعة من المستثمرين تتعامل في نفس الاتجاه خلال فترة زمنية معينة"<sup>(2)</sup>.

ظهر سلوك القطيع بين نشاطات الأسواق المالية نتيجة أن معظم المتعاملين في الأسواق المالية يفتقدون للمعايير والأسس السلمية لاتخاذ قرار الاستثمار أو المتاجرة، فيندفعون للشراء أو البيع في شكل قطيع، هذا السلوك يعتبر عامل فاعل، حيث أن سلوك المستثمرين في السوق الذي تنتقل له الصدمة تكون على أساس تغيرات سلوك المستثمرين الذين يتعاملون معهم من البلد الذي ظهرت فيه الأزمة.

خلاصة ما يمكن قوله على هذا النوع من المخاطر هو أن ظهور صدمة مالية في سوق معين سوف يؤدي إلى زيادة المعروض من الأصول المالية المتداولة فيه، الأمر الذي يؤدي إلى تدهور قيمتها، فتنتقل عدوى هذا الذعر المالي والتدهور في قيمة الأصول إلى أسواق أخرى سواء ارتبطت مع السوق المتدهورة بروابط اقتصادية ومالية، أو كان الانتقال بسبب ظروف نفسية.

(1) - معروف جيلالي، "مفهوم العدوى المالية: نماذج وقنوات انتقال"، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، مجلة إلكترونية تصدر عن مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، جوان 2017. على الموقع: <https://giem.kantakji.com> اطلع عليه بتاريخ: 2018/02/01.

(2) - معن وعد الله المعاضيدي، حسن صبحي حسن العباس، "تفسيرات سلوك القطيع وأثرها في حركة الاستثمار في أسواق الأوراق المالية"، مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل، عدد 94، 2009، ص 110.

## المبحث الثالث: التنويع وتخفيض مخاطر الاستثمار في السوق المالي

إن جل المفاهيم المرتبطة بالتنويع والتخفيض من المخاطر تعود إلى الاقتصادي Harry Markowitz، الذي نشر هذه المبادئ في مقال له سنة 1952، الذي يعتبر القسم الأول من بناء الاقتصاد الجزئي للأسواق المالية، حيث بين من خلال هذا المقال أساسيات بناء المحافظ الاستثمارية في إطار ما يعرف بالتنويع الكفاء الذي يهدف إلى المزج بين الأوراق المالية التي ليس بينها ارتباط في العوائد أو لديها ارتباط ضعيف، حيث تساعد هذه الإستراتيجية في التخفيض من المخاطر غير المنتظمة.

## المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للتنويع

يعتبر تنويع المحفظة الاستثمارية المبني على أسس علمية صحيحة، من أهم أساليب تخفيض المخاطر، حيث أن تعدد الأدوات الاستثمارية المكونة للمحفظة من حيث جهة إصدارها، ونوعها، والقطاع الذي تنتمي إليه، يمكن من تخفيض المخاطر إلى حد ما الأدنى، وهذا ما استترق له في هذا المطلب، وهذا بعد أن نلم بمفهوم المحفظة الاستثمارية.

## الفرع الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية

تعد المحافظ الاستثمارية من المواضيع الجديدة نسبياً في النظرية المالية الحديثة، حيث يعد عام 1952 هو التاريخ الرسمي لبداية ظهور مفهوم المحفظة، عندما قام ماركويتز بوضع الأسس لنظرية المحفظة الاستثمارية، من خلال بحثه المقدم بعنوان "اختيار المحفظة".

## أولاً: تعريف المحفظة الاستثمارية

المحفظة الاستثمارية هي عبارة عن مجموعة من الأصول التي يمتلكها المستثمر، قد تكون هذه الأصول حقيقية أو مالية بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة مخاطر، وعلى أن تتلائم أهداف المحفظة مع رغبة المستثمر سواء كان مستثمر محافظ أو مضارب أو رشيد، وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة.<sup>(1)</sup>

تشكل المحفظة الاستثمارية من أوراق متنوعة من حيث النوع والحقوق وجهة الإصدار، وتتفاوت هذه الأوراق من حيث العائد والسيولة والضمان وتواريخ الاستحقاق وإمكانية التسويق وعملية الإصدار ودرجة المخاطرة، وهذا من أجل الموازنة بين عائد وخطر هذه المحفظة الاستثمارية.<sup>(2)</sup>

(1) - محمد مطر، مرجع سابق، ص 187.

(2) - أحمد حسن بنال، وسام حسين علي، فائز هليل سريج، "تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى لسوق دبي المالي في ظل سياسة التنويع"، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، غزة، نوفمبر 2016، ص 49-50.

## ثانيا: أنواع المحافظ الاستثمارية

يجب أن تعكس الأصول المكونة للمحفظة الاستثمارية أهداف المستثمرين، والتي على أساسها يمكن أن نميز بين الأنواع التالية للمحافظ الاستثمارية:<sup>(1)</sup>

**1- محافظ الدخل أو العائد:** وهي تلك المحافظ التي تهدف إلى تحقيق أعلى عائد بأقل درجة من المخاطر، وتحصل على الدخل النقدي من الأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر في محفظة لأغراض تحقيق العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو الأسهم العادية ذات المخاطر المنخفضة، وعليه فإن وظيفة محافظ العائد هي تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت والمستقر للمستثمر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان.

**2- محافظ الربح أو النمو:** وهي المحافظ التي تشمل الاستثمار في الأوراق المالية التي تحقق ربح رأسمالي، كالاستثمار في أسهم المضاربة التي تتغير أسعارها في السوق المالي وتحقق نموا متواصلا في الأرباح الرأسمالية للمحفظة، نتيجة ارتفاع الأسعار من خلال المضاربات، أو الاستثمار في صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للمحفظة، إن شراء الأسهم التي ينتظر لها نمو عال ضمن محفظة الربح يتطلب تطبيق الأسس العامة في إدارة المحافظ الاستثمارية، وأن تتمتع إدارة مثل هذه المحافظ بالنشاط والمتابعة المستمرة ومراقبة السوق والظروف الاقتصادية وحركة الأسعار في الأسهم بصورة دقيقة وواضحة، حيث أن مفهوم الربح يفترض تحقيق عوائد أعلى من تلك التي يحققها السوق بشكل عام، ولذلك فإن اختيار هذه المحفظة يتطلب عناية كبيرة لتحقيق هذا الهدف.

**3- محافظ استثمارية متنوعة:** وهي المحافظ التي تضم مجموعات متنوعة من الأوراق المالية مختلفة العائد والمخاطر فقد تكون مجموعة تحقق إيرادات جارية ورأسمالية، أو إيرادات جارية فقط، أو إيرادات رأسمالية فقط، وعادة تسمى إدارة هذه المحافظ بالإدارة الرشيدة ويفضلها المستثمر الرشيد الذي يوازن بين العائد والمخاطر.

## الفرع الثاني: مفهوم التنوع

تقوم سياسة التنوع على أساس تعدد وتنوع المحفظة من أدوات استثمارية مختلفة من حيث قيمتها، عائداتها، مدة استحقاقها، نوعها، وهذا بغرض تعظيم عائدها وتدنية مخاطرها. فالتنوع الجيد في أصول المحفظة يخفض ما بين 50% و80% من مخاطر المحفظة دون التضحية بالعائد، ذلك أن أسعار الأصول التي تتضمنها المحفظة ليست باتجاه واحد، فانخفاض قيمة سهم يعوض بارتفاع سهم آخر وبالتالي هناك فرصة للحد من المخاطر.<sup>(2)</sup>

(1) - راجع:

- دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 21-23.

- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، عمان، 2014، ص 22-23.

(2) - بلعزوز بن علي، مريم نجاة نعاس، "فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية - دراسة قياسية لحالة بورصة الجزائر 2011-2016"، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الوادي، جوان 2016، ص 12.



إن من أبرز النقاط التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند الرغبة في التنوع هو التركيز على التنوع وليس على الكمية، فامتلاك الكثير من الاستثمارات لا يعني أنك قمت بتنوع محفظتك المالية بل تحتاج لأن تمتلك أنواع مختلفة من الاستثمارات.<sup>(1)</sup> هناك عدة معايير يمكن على أساسها تشكيل وتنوع المحفظة الاستثمارية نذكر أهمها:<sup>(2)</sup>

**أولاً: تنوع جهة الاصدار:** يقصد بذلك عدم تركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، وإنما توزيع الاستثمارات على عدة أصول مالية تصدرها شركات مختلفة ويوجد في هذا الصدد أسلوبان شائعان للتنوع هما التنوع الساذج وتنوع ماركويتز.

**1- أسلوب التنوع الساذج (البسيط):** يقوم أسلوب التنوع الساذج أو البسيط على فكرة أساسية تشير في محتواها أنه كلما زاد تنوع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائلها، وقد يأخذ التنوع الساذج صورة تتمثل في وضع حد أقصى للمبالغ المستثمرة في إصدار واحد، كأن يقرر المستثمر ألا يزيد حجم الأموال المستثمرة في أي إصدار عن 5% من مخصصات المحفظة، وذلك كوسيلة لعدم تركيز الموارد في أسهم عدد من الشركات. إلا أن عدد من الباحثين أظهرت دراساتهم أن زيادة عدد الأوراق التي تشتمل عليها المحفظة عن حد معين لن يؤدي إلى تخفيض المخاطرة الكلية ويتراوح هذا الحد بين 10 إلى 15 ورقة مالية.

إن الايجابيات المترتبة عن إضافة الأوراق المالية إلى المحفظة يقابلها أيضا عدد من السلبيات المترتبة عن المبالغة في عدد الأوراق المالية التي تحتوي عليها المحفظة، وأهم هذه السلبيات ما يلي:

- صعوبة إدارة المحفظة.
- ارتفاع تكاليف المعاملات.
- اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة.

**2- أسلوب تنوع ماركويتز:** يختلف المبدأ الأساسي للتنوع البسيط الذي يقوم على الاختيار العشوائي للأصول في المحفظة عن تنوع ماركويتز، إذ يعتمد أسلوب ماركويتز على طرق علمية في اختيار أصول المحفظة، تقوم على أساس العلاقة الإرتباطية بين عوائد الأصول التي تتكون منها المحفظة، وليس على عدد الأسهم التي تحتويها المحفظة، فكلما كان الارتباط بين عوائد الاستثمار أقرب إلى -1 وهو ارتباط سلبى كامل يكون التنوع أفضل ويعطي نتائج جيدة في تخفيض المخاطرة، أما إذا كان الارتباط أقرب إلى +1 يكون أثر التنوع محدود جدا وتكون درجة المخاطرة كبيرة جدا.

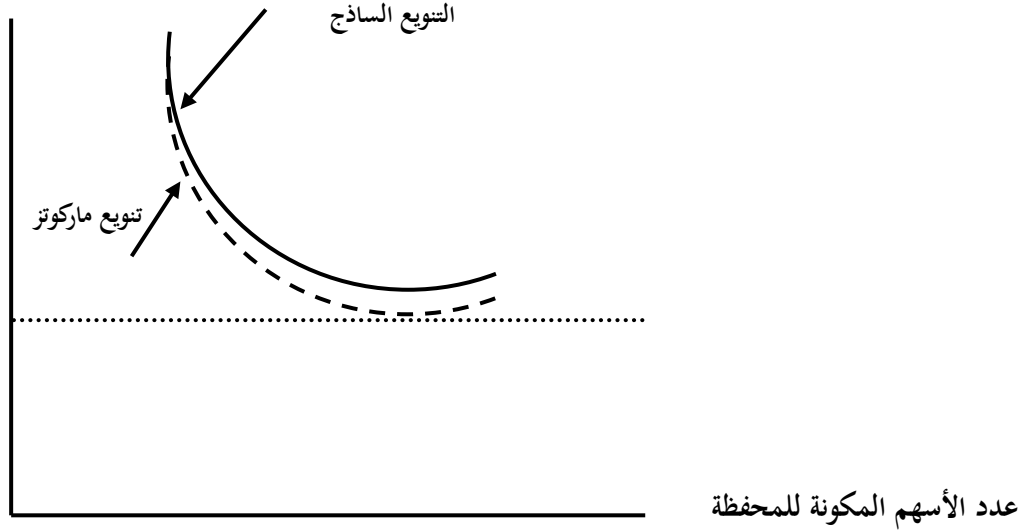
(1) - أحمد حسين بنال وآخرون، مرجع سابق، ص 51.

(2) - بلعزوز بن علي، مريم نجاة نغاس، مرجع سابق، ص 68-71.

والرسم البياني الموالي يمثل الفرق بين التنويع البسيط وتنويع ماركويتز.

شكل رقم (03): تأثير تنويع ماركويتز على مخاطر المحفظة

مخاطر المحفظة



المصدر: من إعداد الباحثة

ثانيا: تنويع تواريخ الاستحقاق

تفرض التقلبات في سعر الفائدة على المستثمر توزيع استثماراته بين الأوراق المالية قصيرة الأجل والأوراق المالية طويلة الأجل بشكل يؤدي إلى الاستفادة من مزايا كل منهما وتقليل مخاطر الاستثمار في كل منهما، وتنقسم السياسات المتبعة لتحقيق ذلك إلى ثلاثة أنواع:

**1- الأسلوب الهجومي:** يقوم هذا الأسلوب على تحول المستثمر من الأوراق المالية قصيرة الأجل إلى أوراق مالية طويلة الأجل والعكس، وفقا للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة يسارع المستثمر لبيع الأوراق طويلة الأجل، واستخدام حصيلتها لشراء أوراق قصيرة الأجل قبل حدوث ارتفاع فعلي في أسعار الفائدة، أما إذا توقع انخفاض في سعر الفائدة فإن عليه أن يقوم ببيع الأوراق المالية قصيرة الأجل واستبدالها بأوراق مالية طويلة الأجل.

**2- أسلوب تدرج تواريخ الاستحقاق:** يقصد به توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تواريخ استحقاق متدرجة، ويقتضي هذا الأسلوب قيام المستثمر بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله، بعد ذلك يقوم بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق التي يمكن قبولها، بعد ذلك ي قوم بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق توزع على

أساسها والموارد المالية المتاحة، فلو أن المستثمر يخطط لاستثمار 10 مليون، وأقصى تاريخ استحقاق هو 10 سنوات فإنه يوزع مخصصات المحفظة على 10 أجزاء كل جزء يستحق في تاريخ يختلف عن الأجزاء الأخرى، وحسب هذه الإستراتيجية فإنه بعد عام يحصل المستثمر على قيمة الأوراق المالية التي تستحق خلال سنة ويقوم باستثمارها من جديد في أوراق تستحق خلال 10 سنوات وهكذا.

**3- أسلوب التركيز على الاستثمارات طويلة وقصيرة الأجل:** يتم التركيز في هذا الأسلوب على الأوراق قصيرة الأجل ( الأوراق التجارية وشهادات الإيداع والقبولات المصرفية) وطويلة الأجل (الأسهم والسندات)، دون الاستثمار في الأوراق المالية المتوسطة الأجل وهذا لأن الأوراق المالية قصيرة الأجل مخصصة لمواجهة طلبات السيولة، أما الأوراق طويلة الأجل فهي مخصصة لزيادة الأرباح، بينما الاستثمارات متوسطة الأجل فلا تساهم لا في السيولة ولا في الأرباح.

إن الواقع العملي يشير إلى أن تنوع الاستثمارات بين الأجل القصير والأجل الطويل يعتمد على توقعات سعر الفائدة كما في حالة الأسلوب الهجومى، فإذا توقع المستثمر ارتفاع أسعار الفائدة يجب عليه التركيز على الأوراق المالية قصيرة الأجل، وإذا توقع انخفاض أسعار الفائدة يجب عليه التركيز على الأوراق المالية طويلة الأجل.

### المطلب الثاني: نظرية المنفعة وبناء المحفظة الاستثمارية المثلى

إن تبلور مفهوم التنوع كوسيلة للتخفيف من المخاطر أسفر عن إمكانية تكوين عدد غير محدود من المحافظ الاستثمارية في السوق المالي، لكن الإشكال الذي يبقى مطروح في هذا الصدد هو: ماهي مجموعة المحافظ المالية التي تعتبر أفضل للاستثمار؟ وما هي المحفظة التي تكون ملائمة للمستثمر الفردي؟ وهذا ما سنحاول الإجابة عليه من خلال هذا المطلب.

### الفرع الأول: فرص محفظة الاستثمار

لقد قدم ماركويتز في مقاله المنشورة عام 1952 بعنوان اختيار المحفظة « Portfolio selection » طريقة عملية ومنهجية لاختيار محفظة الاستثمار المثلى والتي تعتمد على تحليل (عائد-مخاطرة)\*، والتي بين من خلالها أن اختيار مجموعة المحافظ المثلى (الكفئة) من بين مجموعة المحافظ الممكنة يكون على أساس مبدأ السيادة (Dominance principle) والذي يقضي باختيار المحافظ التي يكون لديها أكبر عائد إذا تساوت المخاطر، أو المحافظ التي لديها أقل مخاطر إذا تساوت العوائد.<sup>(1)</sup>

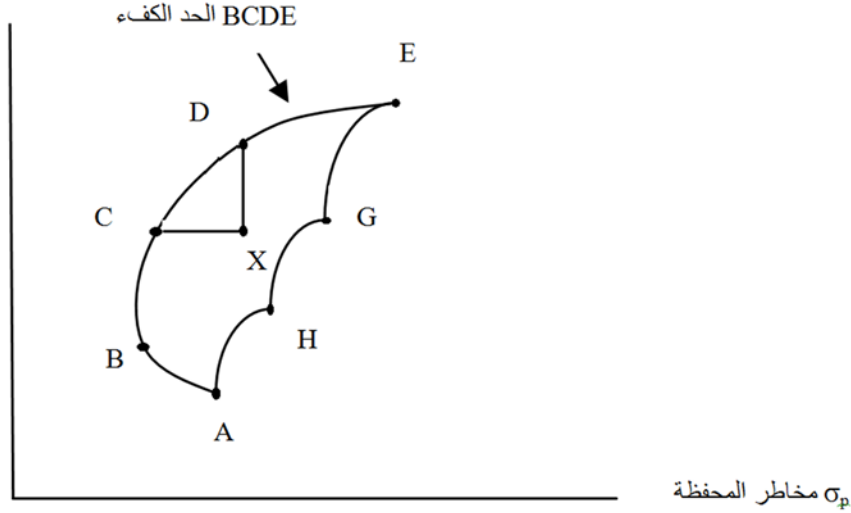
\* - تم التطرق إلى مفهومي عائد ومخاطرة المحفظة وطرق حسابهما بالتفصيل في المبحث الأول من الفصل.

(1) - أوجين برنجهام، فرويد وينستون، مرجع سابق، ص 163.

والرسم البياني الموالي يبين مجموعة المحافظ الممكنة:

الشكل رقم (04): مخطط بياني يمثل مجموعة المحافظ الممكنة

عوائد المحفظة  $R_p$



المصدر: أوجين برينغهام، ميشال إيرهاردت، الإدارة المالية، تعريب سرور علي إبراهيم سرور، دار المريخ، الرياض، 2009، ص 293.

من خلال الرسم السابق يتضح أن الحد BCDE يمثل المجموعة الكفئة من محافظ الاستثمار الممكنة، أما باقي المحافظ والتي تقع داخل المجموعة الممكنة على يمين الحد الكفاء فهي غير كفئة (غير مثلى)، لأن كل هذه المحافظ سوف تعطينا نفس العائد مع محفظة أخرى تقع على الحد الكفاء ولكن بمخاطر أعلى، أو تعطينا نفس المخاطر مع محفظة تقع على الحد الكفاء، لكن عائد محفظة الحد الكفاء يكون أكبر. ومثال ذلك المحفظة التي تقع عند النقطة X عند مقارنتها مع المحفظة التي تقع عند النقطة C نجد أنها تعطينا نفس معدل العائد لكن بمخاطر أقل، وعند مقارنتها مع المحفظة التي تقع عند النقطة D نجد أن لها نفس المخاطرة لكن عائد المحفظة D أعلى.

من خلال ما سبق يمكن القول أن الحد الكفاء هو المنحنى الذي يمر بمجموعة المحافظ ذات الكفاءة، والتي تعرف بأنها المحافظ التي لها أكبر عائد متوقع عند أي درجة من المخاطر أو لها أقل درجة من المخاطر عند أي مستوى من العائد.

### الفرع الثاني: دالة المنفعة للمستثمر

إن منحنى المحافظ المثلى أظهر أنه يمكن تكوين مجموعة من المحافظ الأكثر كفاءة في السوق، وتختلف هذه المحافظ فيما بينها من حيث مستوى المخاطر الذي تتضمنه ولكنها تتشابه من حيث كفاءة (عائد - مخاطرة)، بحيث أن المحفظة ذات العائد الأكبر تكون بدرجة مخاطرة أكبر. ووفقاً لمجموعة المحافظ المثلى فإن على المستثمر أن يختار

نقطة على الحد الكفاء تمثل المحفظة المثلى التي سيستثمر بها، لكن هذا الاختيار يعتمد على درجة تحمل المستثمر للمخاطر، وتعتمد هذه الدرجة بدورها على الطبيعة الشخصية لذلك المستثمر.

نظريا يمكننا تحديد ثلاثة حالات للمستثمرين تجاه المخاطرة وهي: <sup>(1)</sup>

• **المستثمرون الراغبون في المخاطرة:** وهم الأشخاص الذين يبحثون عن الاستثمارات الأكثر مخاطرة ليستثمروا فيها؛

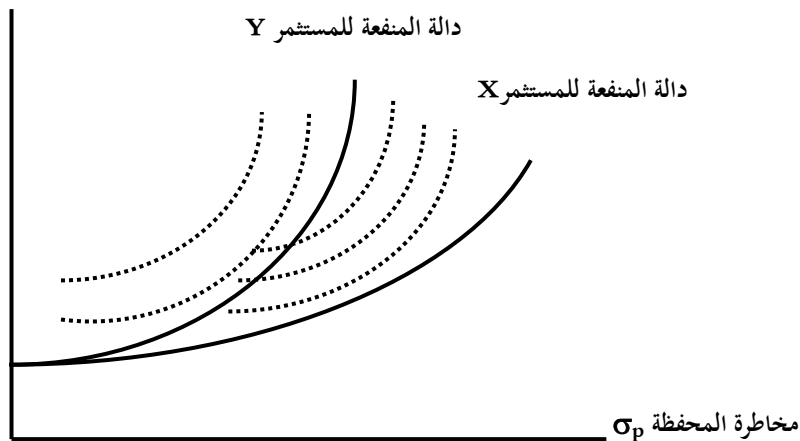
• **المستثمرون المتجنبون للمخاطرة:** وهم الأشخاص الذين يبحثون عن الاستثمارات قليلة المخاطرة، فهم متخوفون من الخسارة؛

• **المستثمرون المحايدون:** وهم الأشخاص الذين لا يكثرثون بالمخاطرة، فاستثماراتهم تكون عشوائية وغير رشيدة.

إن المستثمر المتجنب للمخاطرة سوف يختار محفظة ذات مخاطر منخفضة، وبالطبع فإن العوائد التي يتوقعها ستكون قليلة أيضا. أما المستثمر الراغب في المخاطرة فإنه سيختار محفظة ذات مخاطر أعلى، مقابل الحصول على عوائد أكبر في حين أن المستثمر المحايد لا يمكن تمثيل دالة المنفعة لديه لعدم ثبات موقفه تجاه المخاطرة. \* وعليه يمكن تمثيل دالة المنفعة للمستثمر المتجنب للمخاطرة والمستثمر الراغب في المخاطرة من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (05): مخطط بياني يوضح دالة المنفعة للمستثمر الراغب في المخاطرة والمستثمر المتجنب للمخاطرة

العائد المتوقع للمحفظة  $E(R_p)$



المصدر: أوجين برينجهام، فرويد وينستون، التمويل الإداري، الجزء الثاني، تعريب: عدنان داغستاني، أحمد نبيل عبد الهادي، دار المريخ، الرياض، 2003، ص 172.

<sup>(1)</sup> - أوجين برينجهام، فرويد وينستون، مرجع سابق، ص 165.

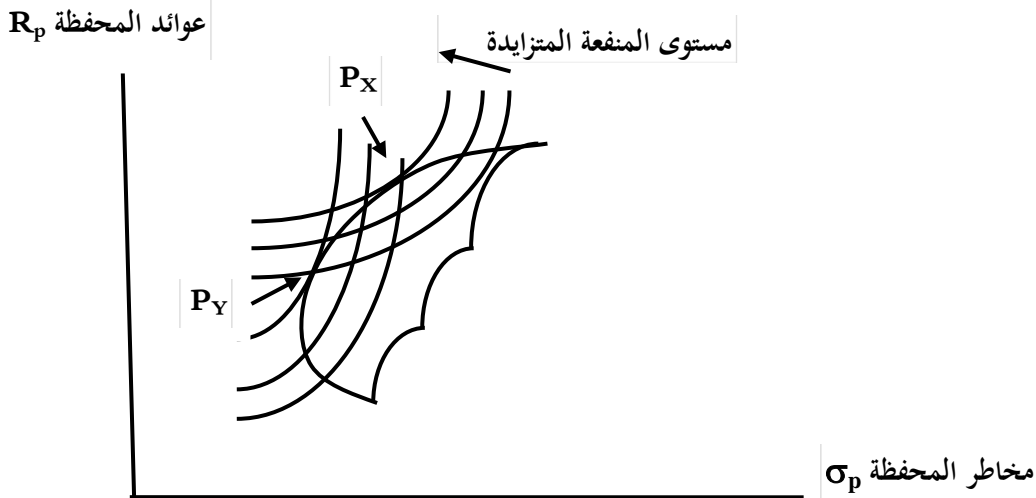
\* - عمليا هذه الفئة من المستثمرين قليلة جدا، وهم من أصحاب الفوائض المالية الضخمة جدا بحيث تصبح المنفعة الحدية للنقود عندهم معدومة.

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن المستثمر  $Y$  يحاول الحصول على عائد متوقع أعلى مما يريده المستثمر  $X$  وذلك كتعويض له عن نفس نسبة الزيادة في المخاطرة، وعليه يمكن الحكم على المستثمر  $Y$  بأنه أكثر تجنباً للمخاطرة من المستثمر  $X$ . يمكن رسم منحنيات لا نهائية للمنفعة كما اتضح من خلال الشكل السابق، بحيث تكون هذه المنحنيات موازية للمخاطرة والعائد عند مستويات مختلفة من الرضا، فكلما تحرك جهة اليسار كلما كان مستوى الرضا (المنفعة) أعلى.

### الفرع الثالث: المحفظة المثلى للمستثمر

إن المستثمر يستهدف محفظة استثمارية تكون على الحد الكفاء، أما مكان هذه المحفظة بالضبط فيعتمد على دالة المنفعة بالنسبة لذلك المستثمر، وموقفه تجاه المخاطرة، ومنحنى المنفعة كما سبق ذكره فإنه يحدد بناءً على تفضيلاته للمخاطرة والعائد (فيما إذا كان متجنباً أو راغباً في المخاطرة). ومن خلال ذلك فإن التماس منحنى المنفعة للمستثمر مع منحنى الحد الكفاء هو الذي يحدد المحفظة المفضلة بالنسبة للمستثمر.<sup>(1)</sup>

الشكل رقم (06): مخطط بياني يمثل المحفظة المثلى للمستثمر



la source : Viviani J. L, Gestion de Portefeuille, Dunod, Paris, 1997, p 86.

من خلال الرسم البياني، يتضح أن المحفظة المثلى هي تلك المحفظة التي تقع على الحد الكفاء والتي تحقق أعلى منفعة لمستثمر معين، أي أنها المحفظة التي تقع على نقطة التماس بين منحنى الحد الكفاء ومنحنى المنفعة لذلك المستثمر.

(1) - Viviani J. L., Op.Cit, p 85.

## المطلب الثالث: نموذج السوق

في عام 1963 قام شارب بتطوير نموذج جديد لإدارة وتحليل المحافظ الاستثمارية أسماه بنموذج المؤشر الفردي، وأطلق عليه الباحثون فيما بعد نموذج السوق، يعتمد هذا النموذج على فكرة أساسية مؤداها أن أسعار جميع الأسهم تتأثر طرديا بالحركة العامة لمؤشر السوق، ويفترض هذا النموذج أن مؤشر السوق (الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم) هو العامل الوحيد الذي يؤثر على جميع الأسهم.

## الفرع الأول: عرض النموذج

قدم sharp سنة 1963 هذا النموذج لإزالة التعقيد العلمي الكبير في نموذج Markowitz لاختيار المحافظ الاستثمارية المثلى والذي تطرقنا له سابقا، والذي كان يعتمد على مصفوفة الارتباط بين كل زوج من الأسهم المكونة للمحفظة مهما بلغ عددها، وهو أمر معقد جدا من الناحية العملية. لذا قدم شارب نموذج المؤشر الفردي (نموذج السوق) في شكل معادلة تربط بين عوائد السهم في فترة زمنية معينة مع العوائد المتعلقة برقم قياسي يتم اختياره لنفس الفترة يمثل عوائد إجمالي أسهم السوق.

إن هذا النموذج يقسم المردودية الكلية للسهم إلى قسمين هما: <sup>(1)</sup>

- قسم متعلق بتأثير عوامل السوق (وهي عوامل مشتركة تؤثر على جميع الأسهم المتداولة في السوق)
- قسم متعلق بعوامل خاصة بالسهم عينة وهي غير مرتبطة بعوامل السوق

وعليه فإن هذا النموذج يأخذ الصيغة الرياضية التالية: <sup>(2)</sup>

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i E(R_M) + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

$E(R_M)$ : يمثل المتغير المفسر لعوائد السهم المتوقعة  $E(R_{it})$

$\varepsilon_{it}$ : يمثل متغير مفسر لعوائد السهم المتوقعة والمتعلق بالعوائد الخاصة بالسهم عينة.

<sup>(1)</sup>- Jacquillat B., Solnic B., Pérignon C., Marchés Financiers Gestion de portefeuille et des risques, 6<sup>ème</sup> edition, Dunod, paris, 2014, p 124.

<sup>(2)</sup>- Piget P., Introduction à la Gestion de Portefenille, Economica, Paris, 2013, P 69.

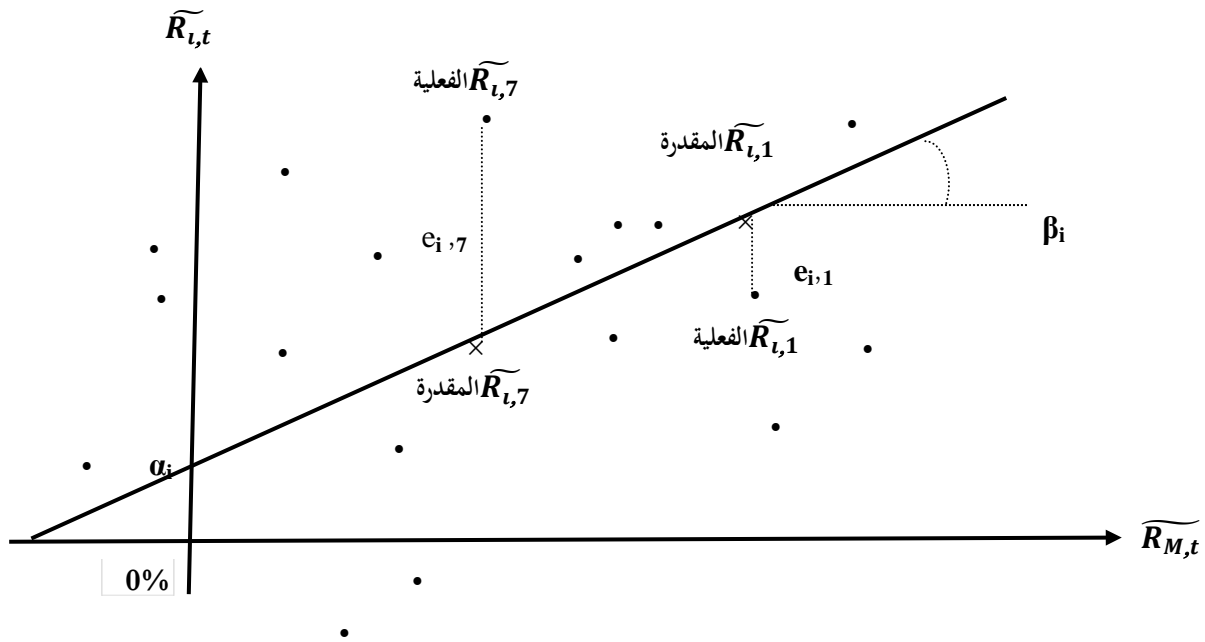
إن هذين العاملين المفسرين لعوائد السهم المتوقعة يخضعان أيضا لفرضيات نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتمثلة في:<sup>(1)</sup>

- هناك استقلالية بين هذين العاملين بمعنى:  $cov(\varepsilon_{it} - E(R_M)) = 0$
- العوامل الخاصة المؤثرة على أسهم كل مؤسسة، مستقلة عن العوامل الخاصة بالمؤسسة الأخرى بمعنى:

$$E(\varepsilon_{it} \times \varepsilon_{jt}) = 0$$

وعليه فإنه بمتابعة تطور أسعار سهم معين وقيم المؤشر العام التابع للسوق حيث قيد السهم، يمكن الحصول على نقاط تمثل أزواج من  $(R_i, R_M)$ ، وبرسم تلك النقاط في معلم يتم الحصول على سحابة النقاط تمثل عائدي السهم والسوق خلال تلك الفترة كما يوضح الشكل الموالي:

شكل رقم (07): رسم بياني يوضح نموذج السوق



La source: Piget P. , Introduction à la Gestion de Portefenille, Economica, Paris, 2013, P 68.

### الفرع الثاني: نموذج السوق والتنوع

إن نموذج السوق المطبق على الأسهم الفردية يمكن أيضا تطبيقه على المحافظ الاستثمارية المكونة من عدد N من الأسهم، بشرط أن تكون متساوية الأوزان، وفي هذا الصدد تظهر أهمية التنوع في التخفيض من المخاطر، وعليه

<sup>(1)</sup>- Viviani J. L., Op.Cit, P 117.



فإن مخاطر المحفظة الاستثمارية في هذه الحالة سوف تحسب عن طريق المعادلة:<sup>(1)</sup>

$$Var(R_p) = \beta_p^2 Var(R_M) + \sum X_i^2 Var(\varepsilon_i)$$

حيث:

$Var(R_p)$ : المخاطر الكلية للمحفظة (التباين)

$\beta_p^2 Var(R_M)$ : المخاطر النظامية والمؤثرة على جميع الأسهم.

$\sum X_i^2 Var(\varepsilon_i)$ : المخاطر غير النظامية أو المخاطر الخاصة المتعلقة بالأسهم المكونة للمحفظة.

$Var(R_M)$ : تباين عائد السوق.

$X_i$ : نسبة الاستثمار في السهم  $i$ .

$\beta_p$ : حساسية عائد المحفظة للتغير في عائد السوق.

$n$ : عدد الأسهم في المحفظة.

أما عن معادلة نموذج السوق الخاصة بالمحافظ الاستثمارية فهي معطاة كما يلي:<sup>(2)</sup>

$$E(R_p) = \alpha_p + \beta_p E(R_M) + \varepsilon_p$$

$E(R_p)$ : عائد المحفظة.

$\alpha_p$ : عائد المحفظة عندما يكون عائد السوق يساوي 0.

$\beta_p$ : حساسية عائد المحفظة للتغير في عائد السوق.

$E(R_M)$ : العائد المتوقع لمحفظة السوق.

$\varepsilon_p$ : متغير أو خطأ عشوائي، متعلق بالمخاطر الخاصة بالأسهم المكونة للمحفظة.

<sup>(1)</sup>-Azeroual M., Gestion de portefeuille, Mémoire de Master Management Financier de L'entreprise, Université de Lyon, 2010, P 16.

<sup>(2)</sup> - Ibid, P 15.

## خلاصة الفصل الأول

يعتبر العائد والمخاطرة هما الركيزتين الأساسيتين لأي استثمار مالي، حيث أن التقييم الجيد لعوائد الاستثمار المالي يقتضى بالمقابل تقدير المخاطرة بصورة صحيحة، لهذا حاولنا من خلال هذا الفصل الإلمام بجميع جوانب هذا الموضوع من خلال إبراز مفهوم المخاطرة، وتقديم مختلف أنواعها مع التركيز على شرح المخاطر التي تمس الأسواق المالية، ومختلف الطرق الكمية لقياسها، وتوصلنا من خلال هذا الفصل إلى النتائج التالية:

- العائد هو ثمن المخاطرة، وتحقيق عائد أكبر يعني تحمل مخاطر أكثر؛
  - المخاطرة هي تشتت العوائد المتوقعة عن العوائد المحققة بسبب عدم التأكد المحيط بالظروف المستقبلية بمعنى أن المخاطرة تعكس مدى التقلب أو الاستقرار بالعوائد؛
  - المخاطر المحيطة بالاستثمار في الأسواق المالية تنشأ من عدة مصادر يمكن تصنيفها على أساس ثلاث مجموعات رئيسية، المجموعة الأولى تتمثل في الظروف الاقتصادية الكلية إجمالاً، المجموعة الثانية تتمثل في المخاطر التي تصيب المنشآت أو القطاعات أو الصناعات التي تتداول أسهمها في السوق المالي، المجموعة الثالثة فهي المخاطر التي تنشأ من داخل السوق كمخاطر السيولة ومخاطر المضاربة؛
  - إن تبلور مفهوم التنويع كوسيلة للتخفيف من المخاطر أسفر عن إمكانية تكوين عدد غير محدود من المحافظ الاستثمارية في السوق المالي، وظهرت نتيجة لذلك عدة محاولات قياسية من أجل اختيار أحسنها، وفي هذا الصدد طور نموذج السوق الذي يعتبر أول نموذج مبسط وفعال قدم لتقدير عوائد الأصول المالية.
- تجدر الإشارة إلى أن نموذج السوق مهد الطريق للعديد من الدراسات الأخرى، والتي قدم من خلالها عدة نماذج لتقييم الاستثمارات المالية نتناولها في الفصل الموالي.

# الفصل الثاني:

أهم نماذج تقييم الأصول المالية



**تمهيد:**

يعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية نقطة تحول مهمة في بناء النظرية المالية الحديثة، حيث أسهم هذا النموذج مساهمة كبيرة في إثراء المعرفة في هذا المجال، كونه يناقش العلاقة الرئيسية التي يبنى عليها المستثمر قراراته، وهي العلاقة بين العائد والمخاطرة، ولكنه ليس الوحيد في هذا المجال، فنتيجة لقصور البناء النظري له، ظهرت عدة نماذج أخرى لتسعير الأصول في الأسواق المالية، أشهرها على الإطلاق، نموذج التسعير بالمراجعة ونماذج فاما وفرنش متعددة العوامل، إلا أنها لم تتمكن من تحقيق النجاح العملي والتطبيقي الذي حققه نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، كما أن هذا الأخير أيضا لم يتمكن من تفسير بعض الحالات الشاذة التي تحدث في الأسواق المالية، مما أدى ببعض الباحثين إلى إدخال التحليل النفسي من أجل محاولة تفسير هذه السلوكيات، وبالتالي ظهرت مجموعة أخرى من النماذج أطلق عليها نماذج المالية السلوكية. وهذا ما سوف نلم به من خلال محتويات هذا الفصل، ووفق المباحث التالية:

**المبحث الأول: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية****المبحث الثاني: نظرية تسعير المراجعة ونماذج فاما وفرنش****المبحث الثالث: نظرية المالية السلوكية**

## المبحث الأول: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يعد ظهور نموذج تسعير الأصول الرأسمالية نقطة تحول مهمة في بناء النظرية المالية الحديثة، وقد أسهم النموذج مساهمة كبيرة في إثراء المعرفة في هذا المجال كونه يناقش العلاقة الرئيسة التي يبنى عليها المستثمر قراراته، وهي العلاقة بين العائد والمخاطرة، وهذا ما سنفصل فيه من خلال هذا المبحث.

## المطلب الأول: افتراضات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

فيما يلي نقوم بعرض افتراضات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، من أجل مناقشتها واكتشاف الإيجابيات والسلبيات التي يبنى عليها هذا النموذج.

## الفرع الأول: عرض افتراضات النموذج

تم تطوير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في ظل بعض الافتراضات الأساسية نتناولها فيما يلي:<sup>(1)</sup>

- قرار الاستثمار يعتمد على العائد المتوقع والتباين بمعنى أن المستثمرين يختارون محافظهم الاستثمارية على أساس العائد المتوقع والتباين؛
- لكل المستثمرين نفس التقدير للتوزيع الاحتمالي للعوائد، كما أن المستثمرين يستخدمون نفس المعلومات لتقدير الحد الكفاء، معنى هذا تجانس توقعات كل المستثمرين؛
- كل المستثمرين يستهدفون نقطة محددة على الحد الكفاء، ويعتمد اختيار هذه النقطة (وبالتالي اختيار المحفظة)، على دالة المنفعة بالنسبة لذلك المستثمر؛
- كل المستثمرين يركزون اهتمامهم على فترة احتفاظ واحدة فقط، بمعنى أن جميع المستثمرين يخططون لاستثماراتهم لفترة واحدة من الزمن، وأن هذه الفترة هي نفسها لجميع المستثمرين؛
- ليس هناك قيود على تدفق الأموال والمعلومات في السوق، ويقصد تحديدا بهذا الافتراض عدم وجود تكاليف للصفقات أو ضرائب، وأن المعلومات متاحة للجميع في السوق بدون تكلفة، كما لا يوجد قيود على البيع القصير؛

(1)- راجع:

- Sharpe W., "Capital Asset Prices : A Theorie of Market Equilibrium under Conditions of risk", The Journal of Finance, Vol 19, n° 03, September 1964, p 425-428.

- عبد الرؤوف خليل محمد رباعة، "تطوير نموذج لتقدير المخاطر النظامية لترشيد قرارات الاستثمار في بورصة عمان باستخدام منهجية شرطية لتحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة"، أطروحة دكتوراه، جامعة عمان، 2006، ص 47-48.

- يمكن لجميع المستثمرين أن يقرضوا ويقترضوا أي مبلغ من المال على سعر الفائدة الخالي من المخاطر، كما لا يوجد تضخم في الأسعار أو تغير في أسعار الفائدة؛
- قرارات البيع والشراء التي يتخذها المستثمر المنفرد ليس لها تأثير على أسعار السوق، وهذا ما يعرف بأن المستثمر آخذ للسعر؛
- جميع الاستثمارات في السوق مسعرة طبقاً لمستوى مخاطرها، بمعنى أن السوق دائماً في حالة توازن، ولا تعطي فرصة لأي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية؛
- يمكن بيع أو شراء أي جزء من السهم أو المحفظة، بمعنى أنه يمكن التعامل بالكميات الكسرية، ويسمح هذا الافتراض بالنظر إلى البدائل الاستثمارية كمنحنى متصل.

### الفرع الثاني: مناقشة الافتراضات

إن الكثير من افتراضات النموذج وباعتراغ غالبية الدارسين والمفكرين غير واقعية (بمعنى أنها مثالية جداً)، حتى أنه عندما قدم sharpe بحثه هذا لأول مرة إلى مجلة (Journal of Finance) في عام 1962، رفض محكم المجلة نشر المقال، وبرر ذلك مدير تحرير المجلة بأن افتراضات الدراسة تقييدية للغاية، ولم تنشر المقالة في حينها حتى سنة 1964، وفيما يلي سوف نناقش مثالية هذه الافتراضات والنتائج التي يمكن أن تلحق بالنموذج إذا تم إسقاطها.<sup>(1)</sup>

- يعتبر افتراض وجود الأصل الخالي من المخاطر وإمكانية الإقراض والإقراض على أساس معدل الفائدة لهذا الأصل، من أهم الافتراضات التي أدت إلى تطوير النموذج، لكن إلى حد ما يمكن قبول أن المستثمر يستطيع الإقراض بمعدل الفائدة على الأصل الخالي من المخاطر (من خلال شراء سندات حكومية)، إلا أنه من غير المعقول أن نقبل أنه يمكن لأي مستثمر أن يقترض على أساس هذا المعدل، كون أن معدل الاقتراض أعلى من معدل الإقراض، وبالتالي سوف يختلف خط سوق الأوراق المالية بعد إسقاط هذا الافتراض عن الخط الأساسي في النموذج، وعليه سوف تختلف نقطة التماس مع الحد الكفاء، وهذا يعني اختلاف موقع المحفظة الخطرة المثلى؛
- إن افتراض عدم وجود تكاليف للصفقات سوف يؤدي إلى أن الورقة المالية الموجودة فوق خط سوق الأوراق المالية ستكون جذابة وسوف يتم شراؤها حتى تصل إلى خط سوق الأوراق المالية؛

<sup>(1)</sup> - راجع

- حسن مشرفي، أمين الشهاب، "اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة البحث، سوريا، العدد 1، 2014، ص 270.  
- Jagannathan R., Wang Z., "The Conditional CAPM and The Cross-Section of Expected Returns", Journal of Finance, Vol 51, N° 01, March 1996, p 04.

● يفترض النموذج عدم وجود ضرائب، وكما هو معلوم فإن الضرائب تختلف بين الأشخاص والشركات، وسوف تؤدي هذه الاختلافات إذا ما أخذناها بعين الاعتبار إلى تباين واضح في تقديرات المستثمرين لخط سوق الأوراق المالية؛

● يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية نموذجاً لفترة استثمار واحدة فإذا اختلفت فترة الاستثمار المستخدمة في التقسيم من مستثمر إلى آخر سوف يؤدي إلى ظهور العديد من خطوط سوق الأوراق المالية بالنسبة لنفس الورقة المالية، والسبب هو اختلاف التقديرات.

أما بالنسبة لباقي الافتراضات كتجانس التوقعات، وإمكانية شراء أو بيع أي جزء من السهم أو المحفظة وعدم وجود تضخم فإنه يمكن إزالتها دون تأثير جوهري على النموذج.

في الأخير نؤكد أنه لا يجب الحكم على النظرية من خلال افتراضاتها، بل من خلال مساهمتها في تفسير الواقع، فإذا ساهم النموذج في تفسير العوائد في ضوء المخاطر فإن هذا النموذج يعتبر مفيداً، حتى وإن كانت بعض افتراضاته غير واقعية.

### المطلب الثاني: عرض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يعتبر افتراض وجود الأصل الخالي من المخاطر هو العامل الأساسي في تطوير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ويعرف على أنه ذلك الأصل الذي يكون عائده المتوقع معروف على وجه اليقين، بمعنى أن تباين عوائد هذا الأصل أو انحرافه المعياري يساوي صفراً، كما أن ارتباط عوائده مع عوائد جميع الأصول ذات المخاطر هي صفر أيضاً. وقد ظهر مفهوم الأصل الخالي من المخاطر لأول مرة من خلال دراسة Tobin سنة 1958 حول موضوع تفضيل السيولة، إلا أن Sharpe سنة 1964 استخدم هذا المفهوم في تصميم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وكما سبق الإشارة إليه فإن تطوير هذا النموذج تم من خلال ثلاثة باحثين عملوا بشكل منفصل في أواسط الستينيات من القرن الماضي وهم (Sharp, Linnser, Mossin)، إلا أن معظم التحليل الذي قاد إلى تطوير النموذج يرجع إلى William Sharpe.

تم تطوير نوعين من العلاقات في إطار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وهما:

● خط سوق رأس المال (Capital Market Line CML): وهو عبارة عن نموذج يقدم الإطار العام لربط وتحديد العلاقة بين العائد المتوقع ومخاطر المحفظة المثلى.

- خط سوق الأوراق المالية (Security Market Line SML): وهو نموذج يقدم الإطار العام لربط وتحديد العلاقة بين العائد المتوقع ومخاطر الأوراق المالية.

### الفرع الأول: خط سوق رأس المال

يحدد هذا الخط العلاقة التوازنية بين العائد المتوقع والمخاطر الكلية للمحافظ المتنوعة بكفاءة، وانطلاقاً من نظرية المحفظة التي سبق التطرق لها في الفصل الأول، فإن المستثمرون يختارون محافظهم الاستثمارية على أي نقطة في الحد الكفاء، حيث تمثل كل نقطة في هذا الحد العائد الأعلى من بين كل الاستثمارات التي لها نفس المخاطر، وهي كذلك تمثل المخاطر الأقل من بين كل الاستثمارات التي لها نفس العائد المتوقع، وهذا يعني أن هناك نقاطاً عديدة على الحد الكفاء وأن كل مستثمر سيختار النقطة التي تناسب مع موقفه تجاه المخاطر.

ففي الشكل رقم (04) في الفصل السابق أظهرنا مجموعة المحافظ الممكنة للاستثمار فيها، أما في شكل

رقم (06) فإننا أظهرنا كيفية استخدام منحنيات سواء في اختيار المحفظة المثالية من بين هذه المجموعة. وبافتراض وجود الأصل الخالي من المخاطر فإن المستثمر يمكنه أن ينشئ محفظة جديدة تجمع بين الأصل الخالي من المخاطر مع محفظة تتضمن أصولاً خطيرة، والتي تسمى محفظة السوق والتي تعرف بأنها المحفظة التي تضم كل الأصول ذات المخاطر في السوق.<sup>(1)</sup> أما بالنسبة لتفصيلات المستثمر من حيث المخاطر، فإنه يمكن أخذها بعين الاعتبار من خلال زيادة أو تخفيض وزن الأصل الخالي من المخاطر في محمل استثماراته.

والشكل الموالي يمثل توازن المستثمر عند دمج الأصل الخالي من المخاطر مع محفظة السوق.

(1) - راجع:

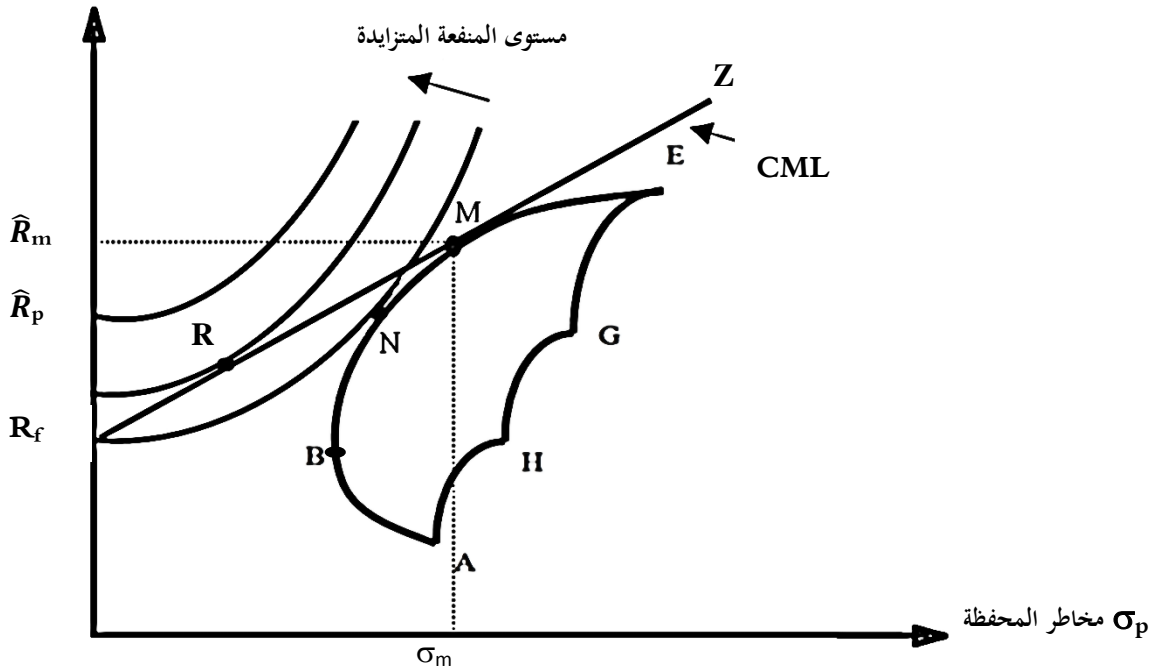
- محمد صالح الخناوي، طارق الشهاوي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2012، ص 209.

- Bodie Z., Op.Cit, P 387.



الشكل رقم (08): مخطط بياني يوضح توازن المستثمر عند دمج الأصل الخالي من المخاطر مع محفظة السوق

معدلات العوائد المتوقعة



المصدر: أوجين برنجهام، ميشيل إرهاردت، الإدارة المالية، النظرية والتطبيق العملي، تعريب سرور علي إبراهيم سرور، دار المريخ للنشر، الرياض، 2009، ص 298.

يتضح من خلال هذا الشكل أن تمثيل المحفظة المكونة من أصل خال من المخاطر ومحفظة السوق المثلى يتم برسم خط يبدأ من عائد الأصل الخالي من المخاطر، والممثل على المحور العمودي ويمتد ليلامس من أعلى نقطة على الحد الكفاء، والتي يمثل المحفظة المثلى ويستمر بعد ذلك بالامتداد ويسمى خط سوق رأس المال (CML).

ويظهر مجموعة الفرص الجديدة  $R_F M Z$ ، فإن المستثمر سينتقل إلى نقطة R على منحنى سواء أعلى، ويلاحظ أن الخط  $R_F M Z$  يسيطر على جميع الفرص التي كان من الممكن تحقيقها من الحد الكفاء BNME وبصورة عامة فإن المستثمر الذي يتمكن من الجمع بين الاستثمار الخالي من الخطر وجزء من المحفظة الخطرة M ستوفر لديه فرصة الانتقال إلى نقطة مثل R، كما أن المستثمر يمكن له تغيير وضعيته بين مقترض ومقرض بسعر الفائدة الخالي من المخاطرة، فإذا كان مقرضاً (الاقراض مشابه لشراء استثمارات خالية من الخطر) فإنه سوف يكون على أي نقطة من الخط المستقيم قبل ملامسته الحد الكفاء، أما إذا كان هذا المستثمر مقترضاً، ففي هذه الحالة يكون في نقطة على الخط المستقيم بعد ملامسته الحد الكفاء.

كما سبق الإشارة إليه فإن الخط  $R_{FMZ}$  في الشكل رقم (08) يسمى خط سوق رأس المال ويتقاطع مع

المحور العمودي عند النقطة  $R_F$  وميله هو:  $\widehat{R}_M - R_F / \sigma_M$

لذلك يمكن التعبير عن معادلة خط سوق رأس المال كما يلي:

$$CML: \widehat{R}_p = R_F + (\widehat{R}_M - R_F / \sigma_M) \sigma_p$$

من خلال هذه المعادلة فإن معدل العائد المتوقع على المحفظة الكفوءة يساوي المعدل الخالي من المخاطرة

مضافا إليه علاوة المخاطرة والتي تساوي  $(\widehat{R}_M - R_F / \sigma_M)$  مضروبا في الانحراف المعياري للمحفظة  $\sigma_p$ .<sup>(1)</sup>

يعطى مفهوم خط سوق رأس المال فرصة للمستثمر كي يشكل محفظة تتجاوز عوائدها المتوقعة عوائد

محفظة السوق المثلى (مع تحمل مزيد من المخاطر)، وذلك من خلال اقتراض الأموال على سعر فائدة مساو لعائد

الأصل الخالي من المخاطر، واستثمار هذه الأموال في محفظة السوق المثلى، وبذلك يكون هذا المستثمر على نقطة

في خط سوق رأس المال بعد تلك النقطة التي يتلامس عندها هذا الخط مع الحد الكفاء أي على امتداد خط

سوق رأس المال بعد نقطة التماس.

### الفرع الثاني: خط سوق الأوراق المالية

يمكن من خلال خط سوق رأس المال تحديد العلاقة بين العائد المتوقع والانحراف المعياري للمحافظ

الاستثمارية ذات الكفاءة ولكن ماذا بالنسبة للأصول المنفردة؟

لقد بين Sharpe أن قيم العائد المتوقع والانحراف المعياري للأصل المنفرد لا تقع على خط سوق رأس

المال، وذلك كون الأصل المنفرد لا يتمتع بكفاءة المحافظ التي تمتاز بالتنوع. وفي حالة توازن السوق فإن أي أصل

هو جزء من المحفظة ذات الكفاءة M الواقعة على خط سوق رأس المال، وبالتالي فإن هناك علاقة بين هذه

الأصول بشكلها المنفرد والمحفظة ذات الكفاءة، وتتمثل هذه العلاقة بمدى مساهمة الأصل المنفرد بالمخاطر الكلية

للمحفظة، وبالتالي فإن هذه العلاقة تقاس من خلال المعادلة التالية:<sup>(2)</sup>

$$\frac{Cov(R_i, R_M)}{Var(R_M)}$$

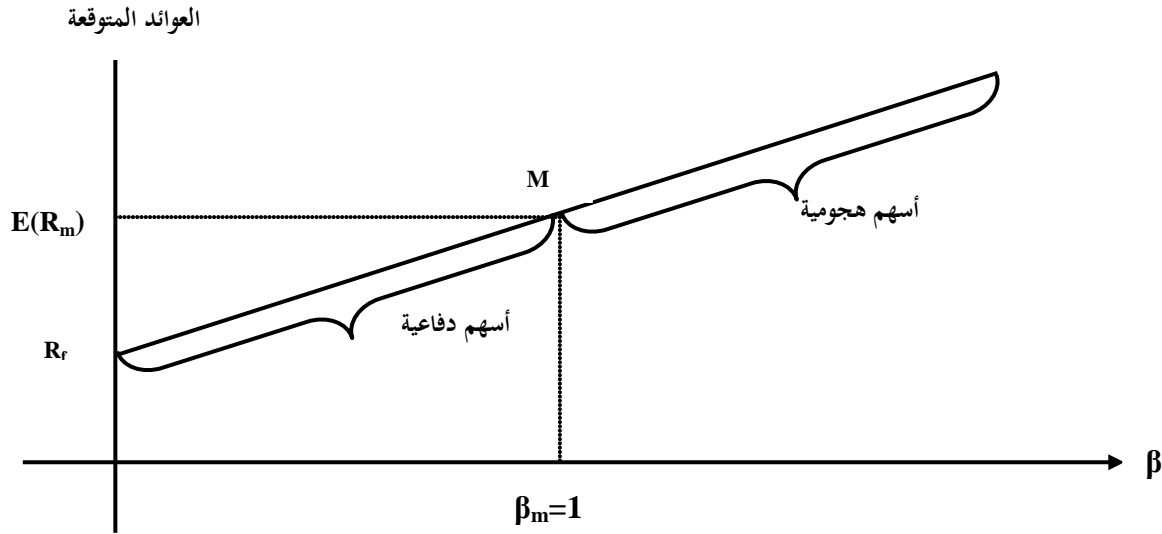
هذا المعامل اصطلح على تسميته كما سبق ذكره في الفصل السابق بالمعامل  $\beta$ .

(1) - أوجين برينغهام، مشيل إيرهاردت، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي، تعريب سرور إبراهيم سرور، دار المريخ للنشر، الرياض، 2009، ص 300.

(2) - Viviani J. L., Op.Cit. P 201.

من هنا يمكن تمثيل علاقة خطية بين عوائد الأصول المالية المنفردة ومخاطرها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (09): مخطط بياني يمثل خط سوق الأوراق المالية



La source: Viviani J. L., Gestion de Portefeuille, Dunod, Paris, 1997, p 202.

ويتم التعبير عن هذه العلاقة رياضيا من خلال المعادلة التالية:

$$SML: \widehat{R}_i = R_{RF} + \beta_i (\widehat{R}_M - R_F)$$

من خلال الرسم البياني السابق نلاحظ أن العوائد المتوقعة على الأصل المالي المنفرد تساوي علاوة مخاطرة السوق  $(R_M - R_F)$  مرجحة بالمخاطرة النسبية للورقة المالية  $\beta_i$  مضافا لها معدل العائد الخالي من المخاطرة.

فإذا كانت عوائد الورقة المالية تتذبذب بنفس الدرجة التي تتذبذب بها عوائد محفظة السوق بمعنى  $\beta_i = 1$  فإن عائد الورقة المالية هو نفسه عائد السوق، وإذا كانت  $\beta_i > 1$  فإن لهذا السهم درجة مخاطرة أكبر من درجة مخاطرة السوق ويسمى السهم في هذه الحالة بالسهم الهجومي، وإذا كانت  $\beta_i < 1$  فإن لهذا السهم درجة مخاطرة أقل من درجة مخاطرة السوق ويسمى السهم في هذه الحالة بالسهم الدفاعي.

إن الأهمية الأساسية لخط سوق الأوراق المالية تنبع من كونه أكثر الأساليب شيوعا ومصداقية في تحديد معدل العائد المطلوب على الأصول المنفردة، حيث يعتبر مبادلة بين المخاطر والعوائد المتوقعة لكل الأصول، وبشكل عام، وفي ظل افتراض وجود الأصل الخالي من المخاطر، فإن العائد المطلوب على أي أصل ذي مخاطرة، هو عبارة عن عائد الأصل الخالي من المخاطر مضافا إليه علاوة إضافية تمثل علاوة المخاطر لهذا الأصل.

## المطلب الثالث: اختبارات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية والانتقادات الموجهة له

إن البناء النظري المحكم لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية والبساطة التي يتمتع بها، يقابله تعقيد كبير في اختبار النموذج من الناحية العملية، وتكمن مشكلة اختبار هذا النموذج في النقاط التالية:<sup>(1)</sup>

- الإطار النظري للنموذج يتعامل مع عوائد ومخاطر مستقبلية متوقعة، في حين أن اختبار النموذج على أرض الواقع لا يمكن أن يتم إلا من خلال بيانات تاريخية، فالعائد المتوقع لأي أصل يتم من خلال استخدام العوائد التاريخية لذلك الأصل، كما أن مخاطر الأصل المتوقعة يتم حسابها من خلال تذبذب العوائد التاريخية لذلك الأصل وعلاقتها مع عوائد محفظة السوق التاريخية أيضاً؛
- إن استخدام هذه البيانات التاريخية سوف يقودنا إلى افتراض آخر مطبق في الاختبارات العملية ألا وهو ثبات معاملات  $\beta$  عبر الزمن، وبالتالي ثبات علاوة المخاطر أيضاً عبر الزمن؛
- إن البناء النظري للنموذج يتعامل مع محفظة السوق المتنوعة بشكل تام، أما الاختبارات التجريبية للنموذج فإنها تعتمد على محفظة تنوب عن محفظة السوق، وهي في العادة تستخدم المؤشرات العامة للسوق المعني، وهذه المؤشرات في العادة لا تتمتع بكفاءة محفظة السوق التي تضم كل الأصول.

في ظل هذه القيود ظهرت عدة اختبارات عملية حاولت تقييم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية واستخداماته في تحديد معدل العائد المطلوب بدقة هذه الاختبارات يمكن تقسيمها إلى قسمين:

القسم الأول هي الاختبارات التي التقليدية للنموذج والتي جاءت قبل انتقادات Roll 1977، والقسم الثاني هي مجموعة الاختبارات الحديثة والتي جاءت بعد انتقادات Roll نتناولها في الفروع التالية:

## الفرع الأول: الاختبارات التقليدية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية

تتمثل أهم هذه الاختبارات فيما يلي:

## أولاً: اختبار Robert Levy (1971)

اختبر Levy في دراسته المقدمة سنة 1971 استقرار معامل  $\beta$  سواء للأوراق المالية الفردية أو المحافظ الاستثمارية بتعمق وعلى مدى فترات زمنية مختلفة، واستنتج أن قيم  $\beta$  للأسهم الفردية تكون غير مستقرة، لذلك لم تكن قيم  $\beta$  السابقة للأوراق المالية الفردية مقدرات جيدة لمخاطرها المستقبلية، لكن تكون قيم  $\beta$  لمحافظ من 10 أسهم أو أكثر مختارة عشوائياً مستقرة بصورة معقولة، لذلك كانت قيم  $\beta$  السابقة للمحفظة مقدرات معقولة

(1)- Vernimmen P., Finance D'entreprise, Dalloz, Paris, 2018, p 425-426.

لتذبذب المحفظة في المستقبل، وذلك راجع إلى أن قيم  $\beta$  للأوراق المالية الفردية المشككة للمحفظة تميل إلى تعويض بعضها البعض، ودعم البحث المقدم من طرف Blume Marchall والمنشور عام 1975 هذه النتائج.<sup>(1)</sup>

### ثانياً: إختبار (Black, Jensen et Scholes (1971)

قدمت هذه الدراسة في الفترة 1926-1965 على أسهم بورصة نيويورك، والاختبار تم على مرحلتين:

**المرحلة الأولى:** ركزت على حساب معاملات  $\beta$ ، ومتوسط العوائد للأسهم عن طريق معادلة الانحدار نسبة لمؤشر السوق، هذه الأسهم صنفت في 10 محافظ حسب معاملات  $\beta$  المتناقصة (من المحافظ التي تضم أسهم ذات معاملات  $\beta$  مرتفعة إلى المحافظ التي تضم أسهم ذات معاملات  $\beta$  منخفضة)، هذه المحافظ يعاد تكوينها كل سنة حسب تغيرات معاملات  $\beta$ ، ثم قام الباحثون بحساب العوائد الشهرية لهذه المحافظ العشرة ولكامل الفترة مع معاملات  $\beta$  الخاصة بها باستخدام نموذج انحدار نسبة لمؤشر السوق.

**المرحلة الثانية:** تم فيها وضع نموذج انحدار لكل من معاملات  $\beta$  والعوائد المحسوبة لكل من الأسهم والمحافظ، وتوصلوا إلى النتائج التالية:

- في نموذج انحدار الأسهم الفردية كان معامل التحديد  $R^2$  يقدر بـ 95.0%
  - في نموذج انحدار المحافظ الاستثمارية كان معامل التحديد  $R^2$  يقدر بـ 98.0%
- وهذا يؤكد أيضاً جودة النموذج الثاني.

إن ما توصل إليه هؤلاء الباحثون من نتائج، تؤكد جودة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تقدير العوائد المطلوبة سواء بالنسبة للاستثمارات الفردية أو المحافظ الاستثمارية.<sup>(2)</sup>

### ثالثاً: اختبار (Fama et Mac Beth (1973)

قدم كل من Mac Beth & Fama في هذه الدراسة منهجية عملية لاختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية تتمثل في إتباع الخطوات التالية:

- القيام بحساب معاملات  $\beta$  لكل سهم عن طريق معادلة انحدار السلسلة الزمنية كما يلي:

$$R_i = R_F + \beta_i (R_M - R_F)$$

(1) - أوجين برينغهام، ميشيل إيرهاردت، مرجع سابق، ص 314.

(2) - Viviani J. L., Op.Cit., P 210.

- بعد تقدير قيمة  $\beta$  لجميع الأسهم المستخدمة بالاختبار، فإنه يتم استخدام هذه القيم المقدرة في معادلة انحدار

$$R_i = y_0 + y_1\beta_i$$

ثانية من أجل تحديد قيم  $R_i$  المقدرة وفقا للمعادلة:

ومن خلال هذه المنهجية لاختبار النموذج فإنه يتم تنفيذ المرحلة الثانية من الاختبار باستخدام العوائد التاريخية لكل فترة مشاهدة في الاختبار، وبالتالي يتم تطبيق المعادلة التالية لكل دورة:

$$R_{it} = y_{0t} + y_{1t}\beta_{it}$$

قام Mac beth & Fama باتباع هذه المنهجية باستخدام بيانات شهرية للأسهم المقيدة في بورصة نيويورك للفترة من جانفي 1926 إلى جوان 1935، وتوصلوا من خلالها إلى نتائج مدعومة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، حيث أثبتت هذه الدراسة فعالية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وقدرة أدواته الرئيسية  $\beta$  في تفسير الاختلافات في عوائد الأصول المالية.<sup>(1)</sup>

### الفرع الثاني: الإضافات لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية

أدت الانتقادات السابقة المتعلقة بفرضيات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إلى ظهور نماذج معدلة منه أشهرها على الإطلاق نموذج (Black 1972)، ونموذج (Merton 1973).

#### أولا: نموذج (Black 1972)

يعتبر تقدير معدل العائد الخالي من المخاطر من الصعوبات الأساسية في تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، لذا اقترح Black من خلال نمودجه استبدال هذا المعدل بمحفظة منعدمة المخاطر المنتظمة، حيث تكون هذه المحفظة موجودة على الحد الكفاء، ولكن عوائدها غير مرتبطة إطلاقا بعائد محفظة السوق، وبالتالي سوف تكون قيمة ثابت معادلة الانحدار أعلى من العائد الخالي من المخاطر، باعتبار أن عائد هذه المحفظة البديلة يكون أعلى بسبب تضمينها لمخاطر غير منتظمة، وبالتالي فإن علاقة التوازن في ظل هذا النموذج بمعدل تكون كما يلي:

$$E(R_i) = E(R_z) + \beta_i[E(RM) - E(R_z)]$$

اختبر هذا النموذج المعدل من قبل العديد من المفكرين وتم تأييده من طرف strambauch سنة 1982 ورفضه من قبل كل من Gibbons سنة 1982 وShanken سنة 1985.<sup>(2)</sup>

<sup>(1)</sup>- Pasquarielo P., "The Fama – Mac beth Approach revisited", Working Paper, Newyork University, 1999, p 04 -05.

<sup>(2)</sup>- Viviani J. L., Op.Cit, p 204-205.

## ثانيا: نموذج (Merton 1973)

أزاح Robert Merton من خلال هذا النموذج فرضية أن جميع المستثمرين يخططون لفترة استثمار واحدة، واعتبر أن المستثمرين يخططون إلى تعظيم المنفعة طويلة الأجل وليس لفترة واحدة وبالتالي فهم يقسمون ثروتهم كما يلي:

- جزء يستثمر في أصل عديم المخاطرة.
- جزء يستثمر في محفظة السوق M.
- جزء يستثمر في محفظة تحوط N تكون مرتبطة سلبيا مع الأصل عديم المخاطرة.

وبالتالي تصبح الصيغة الرياضية للنموذج كما يلي:

$$E(R_i) = R_F + \beta_{im}[E(R_M) - R_F] + \beta_{ik}[E(R_N) - R_F]$$

حيث يتشابه الجزء الأول من النموذج مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ولكن مع إضافة جزء يتعلق لمخافظ التحوط.<sup>(1)</sup>

$\beta_{im}$ : تعبر عن حساسية الورقة المالية لعائد محفظة السوق.

$\beta_{ik}$ : تعبر عن حساسية الورقة المالية لعائد محفظة التحوط.

## الفرع الثالث: انتقادات رول Roll

في العام 1977 قدم Roll ورقة شهيرة وجه من خلالها انتقادات مهمة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وقد مثلت هذه الانتقادات تحديا مهما للنموذج، وهو ما أصبح يعرف في أدبيات النظرية المالية بانتقادات رول (Roll's Critique)، وبحسب (Roll, 1977) يمكن تلخيص أهم محاور هذه الانتقادات بما يلي<sup>(2)</sup>:

1- هناك فرضية واحدة فقط قابلة للاختبار، وهي أن محفظة السوق ذات كفاءة من حيث الوسط - التباين وجميع تطبيقات النموذج الأخرى، وبالتحديد العلاقة الخطية بين العوائد المتوقعة وقيم بيتا هي تابعة لكفاءة محفظة السوق، وغير قابلة للاختبار بشكل مستقل؛

(1) - Viviani J. L., Op.Cit., p 206-207.

(2) - Roll R., A Critique of The Asset Pricing Theory's Testes, Journal of Financial Economics, Vol 04, N° 02 March 1977, p 130-131.

- 2- إن الاختبارات تتم باستخدام عينة من بيانات السوق، ويتم تقدير قيم بيتا من خلال علاقة عوائد الأسهم مع عوائد محفظة السوق المفترضة، وعند اختبار خطية العلاقة بين قيم بيتا المقدرة فإنه يتم استخدام بيانات نفس العينة، وهذا يعني أن العلاقة خطية بغض النظر عن مدى كفاءة محفظة السوق الحقيقية؛
- 3- إن استخدام ممثل لمحفظة السوق (Proxy) يخضع لصعوبتين، أولهما أن المحفظة الممثلة بحد ذاتها قد يكون له كفاءة وسط - تباين، في حين أن محفظة السوق الحقيقية ليس لها مثل هذه الكفاءة، وثانيهما أنه قد يتم اختيار محفظة غير ذات كفاءة لتمثيل محفظة السوق.

وتتلخص الفكرة الأساسية في هذه الانتقادات أنه لا يمكن اختبار نموذج MEDAF ما لم يتم تحديد محفظة السوق بشكل دقيق، ولا يمكن الاعتماد على محفظة بديلة كممثل لمحفظة السوق التي تحتوي على كل الأصول الاستثمارية.

#### الفرع الرابع: الاختبارات الحديثة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية

أخذت اختبارات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية منحى جديدا بعد الانتقادات التي قدمتها دراسة (Roll 1977)، على الرغم من أن هذه الاختبارات أبقى على البناء الأساسي للنظرية، وقد كان ضمن أهم الأبحاث التي ظهرت ضمن هذا الاتجاه دراسة (Fama & French 1992)، والتي أظهر من خلالها الباحثان عدم قدرة معامل  $\beta$  على تفسير عوائد الأسهم، وأن حجم الشركة ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، أضافا قدرة تفسيرية لهذا النموذج، وسوف نقوم بعرض هذه الدراسة بالتفصيل في المبحث الثاني من هذا الفصل.

وأیضا بناء على الانتقادات التي قدمها Roll ركزت بعض الدراسات على نقطة الضعف التي جاءت في الاختبارات التقليدية، والمتمثلة باستخدام معلمات ثابتة للنموذج مقدرة من خلال بيانات فترات زمنية متعددة، وقد حاولت هذه الدراسات السماح لمعامل  $\beta$  بالتغير عبر الزمن، وكذلك بالنسبة لعلاوة مخاطر السوق، وذلك من أجل جعلها متماشية مع الواقع الذي يثبت أن علاوة المخاطر التي يطلبها المستثمرون تزداد في فترات الركود الاقتصادي، ومن أهم الدراسات التي استخدمت هذه المنهجية دراسة Jagannathan & wang 1996، حيث توصلت إلى أنه لا يمكن رفض هذا النموذج إذا أخذنا قيم  $\beta$  وعلاوة مخاطر السوق تتغير عبر الزمن.



### المبحث الثاني: نظرية تسعير المراجعة ونماذج فاما وفرنش

تعتبر نظرية تسعير المراجعة ونماذج فاما وفرنش، نماذج بديلة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، حيث أدخلت عدة عوامل يمكن من خلالها تقدير العائد على الاستثمار في الأصول المالية، وهذا خلافاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يرى أن مخاطر السوق هي العامل المفسر الوحيد لعوائد الاستثمار في الأصول المالية، وفيما يأتي نستعرض هذين النموذجين البديلين.

#### المطلب الأول: نظرية تسعير المراجعة

سوف يتم التطرق في هذا المطلب إلى توضيح مفهوم نظرية التسعير بالمراجعة وكذلك افتراضات النظرية وكيفية اشتقاق نموذجها الأساسي، بالإضافة إلى أهم الانتقادات الموجهة لها.

#### الفرع الأول: مفهوم نظرية تسعير المراجعة

تقوم نظرية تسعير المراجعة على أساس إدخال تأثير العوامل الاقتصادية الخارجية والعوامل الداخلية الخاصة بكل شركة على معدل العائد على الأوراق المالية، وهذا ما سوف نستعرضه من خلال هذا الفرع، لكن قبل ذلك يجب أن نوضح مفهوم المراجعة .

#### أولاً: مفهوم المراجعة

عرفت المراجعة بصفة عامة بأنها عملية بيع الأدوات المالية المبالغ في تقييمها (قيمتها السوقية أكبر من قيمتها الحقيقية)، وشراء الأدوات المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، وذلك حتى يتم الرجوع إلى التوازن، وهذا يعني أن المراجع يبحث عن الأصل غير المسعر بقيمة جيدة، أي الأصل المقيم بأكثر أو بأقل من قيمته الحقيقية ويقوم في آن واحد بسلسلة من البيع والشراء لنفس الأصل، حتى وإن تم ذلك في سوقين مختلفين بغرض الاستفادة من فروق الأسعار وتحقيق العوائد من وراء ذلك، هذه العملية تؤدي إلى زيادة الطلب على الأصول المسعرة بأقل من قيمتها، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها حتى تصل إلى قيمتها الحقيقية، كما تؤدي العملية إلى زيادة عرض الأصول المسعرة بأكثر من قيمتها مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها حتى تصل إلى قيمتها الحقيقية، وهنا يزول الخلل وتنتهي عملية المراجعة عليها.<sup>(1)</sup>

(1) - محفوظ جبار، مرجع سابق، ص 153-154.

## ثانيا: تعريف نظرية تسعير المراجعة

هي نظرية بديلة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، قدمها Steeven Ross عام 1976، يعتمد بشكل أساسي في صياغتها على منطق المراجعة، تنطلق من نموذج السوق المذكور في الفصل السابق، والذي يفترض أن عائد السهم يرتبط بالمخاطر الخاصة بالشركة وبمتغيرات عائد محفظة السوق، وبالتالي فإن هذه النظرية تتماشى مع التقسيم الأساسي للمخاطر إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، وبما أن المخاطر غير المنتظمة يمكن تجنبها عن طريق التنويع، فإن هذه النظرية تتعامل فقط مع المخاطر المنتظمة، لكنها تتوجه إلى المصدر الرئيسي للخطر وليس مجرد مصدر وسيط تتمثل في عائد محفظة السوق أو عائد مؤشر السوق كوكيل عن عائد محفظة السوق كما هو الحال في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.<sup>(1)</sup>

إن هذه النظرية تقوم على عدم وجود فرص المراجعة على الرغم من أن اسمها يدل على عكس ذلك، فالاسم هنا يدل على طريقة الاستنتاج وليس على آلية التطبيق، وتقوم على أساس انعدام فرص تحقيق أرباح من خلال المراجعة وهذا في حالة توازن أسواق رأس المال، على اعتبار أن الأصول المالية المتماثلة يجب أن يكون لها نفس السعر.

من هذا المنطلق فإن هذه النظرية تقوم على أساس أن المحافظ المتنوعة بشكل جيد سوف تختفي فيها المخاطر الخاصة (المخاطر المنتظمة). وتصبح جميع محافظ المراجعة (المتساوية في القيمة) معرضة لنفس العوامل وبالتالي يجب أن يكون لها نفس السعر فعند التوازن لا توجد محافظ مراجعة جديدة يمكن للمستثمر التحول إليها دون تحمل مخاطر أكبر.

## ثالثا: العوامل المسعرة للمخاطر في ظل نظرية التسعير بالمراجعة

تفترض نظرية التسعير بالمراجعة أنه هناك عدة عوامل تؤثر على عوائد الأوراق المالية، تتمثل هذه العوامل إجمالاً في المتغيرات الاقتصادية الكلية، هذه المتغيرات تؤثر على عوائد الأصول المالية بدرجات متفاوتة، فقد يكون أحد هذه المتغيرات يؤثر على أصل معين بدرجة أكبر من أصل آخر. إن درجة تأثير هذا المتغير أو مدى حساسية العوائد لهذا المتغير، تسمى بالعامل المسعر.

(1) - أيمن الشهاب، "اختبار قدرة نظرية تسعير المراجعة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة - بالتطبيق على سوق عمان للأوراق المالية وإمكانية الاستفادة منها في سوريا"، أطروحة دكتوراه، جامعة حلب، سوريا، 2005، ص114.

يعرف العامل المسعر بأنه "حدث اقتصادي غير مؤكد يؤثر على العائد المتوقع الذي يطلبه المستثمرون"<sup>(1)</sup>، من الواضح أن هذا التعريف يضع شرطا ليكون العامل مسعرا، وهو عدم التأكد حول قيمة التغير المستقبلية للحدث الاقتصادي، بالإضافة إلى وجوب أن يكون الحدث مؤثرا على عوائد الأصول المالية.

وفيما يلي أهم هذه العوامل المسعرة:<sup>(2)</sup>

- الناتج المحلي الإجمالي وتغيراته، والنشاط الاقتصادي بصفة عامة؛
- مستوى التضخم؛
- عرض النقد؛
- أسعار الفائدة؛
- أسعار الصرف؛
- وضعية الاقتصاد العالمي (نظرا لتداخل الاقتصاديات العالمية)؛
- التغير في الإنتاج الصناعي؛
- مستوى البطالة؛
- عجز أو وفر الميزان التجاري والموازنة العامة.

### الفرع الثاني: عرض نموذج التسعير بالمراجعة

نستعرض من خلال هذا الفرع صيغة نموذج التسعير بالمراجعة، وهذا بعد عرض الفروض الأساسية التي بني عليها.

#### أولا: افتراضات النموذج

يقوم نموذج Ross على ثلاثة فروض أساسية وهي:<sup>(3)</sup>

- تمييز أسواق رؤوس الأموال بالمنافسة الكاملة وإمكانية البيع على المكشوف وإجراء المراجعة باستمرار؛
- يسعى المستثمرون دائما إلى زيادة ثروتهم في ظل ظروف التأكد؛
- يمكن التعبير عن العائد الاستثمار في الأوراق المالية كدالة خطية في مجموعة من العوامل أو المؤشرات الرئيسية.

(1) - خالد وهيب الراوي، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر، عمان، 2000، ص 167.

(2) - محفوظ جبار، مرجع سابق، ص 158.

(3) - دريد كامل آل شيب، مرجع سابق، ص 207.

هذا وإن بعض الكتاب يضيفون مجموعة أخرى من الفروض تتمثل في الآتي:<sup>(1)</sup>

- يوجد عدد كاف من الأوراق المالية لتكوين محافظ؛
- السوق المالي الكفاء سوف يضمن عدم وجود فرص لتحقيق أرباح غير عادية من خلال عمليات المراجعة؛
- للمستثمرين توقعات متجانسة حول عوائد الأوراق المالية، وهذه الأخيرة تكون موزعة توزيع طبيعي.

#### ثانيا: الصيغة الرياضية لنموذج التسعير بالمراجعة

إن المنطلق الأساسي للنظرية يتشابه مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من حيث تقسيم المخاطر إلى مخاطر منتظمة تؤثر على جميع الأوراق المالية في السوق المالي، ولا يمكن تجنبها بالتنوع، ومخاطر خاصة بالشركة المصدرة وظروفها يمكن تجنبها من خلال التنوع، وكما سبق القول فإن هذه النظرية تقوم على أكثر من عامل يؤثر على عائد الورقة المالية المعنية تعتبر كل هذه العوامل من المخاطر المنتظمة.

من هذا المنطق يمكن التعبير عن العائد المتحقق وفقا لهذه النظرية بالصيغة الرياضية التالية:<sup>(2)</sup>

$$\bar{R}_i = \widehat{R}_i + (\bar{R}_M - \widehat{R}_M) \beta_i + \varepsilon_i$$

$\bar{R}_i$ : معدل العائد المتحقق على السهم i؛

$\widehat{R}_i$ : معدل العائد المتوقع على السهم i؛

$\bar{R}_M$ : معدل العائد المتحقق على السوق؛

$\widehat{R}_M$ : معدل العائد المتوقع على السوق؛

$\beta_i$ : حساسية السهم لمجموع عوامل السوق؛

$\varepsilon_i$ : تأثير الأحداث الخاصة على العوائد المتوقعة للسهم i.

ومن خلال المعادلة يتضح أن العائد المتحقق  $\bar{R}_i$ ، يكون مساويا للعائد المتوقع  $\widehat{R}_i$ ، مضافا إليه زيادة خطية موجبة أو سالبة قدرها  $\beta_i (\bar{R}_M - \widehat{R}_M)$ ، والتي تعتمد على  $\beta$  السهم لعوامل السوق، إضافة إلى الفرق بين العائد المتوقع والمحقق للسوق، الذي تكون بناء عليه هذه الزيادة الخطية موجبة أو سالبة.

وكما سبقت الإشارة إليه فإن العائد المحقق للسوق  $\bar{R}_M$  يحدد بناء على عدد من العوامل، تتمثل في العوامل المسعرة التي سبق التطرق لها في بداية المطلب، إضافة إلى هذا تتأثر الأسهم المختلفة بهذه العوامل المسعرة بطرق

(1) - أيمن الشهاب، مرجع سابق، ص 116.

(2) - أوجين برينغهام، ميشال إيرهاردت، مرجع سابق، ص 318.

مختلفة، وبالتالي فإنه بدلا من تحديد عائد السهم كدالة في عامل واحد (العائد على السوق) يمكن تحديد هذا العائد كدالة في العوامل الاقتصادية المسعرة، وبالتالي تتحول المعادلة السابقة إلى الآتي:<sup>(1)</sup>

$$\bar{R}_i = \hat{R}_i + (\bar{F}_1 - \hat{F}_1) \beta_{1i} + (\bar{F}_2 - \hat{F}_2) \beta_{2i} + \dots + (\bar{F}_j - \hat{F}_j) \beta_{ij} + \varepsilon_i$$

حيث:

$\bar{F}_j$ : القيمة المتحققة للعامل الاقتصادي j؛

$\hat{F}_j$ : القيمة المتوقعة للعامل الاقتصادي j؛

$\beta_{ij}$ : حساسية السهم i للعامل الاقتصادي j.

حيث تظهر هذه المعادلة أن العائد المتحقق على أي سهم يساوي العائد المتوقع للسهم، زائد الزيادة أو الانخفاض المعتمدة على التغيرات غير المتوقعة في العوامل الاقتصادية المسعرة إضافة إلى حد عشوائي يعكس التغيرات الخاصة بالشركة أو الصناعة التي تنتمي إليها.

### الفرع الثالث: الانتقادات الموجهة لنموذج التسعير بالمراجعة

على الرغم من أن للنظرية عدة نقاط قوة أهمها:

- اعتمادها على عدد قليل من الفرضيات الموضوعية عكس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية؛
- سهولة تطبيقها من ناحية العملية، وكذلك اعتمادها على عدة عوامل في تفسير عائدات الأصول المالية الفردية بدلا من عامل واحد كما يفترض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وهو محفظة السوق.

إلا أنها لا تخلو من الانتقادات ولعل أهمها هو عدم تحديدها للعوامل المؤثرة على عائدات الأسهم وكذلك أوزانها النسبية.

من أجل ذلك ظهرت عدة دراسات حاولت اختبار النظرية أهمها على الإطلاق ما يلي:

#### أولا: اختبار (Roll et Ross 1980)

فحص Ross لأول مرة نظريته في دراسة مشتركة مع Roll سنة 1980، باستخدام التحليل العاملي وتوصلا إلى أنه هناك ثلاثة عوامل اقتصادية تؤثر تأثيرا مباشرا على عوائد الأسهم وأسعارها وهي:<sup>(1)</sup>

<sup>(1)</sup> - أوجين برينغهام، ميشال إيرهاردت، مرجع سابق، ص 318.

- مؤشر الانتاج الصناعي؛
- معدل التضخم؛
- الفرق بين معدلات الفائدة طويلة الأجل وقصيرة الأجل.

### ثانيا: انتقاد 1981 Reinganum

امتدح الباحث فكرة النموذج متعدد العوامل، ولكنه أشار إلى أن النموذج الذي سيحل محل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يجب أن يتجاوز عثراته، وأهمها مشكلة الحالات الشاذة (les Anomalies) كأثر شهر جانفي، أثر بداية الأسبوع، أثر الأعياد..... الخ. وهنا تساءل الباحث عن مدى جدوى الانتقال إلى نظرية معقدة وهي نظرية التسعير بالمراجعة بدلا من نموذج سهل وبسيط وهو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إذا لم تكن هذه النظرية الجديدة قادرة على حل مشكلات النموذج القديم.<sup>(2)</sup>

### ثالثا: انتقادات 1985 Dhrymes, Friend, Gultekin

انتقد هؤلاء الباحثون نظرية التسعير بالمراجعة في ورقة بحثية نشرت في مجلة (The Journal of Finance) بعنوان "المعينة النقدية للدليل التجريبي لنظرية تسعير المراجعة" وذلك في شكل عدة تحفظات وتساؤلات أهمها:<sup>(3)</sup>

- تظهر في نتائج الاختبار العديد من معاملات  $\beta$  التي لا تساوي الصفر، بمعنى أنه يمكن اعتبارها عوامل مسعرة ولكن ليس لها معنوية إحصائية، وبالتالي يجب دراسة العوامل بحسب تأثيرها وليس بحسب عددها؛
- كيف يمكن تحديد عدد العوامل في التحليل العملي؟ فقد أظهرت دراستهم أنه إذا ما تم تجزئة البيانات إلى محافظ (مثلما فعل روس وروول 1980)، ظهر عدد محدود من العوامل المسعرة، ولكن عند إدخال جميع البيانات زاد عدد العوامل بشكل واضح؛
- القدرة الاستكشافية للنظرية تتفوق على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ولكنها تبقى بدرجة متوسطة.

وأكد الباحثون أن النظرية عامة جدا ومن الصعب اعتماد نتائجها التطبيقية.

في الأخير نقول أن الاختبارات المقدمة هي فقط عينة عن أهم اختبارات النظرية باعتبارها نظرية اختبرت في عدة مناطق في العالم وعلى عدة فترات زمنية، وجل هذه الاختبارات أعطت نتائج متفاوتة حول العوامل المحددة

(1) - Piget P., Introduction à la gestion de portefeuille, Economica, Paris, 2013, P 126.

(2) - أيمن الشهاب، مرجع سابق، ص122.

(3) - المرجع السابق، ص123.

لعوائد المحافظ المختلفة، وبالتالي يبقى عدد العوامل المسعرة غير المعروف ودرجة معنويتها الإحصائية هو الانتقاد المهم والملازم للنظرية حتى وقتنا الحالي.

### المطلب الثاني: نماذج فاما وفرنش متعددة العوامل

قاما فاما وفرنش بتطوير النماذج المعدلة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية أشهرها على الإطلاق النموذج ثلاثي العوامل قدماه سنة 1992 والنموذج خماسي العوامل تم تقديمه مؤخرا سنة 2015، سوف نحاول الإلمام بهذين النموذجين بالتفصيل في الفرعين الآتيين:

### الفرع الأول: نموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل

تعتبر الدراسة التي قدمها كل من فاما وفرنش سنة 1992 من الدراسات التي عززت المواقف المعارضة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، والتي ظهر من خلالها عدم قدرة  $\beta$  على تفسير عوائد الأسهم وأن حجم الشركة ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية يضيفان قدرة تفسيرية أكبر للنموذج.

### أولا: تقديم النموذج

أكدت Fama & French من خلال الدراسة التي قدمها سنة 1992 أن عوائد المحفظة الاستثمارية تكون مرتبطة بثلاثة عوامل أساسية وهي: (1)

● **العامل الأول:** يتمثل في حساسية عائد المحفظة لعوائد السوق وهي  $\beta$  المحفظة كما جاء في نموذج Sharpe (1964)؛

● **العامل الثاني:** هو عامل الحجم فإذا كانت الشركات الصغيرة أكثر مخاطرة من الشركات الكبيرة فيتوقع أن تكون للشركات الصغيرة عوائد أكبر، وبالتالي فإن المحافظ التي تضم أسهم شركات صغيرة تكون أكبر عائداً؛

● **العامل الثالث:** هو عامل القيمة متمثلاً في القيمة الدفترية لحقوق الملكية مقسوماً على القيمة السوقية لحقوق الملكية، فإذا كانت القيمة السوقية أكبر من القيمة الدفترية يكون السهم جذاباً بالنسبة للمستثمرين باعتباره مؤشراً على وضعية جيدة للمؤسسة مستقبلاً والعكس إذا كانت القيمة الدفترية أكبر من القيمة السوقية.

وعليه فإن نموذج Fama & French ثلاثي العوامل يعبر عنه بالصيغة الرياضية التالية:

$$E(R_i) - R_f = \beta_i [E(R_m - R_f)] + S_i E(SMB) + h_i E(HML)$$

(1)- Fama F., French K., "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies", The Journal of Finance, Vol 04, N° 1, March 1996, P 55.

حيث:

$E(R_i) - R_f$ : تمثل علاوة مخاطر المحفظة.

$E(R_m - R_f)$ : تمثل علاوة السوق المخاطرة.

$\beta_i$ : حساسية السهم لمخاطر السوق.

**SMB\***: الفرق بين عوائد المحافظ ذات الأسهم صغيرة الحجم وعوائد المحافظ ذات الأسهم كبيرة الحجم على أساس أن أسهم الشركات الصغيرة تعتبر أكثر مخاطرة وبالتالي أكبر عائد.

**HML\*\***: وتمثل الفرق بين عوائد المحافظ التي لديها قيمة دفترية إلى قيمة سوقية مرتفعة وعوائد المحافظ التي لديها قيمة دفترية إلى قيمة سوقية منخفضة على أساس أنه كلما كانت النسبة أعلى كانت المخاطرة أعلى وبالتالي عائد مطلوب مرتفع.

$S_i$ : حساسية المحفظة  $i$  للفرق الأول (الحجم).

$h_i$ : حساسية المحفظة  $i$  للفرق الثاني (نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية).

من خلال الصيغة الرياضية للنموذج، يتضح أن العامل الأول وهو علاوة مخاطر السوق مطروحا منها معدل العائد الخالي من المخاطر  $[E(R_M) - R_F]$ ، هي النقطة المشتركة بينه وبين نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

أما عن العامل الثاني المتعلق بالحجم فقد قاما الباحثان بترتيب كل الأسهم المتداولة في السوق وقسماها إلى أسهم الشركات كبيرة الحجم وأسهم الشركات صغيرة الحجم في محفظتين تضمان 50% لكل منهما وحسب العائد عليهما. ثم أنتجا محفظة ثالثة عن طريق طرح عائد المحفظة الكبيرة من ذلك الخاص بالمحفظة الصغيرة، وصممت هذه المحفظة لقياس التغير في عائدات الأسهم التي حدثت بسبب تأثير الحجم.

أما عن العامل الثالث المتعلق بالقيمة فقد رتبنا الباحثان كل الأسهم طبقا لقيمتها الدفترية إلى قيمتها السوقية **(B/M)\*\*\*** ووضعنا 30% من الأسهم التي لها أعلى نسبة B/M في محفظة أطلقا عليها محفظة H ووضعنا 30% من الأسهم التي لها أقل نسبة B/M في محفظة أخرى أطلقا عليها محفظة L، ثم قاما بطرح عائد المحفظة L من عائد المحفظة H.

\* -Small Size Minus Big Size.

\*\* - Hight Minus Low.

\*\*\* - Book To Market Value.



## ثانيا: انتقادات نموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل

تتمثل أهم نقاط ضعف هذا النموذج فيما يلي:<sup>(1)</sup>

- عامل الأثر اللحظي والذي يمكن تفسيره بأن الأسهم التي يكون أدائها السوقي جيدا لفترة 03 وحتى 12 شهرا الأخيرة تبدوا بأنها ستستمر لهذا الأداء والعكس، إن هذا الأثر ينعكس من استخدام مؤشر القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية B/M؛
- إن المحافظ الاستثمارية المشككة على أساس مؤشرات الأسعار مثل مؤشر القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لا تعكس حقيقة أن الأسهم التي لديها تدفقات نقدية متوقعة أعلى يجب أن يكون لديها معدل عائد أعلى، ومنه فإن استخدام الأسعار أمر غير عقلاني بسبب أنها لا تعكس العوائد المتوقعة للأسهم؛
- كذلك فإن من أهم الانتقادات التي تم توجيهها إلى نموذج فاما وفرنش الثلاثي العوامل هو ربط العوائد المتوقعة العالية لأسهم الشركات برحيتها المنخفضة، حيث وجد فاما وفرنش في دراستهم التطبيقية بأن الشركات التي لها عامل (القيمة الدفترية / القيمة السوقية) المنخفض ذات عوائد مرتفعة، وتلك الشركات التي لها عامل (القيمة الدفترية / القيمة السوقية) المرتفع ذات ربحية منخفضة، وعلا ذلك بأن تلك الفروق بين متوسط العوائد لتلك الأسهم ترتبط بعامل التوقيت لعامل المخاطرة المرتبط بأداء عوائد هذه الأسهم، بينما أظهر التحليل المباشر للربحية بأن علاوة القيمة وبشكل قاطع لا يمكن أن تقودها الأسهم غير الراجعة في أي حال من الأحوال.

## الفرع الثاني: نموذج فاما وفرنش خماسي العوامل

نظرا للانتقادات الموجهة لنموذج Fama & french ثلاثي العوامل من قبل العديد من الباحثين أمثال: Novy – Marx (2013) و Titman, Wei, Xie (2004)، والذين أجمعوا أن النموذج ثلاثي العوامل غير كامل على الرغم من تحسن القدرة التفسيرية له مقارنة مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، قام Fama & french بإضافة عاملين إضافيين يعكسان الربحية والاستثمار للوصول إلى النموذج الخماسي التالي:<sup>(2)</sup>

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + \beta_i (R_{mt} - R_{ft}) + S_i (SMB_t) + h_i (HML_t) + r_i (RMW_t) + c_i (CMA_t) + \varepsilon_{it}$$

<sup>(1)</sup> بماء غازى عزنوق، "أثر عوامل فاما وفرنش في التنبؤ بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة (دراسة تطبيقية)"، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، جامعة دمشق، سوريا، 2015، ص 82-83.

<sup>(2)</sup> Fama E., French K., "A Five Factor Asset Pricing Model", Journal of Financial Economics, Vol 116, N° 02, 2015, P 03.

حيث أن العامل الرابع يمثل عامل الربحية \*RMW أي الفرق بين عوائد أسهم الشركات ذات الربحية القوية والضعيفة.

أما العامل الخامس فيمثل عامل الاستثمار CMA\*\* أي الفرق بين عوائد أسهم الشركات ذات القيمة السوقية العالية والمنخفضة.

ومن أجل حساب معاملات  $c_i, r_i, h_i, S_i$  لكل من العوامل *CMA, RMW, HML, SMB* قام Fama & french باستخدام بيانات شهرية للأسهم المدرجة في بورصة نيويورك للفترة من جويلية 1963 إلى ديسمبر 2013 (606 شهر).<sup>(1)</sup>

ولأجل ذلك استخدم ثلاث نماذج لتقسيم الأسهم إلى محافظ استثمارية كما يلي:<sup>(2)</sup>

#### أولاً: تقسيم أسهم السوق وفق عاملين

وذلك كما يلي:

- وفق عامل الحجم وعامل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية: حيث قاما الباحثان بتقسيم الأسهم إلى خمسة مجموعات على أساس عامل الحجم ثم إعادة تقسيم كل منها إلى 5 مجموعات على أساس عامل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية والذي أنتج 25 محفظة استثمارية.
- وفق عامل الحجم وعامل الربحية: حيث تم تقسيم الأسهم إلى 5 مجموعات على أساس الحجم ثم تقسيم كل مجموعة منها إلى خمسة مجموعات بحسب عامل الربحية (تم اعتماد الزيادة في صافي الأرباح التشغيلية للسنة T نسبة إلى الأرباح التشغيلية للسنة T-1).
- وفق عامل الحجم وعامل الاستثمار: فبنفس الأسلوب المستخدم سابقاً تم تقسيم المحافظ الخمس المقسمة على أساس عامل الحجم إلى 25 محفظة مقسمة على أساس عامل الاستثمار (تم التعبير عن عامل الاستثمار للفترة T بأنه الزيادة في مجموعة الأصول نسبة للسنة T-1)\*\*\*.

\* - Robust Minus Weak.

\*\* - Conservative Minus Aggressive.

(1) - Fama E., French K., "A Five Factor Asset Pricing Model", Op.Cit., p 03.

(2) - Ibid, p 3-6.

\*\*\* - وبالتالي تم احتساب قيمة العوامل الأربعة على أساس متوسط عوائد الأسهم للمحافظ المكونة.

ثانيا: تقسيم أسهم السوق وفق ثلاث عوامل

وذلك كما يلي:

- وفق عامل الحجم، عامل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية وعامل الربحية: حيث تم تقسيم إجمالي أسهم السوق إلى محفظتين حسب عامل الحجم ثم تقسيم كل محفظة منها إلى 4 محافظ حسب عامل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية فنتحصل على 8 محافظ يعاد تقسيم كل واحدة منها إلى 4 محافظ حسب عامل الربحية وبالتالي نتحصل على 32 محفظة استثمارية.
- وفق عامل الحجم، عامل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية وعامل الاستثمار: وبنفس الأسلوب المستخدم سابقا يتم تقسيم المحفظتين حسب الحجم إلى 8 محافظ حسب عامل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية وكل محفظة من هذه المحافظ الثمانية يتم تقسيمها إلى 4 محافظ حسب عامل الاستثمار.
- وفق عامل الحجم، عامل الربحية وعامل الاستثمار: فبنفس الأسلوب السابق نتحصل على 32 محفظة استثمارية من خلال تقسيم المحفظتين حسب عامل الحجم إلى 8 محافظ حسب عامل الربحية ومن ثم إلى 32 محفظة حسب عامل الاستثمار ومن ثم احتساب قيمة العوامل الأربعة على أساس متوسط عوائد الأسهم للمحافظ.

ثالثا: تقسيم أسهم السوق حسب العوامل الأربعة مجتمعة

وهذا من خلال تقسيم السوق إلى محفظتين حسب عامل الحجم ثم تقسيم كل منها إلى محفظتين حسب عامل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية فنتحصل على أربع محافظ استثمارية، ثم يتم تقسيم كل محفظة من المحافظ الأربعة إلى محفظتين على أساس عامل الربحية فنتحصل على 8 محافظ، يتم تقسيم كل واحدة منها إلى محفظتين على أساس عامل الاستثمار فنتحصل على 16 محفظة استثمارية ومن ثم يمكن حساب قيمة العوامل الأربعة على أساس متوسط عوائد الأسهم للمحافظ المكونة.

خلصت دراسة Fama & French إلى النتائج التالية:<sup>(1)</sup>

- أن النموذج ذو العوامل الخمسة لديه قدرة تفسيرية بين 71 % إلى 94 % لتباين أسعار الأسهم الحقيقية عن النموذج المختبر؛

<sup>(1)</sup> - بهاء غارى عزنوق، مرجع سابق، ص 87-88.

- ان عامل القيمة (HML) هو من أهم العوامل حيث أنه ينعكس على عوائد الأسهم المتوقعة خاصة في حالة كان ذو قيمة عالية؛
- أن محافظ الأسهم ذات عامل الحجم (SMB) صغير، مع تعرض سلبي لعوامل للاستثمار CMA، وعامل الربحية RMW هي المحافظ ذات مشاكل التسعير الأعلى؛
- إن التعرض السلبي لعامل الاستثمار CMA كان يتوافق دائما مع حقيقة أن الشركات المدرجة في هذه المحافظ تستثمر بصورة عالية، ولكن التعرض السلبي لعامل الربحية في نموذج التقسيم الأول لا يتوافق دوما مع ربحية منخفضة.

في نهاية هذا العرض يبقى أن نقول أن النموذج خماسي العوامل لـ Fama & French هو حسب رأي الباحثة يعتبر من أحسن نماذج تقييم الأصول الرأسمالية نظرا لبنائه النظري المحكم والقدرة التفسيرية العالية التي يتميز بها في تقدير العوائد على المحافظ الاستثمارية، إلا أن هذا النموذج لم يختبر بشكل كافي من قبل الباحثين من أجل اكتشاف نقاط ضعفه، (نظرا لحدائته وصعوبة تطبيقه عمليا). كذلك هذا النموذج غير قادر على إيجاد بعض التفسيرات للحالات الشاذة (أثر بداية الأسبوع، أثر شهر جانفي.....الخ) والتي عادة ما يلجأ الباحثون من أجل تفسيرها إلى نماذج المالية السلوكية التي سوف نتطرق لها في المبحث الموالي.

### المبحث الثالث: نظرية المالية السلوكية

تقوم نظريات التمويل التقليدية على افتراض أساسي ألا وهو أن قرارات المستثمرين تتسم بالرشد وتهدف إلى تعظيم منفعتهم، وبالتالي فإن هذه النظريات جاءت من أجل تقدير قيمة الأصول المالية المستثمر فيها ومن ثم اتخاذ قرارات بيعها أو شرائها اعتماداً على قيمها المقدرة بناءً على المعلومات المتاحة، ولكن في الواقع التطبيقي لتلك النظريات ظهر جلياً أن هناك بعض الظواهر الشاذة أو غير المعتادة، أو التي ينظر لها البعض على أنها نتائج قرارات غير رشيدة، وسعى بعض العلماء لإيجاد تفسير منطقي لهذه الظواهر الشاذة. وبما أن القرار الاستثماري هو نتاج بشري يحكمه السلوك الإنساني والمعلومات التي في حوزة متخذ القرار لذلك اتخذ الباحثون في تفسيرهم لهذه الحالات الشاذة مدخل حديث وهو الاعتماد على نظريات السلوك والإدراك النفسي، وهذا ما سنتطرق إليه في محتوى هذا المبحث.

#### المطلب الأول: مفهوم المالية السلوكية:

إن ظهور حالات شاذة متعددة في الأسواق المالية، أدت إلى زعزعة الثقة في صحة نماذج تقييم الأصول المالية والمنبثقة بدورها من فرضية كفاءة سوق رأس المال، حيث أصبحت هذه النماذج غير قادرة على شرح كيفية تسعير الأصول المالية وتفسير سلوك الأسواق، في ظل ظهور حالات شاذة وتشوهات في أسواق رأس المال، كالأثار الموسمية، وآثار حجم الشركة، وأثر الزخم..... إلخ.

من هنا ظهر اتجاه فكري جديد يحاول تفسير هذه الظواهر الشاذة من خلال الدمج بين النظريات النفسية السلوكية والنظريات الاقتصادية والمالية وهو ما يعرف بالمالية السلوكية. يجب أن نشير في هذا النطاق إلى أهم الباحثين الاقتصاديين الرواد في هذا المجال وهم: Meir statman, Robert Shiller, Werner Debondt, Andrei Shleifer إلا أن الفصل في وضع الأسس الأولى لها العلم يعود إلى Paul Andreassen, Amos Tversky , Daniel Kahnman وهم باحثون في علم النفس.

#### الفرع الأول: تعريف المالية السلوكية ودوافع ظهورها:

تنطلق المالية السلوكية من ملاحظة ما يحدث في سوق المال من اختلالات ثم تحاول تفسيرها ونمذجتها، بمعنى أنها نظرية براغماتية (Pragmatique)، تنطلق من تفسير الواقع لبناء النظرية، عكس نظرية الكفاءة التي يندرج في ظلها نماذج التقييم المقدمة سالفاً، حيث تتصف بأنها نظرية معيارية (Normative)، تنطلق من البناء النظري وتحاول فرضه على الواقع.

## أولاً: تعريف المالية السلوكية:

تعتبر المالية السلوكية فرع من فروع الاقتصاد السلوكي، ويعد هذا الأخير منهج حديث من مناهج التحليل الاقتصادي الذي يدمج التبصر السيكولوجي بسلوكيات الأفراد، بغية وصف وتحليل السوق وإعطاء نتائج تتفق بدرجة أكبر من الواقع.<sup>(1)</sup>

وتعرف أيضاً على أنها العلم الذي يعمل على الدمج بين النظرية النفسية السلوكية وبين النظريات الاقتصادية والمالية التقليدية لإعطاء توضيح عن تصرفات الأفراد غير العقلانية، عن طريق استخدام نظريات علم النفس لتحليل وتفسير الظواهر الشاذة في سوق الأوراق المالية وقرارات المستثمرين.<sup>(2)</sup>

يوضح Thaler بأن الهدف من ظهور المالية السلوكية هو تحقيق تكامل مع النظريات المالية التقليدية من خلال دمجها مع علم النفس المعرفي في محاولة لخلق نموذج أكثر شمولاً للسلوك البشري في عملية اتخاذ القرار المالي.

## ثانياً: دوافع ظهور المالية السلوكية:

نظراً لورود العديد من الحالات الشاذة والتشوهات \* les anomalies في الأسواق المالية، والتي عجزت المالية التقليدية عن تفسيرها دعت الحاجة لظهور المالية السلوكية التي تسعى لتقديم تفسيرات لهذه التشوهات، كما تبحث عن أساليب لتفاديها. يعتبر وجود هذه الحالات الشاذة والتشوهات متناقضاً مع نظرية كفاءة السوق التي تفترض السلوك العقلاني والمنطقي والرشيد للمستثمر، فقد لوحظ أن سلوك الأفراد في الواقع لا يتماشى مع ما تمليه عليه النظرية، وإنما تحكمه كثير من المشاعر والعواطف والتحيزات السلوكية التي تؤثر على تصرفاته وتؤدي إلى ظهور الكثير من التشوهات في الأسواق المالية، هذه التشوهات يمكن ذكر أهمها وأكثرها تكراراً فيما يلي:

1- التشوهات الموسمية (مرتبطة بالزمن): هذه التشوهات ترتبط بفترات زمنية معينة، ولا تحدث إلا في تلك الفترات كنهاية السنة، نهاية الأسبوع، العطل، الأعياد ..... إلخ، يمكن ذكر أهمها فيما يلي:<sup>(3)</sup>

<sup>(1)</sup> - عبد الرحمن بن سانية، صلاح الدين نعاس، علي بن الضب، "الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال"، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، العدد 2، جوان 2017، ص 16.

<sup>(2)</sup> - Thaler R. H., Advanced in behavioral finance, Russell Sage Foundation, Newyork, 2005, p 03.

\* - تعبر التشوهات عن الحالة التي يكون فيها أداء الأسهم مخالفاً لما جاءت به فرضية السوق الكفاءة ويضيف Tversky et Kahneman التشوهات في أسواق رأس المال بأنها انحراف عن النماذج المقبولة في الوقت الحاضر، وهي واسعة الانتشار بحيث لا يمكن تجاهلها، ومنظمة جدا بحيث لا يمكن وصفها بأنها خطأ عشوائي، وجوهية جدا ليتم استيعابها عن طريق التخفيف من النظام المعياري.

<sup>(3)</sup> - Damodaran A., Investment Valuation: Tooles and Techniques for Determining The Value of Any Asset, John Wiley & Sons Inc, Newyork, 2002, p139-143.

- **تأثير شهر جانفي:** إن تأثير شهر جانفي يتمثل في أن عوائد الأسهم تكون مرتفعة مقارنة بالمخاطر التي تتحملها، أي خلال هذا الشهر تسجل أسهم الشركات أرباحا غير عادية، ويطلق أيضا على هذا التأثير تأثير نهاية العام، ويرجع سبب هذه الأرباح غير العادية إلى كون المستثمرين يلجؤون في شهر ديسمبر لبيع أسهمهم بخسارة للتقليل من الوعاء الضريبي، هذا السلوك يؤدي إلى ارتفاع العوائد بشهر جانفي نتيجة لانخفاض رغبة المستثمرين للبيع في هذا الشهر وزيادة طلبهم للشراء من أجل إعادة تكوين محافظهم. لكن لا يزال الغموض حول هذا الأثر حيث تحدث هذه الظاهرة في مناطق لا تحدث بها ضرائب على الأرباح الرأسمالية، مثل اليابان وأستراليا وإنجلترا، رغم عدم توافق السنة الجبائية بها مع السنة المدنية.
- **أثر نهاية الأسبوع:** ويعرف أيضا بأثر يوم الاثنين، حيث تنخفض فيه عوائد الأسهم بشكل كبير، هذا الانخفاض يكون مسبقا بارتفاع يوم الجمعة، وهذه الحالة تسمح بتحقيق مكاسب نظامية للمستثمرين الذين يقومون بالشراء يوم الاثنين ومن ثم بيعها عند الإقفال يوم الجمعة.
- **أثر العطلة الصيفية:** وتتمثل هذه الظاهرة في أن عوائد الأسهم تميل إلى الانخفاض بشكل ملحوظ خلال أشهر الصيف.

2- **التشوهات المرتبطة بخصائص الشركات:** هذه التشوهات ترتبط بعوامل خاصة بالشركة في حد ذاتها وتتمثل فيما يلي:

- **أثر الحجم:** ويعرف هذا الأثر على أنه ميل المؤسسات صغيرة الحجم (ذات الرسمة المنخفضة)، إلى تحقيق عوائد أكبر من عوائد الشركات ذات الحجم الكبير، وفي محاولة لتفسير هذا الأثر فإن أغلب الدارسين يرجعونه إلى ارتفاع تكلفة المعاملات على أسهم الشركات صغيرة الحجم، كذلك يربط هذا الأثر بأثر شهر جانفي.<sup>(1)</sup>
- **أثر القيمة:** إن أول من بحث في العلاقة بين العوائد غير العادية للأسهم، ونسب السعر إلى الأرباح هو Sanjoy Bassu سنة 1977 في دراسة أجراها على عينة من 500 سهم للفترة 1956 إلى 1969 بالسوق المالي الأمريكي وجد أن الشركات التي لها معدلات سعر إلى الأرباح منخفض تحقق عوائد غير عادية، وهذا ما يطلق عليه تأثير القيمة، وهذا التأثير يظهر في الأسواق العالمية الأخرى وليس في السوق الأمريكية فقط.<sup>(2)</sup>

<sup>(1)</sup> - لوكي أكار، رينارد ديفز، المالية السلوكية، ترجمة: محمد داوود عثمان، دار الفكر، عمان، 2014، ص 124.

<sup>(2)</sup> - Damodaran A., Investment Valuation, Op.Cit., p 136-137.

3-التشوهات الأخرى: هناك مجموعة مختلفة من الحالات الشاذة غير المصنفة في التصنيفين السابقين، ولكن ذكرت في العديد من الدراسات التي اهتمت بهذا الموضوع نذكر منها ما يلي:

• تأثير الزخم والانعكاس: تعرف قوة الزخم Momentum (قوة ارتفاع السعر وانخفاضه) عندما ترتبط عائدات الأسهم طرديا مع العائدات الماضية، أما الانعكاس Reversal (تغير اتجاه السعر) فيوجد عندما ترتبط العائدات عكسيا مع العائدات الماضية. إن اكتشاف هاتين الحالتين الشاذتين كان من خلال أعمال كل من Richard Thaler & Werner Debondt (1985)، حيث قاما بتكوين محافظ رابحة مكونة من 50 سهم، وأخرى خاسرة بنفس العدد بناء على أداء السوق مقاسا بالمؤشر العام للأسعار، ثم قاما بتتبع هذه المحافظ لسنوات مستقبلية كما قاما بملاحظة نتائجها لثلاث سنوات الماضية، ووجدا أن الأسهم التي حققت عوائد مرتفعة في الأشهر الاثني عشر الماضية تتفوق على الأسهم الخاسرة في نفس الفترة، وتستمر في هذا الأداء على المدى القصير (ما بين 03 إلى 12 شهر) ويستمر ذلك رغم ظهور أخبار سيئة عن الشركة، وفسرا ذلك بردود الفعل المنتظمة التي تكون أقل مما يجب حيث يتساهل المستثمرون بالتصرف تجاه الوضع الحقيقي فعندها يتأخر السعر لينخفض ويأخذ الوضع الصحيح مما يسمح بتحقيق عوائد غير عادية وهذا ما يعرف بظاهرة الزخم. أما الأسهم التي حققت أرباح وكان أداءها جيد لسنوات سابقة، فإن هذا الأداء الجيد انقلب لأداء منخفض في سنوات لاحقة (ثلاث سنوات في المتوسط)، وهذا ما يعرف بظاهرة الانعكاس، ويفسرها أغلب الاقتصاديين أنها تحدث نتيجة توقع المستثمرين لنجاح الشركة في المستقبل مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهمها، وبعدها يعدلون عن توقعاتهم عندما تحقق الشركة بتحقيق توقعاتهم، مما يخفض الأسعار.<sup>(1)</sup> ونفس النتيجة توصل إليها Jegadeesh & Titman (1993). وتعتبر هاتين الظاهرتين من أكثر التشوهات الملاحظة عبر كل الأسواق، والتي لم تستطع نماذج التقييم تفسيرها بطريقة علمية.

وبالتالي فإن أثر الزخم يكشف العلاقة ما بين ماضي ومستقبل عوائد الأصول، وحسب هذا الأثر فإن الأصول المالية والأسعار في مسار تصاعدي على مدى فترة ماضية من 03 إلى 12 شهرا لديها احتمال كبير أن تستمر على هذا المسار التصاعدي الفترة اللاحقة من 03 إلى 12 شهرا، في نفس الوقت الأصول المالية ذات الأسعار التي تتبع مسار هبوط خلال الأشهر السابقة لديهم احتمال أكبر للاستمرار في الهبوط خلال الفترة المقبلة. وفي هذا الصدد نجد أبحاث Chen & Debondt (2004)، حيث قاما بدراسة على مؤسسات مؤشر standard & poors 500 في الفترة الممتدة ما بين (1976-2000)، وخلصوا إلى كون المستثمرين يتبعون

(1) - لوكي أكارث وآخرون، مرجع سابق، ص 128.



الإستراتيجية التالية: شراء الأسهم التي حققت ربح في الماضي والتخلص من الأسهم التي حققت خسارة في الماضي وهذا هو السبب المحتمل في خلق أثر الزخم.<sup>(1)</sup>

• **أثر الطقس:** إن حالة الطقس (المطر، الثلج، الرياح، الرطوبة، الضباب، درجة الحرارة .... إلخ) تؤثر على العوائد بشكل كبير، حيث أنه لكل حالة من حالات الطقس أثر مختلف على المزاج والشعور بالكآبة أو السعادة وبالتالي على التداول والعوائد وقد عجزت نظرية الكفاءة عن إيجاد تفسير لأثر الطقس على الرغم من توفر التنبؤات بأحوال الطقس للجميع ومجاناً.

### الفرع الثاني: الفرضيات الأساسية للمالية السلوكية:

تقوم المالية السلوكية على فرضيتين أساسيين جاءتا مناقضتين لفرضيات كفاءة السوق المالي، أولى هاتين الفرضيتين هي عدم تمتع كافة المستثمرين بالرشادة، وهي فرضية مناقضة لفرضية نظرية كفاءة السوق المالي التي تنص على رشادة المستثمرين، وتعني الرشادة أو العقلانية في أن المستثمر سوف يتخذ القرار الأفضل على الإطلاق، من خلال قدرته على بناء توقعات وقرارات منطقية نتيجة لتحليل المعلومات المتاحة والاستفادة من التجارب السابقة، وتظهر الرشادة في قدرة المستثمرين على تعظيم المنفعة المتوقعة والوصول إلى أعلى درجة من الرضا.

أما ثاني هاتين الفرضيتين فهي محدودية المراجعة (التحكيم)، وهي أيضاً فرضية مناقضة لفرضية كفاءة السوق المالي التي تنص على أن عملية المراجعة تعمل على إعادة التوازن للسوق المالي، وتعرف المراجعة على أنها عملية الشراء والبيع المتزامن لنفس الورقة المالية على مستوى سوقين مختلفين من أجل الاستفادة من فارق السعر، وتعتبر المراجعة نوع من أنواع المضاربة قليل المخاطرة، حيث تعتمد على الاستفادة من فروق الأسعار للأدوات المالية المتطابقة أو المتشابهة في الأسواق المختلفة.

نأتي إلى تناول هاتين الفرضيتين بشيء من التفصيل فيما يلي:

### أولاً: فرضية عدم رشادة المستثمرين:

تنص المالية السلوكية على أن القرارات التي يتبناها المستثمرين لا تتسم بالرشادة والعقلانية، وإنما تحكمها العديد من العوامل السيكولوجية والعاطفية التي تؤثر عليهم، هذه العوامل تؤدي بالمستثمر إلى تحصيل المعلومات

<sup>(1)</sup> - مريم سحنون، عباسية رشاش، "فعالية استخدام نموذج العوامل المتعددة في تفسير سلوك الأسواق المالية"، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، جامعة ورقلة، العدد 1، 2015، ص 256.

واستقبال الإشارات بطريقة خاطئة، تقود إلى سوء تقييم للأصول المالية المتداولة. وفي حالة قيام العديد من المستثمرين بهذه التصرفات غير العقلانية سوف يؤدي بالأسعار في السوق المالي إلى الابتعاد عن قيمتها الحقيقية بشكل كبير.<sup>(1)</sup>

يعتبر Delong & all أول من درس سلوك المستثمرين غير العقلانيين\* سنة 1990 ثم تبعه بعد ذلك Shleifer & Vishny سنة 1997. ويعرف المستثمرين غير العقلانيين على أنهم تلك الفئة من المستثمرين الذين يفشلون بمعالجة المعلومات المتاحة بطريقة صحيحة عند قيامهم ببناء توقعات حول أداء الشركة المستقبلي، وذلك نتيجة اعتمادهم على إشارات خاطئة أو استعمال استراتيجيات غير عقلانية.<sup>(2)</sup>

إن السلوك الشائع في الأسواق المالية هو ارتباط سلوكيات المستثمرين غير العقلانيين، لدرجة أن تصرفاتهم الخاطئة تصبح تسير في اتجاه واحد، هذا ما سوف يؤثر بشدة على الأسعار وتبتعد عن قيمتها الحقيقية سواء بالارتفاع أو الانخفاض، هذه التصرفات تكون نتيجة تراكمات نفسية وعاطفية مثل التقليد والمحاكاة وسلوك القطيع... إلخ<sup>(3)</sup>، والتي سوف نتناولها بشيء من التفصيل في المبحث القادم.

نلاحظ أن أنصار نظرية كفاءة السوق المالي يقولون أن السلوكيات غير العقلانية موجودة دائما في السوق المالي ولكنها لا تسير في اتجاه واحد حيث يلغي بعضها البعض باختلاف تصرفات المستثمرين غير العقلانيين عكس ما جاء به أنصار المالية السلوكية.

### ثانيا: فرضية محدودة المراجعة (التحكيم)

تنص النظرية المالية التقليدية على أن المستثمرين العقلانيين يصححون دائما حالات التسعير الخاطئ للأوراق المالية الناجم عن سلوك المستثمرين غير العقلانيين والتي تتسم بالعشوائية، وبالتالي فإن آلية المراجعة تلعب دورا هاما في إعادة السعر إلى مستواه الحقيقي غير أن النظرية المالية السلوكية ترى بأن سلوك جميع المستثمرين غير عقلائي، ويتجلى ذلك في النزاعات أو التحيزات السلوكية التي تنتاب المستثمرين عند اتخاذ القرارات مما يؤدي إلى صعوبة إرجاع السعر إلى قيمته الحقيقية، وبالتالي عدم فعالية المراجعة في التسعير العادل.<sup>(4)</sup>

(1)- Alboy M., Chareaux G., " La Finance Comportementale ou L'emergence d'un Nouveau Paradigme Dominant", Revue Française de Gestion, Paris, n<sup>o</sup> 157, 2005, p 141.

\* - المصطلح اللاتيني هو Noise Traders أو Les bruiteurs

(2)- Thaler R., Op.Cit. p 05.

(3)- Ibid, p 07.

(4)- عبد الرحمان بن سانية وآخرون، مرجع سابق، ص 23.

تعتبر عملية المراجعة عملية محفوفة بالمخاطر تجعلها محدودة الأثر، ومن بين أهم هذه المخاطر نذكر: (1)

- خطر السيولة، فقد لا يستطع المحكمون شراء البديل الأمثل لعدم توفر السيولة اللازمة؛
- وجود تكاليف عالية مرتبطة بعملية تنفيذ المراجعة تجعلها عملية غير مرغوب فيها من قبل المتعاملين؛
- وجود الفقاعات السعرية أين تكون غالبية الأوراق مقيمة بأكثر من قيمتها، مما يصعب العثور على البديل الأمثل والذي يعتبر الشرط الأساسي للقيام بعملية المراجعة؛
- عدم معرفة الوقت المناسب لانفجار الفقاعة السعرية، مما يجعل المستثمر يتحمل تكاليف إضافية متعلقة بعملية تمديد عقد البيع على المكشوف.

### المطلب الثاني: التحيزات السلوكية في الأسواق المالية.

نلاحظ من خلال عرض الفرضيات الأساسية للمالية السلوكية أنها قد قامت بالتشكيك في أهم مفهومي ارتكزت عليهما نظرية الكفاءة وهما: رشادة المستثمرين ووجود فرص التحكيم، وأكدت ما توصلت إليه من نتائج من خلال ملاحظة مجموعة من الظواهر الشاذة في الأسواق المالية (تطرقنا لها بشيء من التفصيل في المطلب السابق)، ثم السعي إلى تفسيرها في ظل إطار نظري مستقل وخاص بها، ومن خلال الاستعانة بعلم النفس تم اكتشاف وملاحظة العديد من الانحرافات (أو ما يعرف بمصطلح التحيزات\*) التي تطبع سلوك المتعاملين في الأسواق المالية، وتجعل سلوكياتهم وقراراتهم بعيدة عن النموذج العلمي للنظرية المالية. سوف نناقش في هذا المطلب هذه التحيزات الملاحظة كونها أهم ما يشكل الإطار النظري للمالية السلوكية، حيث يقسمها الباحثون في هذا المجال إلى قسمين رئيسيين هما: التحيزات الإدراكية، وتحيزات انفعالية أو عاطفية، وتناولهما فيما يلي:

### الفرع الأول: التحيزات الإدراكية

تنتج التحيزات الإدراكية من التفكير الخاطئ، وذاكرة المستثمر بالإضافة إلى الجهل بطريقة الحساب المتبعة وطريقة معالجة المعلومات ومن هذه التحيزات ما يلي:

1- تحيز الإفراط في الثقة: تعرضت العديد من الدراسات إلى مفهوم الثقة المفرطة أهمها: (Weinstain 1980), (Svenson 1981), (Taylor & Brown 1988) وأكدت جميعها أن غالبية الأفراد يتمتعون بثقة مفرطة في قدراتهم

(1) - Alboy M., et all, Op.Cit., p 140.

\* - المصطلح اللاتيني هو Les biais.

على التحليل والتنبؤ، يؤدي هذا التحيز بمؤلاء الأفراد إلى المبالغة في تقديرهم لمعرفتهم، وبقدرتهم على السيطرة على الأحداث، وبالتالي تؤدي بهم إلى التساهل وتقليل حجم المخاطر.<sup>(1)</sup>

إن تحيز الثقة المفرطة مستمد من العديد من التجارب في علم النفس الإدراكي ومن الاستطلاعات، ويقصد به أن الأفراد يضعون ثقة زائدة بشأن أحكامهم الخاصة بمعنى آخر أن المستثمر يؤمن بشدة بقدراته، وعند إصداره للأحكام، وفي تقديره لاحتمال وقوع حدث معين حتى وإن لم تكن لديه دراية به، وتزداد الثقة المفرطة لدى المستثمر في حالة شعوره بالسيطرة على أحداث ما، وهذا ما يسمى بوهم السيطرة.<sup>(2)</sup>

قد يؤدي هذا التحيز إلى اتخاذ قرارات غير مبنية على أسس منطقية كالتفسير الخاطئ للمعلومات، مما يؤدي إلى التقليل من قيمة المخاطر ويمكن أن يؤدي أيضا إلى الإفراط في التداول وحدوث فقاعات المضاربة.

2- **تحيز الترسخ (الثبوت):** في الكثير من المواقف يضع الأفراد التقديرات عن طريق البدء من قيمة أولية ما وتعديلها لتوليد تقدير نهائي، نقطة البدء هذه عادة ما تكون نتيجة لمقارنة غير صحيحة، فيكون تكييف الواقعة الحالية مع الواقعة السابقة غير صحيح.<sup>(3)</sup> وبالتالي فإن مفهوم الترسخ يعني أن المستثمرين يضعون في أذهانهم بعض النقاط المرجعية، والتي قد تكون سعر قديم أو قيمة قديمة، ويتجاهلون كل الأوضاع الجديدة، حيث يميل الأفراد لا شعوريا إلى إبعاد جميع الأحداث والوقائع المخالفة لأفكارهم ومعتقداتهم ويتمسكون بالأفكار التي تؤكد مواقفهم وهذا ما يسبب حدوث الانحرافات في الأسواق المالية.

3- **تحيز التمثيل:** يعتبر Kahneman & Tversky (1971) أول من وصفا هذا التحيز، وهو شكل من أشكال التحيز الإدراكي يقوم على مبدأ قانون الأعداد الصغيرة، أي يتصرف الأفراد وكأن الخصائص الإحصائية للعينات الصغيرة تتشابه وتتفق مع خصائص العينات الكبيرة.<sup>(4)</sup> وتوصل الباحثان إلى أن هذه الأحكام تؤدي إلى أخطاء جديفة لأن التشابه أو القابلية للتمثيل لا يتأثر بعوامل عديدة يتوجب أن تؤثر على اتخاذ القرار، بل يؤخذ بعين الاعتبار متغير واحد فقط مما قد ينتج عنه قرارات خاطئة.<sup>(5)</sup>

(1) -Aftalion F., LE MEDAF et la Finance Comportementale, Revue Française de Gestion, Paris, n° 157, Paris, 2005, p 205.

(2) - عبد الرحمان بن سانية وآخرون، مرجع سابق، ص 18-19.

(3) - لوكي أكارت وآخرون، مرجع سابق، ص 169.

(4) - عبد الرحمان بن سانية وآخرون، مرجع سابق، ص 18.

(5) - مريم سحنون، "السلوك المالي للمستثمرين وأثره على كفاءة الأسواق المالية"، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، 2016/2015، ص 95.

4- **تحيز المحافظة:** اقترحه للمرة الأولى (1968) Edwards يشير إلى أن سلوك الأفراد يميل إلى تفضيل الوضع الراهن والمحافظة عليه خوفا من التغيير، وهذا بسبب الخوف من اتخاذ قرارات غير سليمة، أو صعوبة اتخاذ القرارات عندما يتواجد عدد كبير من الخيارات الممكنة.<sup>(1)</sup>

5- **تحيز التأكيد:** ويقصد به أن الأفراد يعطون وزنا أكبر للمعلومات التي تؤكد وجهة نظرهم، وبالتالي يقعون يؤمنون بأفكارهم حتى وإن وردت معلومات جديدة وصحيحة تناقض أفكارهم.<sup>(2)</sup>

6- **تحيز تجنب الغموض:** الاقتصادي Frank H. Knight هو أول من أشار إلى هذا التحيز، ويقصد به تفضيل البدائل ذات الاحتمالات المعروفة على البدائل ذات الاحتمالات غير المعروفة، ويظهر هذا التحيز في مجال أسواق رأس المال عندما يصعب على المستثمرين عند اتخاذ القرارات تقدير مجموعة الاحتمالات المستقبلية، الأمر الذي يؤدي إلى عدم الدخول في استثمارات يجهلونها خوفا من النتائج المالية المستقبلية، ليظهر في هذا الصدد تحيز آخر يقع فيه المستثمر يطلق عليه تفضيل المألوف، وبالتالي يؤدي هذا التحيز إلى تجاهل أهم مبادئ نظرية المحفظة المالية، ألا وهو التنوع.<sup>(3)</sup>

7- **سلوك القطيع:** نشأ مفهوم القطيع نتيجة عدم عقلانية ورشادة المستثمرين في السوق المالي، مما يجعل قراراتهم معتمدة ومتأثرة بقرارات المحيطين من المستثمرين سواء العقلانيين أو غير العقلانيين، وأيضا على توقعات المستثمر نفسه والحالة النفسية له، وبالتالي فإن عامل القطيع يشير إلى قيام المستثمر بمحاكاة الآخرين وتقليدهم عند اتخاذ القرار الاستثماري داخل السوق المالي، وقد أشارت العديد من الأبحاث المنشورة إلى أثر عامل القطيع في تغيرات أسعار الأسهم وبالتالي التأثير في مصداقية نماذج تقييم الأصول المالية.<sup>(4)</sup>

8- **المحاسبة الذهنية:** يعتبر (1985) Thaler أول من عرف هذا التحيز الذي يظهر جليا في الأسواق المالية، ويشير المصطلح إلى مجموع العمليات الإدراكية التي يستخدمها الأفراد لتقسيم وتقييم ومتابعة الأنشطة الاستثمارية الخاصة بهم، حيث بوضع كل قرار استثماري في حساب ذهني مستقل (كقيام بعض المستثمرين بإنشاء محافظ

(1)- Aftalion F., Op.Cit., p 205.

(2)- مريم سحنون، مرجع سابق، ص 98.

(3)- عبد الرحمان بن سانية وآخرون، مرجع سابق، ص 21.

(4)- جميل النجار، "العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد وأثرها في أداء المحفظة الاستثمارية"، مجلة الجامعة العربية الأمريكية للبحوث، فلسطين، العدد 2، 2017، ص 121.

منفصلة وفقا لعدة معايير مثل مصدر الأموال، والهدف من كل محفظة، كأن تكون محفظة مضاربة أو محفظة آمنة) ويتم معاملة كل حساب على حدة والتغاضي عن التفاعل والترابط بين القرارات.<sup>(1)</sup>

### الفرع الثاني: التحيزات العاطفية أو الانفعالية

تنتج التحيزات العاطفية Emotional Biases، عن الدوافع والحس بالإضافة للمشاعر والعواطف، ومن أشكالها ما يلي:

**1- تحيز التفاؤل:** هناك العديد من الدراسات التجريبية التي أيدت وجود تحيز التفاؤل المفرط عند المستثمرين في الأسواق المالية، مما يجعلهم يبالغون في تقدير قيمة الأصل الذي بحوزتهم إلى أكثر من قيمته الحقيقية.<sup>(2)</sup>

فمثلا المستثمر الذي بحوزته معلومات جديدة تنبأ بأداء جيد لشركة معينة، سوف يندفع لشراء أسهم هذه الشركة بسبب تفاؤله المفرط، حتى وإن كان تأثير هذه المعلومات ضئيل على أداء الشركة المعنية، هذا السلوك يجعل سعر سهم هذه الشركة يرتفع إلى أكثر من قيمته الحقيقية.

**2- تحيز الشعور بالندم:** الندم هو شعور ينتاب الإنسان عند اتخاذ قرار خاطئ، والسبب الرئيسي لهذا التحيز هو كره المستثمر للاعتراف بخطئه، فيلجأ إلى رفض بيع الأوراق المالية الخاسرة التي بحوزته والتي لا زالت أسعارها تتراجع بسبب عدم الرغبة بالاعتراف وتصحيح الخطأ في الوقت المناسب.<sup>(3)</sup>

**3- تحيز النفور من الخسارة:** تم اقتراح تحيز كره الخسائر من قبل (Tversky and Kahneman (1979)، ويشير إلى أن شعور الأفراد بالأسف الشديد نتيجة التعرض لخسارة مبلغ معين، يعادل ضعف فرحتهم بما حققوه من أرباح المبلغ ذاته، كما أن الأفراد يتجنبون المخاطر من أجل حماية الثروة الموجودة، لكن قد يتحملون المخاطر من أجل تجنب الخسائر<sup>(4)</sup>. هذا السلوك غير العقلاني يمكن أن يؤدي إلى اتخاذ قرارات مالية خاطئة، فقد يمتنع الأفراد عن بيع الأسهم الخاسرة عند انخفاض أسعارها، محتفظين بها زمنا طويلا على أمل تجنب الخسائر الفعلية عند التخلص منها (سلوك البحث عن المخاطرة)، وبيع الأسهم الراجحة سريعا (سلوك تجنب المخاطرة) هذا السلوك يسبب مخاطر كبيرة على المحفظة الاستثمارية.

(1)- Broihanne M. H., Merli M., Roger P., "Theorie comportementale du portefeuille –Interet et Limites-", Revue Economique, Presses de Sciences, vol 57, N° 02, 2006, p 300-301.

(2)- لوكي أكارث وآخرون، مرجع سابق، ص 188-189.

(3)- جميل النجار، مرجع سابق، ص 119.

(4)- عبد الرحمان بن سانية، مرجع سابق، ص 20.

## المطلب الثالث: نماذج المالية السلوكية

لقد تطرقنا في المطلب الأول من هذا المبحث إلى مفهوم المالية السلوكية، وكذا الافتراضات الأساسية التي قامت عليها، والتي كان من أهمها عدم عقلانية المستثمرين، وبالتالي فهم يتصرفون وفق تحيزات سلوكية معينة، وهذا ما لا يتلاءم مع المنطلقات النظرية التي جاءت بها نماذج تسعير الأصول المالية الحديثة، وعليه ظهرت بعض الاتجاهات لبناء نماذج تفسر سلوك أسعار الأصول المالية وفق الاتجاه السلوكي نتطرق لها في الفروع التالية:

## الفرع الأول: نموذج (Roy (1952

ويعرف هذا النموذج أيضا باسم نموذج المستوى الأدنى للعائد، طور من طرف روي سنة 1952، يركز هذا النموذج لاختيار المحفظة الاستثمارية على فكرة أساسية مفادها أن كل مستثمر يراعى عدم انخفاض ثروته عن مستوى معين يطلق عليه الحد الأدنى للعائد (Seuil de Substance)، وبالتالي فهو يهدف وفقا لهذه النظرية إلى تدنية احتمال تحقيق ثروة أقل من المستوى الأدنى للعائد.<sup>(1)</sup>

بمعنى :  $P(Y \leq S)$

حيث:

$Y$ : يمثل حجم الثروة النهائية المتأتية من الاستثمار في المحفظة  $x$ .

$S$ : الحد الأدنى للعائد.

وبالتالي فإن روي يعتبر أول من استخدم الانحرافات السالبة بالنسبة لمؤشر مرجعي، من أجل قياس المخاطرة.

إن من مآخذ هذا النموذج هو أن روي لم يحدد ما الذي يجب فعله بالثروة المتبقية في حالة تجاوز الثروة الحد الأدنى للعائد بمعنى:  $(Y > S)$ .

فمثلا إذا كان مستثمر يمتلك 100 أورو، ويقدر المستوى الأدنى للعائد بـ 95 أورو، أما المؤشر المرجعي فيقدر بـ 100 نقطة.

هذا المستثمر في موضع مفاضلة بين منتجين:

<sup>(1)</sup>- Kezzar R., "la Theorie Comportementale du Portefeuille Comme Alternative au Paradigme Classique Moyenne-Variance: Revue de la Literature", Revue des sciences économiques et de gestion, université de M'sila, n° 17, 2017, p 34.

• **المنتج الأول:** يضمن له 95 أورو في جميع الأحوال و60% من الارتفاع المحتمل في المؤشر المقيم بقيمته الحالية 100.

• **المنتج الثاني:** يضمن له أيضا 95 أورو، ويقترح 100% من الزيادة في مؤشر حين تتجاوز قيمته 110.

نلاحظ أنه في كلتا الحالتين أن احتمال تجاوز الثروة النهائية المستوى الأدنى للعائد يساوي 1، لكن لا يوجد أي معيار إضافي يمكن المستثمر من المفاضلة بين المنتجين.<sup>(1)</sup> من هنا جاءت بعض النماذج الأخرى التي حاولت استدراك هذه النقطة السلبية، أهمها نموذج أرزاك-باوا والذي سوف نتناوله في الفرع الموالي.

### الفرع الثاني: نموذج (Arzac & Bawa(1977)

من أجل تدارك نقطة ضعف نموذج Roy، قدم كل من Arzac & Bawa هذا النموذج سنة 1977، حيث أضافا من خلاله معيارا آخر يسهل عملية المفاضلة بين المحافظ في حالة تساوي احتمالات العوائد.

هذا النموذج مقدر بالمعادلة التالية:<sup>(2)</sup>

$$Max (\pi, \mu)$$

حيث:

$$\left\{ \begin{array}{l} \pi = 1 \text{ إذا كان } P = pr(Y \leq S) \leq \alpha \\ \pi = 1 - p \text{ إذا لم تتحقق المعادلة السابقة} \\ \mu = E(y) \text{ مع} \end{array} \right.$$

حيث:

$\mu$ : يمثل توقع الثروة النهائية ويساوي  $E(y)$ ؛

$S$ : يمثل الحد الأدنى للعائد؛

$\alpha$ : يمثل احتمال الإفلاس.

من خلال هذا النموذج ومن أجل المفاضلة بين محافظتين فإننا نختار المحفظة ذات قيمة  $\pi$  المرتفعة، وإذا كانت كلتا المحافظتين لهما نفس قيمة  $\pi$  (وهي الحالة التي عجز نموذج روي عن تفسيرها)، فإننا نختار المحفظة التي

(1) - Broihanne M. H., et all, Op.Cit., p 303.

(2) - Arzac. E.R., Bawa. V. S, "Portfolio Choice and Equilibrium in Capital Markets with safety first investors", Journal of Financial Economics, Vol 04, N° 03, May 1977, p 278.



لها العائد المتوقع الأكبر  $\mu$ . بعبارة أخرى فإن المستثمر في ظل هذا النموذج يسعى لتعظيم ثروته، بشرط أن يكون احتمال انخفاض ثروته عن الحد الأدنى للعائد أقل من احتمال الإفلاس.

### الفرع الثالث: نظرية الإحتمال 1977

طور هذه النظرية كل من Tversky & Kahneman سنة 1977، وتبدأ بالتدليل على أنّ نظرية المنفعة المتوقعة لا تستطيع تفسير عملية اتخاذ القرار في ظل المخاطرة، هذا الرأي يقوم على أدلة تجريبية مفادها أن الأفراد كثيراً ما يتصرفون بعكس نظرية المنفعة المتوقعة. وقبل تقديم المبادئ الرئيسية لهذه النظرية نستعرض فيما يلي الأدلة التي حفزت Tversky & Kahneman لوضع نموذجهما السلوكي فيما يلي: (1)

- لاحظ الباحثان أن ما يهتم به الأشخاص هي العوائد أو الخسائر بدلا من مستوى الثروة، حيث يقومون بتجنب المخاطرة فيما يخص الأرباح، والسعي وراء المخاطر فيما يخص الخسائر، في حين أنّ نظرية المنفعة المتوقعة على نحو عام تستخدم مستوى الثروة وليس التغيرات في الثروة على أنه المتغير المهم في أي دالة منفعة؛
- لاحظ الباحثان أن الأفراد يبدو عليهم الشعور بالخسائر أقوى من الشعور بالعوائد؛
- إن تجنب الخسائر يختلف تماما عن تجنب المخاطرة، لذا نجد أن الأفراد يميلون إلى إعطاء وزن أكبر النتائج الأكيدة نسبة للنتائج التي تكون محتملة.

إن هذه الأدلة شجعت الباحثان على التفكير في بدائل لنظرية المنفعة المتوقعة، فجاءا بنظرية الاحتمال لتقدم نموذجا لاتخاذ القرار في إطار المخاطرة، والذي يدمج هذه السلوكيات الملاحظة ودالة القيمة في نظرية واحدة تعرف بنظرية الاحتمال، التي تحل محل دالة المنفعة في نظرية المنفعة المتوقعة، نذكر هنا أن نظرية الاحتمال تستخدم أوزان القرار التي تعتبر دالة للاحتمالات، بدلا من استخدام الفرص البسيطة كما في المنفعة المتوقعة.

يكون نموذج Tversky & Kahneman معطى من خلال المعادلة: (2)

$$V(a) = \sum [V(u(x))][\pi (p(x))]$$

حيث:

$V(a)$ : هي دالة القيمة (دالة الاحتمال كما يعرفها Tversky & Kahneman).

(1) - لوكي أكارث وآخرون، مرجع سابق، ص 91-93.

(2) - عبدالرحمان بن ساسة، مرجع سابق، ص 24.

$\pi(\dots)$ : الأوزان (دالة الترجيح).

$p$ : الاحتمالات.

$u$ : دالة المنفعة.

$x_i$ : البدائل المتاحة.

تبعاً لهذه النظرية فإن المستثمر يكون متجنباً للمخاطر عندما يتعلق بالأرباح، وفي حالة الخسارة يكون باحثاً عن المخاطرة بسبب خوفه الشديد من الخسارة، ويطلق على هذه الحالة أثر التصرف، أي يتصرف المستثمر بشكل مختلف حينما يواجه احتمالات الأرباح والخسائر.<sup>(1)</sup>

### الفرع الرابع: نموذج (Lopez 1987)

حاولت Lopez من خلال هذا النموذج إدراج العوامل النفسية من أجل تفسير سلوك المستثمرين ضد المخاطرة، وبالتالي فهو نموذج جاء على غرار نموذج Tversky & Kahneman كنظرية لاتخاذ القرار، وليس كنموذج لبناء المحفظة كما أتى به Roy 1952 و Arzac & Bawa 1977.

ترى Lopez من خلال هذا النموذج أن ما يتحكم في اتخاذ قرارات المستثمرين هما الخوف والأمل، وبناءً على هذين العنصرين قامت بصياغة ثلاثة عناصر أساسية يقوم عليها هذا النموذج تتمثل في: الخوف من عدم تأمين حد أدنى من الأمان Security ويرمز له بالرمز S، بمعنى الخوف من عدم تحقيق حد أدنى من الثروة، هذا السلوك يكون مقروناً بالرغبة في الحصول على مستويات عالية من الثروة Potential ويرمز له بالرمز p، وتكون هذه الرغبة مقرونة بالتطلع Aspiration ويرمز لها بالرمز A، والذي يقصد به سعي المستثمر إلى تحقيق ما يأمل له من مستويات مرتفعة للثروة.<sup>(2)</sup>

ولهذا يطلق عليه نموذج SP/A\*، حسب Lopez فإن الخوف والأمل يؤثران على الأوزان النسبية التي

يتم إسنادها للاحتتمالات، فإذا كان لدينا n حالة يقابلها احتمال الحصول على الثروة  $P_i$  حيث:

$$P_i = \text{prob} \{W_i\}$$

$$i=1, 2, \dots, n$$

<sup>(1)</sup> - عبدالرحمان بن ساسة، مرجع سابق، ص 24.

<sup>(2)</sup> - Kezzar R., Op.Cit, p 35.

\* - Scurity Potencial / Aspiration

وحيث أن الثروات تكون مرتبة على النحو التالي:

$$W_1 < W_2 < \dots < W_n$$

يعمل كل من الخوف والأمل على تشويه الاحتمالات، فالخوف يجعل الأفراد يقومون بحساب قيمة الثروة المتوقعة  $E(W)$  باستعمال قيمة  $P_i$  أعلى بكثير من قيمة  $p_n$ ، وهذا ما يعكس توقعهم لانخفاض ثرواتهم في المستقبل، والعكس بالنسبة للأمل الذي يجعل المستثمرين يقومون بحساب  $E(W)$  باستعمال قيمة  $P_i$  أقل بكثير من قيمة  $p_n$ ، مما يعكس تفاؤهم وتوقعهم لارتفاع ثرواتهم في المستقبل، ويؤثر الخوف أساساً على جانب الأمان في حين يؤثر الأمل على القدرة.<sup>(1)</sup>

### الفرع الخامس: نظرية المحفظة السلوكية BPT\* (Shefrin & Statman (2000)

تبلورت المحفظة السلوكية بشكل تدريجي بالاعتماد على جميع الأعمال والنماذج السابقة، خصوصاً منها نموذج Roy الذي أخذ منه مفهوم المستوى الأدنى للعائد، ونموذج Lopez الذي أخذ منه مفهوم تشويه الاحتمالات، وتقوم هذه النظرية على ثلاثة أسس محورية هي:<sup>(2)</sup>

- **السلامة أولاً:** حيث كان Roy هو أول من قدم هذا المفهوم سنة 1952، وانطلاقاً منه فإن أي مستثمر لن يقبل بمستوى عائد أقل من المستوى الأدنى، والذي تمثل الحد الأدنى من الثروة التي يقبل بها. هذا المفهوم طور فيما بعد عن طريق Telser سنة 1955، بإضافة متغير آخر هو احتمال الإفلاس، ثم جاء بعده نموذج Arzac & Bawa ليضيف معيار آخر للمفاضلة وهو تعظيم الثروة النهائية.
- **تشويه الاحتمالات:** النقطة المهمة الثانية التي يقوم عليها نموذج BPT هي تشويه الاحتمالات، إذ تمت ملاحظة أن الأفراد يبالغون في تقدير بعض الأحداث ضعيفة الاحتمالات، ولا يقومون بتقدير صحيح للأحداث الأخرى، وهذا ما يفسر انتشار ونجاح المنتجات المالية التي تعتمد عوائدها على الحظ والمغامرة كاليانصيب La loterie، وهذا النجاح غير قابل للتفسير في نظرية المنفعة المتوقعة التي يفترض أن الجميع يخشى الخطر.

<sup>(1)</sup> - صفية صديقي، هواري سويسي، محمد زرقون، "بناء محفظة الأوراق المالية في ظل المالية السلوكية بالتطبيق على الشركات المدرجة في مؤشر cac 40 لبورصة باريس للفترة 2007 - 2010"، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، العدد 08، جوان 2015، ص 75-76.

\* - Behavioural Portfolio Theorie.

<sup>(2)</sup> - Bourachnikova O., "la Theorie Comportementale du Portefeuille et L'equilibre du Marché", working paper, laboratoire de recherche en gestion et économie, Institut de Finance de Strasbourg, Juilier 2009, p 3-4.

● **المحاسبة الذهنية:** وهي النقطة الأساسية الثالثة التي حددت نجاح BPT، وهذا المفهوم قدمه Thaler سنة 1980، حيث لاحظ أن الأفراد يقسمون ثروتهم على حسابات مختلفة يقومون بتسييرها بشكل مستقل ولكل منها هدف مستقل، ولهذا يتم إهمال الارتباط الذي يوجد بين الأوراق المالية المكونة للمحفظة. هذا السلوك يتماشى تماما مع ملاحظة كل Fridman & Savage سنة 1948، حيث لاحظا قيام الأفراد بشراء عقود التأمين، وفي الوقت ذاته المقامرة بشراء أوراق يانصيب، فعقد التأمين ينتمي إلى الحساب الذي يهدف إلى ضمان حد أدنى من الثروة، في حين أن ورقة اليانصيب تنتمي إلى الحساب الذي يهدف إلى تحقيق مستوى مرتفع من الثروة.

للنظرية السلوكية للمحفظة شكلان، المحفظة السلوكية بحساب عقلي واحد والمحفظة السلوكية بحسابات عقلية متعددة نتاولها بإيجاز فيما يلي:<sup>(1)</sup>

● **المحفظة السلوكية بحساب عقلي واحد:** تبنى هذه المحفظة بشكل مشابه لطريقة بناء المحفظة وفقا لتحليل العائد مخاطرة، حيث يتعامل المستثمر مع كلا المحفظتين بشكل إجمالي (كحساب عقلي واحد)، أي بالأخذ في الاعتبار قيمة التباين المشترك بين الأصول المشكلة للمحفظة. يختار المستثمر وفقا لهذه الطريقة المحفظة الكفوءة عن طريق تعظيم دالة المنفعة  $(D(A) E_h(W))$ ، أي يسعى للحصول على أعلى قيمة للثروة المتوقعة  $E_h(W)$  مع العمل على تدنية احتمال الإفلاس  $pr(W < A)$

● **المحفظة السلوكية بحسابات متعددة:**

يعد انحراف الحساب العقلي أهم ما يميز بين شكلي المحفظة السلوكية، فعند ملاحظة الواقع نرى أنه من النادر وجود مستثمرين يطمحون فقط إلى تحقيق مستوى عال من الثروة وآخرون يكتفون بتحقيق مستوى منخفض من الثروة، وإنما نجد أن كل مستثمر يجمع بين الصفتين، فهو يرغب من جهة في تجنب الخسارة، ويسعى من جهة أخرى إلى الربح الوافر، ولذا شبه الباحثان المحفظة السلوكية بحسابات عقلية متعددة بمرم الطبقات توزع الثروة فيما بينها، حيث تخصص القاعدة (الطبقة السفلى) لتجنب الخسارة من خلال تحقيق المستوى الأدنى للعائد، وتخصص القمة (الطبقة العلوية) للاغتناء، ونتيجة لهذا الفصل، نجد أن المستثمر يهمل الارتباط والتباين المشترك بين الأصول المكونة للمحفظة.

<sup>(1)</sup> - صفة صديقي وآخرون، مرجع سابق، ص 77.

## خلاصة الفصل الثاني

لازالت نماذج تسعير الأصول الرأسمالية وبعد ظهورها منذ أكثر من نصف قرن، تلاقي اهتمام العديد من الباحثين الأكاديميين والمحللين الماليين، وهذا نظرا لأهميتها في حساب معدلات العوائد المطلوبة على الاستثمارات المختلفة، أو في إدارة أداء المحافظ الاستثمارية، أو في الدراسات الأكاديمية. ولقد تطورت هذه النماذج عبر الزمن محاولة في كل مرة تحسين قدرتها على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم، فبعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ومختلف التعديلات عليه، ظهرت نظرية التسعير بالمراجعة، ثم نماذج فاما وفرنش متعددة العوامل، إلى غاية نظرية المالية السلوكية التي باتت الاتجاه الحديث في تقييم الاستثمارات المالية، وأصبحت النماذج السابقة ورغم حداثة تسمى بالنماذج التقليدية. ومن خلال عرض هذه النماذج المختلفة توصلت الباحثة إلى النتائج التالية:

- يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أهم نموذج جاء في النظرية المالية الحديثة، لكن الفرضيات التي قام عليها قللت من قيمته عند التطبيق العملي له؛
- إن كل النماذج التي ظهرت بعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لم تتمكن من تفسير التغيرات في قيم الاستثمارات المالية بشكل دقيق، نظرا لعدم واقعية الافتراضات التي قامت عليها، والتي يمكن اعتبارها كمحددات للنموذج المعني أكثر منها كفرضيات؛
- إن الأسواق المالية هي مكان غير مثالي، ولا يمكن التنبؤ بتصرفات المتعاملين فيه، نظرا لوجود العديد من الحالات الشاذة، لذا ظهرت نماذج أكثر تعقيدا تمزج بين المالية وعلم النفس السلوكي، تعرف بنماذج المالية السلوكية.

إن نتائج اختبارات هذه النماذج تختلف من منطقة مالية إلى أخرى، وبالتالي ما يصلح في منطقة قد لا يصلح في أخرى، لهذا ارتأينا في هذه الدراسة أن نطوع أحد أهم هذه النماذج وهو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية مع خصوصية الأسواق المالية العربية، وقبل ذلك يجب أن نلم بتطور وخصائص وأداء هذه الأسواق وهذا من خلال محتويات الفصل الموالي.

# الفصل الثالث:

## الأسواق المالية العربية



### تمهيد

زاد الاهتمام في العديد من الدول العربية بتأسيس وتطوير أسواق الأوراق المالية ضمن سياسات الإصلاح الاقتصادي، باعتبارها آلية مناسبة لتنفيذ برامج الخصوصية، ولأهميتها في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة في ظل نظام الاقتصاد الحر الذي تبنته معظم الدول العربية منذ منتصف سبعينيات القرن الماضي ورغم هذا الامتداد والانتشار النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية، وكذلك الاهتمام المتزايد بتنشيطها، إلا أن هذه الأسواق لم تكتسب بعد سمات الأسواق المتطورة. لأجل هذا سوف نحاول من خلال هذا الفصل التعريف بواقع الأسواق المالية العربية، مميزاتها والمخاطر المحيطة بها، إضافة إلى تحليل أدائها خلال فترة الدراسة القياسية الممتدة من سنة 2013 إلى سنة 2017، وهذا من خلال تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

**المبحث الأول:** تطور الأسواق المالية العربية ومخاطر الاستثمار فيها

**المبحث الثاني:** تقسيمات الأسواق المالية العربية

**المبحث الثالث:** تحليل مؤشرات الأداء والمؤشرات المالية للأسواق المالية العربية

## المبحث الأول: تطور الأسواق المالية العربية ومخاطر الاستثمار فيها

لقد تم إنشاء الأسواق المالية بالدول العربية كنتيجة حتمية للظروف الاقتصادية التي ميزتها، خصوصاً الجانب المالي منها، فنظراً للحاجة الملحة لمؤسساتها الاقتصادية للتمويل، وأمام عجز مؤسسات التمويل التقليدية عن توفيره، قامت جل الدول العربية بإنشاء أسواق مالية، من أجل تمويل اقتصادها القومي من خلال حشد الموارد اللازمة وتوجيهها نحو مختلف الاستثمارات. إلا أن هذا الدور المنوط بها بقي محدوداً، نظراً لوجود بعض المعوقات والمخاطر الخاصة بهذه الأسواق والتي حدثت من تحقيقها لأهدافها. وهذا ما سنتطرق له من خلال محتويات هذا المبحث.

## المطلب الأول: نشأة وتطور الأسواق المالية العربية

تباين الأسواق المالية العربية من حيث نشأتها، فبعض هذه الأسواق يعود تأسيسها إلى فترة الاستعمار، كبورصة بيروت وبورصة تونس وبورصة الدار البيضاء وكذا بورصتي القاهرة والإسكندرية. أما البعض الآخر فيعود إنشائها إلى وقت قريب، نتيجة تبني بلدانها لبرامج الإصلاح الاقتصادي، مثل بورصة عمان، الكويت، البحرين، الجزائر... الخ. كما تباين هذه الأسواق من حيث درجة تطورها ونشاطها وأدائها، إلا أن ما يلاحظ هو توجه كل البلدان العربية إلى تطوير أسواقها من خلال الاهتمام بتطوير هيكلها المؤسسية والتنظيمية والتشريعية، إدراكاً منها لأهمية هذه المؤسسة في تفعيل عملية التنمية الاقتصادية.

## الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية العربية

إن بوادر إنشاء أسواق مالية بالدول العربية تعود إلى الحقبة الاستعمارية، حيث أنشأت العديد من البنوك والبورصات في الدول المستعمرة من أجل تطويع نظمها الاقتصادية مع نظم الدول المستعمرة لضمان تصدير المواد الخام وتصدير منتجاتها.<sup>(1)</sup> وفي هذا الإطار كانت لمصر أول سوق مالية عربية، حيث تم إنشاء بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883، وبورصة القاهرة في عام 1904، وقد تمكنت من احتلال مكانتها كسوق قوية للأوراق المالية حتى أصبحت هي السوق الأولى في إفريقيا والخامسة عالمياً من حيث النشاط وعدد الشركات المقيدة، وحجم رؤوس الأموال المستثمرة، إلا أن هذا الازدهار لم يدم، فقد كان لتبني النظام الاشتراكي في مصر، من خلال تحويل المؤسسات الخاصة للملكية الدولة ومحاولة الحد من اعتماد الاقتصاد على القطاع الخاص في بداية الستينيات، نتائج سلبية ومباشرة على نشاط البورصة فانخفض نشاطها لأكثر من 30 سنة (من 1961 إلى 1990). وبدخول مصر مرحلة الانفتاح الاقتصادي بعد 1990، وتبني برامج الإصلاح الهيكلي التي تعتمد على

(1) - أشرف محمد دواية، "تكامل الأسواق المالية العربية - آفاق وتحديات"، بحث مقدم لمؤتمر حول: القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة، كلية إدارة الأعمال، الجامعة الأردنية، عمان، 14-15 أبريل 2009.



ميكانيزم السوق الحرة، أعيد إحياء دور السوق المالي كمحرك أساسي للاقتصاد المصري، وبدأ يسترد نشاطه شيئاً فشيئاً حتى انظم إلى مؤشر مؤسسة التمويل الدولية للأسواق الناشئة سنة 1997م.<sup>(1)</sup>

تلت بورصة مصر من حيث تاريخ التأسيس بورصة بيروت (تأسست عام 1920م)، ثم بورصة الدار البيضاء (1929م)، إلا أن هذه الأسواق التي كان من الممكن أن تكون هي الأنشطة بحكم طول فترة تواجدها، لم تتح لها الفرصة أن تعمل بشكل مستمر، منذ تاريخ إنشائها فقد تعرضت بورصة بيروت لإغلاق مدة 13 سنة، بسبب الحرب الأهلية ولم يعاد فتحها إلا في سنة 1993م، كما تعرضت بورصة الدار البيضاء للانحيار بسبب هروب رؤوس الأموال والمستثمرين الأجانب بعد الاستقلال.<sup>(2)</sup>

أما بالنسبة لتاريخ تأسيس باقي البورصات العربية فكان كما يلي: تونس (1968)، الكويت (1977)، الأردن (1978). وفي سنة 1989 تم إنشاء ثلاث بورصات في البحرين ومسقط والعراق، وبدأت سوق نشطة للأسهم في السعودية، وفي عام 1999 أنشأت أربعة بورصات أخرى في كل من السودان وقطر والجزائر وفلسطين، وفي عام 2000 تم إنشاء بورصة دبي وبورصة أبو ظبي في دولة الإمارات العربية المتحدة.

إن المتتبع لتاريخ إنشاء هذه الأسواق يلاحظ أن بوادر نشأتها كانت موجودة، قبل تواريخ تأسيسها الرسمي، حيث أن معظم الدول كانت لها شركات مساهمة يعود تاريخها إلى الثلاثينيات من القرن الماضي. عمان (1930)، المملكة العربية السعودية (1934)، تونس (1937).<sup>(3)</sup>

### الفرع الثاني: تطور الأسواق المالية العربية

في ظل التطورات التي يشهدها النظام المالي العالمي وتحديداً أسواق الأوراق المالية، تسعى الدول العربية إلى تطوير وتحديث أسواقها المالية، وترسيخ ودعم قواعد ونظم العمل فيها. كما تسعى كذلك إلى تحسين اللوائح والقوانين المنظمة للعمل، وتوفير المعلومات والحوافز المطلوبة لجذب الاستثمار إلى الأسواق المحلية وتشجيع الاستثمار الأجنبي. وفي هذا الإطار تابعت أسواق الأوراق المالية العربية حتى عام 2016 تطوير أطرها التشريعية والمؤسسية بما يتماشى مع المستجدات والتطورات على الساحتين المحلية والدولية. وتهدف هذه التطورات في مجملها إلى زيادة كفاءة السوق المالي وتعزيز الدور الرقابي له وتنشيط التعامل فيه. كما تهدف إلى تطوير الأنظمة الضريبية

(1) - راجع: - رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص 109.

- الموقع الرسمي للبورصة المصرية [www.egyptse.com.milestone-a.asp](http://www.egyptse.com.milestone-a.asp) تاريخ الاطلاع: 2017/12/03.

(2) - سامية زطاري، "ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة -حالة أسواق الأوراق المالية العربية-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004، ص 107-108.

(3) - المرجع السابق، ص 107.

وتبسيط الإجراءات الإدارية وتوفير المناخ الملائم لتلبية احتياجات المتعاملين واستحداث أدوات مالية جديدة تهدف إلى إيجاد فرص استثمارية لمختلف فئات المستثمرين. كما تهدف التطورات إلى تحسين سرعة وسهولة ودقة عمليات التداول وتعزيز الشفافية والإفصاح. هذا بالإضافة إلى الارتقاء بكفاءة العاملين في مجال أسواق الأوراق المالية والتشديد على قواعد السلوك المهني. ويمكن إيجاز هذه التطورات بما يلي<sup>(1)</sup> :

**1- النظم التشريعية والتنظيمية:** اتخذت العديد من الدول العربية إجراءات تهدف إلى تطوير الأطر التشريعية والتنظيمية المتعلقة بأسواقها المالية يتماشى مع المستجدات الدولية. وقد تناولت هذه الإجراءات القوانين الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية كقانون الأوراق المالية ولوائحه الداخلية، وقانون الشركات، إضافة إلى القوانين والأنظمة الاستثمارية والضريبية المتعلقة بالأوراق المالية. وفي هذا الجانب يلاحظ التوجه المتزايد لدى العديد من الأسواق المالية العربية نحو فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي، فقد قامت العديد من الدول العربية مثل الأردن وعمان والإمارات ومصر والمغرب وتونس والجزائر والسعودية وفلسطين وقطر والعراق، إلى إعادة هيكلة أسواقها عن طريق فصل الدورين الرقابي عن التنفيذي، حيث تم إنشاء هيئات مستقلة تابعة للقطاع العام للرقابة على سوق رأس المال، وأوكل الدور التنفيذي إلى القطاع الخاص. في حين ذهبت بعض البورصات العربية إلى أبعد من ذلك، وقامت بخصخصة السوق، فقامت بورصة دبي بالتحويل إلى شركة مساهمة عامة تهدف إلى الربح، حيث قامت بطرح جزء من أسهمها للاكتتاب العام، كما بدأت بورصة عمان منذ سنة 2016 بدراسة موضوع الخصخصة من أجل التحويل إلى شركة مساهمة عامة.

**2- تعزيز الشفافية والإفصاح:** من أجل تعزيز الدور الرقابي للسوق من جهة، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جهة أخرى، أولت الأسواق المالية العربية اهتماما كبيرا لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتماشى مع المعايير الدولية. فمن جانب السوق؛ ألزمت هذه الأسواق بالإفصاح عن المعلومات والبيانات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأصول المالية وأسماء أعضاء السوق ومعمدي المهن، بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة حركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية، ويتم كل هذا من خلال إصدار نشرات يومية ودورية تضمن توفير هذه المعلومات. كما أبرمت معظم هذه الأسواق اتفاقيات مع شركات عالمية لنقل المعلومات الخاصة بالتداول من أهمها شركة Bloomberg وشركة Reuters. أما من جانب الشركات المدرجة فقد ألزمت هذه الأخيرة بتقديم تقاريرها بشكل دوري تتضمن معلومات كاملة تتعلق بقيمة السهم الحقيقية والمراكز المالية السلمية

(1)- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وتطورات أسواق المال في الدول العربية، تقرير سنوي صادر عن صندوق النقد العربي، أبو ظبي، اعتمد على تقارير السنوات 2010 - 2016.

للشركات وكفاءة الإدارة فيها والتوقعات المستقبلية الخاصة بأرباحها ونموها. وهذا من أجل ترسيخ مبادئ الإفصاح والشفافية لديها.

**3- أنظمة التداول :** قامت العديد من أسواق الأوراق المالية العربية بتعديل وتطوير التعليمات والأنظمة المتعلقة بالتداول بما يتماشى مع التطورات الدولية في هذا المجال. وقد ساهم ذلك في زيادة كفاءة تنفيذ أوامر البيع والشراء وتحقيق العدالة بين المتعاملين وتسهيل التداول، فضلاً عن زيادة شفافية السوق.

**4- أنظمة التسوية والحفظ المركزي :** أنشأت العديد من الدول العربية مراكز إيداع وحفظ مركزي، تتميز بالكفاءة، وتعمل البعض منها بصورة مستقلة عن البورصة، وتقوم بمزاولة تسجيل ونقل ملكية الأوراق بين الوسطاء الماليين، والحفظ الأمين لهذه الأسواق. وتعتبر مراكز الإيداع من المؤسسات الهامة في أسواق رأس المال لما توفره هذه المراكز من إيجاد مناخ ملائم للاستثمارات المالية وجذب الاستثمارات الأجنبية، وذلك من خلال تخفيض تكلفة الاستثمار ورفع كفاءة تسوية قيم الأوراق المالية. وقد اتجهت العديد من الأسواق المالية العربية إلى تطبيق المعايير الدولية في هذا المجال، فبالنسبة للأسواق التي تمتلك أنظمة تداول إلكترونية ومراكز للإيداع والتحويل يتم نقل ملكية الأسهم من حساب البائع إلى حساب المشتري إلكترونياً فور إتمام الصفقة في اليوم نفسه، وتتم عملية التسوية من السوق والوسطاء المعتمدين عن طريق بنك التسوية في اليوم الثاني لتاريخ إتمام الصفقة (T+1).

أما فيما يتعلق بباقي الأسواق فيتم نقل ملكية الأسهم بعد يوم واحد من تاريخ تنفيذ الصفقة (T+1)، وتتم عملية التسوية بعد ثلاثة أيام عمل بعد يوم التداول كحد أقصى (T+3).

**5- نشاط الوساطة:** شهدت الأحكام المتعلقة بالوسطاء تطورات ملحوظة، حيث نوعت شركات الوساطة في أنشطتها وخدماتها وتوسعت في مجالات التسويق وتغطية الإصدارات الأولية وإدارة المحافظ للغير. وقد قام العديد من أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2012 بوضع تعليمات تتعلق برفع مستوى معايير وقواعد السلوك المهني لدى شركات الوساطة وموظفيها وتحدد هذه التعليمات السلوكيات المهنية المطلوب توفرها في العاملين في مجال الوساطة. وفي هذا المجال أقرت الهيئة العامة لسوق المال بمصر قواعد جديدة للسلوك المهني الخاصة بشركات الوساطة المرخص لها، وألزمت الهيئة كافة شركات الوساطة بضرورة تطبيق هذه القواعد، كما أجرت الحكومة تعديلات على بعض أحكام قانون سوق رأس المال ونشرت البنود التي أجريت عليها التعديلات. ويهدف تطوير أداء سوق أبوظبي للأوراق المالية، أصدر مجلس إدارة السوق قرار بشأن تنظيم إدخال الأوامر المتقابلة والتي تتم عن طريق مكتب الوساطة نفسه. ومن النتائج المتوقعة لهذا القرار المزيد من الشفافية في خدمة المستثمرين وحماية حقوقهم.

**6- تطوير دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية:** توجهت معظم الأسواق المالية العربية نحو تطوير هذا الدور من أجل دعم استقرار الأسواق وحمايتها من التقلبات الحادة، ويهدف المستثمر المؤسسي إلى الاستثمار المتوسط والطويل الأجل، ويقوم بالاستثمار بناءً على دراسات علمية، في حين أن المستثمر الفرد يهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة، وأن درجة الوعي لديه لاتزال متدنية وهذا من شأنه أن يؤثر سلباً على حركة التعامل في البورصات العربية. في هذا الجانب عملت السلطات في تونس على تشجيع الادخار طويل الأجل بإحداث حسابات ادخار في الأسهم المدرجة في البورصة تتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح في حالة تجميد الأموال المودعة لمدة 5 سنوات على الأقل. وفي مصر تم السماح لهيئات التأمين والمعاشات وشركات التأمين بالتعامل في السوق المالي والترخيص لها بذلك من أجل دعم الاستثمار طويل المدى.

من جانب آخر تسعى الأسواق المالية العربية إلى تشجيع زيادة الأدوات والبدائل الاستثمارية المتاحة للمستثمرين بإدراج الصكوك الإسلامية والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وصناديق الاستثمار.

**7- مجال الخصخصة وتشجيع الاستثمار الأجنبي:** كان لبرامج خصخصة مؤسسات وشركات القطاع العام دوراً بارزاً في تفعيل وتنشيط أسواق الأوراق المالية العربية ومن الملاحظ أن هذه البرامج أدت إلى نقل ملكية أعداد متزايدة من شركات ومؤسسات القطاع العام إلى القطاع الخاص وذلك بطرح أسهمها من خلال هذه الأسواق. أما فيما يخص تشجيع الاستثمار الأجنبي فقد تم إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار. هدفت في مجملها إلى تشجيع وجذب الاستثمارات الأجنبية وفق أسس وضوابط محددة من جهة وإلى تغطية الاحتياجات التمويلية المحلية ونقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق من جهة أخرى، وفي هذا الصدد فإن أسواق كل من مصر والمغرب والأردن ولبنان تتميز بالحرية الكاملة للاستثمار الأجنبي فيها، كما تم رفع نسبة التملك في أسواق كل من تونس وعمان والبحرين.

**8- التعاون بين البورصات:** تمكنت البورصات العربية من تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون والتكامل فيما بينها، وذلك من خلال عقد الاتفاقيات فيما بينها، تهدف في مجملها إلى زيادة التعاون المشترك بين هذه البورصات فيما يتعلق بإصدار وتداول الأوراق المالية، وتنظيم وتسهيل آليات وعمليات التسوية والمقاصة وتبادل المعلومات. كما تهدف الاتفاقيات إلى تطوير التعاون بين مؤسسات الوساطة في هذه الأسواق وتحفيز عمليات الإدراج المشترك.

## المطلب الثاني: السمات المشتركة للأسواق المالية العربية.

رغم ما تشهده البورصات العربية من تطورات وإصلاحات فإنها مازالت تتسم ببعض السمات المشتركة التي تجعلها في حاجة إلى المزيد من التطوير، وأهم هذه السمات والتي تعتبر خصائص مشتركة لجميع الأسواق المالية العربية ما يأتي:

## الفرع الأول: صغر حجم السوق وضيق نطاقه

هناك مؤشران رئيسيان لقياس حجم السوق وهما: عدد الشركات المقيدة، ونسبة رسملة السوق، حيث يعتبر عدد الشركات المقيدة في البورصة مؤشرا للدلالة على حجم السوق إلا أنه قد يكون غير معبر، نظرا لإمكانية أن يكون عدد الشركات مرتفعا لكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيرا، لذا يجب أن يذكر بالموازاة مع المؤشر الثاني وهو نسبة القيمة السوقية، والذي يمثل نسبة القيمة السوقية للأوراق المالية المقيدة إلى الناتج الداخلي الخام.

إن هذين المؤشرين لهما دلالة اقتصادية بالغة الأهمية حيث يعبران عن قدرة السوق المالي على تعبئة المدخرات وتوجيهها للاستثمار ومن ثم النهوض بالاقتصاد القومي. إن ما يميز الأسواق المالية العربية هو صغر حجمها مقارنة بالأسواق المتقدمة أو حتى بالأسواق الناشئة الأخرى. وفيما يلي جدول يوضح حجم بعض الأسواق المالية العربية والأسواق المالية المتقدمة والناشئة لسنة 2017، معبرا عنه بنسبة القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة وهذا من أجل المقارنة.

الجدول رقم (01): جدول يوضح حجم بعض الأسواق المالية العربية وبعض الأسواق المتقدمة والناشئة الأخرى لسنة 2017

عدد الشركات المدرجة	نسبة القيمة السوقية %	البورصة
بعض البورصات العربية		
186	66	المملكة العربية السعودية
216	78	الكويت
43	61.5	البحرين
223	19.8	مصر
194	59.8	الأردن
75	61.4	المغرب
بعض البورصات المتقدمة والناشئة		
2 286	114	و.م.أ
2 820	135	إنجلترا
901	137	ماليزيا
3 278	111	كندا

المصدر: من إعداد الباحثة استنادا إلى

- World Federation of Exchanges , Annual report and statistics, 2017, <https://www.world-exchanges.org/home/>

يتضح لنا من خلال الجدول وحسب مؤشر نسبة القيمة السوقية في الأسواق المالية العربية، أنها كانت متقاربة بين أسواق العينة، فكانت أعلى نسبة في سوق الكويت المالي تقدر بـ 78.1 %، وتلتها سوق الأسهم السعودي بنسبة 66 %، لتأتي بعد ذلك أسواق كل من البحرين، المغرب، الأردن بنسب قدرت بـ 61.5 %، 61.4 %، 59.8 %، على التوالي، لتكون أقل نسبة في بورصة مصر بـ 19.8 % . إن هذه النسب إجمالاً تعتبر منخفضة نسبياً إذا ما قارناها بأهم البورصات المتقدمة، حيث بلغت في الولايات المتحدة الأمريكية 114 % وإنجلترا بـ 135 % . في حين كانت النسب الأعلى لهذا المؤشر من نصيب الأسواق المالية الناشئة. إن هذا الانخفاض يعكس صغر حجم هذه الأسواق وضعف قدرتها على تعبئة المدخرات، لكن وفي المقابل يمكن الحكم أن هذه النسب ورغم انخفاضها تعتبر جيدة إلى حد بعيد إذا ما أخذنا تاريخ نشأة هذه الأسواق والظروف التي مرت بها.

أما عن عدد الشركات المقيدة في البورصات العربية فتتراوح حسب إحصائيات 2017 الصادرة عن صندوق النقد العربي ما بين شركة واحدة في الجزائر إلى 223 شركة في مصر و216 شركة في الكويت، 194 شركة في الأردن، 186 شركة في سوق الأسهم السعودي، أما عن باقي البورصات العربية تعد الشركات المقيدة فيها عموماً

أقل من 100 شركة. 43 شركة في البحرين، 75 بالمغرب، 48 في فلسطين، 44 بقطر. في حين يبلغ عدد الشركات المسجلة في بعض البورصات المتقدمة والناشئة حتى 2286 في بورصة نيويورك، و901 في ماليزيا، و1987 في بورصة هونغ كونغ، وهذا دليل على ضعف العرض في الأسواق المالية العربية.

هذا الضعف في العرض يعتبر الجانب الأول الذي يفسر ضيق نطاق السوق، حيث تتصف معظم الأسواق المالية العربية بقلّة الأدوات الاستثمارية المتاحة، إذ يقتصر معظم نشاط التداول على التعامل في الأسهم، في حين أن أسواق السندات لا تزال في مراحلها الأولى، حيث تعتمد الشركات في تمويل مشاريعها الاستثمارية على المصادر التقليدية المتمثلة في البنوك والمساهمات الشخصية، وهذا ما يفسر النقص الواضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال.<sup>(1)</sup>

أما الجانب الثاني فهو ضعف الطلب والذي يعزى لعدة أسباب أهمها:<sup>(2)</sup>

- انخفاض معدل الادخار في العالم العربي؛
- انخفاض العائد على الأوراق المالية؛
- التجارب السلبية في العديد من البورصات العربية، وما تركته من أزمات نفسية لدى العديد من المستثمرين؛
- قصور الوعي لدى المدخرين ووجود بعض القيود على طرح إصدارات أوراق مالية لأسواق عربية في أسواق عربية أخرى.

#### الفرع الثاني: تدني مقدرة أسواق الأوراق المالية على تحقيق السيولة.

يقصد بالسيولة سهولة التسويق، أي إمكانية شراء أو بيع الورقة المالية بسرعة وبسعر قريب جدا من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة، ما لم ترد معلومات جديدة عليها، وكذلك بتكلفة منخفضة نسبيا. من هنا فإن الاستثمار المالي يعد أقل خطرا إذا ما اتسم بالسيولة، لأن المستثمر يستطيع تغيير محافظته متى شاء بسرعة وبدون تقلبات كبيرة في الأسعار.

(1) - رشيد بوكساني، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص 267.

(2) - أشرف محمد دواية، مرجع سابق، ص 19.

هناك مؤشران رئيسيان يستخدمان على نطاق واسع لقياس سيولة سوق الأوراق المالية هما: نسبة التداول، ومعدل الدوران.

- **نسبة التداول:** تمثل نسبة التداول قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي، وهي مؤشر يعبر عن حجم التعاملات في السوق المالي نسبة إلى حجم الاقتصاد القومي، وبالتالي فهي تعبر عن سيولة الاقتصاد القومي إجمالاً.
- **معدل الدوران:** في بعض الأحيان قد تكون نسبة التداول منخفضة لكن السوق المالي نشطة باعتبارها سوق صغيرة (رسمتها السوقية منخفضة)، لأجل هذا ظهرت الحاجة لمعدل الدوران الذي يمثل قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق إلى القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة بنهاية السنة، وهو مؤشر يعبر عن سيولة السوق في حد ذاته، وبالتالي فهو المؤشر الأكثر شيوعاً واستخداماً للتعبير عن سيولة السوق.

حسب إحصائيات 2017 والصادرة عن صندوق النقد العربي فإن أسواق كل من مصر ودبي والسعودية هي الأنشط في هذه السنة، حيث تراوح معدل دوران الأسهم فيها بين 58.1% و 44.9% و 42.4% وتراوح هذا المعدل بين 11% و 13% في بورصات كل من أبو ظبي وقطر والأردن والدار البيضاء وعمان، في حين بلغت نسبة 23% في بورصة الكويت، وبلغت 6.1% و 3.6% في كل من تونس ولبنان على التوالي في حين كانت هذه النسبة في حدود 1% في بورصات الجزائر ودمشق والبحرين.<sup>(1)</sup> في حين بلغت هذه النسبة في الأسواق المتقدمة والأسواق الناشئة الأخرى مستويات مرتفعة مقارنة مع الأسواق المالية العربية، حيث بلغت في و.م.أ. 205.2%، سويسرا 139.7%، بورصة اسطنبول 168,6%، المملكة المتحدة 100,52%، كوريا الجنوبية 131.9%، ماليزيا 42.4%، هونغ كونغ 49,2%.<sup>(2)</sup>

من خلال هذه الإحصائيات يتضح واقع ضعف السيولة في البورصات العربية مقارنة ببعض البورصات الناشئة والمتقدمة، وهذا رغم أهميتها في جذب المستثمرين والتخطيط الأمثل للموارد، ويمكن إرجاع أسباب الانخفاض في السيولة في أغلب الأسواق المالية العربية حسب رأي الباحثة إلى:

- وجود عدد كبير من الشركات العائلية والشركات المغلقة؛
- غياب ثقافة الاستثمار المالي عند أغلب الشعوب العربية، وعدم فتح باب الاستثمار أمام المستثمر الأجنبي؛

<sup>(1)</sup> - "أداء أسواق الأوراق المالية العربية"، نشرة فصلية صادرة عن صندوق النقد العربي، الربع الرابع 2017، أبو ظبي، ص 10.

<sup>(2)</sup> - World Federation of Exchanges, Annual report and statistics, 2017,



- التخوف الشديد من الأزمات التي قد تمس الأسواق المالية.

### الفرع الثالث: ارتفاع درجة التركيز

تعبر درجة التركيز عن نصيب أكبر الشركات حجما في السوق من الرسملة الإجمالية لهذه السوق، معبرا عنها كنسبة مئوية، وحسب إحصائيات اتحاد البورصات العالمية، فقد نشر البيانات الخاصة بنسبة 5 % و 10 % من أكبر الشركات رسملة في السوق (النسبة محسوبة على أساس عدد الشركات)، وما تمثله قيمها السوقية كنسبة مئوية إلى الرسملة الإجمالية للسوق. كما نشر مؤشر آخر، يعبر عن تركيز التداول محسوب على أساس نصيب 5 % أو 10 % من أكبر الشركات سيولة (أيضا النسبة محسوبة على أساس عدد الشركات) وما تمثله قيمها المتداولة كنسبة مئوية إلى القيمة المتداولة الإجمالية للسوق. والجدول الموالي يوضح هاذين المؤشرين عند درجة تركيز تقدر بـ 10 %، في عينة من الأسواق المالية العربية وبعض الأسواق المتقدمة والناشئة الأخرى وهذا من أجل المقارنة بينهما:

جدول رقم (02): جدول يوضح تركيز حجم وسيولة بعض الأسواق المالية العربي وبعض الأسواق المتقدمة والناشئة الأخرى لسنة 2017

البورصة	تركيز رسملة السوق عند مستوى 10 %	تركيز سيولة السوق عند مستوى 10 %
بعض البورصات العربية		
المملكة العربية السعودية	59.30	46.3
عمان	55.1	64.3
البحرين	78.20	80.1
مصر	46.5	45.6
الأردن	65.6	36.1
المغرب	72.5	58.8
بعض البورصات المتقدمة والناشئة		
كوريا الجنوبية	33	19
تايلند	36.5	26.8
ماليزيا	34	33
اليابان	14	15
هونغ كونغ	36	31

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

World Federation of Exchanges , Annual report and statistics, 2017, <https://www.world-exchanges.org/home/>

من الجدول أعلاه نلاحظ أن نصيب 10 % من أكبر الشركات حجما في الأسواق العربية المقدمة، والتي تتوفر لها الإحصائيات يقدر بأكثر من 50 % من إجمالي رسملة السوق، ووصل هذا المؤشر إلى نسب جد مرتفعة

في كل من البحرين والمغرب وصلت إلى 78.2% و72.5% على التوالي، وهذا يثبت أن درجة تركيز الحجم في الأسواق المالية العربية جد مرتفعة سيما إذا قورنت ببعض الأسواق المتقدمة أو الناشئة الأخرى حيث كانت هذه النسبة في حدود 35% في حين لم تتجاوز 14% في السوق المالي الهندي، مما يعني أن الرسملة الإجمالية للأسواق العربية محصورة في نسبة قليلة من الشركات المقيدة، وهذا يعكس درجة خطورة مرتفعة خصوصا ما تعلق منها بسيولة السوق.

كما تتميز الأسواق المالية العربية بتركز عمليات التداول في عدد محدود من الأسهم، مما يعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية، وهذا ما تظهره إحصائيات الجدول أعلاه حيث تجاوزت هذه النسبة 50% باستثناء السوق المالي الأردني ووصلت إلى أكثر من 80% في سوق البحرين المالي، ويرجع ذلك إلى سببين رئيسيين هما:<sup>(1)</sup>

- احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة؛
- انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة.

#### الفرع الرابع: ضعف الفرص المتاحة للتنوع وارتفاع التقلبات في الأسعار

تتم الأسواق المالية العربية بعدم التنوع الكافي في الأوراق المالية المطروحة سواء كان هذا التنوع في القطاعات التي تتداول أسهمها حيث تسيطر أسهم قطاع البنوك وقطاع المقاولات على حجم التداول، ثم تأتي أسهم المحمول والاتصالات التي أصبحت تستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول، وهذا رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية مثل قطاع المطاحن وقطاع الاسمنت. أو التنوع في الأدوات المالية المتداولة، حيث تسيطر الأسهم ووسائل التمويل التقليدية على إجمالي التعاملات في الأسواق المالية العربية على الرغم من الجهود الرامية إلى استحداث وسائل حديثة كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وصناديق الاستثمار، والصكوك، إحداث حسابات ادخار من الأسهم لتشجيع الاستثمار طويل الأجل.<sup>(2)</sup>

هذا النقص في الأوراق المالية المطروحة والمتعامل عليها، وضع حدا على المستثمرين لتنوع محافظهم المالية، ما انجر عليه تقلبات شديدة في الأسعار نتيجة عدم وجود عدد كاف من الأوراق المالية التي تضمن الاستقرار في عوائد المحفظة الاستثمارية. كما يرجع المختصون شدة تقلبات حركة الأسعار في الأسواق المالية العربية، إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض. وإصدار المزيد من الأسهم، مع الاعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى بالرفع المالي، من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة

(1) - حسين عبد المطلب الأسرج، البورصة العربية الموحدة والتكامل المالي العربي، مجلة الوحدة الاقتصادية العربية، العدد 33، القاهرة، 2006، ص 22.

(2) - رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص 273.

التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية، ويوجد في معظم البورصات العربية هامش مسموح به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح ما بين 5% و 10% علما بأن التقلب الشديد في أسعار الأوراق المالية يثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم السوق أو خروجهم منها.<sup>(1)</sup>

### المطلب الثالث: المخاطر المحيطة بالاستثمار في الأسواق المالية العربية

تختلف المخاطر التي تتعرض لها الأسواق المالية إجمالاً من مجموعة إلى أخرى، وذلك تبعاً للظروف التي تنشأ فيها كل مجموعة من الأسواق، وعليه فإن الأسواق المالية العربية تتميز بمجموعة من المخاطر ناشئة عن ظروف نشأة وتطور هذه الأسواق من جهة، والظروف الاقتصادية العامة من جهة أخرى، نتناولها فيما يلي:

#### الفرع الأول: مخاطر متعلقة بالأوضاع الاقتصادية والسياسية والاجتماعية العامة

تتأثر الأسواق المالية بشكل أساسي بمحمل الأوضاع الاقتصادية والسياسية والاجتماعية السائدة في الاقتصاد حيث تمثل هذه الأوضاع ما يسمى بمناخ الاستثمار، وحسب تعريف المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ينصرف تعبير مناخ الاستثمار إلى مجمل الأوضاع والظروف المكونة للمحيط الذي تتم فيه العملية الاستثمارية، وتأثير تلك الأوضاع والظروف سلباً وإيجاباً على فرص نجاح المشروعات الاستثمارية، وبما أن سوق الأوراق المالية هي الموجهة لهذه الاستثمارات فإن هذه الظروف تؤثر بطريقة مباشرة على أدائها، وعليه فإن عدم استقرار الأوضاع والظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية والأمنية، وكذلك الأوضاع القانونية والتنظيمات الإدارية التي تميز غالبية الدول العربية تمثل تهديدات ومخاطر تمس مباشرة الاستثمارات المالية، وبالتالي تحد من الدور الأساسي الذي تقوم به السوق المالية في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، تتمثل هذه الأوضاع في:

**أولاً: الاختلالات الهيكلية للاقتصاد :** تتسم اقتصاديات الدول العربية ببعض الخصائص المشتركة والتي تمثل نقاط ضعف لدى غالبية هذه الدول تتمثل في:

**1- تقلب معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي:** ويعود بالأساس إلى الاستمرار في الاعتماد المفرط على النفط ومشتقاته في تكوين الدخل وضعف التنوع في باقي الهياكل الإنتاجية، وهو ما يجعل النمو في غالبية الدول العربية مرتبطاً بالتقلبات في أسعار النفط في الأسواق العالمية.<sup>(2)</sup>

(1) - رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص 273.

(2) - التقرير السنوي الصادر عن المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات لسنة 2017، الكويت، ص 46.

2- ارتفاع معدلات التضخم: ارتفعت معدلات التضخم حسب إحصائيات 2016 بشكل كبير في غالبية الدول العربية، ويرجع هذا الارتفاع إلى عدة عوامل ذات تأثيرات متباينة أهمها:<sup>(1)</sup>

- ارتفاع أسعار المحروقات في بعض الدول العربية، نظرا لاتجاه الحكومات في هذه الدول إلى إصلاح نظم الدعم؛

- تبني نظم مرنة لسعر الصرف في بعض الدول العربية، رفع من معدلات التضخم فيها نتيجة ارتفاع قيمة الدولار مقابل العملات المحلية، ما أدى إلى ارتفاع الاسعار المحلية لبعض السلع المستوردة؛

- إن ارتفاع معدلات التضخم في الدول العربية مقارنة بمجموعات جغرافية أخرى يعزى إلى التحديات التي تواجه أسواق السلع والخدمات في الدول العربية ومن أبرزها: ضعف المرونة الإنتاجية وغياب المنافسة واستمرار بعض التشوهات الهيكلية التي تحول دون رفع مستوى كفاءة الإنتاج والتوزيع والنشر.

إن الارتفاع المفرط لمعدلات التضخم في غالبية الدول العربية خصوصا غير النفطية منها يعد من المظاهر التي تمس الاستثمارات في الأسواق المالية خصوصا وأنه يرفع من مستوى عدم التأكد من قيمة الاستثمارات والعوائد عليها في المستقبل.

3- احتكار القطاع العام: في الكثير من الدول العربية يحتكر القطاع العام أهم الأنشطة الاقتصادية، وهي عقبة أساسية أمام القطاع الخاص تؤدي إلى انخفاض الكفاءة في توزيع الموارد خصوصا لما لهذا القطاع من دور مهم في تفعيل نشاط الأسواق المالية.<sup>(2)</sup>

4- انخفاض مستوى التقدم التكنولوجي لدى الدول العربية: لدى الدول العربية ميزان جاذبية سالب على مستوى التقدم التكنولوجي ومتغيراته، لاسيما مع تدني الإنفاق على التنمية البشرية والتكنولوجية والبحث العلمي بشكل عام، وغياب خطط وبرامج البحث والتطوير والربط بينهما وبين القطاعات الإنتاجية والخدمية، وتزايد الفجوة بينها وبين الدول الناشئة والمتقدمة في هذا المجال.<sup>(3)</sup>

ثانيا: عدم استقرار السياسة النقدية: إستنادا إلى بعض المؤشرات الكمية الخاصة برصد وضعية السياسة النقدية، ومن أبرزها مؤشر معامل الاستقرار النقدي، الذي يهتم بالمقارنة ما بين معدل نمو السيولة المحلية ومعدل

(1) - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل الثاني: التطورات الاقتصادية والاجتماعية، تقرير سنوي صادر عن صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2016، ص 38.

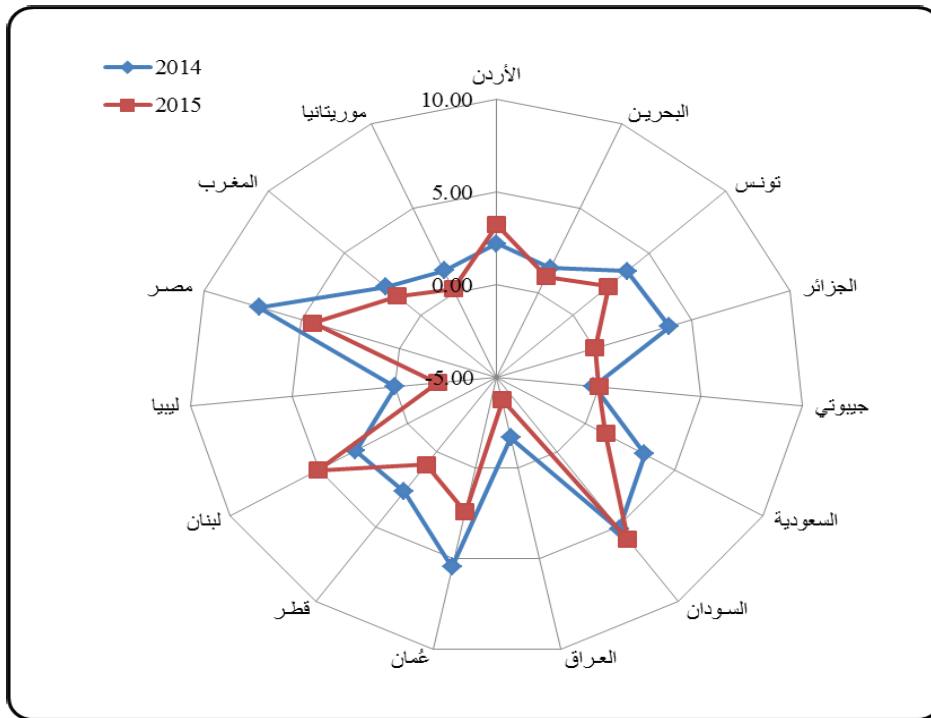
(2) - محمد موسى عريقات حربي، "مناخ الاستثمار في الوطن العربي - الواقع والعقبات والآفاق المستقبلية-"، دراسة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الخامس لكلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة فيلاديلفيا، عمان، 2007، ص 12.

(3) - التقرير السنوي الصادر عن المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات لسنة 2017، الكويت، ص 46.

نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة يتضح تبني سبع بنوك مركزية عربية سياسة نقدية توسعية خلال عام 2015 من مجمل 15 دولة عربية توفرت لها بيانات في هذا المؤشر، تتمثل هذه الدول في: الأردن، تونس، السودان، عمان، الكويت، لبنان، مصر، حيث فاقت معدلات نمو السيولة المحلية في هذه الدول معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة خلال العام.

كذلك يلاحظ من هذا المؤشر أن الاتجاه التوسعي للسياسة النقدية قد زاد خلال عام 2015 مقارنة بعام 2014 في ثلاث دول عربية وهي: الأردن، السودان ولبنان. في المقابل اقتربت أربع دول عربية عن وضع الاستقرار النقدي وهي: البحرين، السعودية، قطر، والمغرب. فيما تبنت أربع دول سياسة نقدية انكماشية وهي: الجزائر، جيبوتي، العراق، موريتانيا. حيث انخفض فيها معدل السيولة المحلية مقارنة بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.<sup>(1)</sup> وبالشكل الموالي نوضح ذلك:

الشكل رقم (10): معامل الاستقرار النقدي لبعض الدول العربية سنتي 2014 و2015



المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وتطورات أسواق المال في الدول العربية، تقرير سنوي صادر عن صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2016، ص 192.

يستند هذا المعامل إلى معادلة كمية النقود للاقتصادي Irving Fisher، ويستخدم في العديد من الدراسات للوقوف على وضعية السياسة النقدية. ويتم حساب هذا المعامل بقسمة نمو السيولة المحلية على معدل

<sup>(1)</sup> - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وتطورات أسواق المال في الدول العربية، تقرير سنوي صادر عن صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2016، ص 191.

نمو الناتج الحقيقي، وتشير قيم المعامل القريبة من 1 إلى الاستقرار النقدي، فيما تشير القيمة التي تفوق 1 بهامش كبير إلى سياسات نقدية توسعية تعمل على زيادة الضغوط التضخمية الناتجة عن التوسع النقدي، وتشير القيم الأقل من 1 إلى سياسات نقدية تقييدية تسهم في خفض الضغوط التضخمية الناتجة عن التوسع النقدي. وكما تناولنا ذلك من قبل، فإن استقرار السياسة النقدية يسهم في استقرار أداء السوق المالي، بما يسمح له بأداء دوره في خدمة عملية التنمية الاقتصادية.

### ثالثاً: ضعف نظام الوساطة المالية في الدول العربية

يعتبر نظام الوساطة المالية نظام مكمل للأسواق المالية، باعتباره يحتوي على أغلب المؤسسات المالية التي تنشط في السوق المالي على رأسها البنوك التجارية، إلا أن أداءها يعتبر متواضع في ظل مكامن الضعف التي لا زال يعاني منها القطاع المصرفي العربي، والتحديات التي تواجهه إذ يؤخذ عليه ما يلي:<sup>(1)</sup>

- تدني معيار العمق المصرفي في قطاع المصارف العربية نتيجة صغر حجم هذا الأخير والتخلف المالي والنقدي له في العديد من الدول العربية، وهذا ما تؤكد الحصص المتدنية لنصيب القطاع الخاص من إجمالي الائتمان كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي؛
- بطء مساهمة نظام الوساطة في تعزيز الانفتاح الاقتصادي وتدعيم دور القطاع الخاص، نتيجة ضعف خدمة القطاع الخاص من إجمالي خدمات الوساطة التي تقدمها هذه المصارف؛
- تمارس أغلب المصارف العربية الوساطة المالية التقليدية، لذلك فهي بعيدة عن مفهوم الصيرفة الشاملة الذي تمارسه المصارف في الدول المتقدمة،
- ضعف الرأسمال التقني والبشري بسبب قصور تطبيق التكنولوجيا المصرفية الحديثة، وندرة الكوادر الإدارية والتنفيذية ذات الخبرة العالية؛
- تتسم معظم الأسواق المصرفية العربية بسيطرة عدد محدود من المصارف العامة على الجانب الأكبر من نشاط هذه الأسواق مما خلق جو من الاحتكار.

### رابعاً: عدم الاستقرار الاجتماعي ونوعية رأس المال البشري

لا تزال غالبية الدول العربية تواجه تحديات مصيرية في المجالات المختلفة للتنمية الاجتماعية، تتمثل فيما يلي:

<sup>(1)</sup> - عميروش محمد شلغوم، دور المناخ الاستثماري في جذب الاستثمار الاجنبي المباشر الى الدول العربية، مكتبة حسن العصرية، بيروت، 2012، ص 168-169

**1- تدني القدرة التنافسية لليد العاملة:** فعلى الرغم من أن غالبية دول المنطقة لا تعاني من نقص على مستوى الكوادر البشرية من حيث الكم، إلا أن هناك مشكلة لازالت قائمة على مستوى الكيف، والمتمثلة في المستوى التعليمي والمهاري لتلك الكوادر، وهو ما يؤدي إلى تدني في مستوى إنتاجيتها مقارنة مع العديد من دول العالم الأخرى وذلك بسبب عوامل عديدة أهمها عدم التحسن في نوعية التعليم بكل مراحلها وخصوصا في مرحلته الأساسية.<sup>(1)</sup>

**2- ارتفاع معدلات البطالة خاصة بين الشباب:** حيث يقدر متوسط معدل البطالة المرشح في الدول العربية بحوالي 16,5% بما يمثل حوالي ثلاثة أضعاف متوسط معدل البطالة في العالم، والذي يبلغ وفق تقديرات منظمة العمل الدولية 5,8% ويتركز أكبر عدد من العاطلين عن العمل في كل من مصر والسودان والصومال بحصة تبلغ حوالي 44% من إجمالي عدد العاطلين في الدول العربية ككل. وسجلت معدلات البطالة في سنة 2015 ارتفاعا في عدد من الدول نتيجة تراجع الأداء الاقتصادي، وتأثر بعض تلك الدول بانخفاض عائدات النفط، والظروف السائدة في بعض الدول. كما ارتفعت معدلات البطالة في الدول العربية التي تأثرت بالأوضاع السياسية والأمنية الداخلية وعلى رأسها سوريا والعراق واليمن وليبيا وكذلك الأردن ولبنان بشكل غير مباشر حيث تأثر مستوى النشاط الاقتصادي في هذين البلدين بالأوضاع في دول الجوار، فنلاحظ تدفق عدد كبير من اللاجئين إليهما، مما زاد من الضغوط على أسواق العمل في هذين البلدين.<sup>(2)</sup>

#### خامسا: عدم الاستقرار السياسي

إن من أهم المفاهيم التي قدمها الباحثين لتعريف عدم الاستقرار السياسي هو مفهوم قدمه حمدي عبد الرحمان حسن والذي يرى فيه أن عدم الاستقرار السياسي هو "عدم قدرة النظام على التعامل مع الأزمات التي تواجهه بنجاح، وعدم قدرته على إدارة الصراعات القائمة داخل المجتمع بشكل يستطيع من خلاله أن يحافظ عليها في دائرة تمكنه من السيطرة والتحكم فيها، ويصاحبه استخدام العنف السياسي من جهة وتناقص شرعيته من جهة أخرى".<sup>(3)</sup>

(1)- التقرير السنوي للمؤسسة العربية لضمان الاستثمار واثتمان الصادرات لسنة 2017، الكويت، ص 46.

(2) التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل الثاني: التطورات الاقتصادية والاجتماعية، تقرير سنوي صادر عن صندوق النقد العربي، أبوظبي، 2016، ص 68.

(3) كريمة بقدي، "الفساد السياسي وأثره على الاستقرار السياسي في شمال افريقيا"، مذكرة ماجستير في العلوم السياسية، جامعة تلمسان، 2012، ص 53.

إن لعدم الاستقرار السياسي آثار بالغة تمس كل أبنية المجتمع، فعلى المستوى الاقتصادي والاجتماعي تسبب هذه الظاهرة آثارا سلبية على عملية التنمية الاقتصادية والمجتمعية ويظهر ذلك في المجالات التالية:<sup>(1)</sup>

- تبديد الفائض الاقتصادي على يد الحكومات التي تخصص جزء ليس بالقليل من الموارد القومية للإنفاق على نظم وإجراءات الأمن الداخلي، بدلا من التركيز على مشروعات التنمية ورفع الطاقة الإنتاجية للمجتمع، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى تمارس الاضطرابات السياسية تأثيرات سلبية على الميول الادخارية للأفراد ما يدفعهم إلى الاكتناز غير المنتج؛

- زيادة حدة الإختلالات الاقتصادية في الدولة، وبخاصة مشكلة الاحتلال بين الإيرادات النفطية وغير النفطية، النفقات الجارية والرأسمالية، نتيجة لرضوخ الحكومات في كثير من الأحيان لمطالب الجماعات الساخطة، بزيادة الأجور وتحسين مستويات المعيشة؛

- فقدان التواصل للسياسات الاقتصادية والاجتماعية، ما يعرقل تنفيذ مشروعات التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وذلك نتيجة لما يترتب على عدم الاستقرار السياسي المزمع من تحويل سريع للنظم الحاكمة من سياسات إلى أخرى تلبية للضغوط الاجتماعية؛

- معروف أن الاستقرار السياسي يعتبر عنصر هام من عناصر جذب وتشجيع الاستثمارات سواء المحلية أو الأجنبية، والمتمتع للواقع السياسي العام في الدول العربية، يلاحظ أن هناك بعض الدول العربية تنعم بالاستقرار السياسي مثل السعودية والإمارات وقطر والبحرين، ما يعتبر دعامة قوية لجذب وتشجيع الاستثمارات. ودولا عربية أخرى مازالت تعاني من عدم الاستقرار السياسي، ما يؤثر على مناخ الاستثمار فيها ومن ثم على مسيرة التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ومن أمثلة هذه الدول العراق بعد الاحتلال الأمريكي له وتبعاته على الدول المجاورة، عدم الاستقرار السياسي في فلسطين وبالتبعية أيضا على الدول المجاورة، كما تفشي عدم الاستقرار السياسي منذ سنة 2011 على بلدان الربيع العربي (تونس، مصر، ليبيا، اليمن، وسوريا) التي شهدت تغيير نظمها السياسية بصفة كلية، وما تبعه من تأثيرات على النظم الاقتصادية، وما زالت آثارها ممتدة إلى الوقت الراهن.

(1) - حجازي عبد الحميد الجزار، "العوامل الاقتصادية وظاهرة عدم الاستقرار السياسي في الكويت"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 63، الكويت، 2013، ص 129 - 130.



## سادسا: غياب الأمن القانوني في الدول العربية

يعتبر توفير الأمن القانوني عاملا مهما في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، فتوفير مناخ ملائم من القوانين والتشريعات والأطر التنظيمية والمؤسسية سوف يعمل على وضع الثقة في الاقتصاديات العربية، إلا أن هذا الاستقرار في النظم والتشريعات والقوانين غير متوفر في غالبية هذه البلدان، فالأوضاع القانونية لها تمييز بالآتي:<sup>(1)</sup>

- عدم استقرار القوانين التي تشجع الاستثمار بشكل عام مما يؤدي إلى زعزعة الثقة لدى المستثمر؛
- تضارب بعض البنود في قوانين بعض الدول العربية؛
- لا تتناسب بعض القوانين في بعض الدول العربية مع التطورات والأوضاع والمتغيرات والمستجدات في العالم؛
- عدم وضوح القوانين والاعتماد في بعض الدول العربية على الاجتهادات في التفسير.

## الفرع الثاني: مخاطر متعلقة بهيكل السوق المالي في حد ذاته

إن صغر حجم الأسواق المالية العربية وضعف السيولة بها، وكذلك درجة التركز المرتفعة وضعف فرص التنوع إضافة إلى التذبذبات الكبيرة في أسعار الأصول المتداولة فيها تعتبر سمات مشتركة للأسواق المالية العربية وهي في الوقت ذاته تعبر عن مخاطر للاستثمار في هذه الأسواق، لما لها من تأثيرات سلبية تؤدي إلى ضعف الاستثمار وهروب رؤوس الأموال منها، بالإضافة إلى هذا هناك مجموعة أخرى من المخاطر تتعلق إجمالاً بالنقاط التالية:

## أولاً: تخلف الأطر التشريعية

تلعب الأطر القانونية والتشريعية إذا اتسمت بالدقة والحدائة والمرونة دورا حيويا في تطوير أسواق المال ورفع كفاءة أدائها، بينما يحول تخلفها وقصورها، دون تطوير تلك الأسواق ونموها، وهذا ما كان عليه الحال في الأسواق المالية العربية حيث استمت أطرها التشريعية التي تحكم أصول وقواعد العمل فيها بالتخلف والقصور، ويمكن تلخيص أبرز أوجه القصور فيما يلي:<sup>(2)</sup>

## 1- في أسواق السندات: لم تكن هناك نصوص تشريعية تنظم إصدار وتداول واسترداد قيمة السندات

في كل من السوقين التونسية والمغربية، كذلك كانت السوق الكويتية تفتقر إلى البنية الأساسية والإطار التشريعي

(1) - محمد موسى عريقات حربي، مرجع سابق، ص 10.

(2) - شذا جمال الخطيب، العولة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي، عمان، 2008، ص 69-70.

المتكامل، فلم يكن هناك تطوير لنمط معين أو لأنظمة خاصة بسوق السندات المقومة بالدينار الكويتي أو بعملية الإصدار وتوزيع سندات الدين، وكذلك كان حال إصدار السندات في السوق المصرية.

**2- في أسواق الأسهم:** اتسمت الأطر التشريعية الخاصة بإصدار الأسهم بالقصور، فلم يكن هناك نص تشريعي يحدد الحد الأدنى لرأس مال الشركات المساهمة، وهو الأمر الذي كان من شأنه أن يؤدي إلى عدم التمييز بين الشركات التي تقوم بالطرح العام لأسهمها والشركات العائلية المقفلة.

**3- فيما يتعلق بالتشريعات المنظمة للتداول في أسواق رأس المال العربية، فإنها كانت غير قادرة على الحد من المضاربات التي تشهدها هذه الأسواق.** كذلك يعتبر التشريع الجبائي المطبق في المعاملات في الأسواق المالية من أهم المخاطر التشريعية لتي تمس هذه الأسواق، حيث نجد في أغلب البورصات العربية ازدواجية الضريبة على أرباح الشركات المقيدة في البورصة. ثم تليها الضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وارتفاع معدلاتها مما يقلص من حجم الادخار ومن ثم الاستثمار.

### ثانياً: تخلف الهياكل المؤسسية

كانت الأسواق المالية العربية باستثناء سوق عمان المالي الذي عني منذ تأسيسه بتوفير البنية التنظيمية والمؤسسية الملائمة، تعاني من نقص في المؤسسات العاملة في إطار السوق، وتتمثل هذه المؤسسات بصورة عامة في البنوك والشركات الاستثمارية وصانعي الأسواق والوسطاء بالعمولة، وتكمن أهمية البنوك الاستثمارية في كونها تمد سوق الأسهم بمادتها الأولية، من خلال قيامها بإدارة واكتتاب الإصدارات الجديدة التي تقدمها للسوق الأولية، أما المؤسسات الأخرى فهي أداة السوق القانونية في الاتجار بالأدوات المالية وتوفير السيولة والخدمات الاستثمارية المكملة التي تضيف مزايا أخرى للاستثمار، حيث يعمل الوسطاء بالعمولة كوكلاء للمستثمرين في تنفيذ أوامر البيع والشراء للأوراق المالية، أضف لذلك ما يقدمه هؤلاء من خدمات أخرى للعملاء في الأسواق الأكثر تطوراً مثل القيام بالأبحاث والدراسات وتقديم الاستشارات الاستثمارية، أما الشركات صانعة السوق فتتحدد مهامها في توفير السيولة للسوق من خلال ما توفره من استعداد للمتاجرة بأدوات الاستثمار لحسابها الخاص. وعلى الرغم من أهمية تلك المؤسسات آنفة الذكر نجد أن الأسواق المالية العربية قد افتقرت إليها جميعاً. فعلى سبيل المثال لا الحصر فإن البنوك التجارية هي التي تحتكر عملية طرح الإصدارات الأولية.<sup>(1)</sup> كما افتقرت أغلب الأسواق المالية العربية إلى وجود المؤسسات صانعة السوق أو انعدامها، هذا ما يجعلها تعاني من التقلب الشديد في الأسعار نتيجة لتقلب أحجام التداول، وهذا بدوره ينتج عنه عجز السوق عن تقديم الطمأنينة الكاملة للمستثمر فيها، والتقلب

(1) - شذا جمال الخطيب، مرجع سابق، ص 71-72.

في أحجام التداول يعني غياب السيولة عن هذه الأسواق في أحيان كثيرة، وهذا راجع لقلّة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية والتي تضطلع بوظيفة ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة. إضافة إلى ذلك فإن السماسرة في الأسواق المالية العربية يعجزون عن إعطاء المشورة للمستثمرين والراغبين في الاستثمار، وكذلك عدم إلمامهم بمهنة السمسرة، ومن التعامل بالأوراق المالية.<sup>(1)</sup>

كما يسجل على مستوى الأسواق المالية العربية نقص في شركات الترويج وضمن الاكتتاب والوكالات المحلية لتصنيف وتقييم الملاءة الائتمانية، وهي تلعب دورا كبيرا في إنجاح عمليات الخصخصة وخاصة في الأوقات التي يتم فيها طرح كميات من الأسهم يصعب على السوق استيعابها.

### ثالثا: مخاطر متعلقة بنظام المعلومات:

تعد المعلومات المادة الأولية التي تعمل على تحقيق الكفاءة والاستقرار والتوازن في الأسواق المالية، إلا أن نظام المعلومات في أغلب الأسواق العربية لم يرق بعد إلى مستوى نظم المعلومات في الأسواق المالية المتقدمة وحتى الناشئة وهذا يرجع أساسا إلى عاملين أساسيين هما:

**1- ضعف الإفصاح المالي:** تعاني الأسواق المالية العربية من غياب النصوص القانونية الواضحة والصريحة المنظمة لإشهار المعلومات، والمتعلقة بالشركات وسير أعمالها وكشف حقيقة مراكزها المالية، وقد ترتب على غياب هذه النصوص ضعف الرقابة على الشركات المساهمة، وتعذر توفير الضمانات الأساسية من ناحية صحة المعلومات، ومن شأن هذا أن يزيد من احتمالات تعريض حقوق المستثمرين للضياع والتلاعب بمدخراتهم، ولعل هذا ما يخلق عدم الثقة بالسوق ويدفع المدخرين للإحجام عن ولوجه.

لقد أسهم تدني مستوى الإفصاح والشفافية باعتماد العديد من المتعاملين في الأسواق العربية على الإشاعات التي يروجها المضاربون بهدف تعزيز حجم الطلب على أسهم بعض الشركات ورفع سعرها. وهذا بالطبع يسبب خسائر كبيرة لصغار المستثمرين، فمعايير المحاسبة الدولية لا تستخدم من قبل جميع الشركات المساهمة، كما أن جودة التقارير المالية متفاوتة من سوق إلى آخر، فالكثير من الشركات لا توفر بيانات وحسابات تفصيلية شاملة، وتقتصر على توفير الحد الأدنى للإفصاح كنشر الميزانية السنوية، وعادة ما يتأخر صدور هذه البيانات، كما أن النصوص القانونية في بعض الأسواق المالية العربية لا تلزم الشركات المدرجة فيها بإصدار تقارير

(1) - رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص 264.

نصف أو ربع سنوية، فضلا عن ذلك فإن الأسواق العربية تفتقر إلى وجود كفاءات فنية قادرة على فهم البيانات المالية في حالة توفرها.<sup>(1)</sup>

2- ضعف أنظمة كل من التداول والمقاصة والتسوية: بقي نظام التداول المطبق في الأسواق المالية العربية حتى وقت قريب يتم وفقا لنظام المزايدة المكتوبة، حيث يتم التعامل من خلال تسجيل العروض والطلبات على اللوحات المعدة في قاعة التداول ليتم التزايد عليها بين الوسطاء، كل حسب أولويته إلى أن يتم التوافق فيما بينهم، إلا أن الإصلاحات التي شهدتها الأسواق المالية العربية أسفرت عن تحديث أنظمة التداول لديها من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، كما تم أيضا إدخال خدمة التداول عن بعد في بعض البورصات، وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق، أما بالنسبة لأنظمة التسوية والحفظ المركزي، فقد أنشأت العديد من الدول العربية مراكز إيداع وحفظ مركزي تتميز بالكفاءة وتعمل في البعض الآخر منها بصورة مستقلة عن البورصة، تقوم بمزاولة تسجيل ونقل الملكية بين الوسطاء الماليين.<sup>(2)</sup>

(1) - عتيقة وصاف، سهام عاشور، "مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها"، الملتقى الدولي: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006، ص 04.

(2) - راجع:

- شذا جمال الخطيب، مرجع سابق، ص 79.

- حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سابق، ص 21.

## المبحث الثاني: تقسيمات أسواق الأوراق المالية العربية

لم يكن في المنطقة العربية حتى النصف الثاني من عقد الثمانينيات سوى ست أسواق مالية هي: أسواق مصر، المغرب، تونس، الكويت، الأردن ولبنان، إلا أنه وقبل أن ينقض عقد الثمانينيات شهدت المنطقة قيام سوق البحرين، سوق مسقط في عمان، وسوق بغداد في العراق، إضافة لسوق الأسهم السعودي. كما شهد العقد الأخير من القرن العشرين تطورات هامة بخصوص إنشاء أسواق مالية جديدة في كل من: السودان، قطر، الجزائر، فلسطين، والإمارات، وما تجدر الإشارة إليه هو تباين هذه الأسواق من حيث درجة التنظيم والتطور والأداء ولقد وردت عدة تقسيمات نتيجة لهذا الاختلاف. إذ تم تقسيمها إلى ثلاثة مجموعات<sup>(1)</sup>، فالمجموعة الأولى تعرف بأسواق دول الفئات المالي والحرية الاقتصادية، والمجموعة الثانية تعرف بأسواق دول العجز المالي والحرية الاقتصادية، والمجموعة الثالثة تضم أسواق الدول التي أعطت القطاع العام الدور الأساسي في التنمية الاقتصادية، وهذا ما سيتم تناوله في هذا المبحث الذي قسم إلى ثلاثة مطالب نتناولها فيما يلي:

## المطلب الأول: الأسواق المالية في دول الفئات المالي والحرية الاقتصادية

تشمل هذه المجموعة من الأسواق، الأسواق المالية للدول الخليجية بصفة عامة، حيث تشترك هذه الدول في مجملها فيما يتعلق بفوائضها المالية المعتبرة والمتأتية من الموارد النفطية، وكذلك بأنظمتها المالية التي تعتمد بشكل كبير على القطاع المصرفي في تمويل اقتصادياتها، كما أن حكومات تلك الدول كانت تهيمن بشكل كامل على الأنشطة الاقتصادية من خلال الاعتماد على التخطيط الاقتصادي، غير أن موجة التغييرات التي شهدتها العالم مطلع تسعينيات القرن الماضي، دفعت بالدول الخليجية إلى تحرير اقتصادياتها وفتح المجال أمام القطاع الخاص، ولتسهيل هذه المهمة تم اللجوء إلى إصلاح القطاع المالي، بما في ذلك تنظيم الأسواق المالية، فتم بذلك إنشاء البورصات ودعم القائمة منها لمواكبة تلك التطورات.<sup>(2)</sup> وفيما يلي سنتناول الهيكل المؤسسي والتنظيمي لعينة من هذه الأسواق.

## الفرع الأول: سوق الأسهم السعودي

## أولاً: نشأة سوق الأسهم السعودي

تعود البدايات التاريخية لسوق الأسهم السعودي إلى عام 1932، حين أنشئت أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات، ومع حلول عام 1975 كان هناك 14 شركة مساهمة واستمر هذا

(1) - هذه التقسيمات حسب ما ورد في أطروحة بوكساني رشيد، مرجع سابق.

(2) - إسماعيل محمد صادق، البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية -دراسة تحليلية مقارنة لأداء البورصات العربية-، العربي للنشر والتوزيع، القاهرة،

العدد في الارتفاع بسبب طرح كم هائل من الأسهم للاكتتاب فيها ولكن بشكل غير رسمي، وهذا حتى عام 1984 حيث عهد إلى مؤسسة النقد العربي السعودي مهمة التنظيم اليومي للسوق، وقد تم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق البنوك التجارية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول.<sup>(1)</sup>

### ثانياً: أهم المحطات التي مر بها تطور سوق الأسهم السعودي

نوجز مراحل تطور سوق الأسهم السعودي فيما يلي:<sup>(2)</sup>

- في عام 1984 تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق البنوك التجارية، وتقدم هذه الشركة تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات المساهمة، وتقوم بتسوية وتقاص جميع عمليات الأسهم؛
- في عام 1989 أدخل نظام التسوية الآلية والتقاص، وتم تطوير النظام الآلي لمعلومات الأسهم وتشغيله من قبل المؤسسة في عام 1990؛
- في أكتوبر 2001 تم تشغيل نظام تداول، وهو النظام الجديد لتداول الأوراق المالية والتقاص والتسوية؛
- في 2003/07/31 تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) وتمثل الجهاز الحكومي المسؤول عن إدارة وتنظيم السوق المالية السعودية، وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء. وتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والاستقلال الإداري والمالي وتهدف الهيئة لتنظيم وتطوير السوق المالية في المملكة، ولها وضع وفرض اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في سوق الأوراق المالية؛
- في 19 مارس 2007م، وافق مجلس الوزراء على تأسيس شركة السوق المالية السعودية (تداول)، باعتبارها شركة مساهمة، وتعد الجهة الوحيدة المصرح لها بالعمل كسوق للأوراق المالية، ومركز إيداع للأوراق المالية في المملكة العربية السعودية، حيث تقوم بإدراج الأوراق المالية وتداولها، وإيداعها، ونقلها، ومقاصتها، وتسويتها، وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق.

### ثالثاً: موقع سوق الأسهم السعودي من باقي الأسواق الإقليمية

تعد سوق الأسهم السعودية السوق الأكبر والأكثر سيولة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، بقيمة سوقية تجاوزت 460 مليار \$ بنهاية سبتمبر 2017<sup>(3)</sup>. إضافة لذلك تعد سوق الأسهم السعودية أكبر من بعض

(1) - الموقع الرسمي لسوق الأسهم السعودي <https://www.tadawul.com.sa> تاريخ الاطلاع: 2017/12/03.

(2) - "الاستثمار في سوق الأسهم"، تقرير صادر عن هيئة سوق المال، المملكة العربية السعودية، على الموقع: <https://cma.org.sa> تاريخ الاطلاع: 2017/12/17.

(3) - "أداء أسواق الأوراق المالية العربية"، نشرة فصلية صادرة عن صندوق النقد العربي، الربع الثالث 2017، أبو ظبي، ص 27.

الأسواق الناشئة مثل بورصة اسطنبول، حيث تضم السوق 186 شركة مدرجة حسب إحصائيات سبتمبر 2017<sup>(1)</sup>. تشكل فيها فئات المصارف والصناعات البيتروكيماوية أكثر من 50 % من القيمة السوقية، مما يبرز أهمية هذين القطاعين في الاقتصاد المحلي. إن السيولة والقوى المحركة في سوق الأسهم السعودي تعد نسبياً أكثر تقدماً من الأسواق الإقليمية الأخرى وأداء السوق قوي نتيجة لعوامل متعددة مثل الأسس الاقتصادية القوية والسياسات الاقتصادية المحفزة والأنظمة الاحترازية والرقابة الصارمة. وفي هذا الصدد يعد سوق الأسهم السعودي وجهة استثمارية جذابة محلياً وإقليمياً ودولياً.

### الفرع الثاني: سوق البحرين للأوراق المالية

#### أولاً: نشأة سوق البحرين للأوراق المالية

تعود بدايات تكوّن قطاع رأس المال في مملكة البحرين إلى العام 1921 عندما افتتح فرع البنك الشرقي المعروف حالياً بـ "ستاندرد تشارترد بنك" في البحرين. وفي العام 1957 تأسست أول شركة مساهمة عامة بحرينية، حيث تواصل بعدها تأسيس هذه الشركات لتصل ذروتها في بداية الثمانينيات، وهي الفترة التي شهدت نشاطاً كبيراً لتداول أسهم الشركات المساهمة العامة في سوق غير رسمي عرف آنذاك بـ "سوق الجوهرة". وكنتيجة لتوصية توصلت إليها دراسة مشتركة قامت بها حكومة مملكة البحرين ومؤسسة التمويل الدولية (IFC)، تم تأسيس سوق البحرين للأوراق المالية في العام 1987، ومن ثمّ باشر السوق عمله بشكل رسمي في جوان من العام 1989. وقد ساهم وجود السوق في تعزيز المناخ الاستثماري في قطاع رأس المال في البحرين وأدى إلى زيادة عدد ونوعية الأدوات المالية والاستثمارية المسجلة في السوق. تحتل البورصة مناصب قيادية في عدد من المنظمات الإقليمية والدولية من ضمنها اتحاد البورصات العربية، الاتحاد الأوروبي الآسيوي للبورصات، الاتحاد العالمي للبورصات، جمعية أفريقيا والشرق الأوسط للتسوية والإيداع، مما يُمكن البورصة من تعزيز مكانتها في أسواق المال العالمية.<sup>(2)</sup>

#### ثانياً: المؤسسات القائمة على إدارة سوق البحرين للأوراق المالية

هناك مجموعة من المؤسسات تقوم على إدارة سوق البحرين للأوراق المالية تتمثل في:

– **مجلس إدارة السوق:** يدير السوق مجلس إدارة يتأهه وزير التجارة والزراعة، ويقوم مجلس إدارة السوق

بالمهام الآتية:

- وضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتداول؛

(1) – "أداء أسواق الأوراق المالية العربية"، نشرة فصلية صادرة عن صندوق النقد العربي، الربع الثالث 2017، أبو ظبي، ص 27.

(2) – الموقع الرسمي لاتحاد البورصات العربية <http://www.arab-exchanges.org> تاريخ الاطلاع: 2017/03/15.

- تحديد القواعد والإجراءات والنظم الخاصة بإصدار وإدراج وتداول أدوات الدين في السوق؛
- النظر في طلبات صانعي السوق وإدراج أسهم الشركات المساهمة؛
- إقرار ميزانية السوق واعتماد الحسابات الختامية.

- مركز التسوية والإيداع المركزي: يتيح نظام الإيداع المركزي في سوق البحرين للأوراق المالية جملة من المزايا للمستثمرين، وذلك لاعتماده على أساس قيد البيانات إلكترونيا كنظام لبيان ملكية وحركة الأوراق المالية. ويتمتع أصحاب الحسابات في هذا النظام بسهولة تحويل وتسوية الأوراق المالية إلكترونياً. ويوفر نظام الإيداع المركزي للمستثمرين بالإضافة إلى ذلك إمكانية الحصول على معلومات آنية حول ملكيتهم من الأوراق المالية، الأمر الذي يمكنهم من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وفقاً لمعلومات دقيقة وفورية، كما يستفيد المستثمرون من الرسوم المخفضة وانخفاض درجة المخاطرة المحتملة المرتبطة سابقاً بنظام الشهادات الورقية. وللاستفادة من مزايا نظام الإيداع في السوق، يجب على كل مستثمر يرغب في إجراء الصفقات، القيام بفتح حساب في النظام مع أي وسيط مرخص في سوق الأوراق المالية. وعند القيام بتنفيذ أي عملية بيع أو شراء سيتم تحويل الأوراق المالية إلكترونياً بين المستثمر البائع والمستثمر المشتري عبر وسطائهم من خلال نظام الإيداع المركزي الذي تم تصميمه للمساهمة في زيادة قدرة السوق على إدارة عمليات سوق المال ومراقبة الصفقات المنفذة من خلاله. ويجذب الإيداع المركزي في سوق البحرين للأوراق المالية شريحة واسعة من الوسطاء في الأسواق المحلية والدولية، وذلك من خلال توفيره مجموعة واسعة وشاملة من الخدمات عبر شبكة البورصة ووسطائها.<sup>(1)</sup>

### الفرع الثالث: سوق قطر للأوراق المالية:

#### أولاً: نشأة سوق قطر للأوراق المالية

تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية عام 1995 وبدأت عملها رسمياً في عام 1997م ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحده من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج. وفي جوان 2009، قامت شركة قطر القابضة، بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة استراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات، كما وفرت هذه الشراكة فرصة قيمة لبورصة NYSE Euronext في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط. كما أعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة. ويتمحور الهدف الأساسي للبورصة في دعم الاقتصاد القطري من خلال تزويد المستثمرين بمنصة يقومون من خلالها بعمليات التداول بنزاهة وكفاءة. كما تقوم البورصة بتطبيق النظم والقوانين

(1) - الموقع الرسمي لسوق البحرين للأوراق المالية <http://bahrainbourse.com/ar/> تاريخ الاطلاع: 2017/03/17.



الخاصة بالأوراق المالية على أكمل وجه، وتقوم بتوفير معلومات دورية للجمهور حول التداول وضمنان إفصاح الشركات المدرجة فيها عن بياناتها بشكل سليم.<sup>(1)</sup>

ثانياً: المؤسسات المسؤولة عن إدارة بورصة قطر

**1- هيئة قطر للأسواق المالية:** تأسست هيئة قطر للأسواق المالية بموجب القانون رقم (33) لسنة 2005 وهي هيئة رقابية مستقلة تختص بالإشراف على الأسواق المالية والشركات المرخص لها بممارسة الأنشطة المتعلقة بالتعامل في الأوراق ولها صلاحية ممارسة الرقابة التنظيمية والتنفيذية على أسواق رأس المال. وقد صدر مؤخراً قانون الهيئة الجديد رقم (8) لعام 2012 والذي يعطي الهيئة نطاقاً واسعاً من المسؤوليات والالتزامات للإشراف والرقابة على الأوراق المالية بدولة قطر وزيادة نطاق التعاون الدولي.<sup>(2)</sup>

ومن أجل تحقيق أهدافها تقوم الهيئة بتعزيز بنيتها الأساسية التنظيمية مستندة إلى أفضل الممارسات والمعايير المعترف بها دولياً لأسواق رأس المال، لخلق سوق مالية في دولة قطر على أفضل المستويات العالمية تمكنه من اعتلاء مركز ريادي في المنطقة من خلال الارتكاز على أربعة محاور استراتيجية هي:<sup>(3)</sup>

- حماية المستثمرين؛
- ضمان أسواق مالية تتسم بالنزاهة والكفاءة؛
- تعزيز الشفافية والفعالية فضلاً عن الوعي ونزاهة الأسواق؛
- تقليص الحد من المعلومات المضللة والممارسة المخادعة التي تؤثر في المنتجات والخدمات المالية.

**2- شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية:** شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية هي شركة لتقديم الخدمات، مرخصة من قبل هيئة قطر للأسواق المالية وتعنى بتقديم خدمات المقاصة والتسوية وحفظ الأوراق المالية. بالإضافة إلى ذلك، تهدف الشركة إلى تقديم بنية تحتية للأدوات المالية داخل السوق القطرية والسوق الإقليمية وخارج المنطقة أيضاً<sup>(4)</sup>. تتولى الشركة المهام والصلاحيات التالية:<sup>(5)</sup>

- تسجيل الأوراق المالية وحفظ ونقل ملكيتها؛

(1) - الموقع الرسمي لاتحاد البورصات العربية <http://www.arab-exchanges.org> تاريخ الاطلاع: 2017/12/30.

(2) - الموقع الرسمي لهيئة قطر للأسواق المالية <https://www.qfma.org.qa/Arabic/aboutp.aspx> تاريخ الاطلاع: 2018/01/02

(3) - المرجع السابق.

(4) - الموقع الرسمي لشركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية <https://www.qcsd.com.qa/Arabic/about.html> تاريخ الاطلاع: 2018/01/02.

(5) - المادة 2 من قواعد التعامل في شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية. على الموقع: <https://www.qcsd.com.qa/Arabic/QCSDRules.pdf>

تاريخ الاطلاع: 2018/01/02.

- إيداع الأوراق المالية؛
- إجراء التقاص والتسوية للأوراق المالية؛
- إنشاء وإدارة صندوق ضمان التسوية وتوافق عليه الهيئة؛
- إثبات التعامل بالأوراق المالية من عمليات الشراء والبيع وانتقال الملكية والتسجيل والرهن والحجز وتوزيع الأرباح وغيرها من التعاملات الأخرى في السجلات الخاصة بذلك؛
- أي مهام أخرى ذات علاقة بالأوراق المالية تقررها الهيئة.

### الفرع الرابع: سوق الكويت للأوراق المالية

#### أولاً: نشأة سوق الكويت للأوراق المالية

تاريخ الشركات الكويتية المساهمة يعود إلى الخمسينيات حين تم تأسيس أول شركة كويتية مساهمة في عام 1952م وهي بنك الكويت الوطني كما تبعتها في عام 1954م شركة السينما الكويتية. وفي بداية الستينيات شهدت الشركات المساهمة توسعاً ملحوظاً حتى أصبحت تمثل منفذاً استثمارياً للأموال الفائضة من كافة النشاطات الاقتصادية خاصة بعد اكتشاف النفط. وصدور القانون التجاري رقم (15) في عام 1960م حيث لعب دوراً أساسياً في تنظيم إصدار الأوراق المالية والاكتتاب فيها.

#### ثانياً: مراحل تطور سوق الكويت للأوراق المالية

تطور سوق الكويت للأوراق المالية وفقاً للمراحل التالية<sup>(1)</sup>:

- خلال عام 1962م صدر قانون رقم (37) أهتم بتنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المؤسسة في الخارج؛
- خلال عام 1970م صدر القانون رقم (32)، وهو يعتبر أول خطوة هامة نحو تنظيم تجارة الأسهم الكويتية، وقد تكونت بموجب هذا القانون لجنة استشارية لتنظيم نشاطات سوق الأوراق المالية وسن اللوائح الضرورية للاحتفاظ بالفوائد الاقتصادية للبلاد، وإخضاع الشركات الأجنبية للقيام بتسجيل أسهمها،
- خلال عام 1972م تم إنشاء شعبة مستقلة للأوراق المالية في مدينة الكويت؛
- خلال عام 1976م صدر أول قرار وزاري رقم (61) لتنظيم التعامل في الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية حيث تم بموجبه تشكيل أول لجنة للأوراق المالية، حيث كان التداول يتم في تلك الأثناء عن طريق المفاوضات المباشرة على السعر بين كل من البائع والمشتري؛

(1) - الموقع الرسمي لبورصة الكويت <http://www.boursakuwait.com.kw/A/Default.aspx> تاريخ الاطلاع: 2017/12/30.

- خلال عام 1977م تم إفتتاح أول مقر للبورصة الكويتية في الكويت حيث سميت سوق الكويت للأوراق المالية وقد استمر التعامل بهذا النظام حتى عام 1983م؛
- في 14/8/1983م صدر المرسوم الأميري الخاص بإعادة تنظيم السوق كهيئة مستقلة بواسطة لجنة للأوراق المالية وإدارة تنفيذية لإعادة تنظيم السوق بما يتناسب مع الظروف الاقتصادية للبلاد. ونتيجة للغزو العراقي للكويت في أغسطس 1990م توقف التعامل في السوق لفترة 28 شهراً مما أدى إلى انخفاض عدد الشركات المدرجة من 54 إلى 28 شركة. ثم وقعت سوق الكويت للأوراق المالية في 25 ديسمبر 1996م اتفاقية إدراج متبادل مع كل من سوق البحرين وسلطنة عُمان. وتعتبر هذه الاتفاقية أولى الخطوات نحو إنشاء سوق أسهم موحدة في الخليج؛
- في أبريل 2014م تأسست شركة بورصة الكويت بهدف تسيير مرفق البورصة في الكويت وتطوير عملياتها تدريجياً بشكل يحفز الشفافية والفعالية والانفتاح. تقوم الخطة الاستراتيجية لشركة بورصة الكويت على تنمية أدوات الاستثمار، وإعادة بناء سوق المال الكويتي ليصبح قادراً على المنافسة مع الأسواق المجاورة، بالإضافة إلى زيادة السيولة، وجذب الاستثمارات.

### ثالثاً: إدارة سوق الكويت للأوراق المالية

يتولى إدارة السوق، هيئة سوق المال وهي هيئة عامة مستقلة تتمتع بالشخصية الاعتبارية يشرف عليها وزير التجارة والصناعة وأنشئت بموجب القانون 7 لسنة 2010م وعدلت بموجب القانون 21 لسنة 2015م، تهدف الهيئة إلى ما يلي: <sup>(1)</sup>

- تنظيم نشاط الأوراق المالية بما يتسم بالعدالة والتنافسية والشفافية؛
- تنمية أسواق المال وتنوع وتطوير أدواتها الاستثمارية، مع السعي للتوافق مع أفضل الممارسات العالمية؛
- توفير حماية المتعاملين في نشاط الأوراق المالية؛
- تقليل الأخطار النمطية المتوقع حدوثها في نشاط الأوراق المالية؛
- تطبيق سياسة الإفصاح الكامل بما يحقق العدالة والشفافية ويمنع تعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية؛
- العمل على ضمان الالتزام بالقوانين واللوائح ذات العلاقة بنشاط الأوراق المالية؛

(1) - قانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية على الموقع الإلكتروني: <https://www.cma.gov.kw> تاريخ الاطلاع: 2017/12/25.

- توعية الجمهور بنشاط الأسواق المالية والمنافع والمخاطر والالتزامات المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية وتشجيع تنميته.

### الفرع الخامس: سوق مسقط للأوراق المالية

#### أولاً: نشأة سوق مسقط للأوراق المالية

يعتبر إنشاء شركة عمان للفنادق عام 1971، وهي أول الشركات العمانية المساهمة التي طرحت أسهمها للاكتتاب العام، بداية الطريق نحو قيام سوق للأوراق المالية فيها، وقد تلى قيام هذه الشركة إنشاء العديد من الشركات المساهمة العمانية الأخرى التي بلغ عددها 73 شركة قبل قيام السوق ومع ازدياد عدد الشركات المساهمة وازدياد الوعي الاستثماري ظهرت الحاجة إلى تنظيم عمليات السوق وذلك إيماناً بأهميته ودوره الهام في تحويل المدخرات نحو الاستثمار، وتوفير الأموال لمشاريع التنمية الاقتصادية من مصادرها المختلفة وعلى رأسها أموال القطاع الخاص<sup>(1)</sup>.

وقد توجهت الجهود التي بذلت في هذا الصدد إلى إنشاء سوق مسقط للأوراق المالية، بموجب المرسوم السلطاني السامي رقم 88 / 53 بتاريخ 21 يونيو 1988 ككيان واحد يهدف إلى تنظيم سوق الأوراق المالية العمانية وليسهم مع بقية المؤسسات المالية الأخرى في استكمال البنية التحتية للقطاع المالي في السلطنة، وقد كان عبارة عن جهاز حكومي أهم أهدافه الإشراف على سير عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، والعمل على إرساء أسس العدالة في التسعير وسلامة الإجراءات وتسوية الحقوق والالتزامات فيما بين أطراف التعامل<sup>(2)</sup>.

#### ثانياً: إدارة سوق مسقط للأوراق المالية

بعد سنة 1998 صدرت عدة مراسيم سلطانية تقضي بإعادة هيكلة قطاع سوق رأس المال وذلك من خلال تقسيم اختصاصات سوق مسقط للأوراق المالية على عدة جهات: (الهيئة العامة لسوق المال - سوق مسقط للأوراق المالية - شركة مسقط للمقاصة والإيداع)، والتي تعتبر المؤسسات القائمة على إدارة سوق مسقط للأوراق المالية نتناولها فيما يلي:

(1) - حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية للفترة 1994-2003 مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، رسائل البنك الصناعي، الكويت، العدد 79، ديسمبر 2004، ص41.

(2) - الموقع الرسمي لاتحاد البورصات العربية <http://www.arab-exchanges.org/Members/Exchanges> تاريخ الاطلاع 2017/12/26.

**1- الهيئة العامة لسوق المال: أنشئت الهيئة العامة لسوق المال كجهاز رقابي مستقل للإشراف على**

سوق رأس المال.<sup>(1)</sup> تتمثل المهام الرئيسية لهذه الهيئة فيما يلي:

- تنظيم وترخيص ومراقبة إصدار الأوراق المالية وتداولها؛
- الإشراف على سوق مسقط للأوراق المالية؛
- الإشراف على شركة مسقط للمقاصة والإيداع؛
- ترخيص الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والإشراف عليها؛
- الإشراف على شركات المساهمة العامة؛
- ترخيص شركات ووكلاء وسماسرة التأمين والإشراف عليهم؛
- ترخيص شركات التصنيف الائتماني والإشراف عليها.

**2- شركة مسقط للمقاصة والإيداع: شركة مسقط للمقاصة والإيداع هي شركة مساهمة عمانية مغلقة،**

تأسست وفقاً للمرسوم السلطاني رقم (98/82) الصادر بتاريخ 25 نوفمبر 1998 والقاضي بتأسيس شركة مسقط للإيداع وتسجيل الأوراق المالية وتحديد أعمالها واختصاصاتها، وبدأت عملياتها الفعلية في 1 فبراير 1999م، ويبلغ رأسمال الشركة المصدر ثلاثة ملايين ريال عماني، ويمتلك سوق مسقط للأوراق المالية 60% من رأسمال الشركة كما تمتلك البنوك وشركات الوساطة والاستثمار 40% من رأس المال.<sup>(2)</sup>

تخضع العلاقة بين الشركة والهيئة العامة لسوق المال لعقد امتياز حددت فيه مهام الشركة وأنشطتها ورخص للشركة تقديم الخدمات التالية:<sup>(3)</sup>

- حفظ سجلات المساهمين في الشركات المساهمة المسجلة وصناديق الاستثمار وحملة السندات والأوراق المالية الأخرى الصادرة عن تلك الشركات، أو التي تصدرها الحكومة والهيئات العامة والمدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية؛
- إيداع وتسجيل وحفظ عقود بيع وشراء الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى فيما بين المساهمين وحملة الأوراق المالية، وإصدار شهادات نقل الملكية فيما بين المساهمين وإجراءات توقيع الحجز والرهن على الأوراق المالية ورفعها؛
- تزويد الجهات المعنية بمعلومات عن المساهمين أو حملة الأوراق المالية؛

(1) - الموقع الرسمي للهيئة العامة لسوق المال: [www.cma.gov.om](http://www.cma.gov.om) تاريخ الاطلاع: 2018/02/18.

(2) - الموقع الرسمي لشركة مسقط للمقاصة والإيداع [https://www.mcd.gov.om/ar/page.aspx\\_1](https://www.mcd.gov.om/ar/page.aspx_1)

(3) - المرجع السابق.

- تسيير شؤون كل ما يتعلق بالمساهمين وحملة الأوراق المالية؛
- النظر في أي أنشطة أخرى يوافق عليها مجلس إدارة الهيئة.

### الفرع السادس: أسواق الأوراق المالية في دولة الإمارات

يعتبر إنشاء عدد من الشركات المساهمة العامة في مطلع الستينيات، بداية الطريق نحو قيام سوق للأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة، فأنشأت سوق غير نظامية وظلت تعمل لفترة طويلة، مما أدى إلى حدوث إختلالات كبيرة نجمت عن غياب الآليات المناسبة لتحديد أسعار الأوراق المالية، وانعدام الرقابة على مكاتب الوسطاء، وعدم توافر الشفافية والإفصاح. استمر هذا الوضع إلى أن جاءت " أزمة سوق الأسهم " في صيف عام 1998م، والتي كبدت صغار المستثمرين خسائر باهظة، تمثلت في القروض التي اقترضوها للاستثمار في الأسهم، حيث أغرقتهم الارتفاعات غير المبررة، والتي قفزت بقيمة العديد من الأسهم إلى أكثر من 18 ضعف القيمة الاسمية، وتحت التأثيرات السلبية لهذه الأزمة فقد المستثمرون الثقة في السوق، وهرب الكبار إلى الأسواق المالية الغربية، مما أدى بالحكومة إلى إصدار القانون الاتحادي رقم 4 لسنة 2000 م، الخاص بإنشاء هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، فتم بالاستناد إلى ذلك تأسيس سوق دبي المالي، وسوق أبوظبي للأوراق المالية.<sup>(1)</sup>

### أولاً : سوق أبو ظبي للأوراق المالية

تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000، وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، وله أن ينشئ مراكز وفروع له خارج إمارة أبو ظبي، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 2000/11/15. ويهدف السوق إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين وترسيخ أسس التعامل السليم والعاقل وإحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية، بما يضمن سلامة التصرفات والإجراءات وتنمية الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة، والمساهمة في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي. وتتألف إدارة السوق من سبعة أعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم أميري وتكون عضوية المجلس لمدة ثلاث سنوات، وقد تم تشكيل أول مجلس إدارة للسوق بموجب المرسوم الأميري رقم (8) لسنة 2000.

(1) - حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية للفترة 1994-2003 مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، مرجع سابق، ص50.

## ثانياً: سوق دبي المالي

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000، ويعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومات محلية، والمؤسسات العامة في الدولة ووحدات صناديق الاستثمار، وأية أدوات مالية أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي. وبدأ سوق دبي المالي مزاوله نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000. وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال وقدره ثمانية مليارات درهم (8 مليارات درهم) وتم طرح نسبة عشرون بالمائة (20%) من رأس مال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار درهم للاكتتاب العام. لقد شهد الاكتتاب العام إقبالاً كبيراً ومتميزاً فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم. وتم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق بتاريخ 7 مارس 2007. ويعتبر سوق دبي المالي هو أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط، وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة. كما يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها.

## المطلب الثاني: الأسواق المالية في دول العجز المالي والحرية الاقتصادية

بالنسبة لأسواق هذه المجموعة، فإنها لا تختلف عن المجموعة الأولى سوى في كون دولها ليس لديها موارد مالية من قطاع النفط والمحروقات، لأجل هذا فإن الأسواق المالية في هذه البلدان تكتسي أهمية كبيرة، كونها تعتبر من أهم مصادر توفير الأموال وسد عجز تمويل الاستثمار بها.

## الفرع الأول: البورصة المصرية

## أولاً: نشأة بورصتي القاهرة والإسكندرية

تعتبر البورصة المصرية واحدة من أقدم البورصات التي تم إنشائها في الشرق الأوسط، حيث يعود تاريخ إنشائها إلى القرن التاسع عشر عندما تم إنشاء بورصة الإسكندرية في عام 1883 ثم أنشئت بورصة القاهرة بعدها بسبع سنوات، أي في عام 1890. فبعد أن كانت المبادلات تتم في الشوارع أو على المقاهي، اتفق السماسرة على تنظيم أعمالها عام 1903، وصدر الأمر العالي في 8 نوفمبر عام 1909، بإصدار أول لائحة للبورصة، وتم تعديلها في عامي 1910، 1912، ثم عدلت بعد ذلك بموجب المرسوم الصادر بتاريخ 31 من ديسمبر عام 1933 بإصدار لائحة جديدة لبورصات الأوراق المالية، والتي عدلت هي الأخرى في عام 1940 ثم عدلت في عام 1947. وظلت

حركة التطور في بورصتي القاهرة والإسكندرية، حتى أصبحتا مجتمعتان من أفضل 5 بورصات في العالم في الأربعينيات، ومع قيام ثورة 1952 وبدء حركة تأمين القطاع الخاص والاتجاه إلى الاشتراكية، تضائل دور البورصة المصرية بصورة كبيرة، وذلك حتى تسعينيات القرن الماضي، حيث بدأت مصر تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي والذي تضمن تفعيل دور القطاع الخاص مما أعاد إحياء سوق المال المصري مرة أخرى، خاصة مع وضع قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992. وفي النصف الثاني من التسعينات بدأت الحكومة في تطبيق برنامج الخصخصة والذي تم من خلاله طرح عدد كبير من الشركات للتداول في البورصة، مما ساهم في إنعاش السوق بشكل كبير وجذب شريحة كبيرة من المستثمرين إلى السوق المصري، حيث تمثل تلك الفترة البداية الحقيقية لازدهار البورصة المصرية مرة أخرى في العهد الحديث. وفي عام 1996 بدأت شركة مصر للمقاصة في مزاولة عملها، ثم تلى ذلك خطة شاملة لتطوير وتحديث البنية التحتية والتشريعية لمواكبة التطورات السريعة على الساحة الدولية، حيث أصبح للبورصتين مجلس إدارة واحد، وتم توحيد نظام التداول والمقاصة والتسوية بين البورصتين.<sup>(1)</sup>

**مراحل تطور البورصة المصرية:** مرت البورصة المصرية في عهدها الحديث بتطورات هامة نوجزها فيما يلي:<sup>(2)</sup>

- في عام 1999 تم إنشاء إدارة للإفصاح لضمان تحقيق الكفاءة والشفافية بين المتعاملين، تلاها في عام 2000 صندوق ضمان التسويات لتوفير الضمان لتسوية العمليات. ولكن الركود الاقتصادي في ذلك الوقت سرعان ما أثر على أداء البورصة ودفع حركة التداول إلى الركود وكان الركود هو الاتجاه السائد ليس في مصر فقط ولكن في غالبية الأسواق العالمية؛
- في عام 2001 تم إنشاء شركة مصر لنشر المعلومات EGID وتلاها في نفس العام استبدال النظام الإلكتروني المحلي الصنع بنظام آخر مصمم من قبل EFA العالمية، والذي تم تحديثه مرة أخرى في عام 2008 بالنظام الأكثر تطوراً X-Stream المصمم من قبل Nasdaq OMX؛
- في عام 2002 تم لأول مرة إلغاء الحدود السعرية على الشركات الأكثر نشاطاً، كما تم إعادة تنظيم السوق خارج المقصورة ليضم سوقاً للأوامر وآخر للصفقات؛
- في عام 2003 اعتمدت هيئة سوق المال الأمريكية البورصة المصرية كبورصة أوراق مالية مسجلة بالخارج، كما تم في نفس العام إطلاق مؤشر CASE 30 ليحل محل مؤشر CASE 50؛

(1) - الموقع الرسمي للبورصة المصرية <http://www.egx.com.eg/arabic/history.aspx> تاريخ الاطلاع: 29/09/2017.

(2) - المرجع السابق.



- في عام 2005 تم إتمام الربط الآلي بين البورصة وشركة مصر للمقاصة كما بدأ العمل بنظام البيع والشراء في ذات الجلسة، وفي نفس العام تم قبول البورصة المصرية في الاتحاد العالمي للبورصات؛
- في عام 2006 نجحت البورصة في إدخال نظام التداول عبر الانترنت، كما شهد العام قيام شراكة إستراتيجية بين البورصة المصرية و Nasdaq OMX من خلال التشارك في شركة مصر لنشر المعلومات؛
- في عام 2007 تم تخفيض زمن التسوية للبورصة المصرية ليصبح T+2 بدلاً من T+3، وتم إنشاء بورصة النيل للشركات المتوسطة والصغيرة في نفس العام؛
- في عام 2008 تم إعادة تسمية بورصتي القاهرة والإسكندرية لتصبح البورصة المصرية. ومثلت تلك الفترة فترة ازدهار حقيقية للبورصة المصرية حيث كانت في أوج نشاطها وسط صعود قوى للمؤشرات تأثراً بالنمو الاقتصادي المحلي والعالمي في تلك المرحلة.

### الفرع الثاني: سوق الأوراق المالية

#### أولاً: نشأة سوق الأردن للأوراق المالية

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينيات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الأسمنت الأردنية عام 1951. كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينيات. ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة، مما دعى الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين، وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على قوى العرض والطلب، وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق، حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية، فقام البنك المركزي خلال عامي 1975 و1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية، المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالاً تقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها وتلبيتها دعماً له وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي، وكثمرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي. وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي

بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/3/16، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ. كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1978/1/1.<sup>(1)</sup>

### ثانياً: الإصلاحات الهيكلية لسوق الأوراق المالية

تبنّت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة لسوقها المالي، تتمثل أهم ملامحها في التوجه الجديد في إحداث تغييرات مؤسسية في هذا السوق واستخدام أنظمة التداول والتسوية والتقاص الإلكترونية، وإزالة كافة معوقات الاستثمار وتقوية الرقابة عليه وصولاً إلى أعلى مستوى من الشفافية وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، وبما يتناسب مع التوجه نحو العولمة والانفتاح على العالم الخارجي. وقد كان صدور قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 من أهم معالم هذه التطورات، حيث يعتبر هذا القانون نقلة نوعية ونقطة تحول هامة في السوق المالي الأردني، حيث هدف هذا القانون إلى إعادة هيكلة وتنظيم هذا السوق، واستكمال بنيته التحتية بما يتفق والمعايير الدولية تحقيقاً للشفافية وسلامة التعامل بالأوراق المالية. ويتمثل الطابع المركزي في إعادة الهيكلة في فصل الدور الرقابي والتشريعي لسوق المال عن الدور التنفيذي، حيث تتولى هيئة الأوراق المالية الدور الرقابي والتشريعي، وتتولى بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)، ومركز إيداع الأوراق المالية الدور التنفيذي. وبموجب هذه الأهداف فقد تضمن القانون إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة لتحل محل سوق عمان المالي وهي:

- هيئة الأوراق المالية؛
- بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)؛
- مركز إيداع الأوراق المالية.

**1- بورصة عمان:** تولت بورصة عمان اعتباراً من 1999/3/11 مهامها كمؤسسة مستقلة إدارياً ومالياً ولا تهدف إلى الربح، وكجبهة وحيدة مصرح لها مزاوله العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية، تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استناداً إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997. ثم صدر قانون الأوراق المالية الجديد رقم (76) لسنة 2002 والذي سمح بإنشاء أكثر من سوق لتداول الأوراق المالية في المملكة. وفي سنة 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة، وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان. وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة..

<sup>(1)</sup> - الموقع الرسمي لسوق عمان للأوراق المالية <https://www.ase.com.jo/ar/node/844> تاريخ الاطلاع: 2017/08/15.

**2- هيئة الأوراق المالية:** تهدف الهيئة إلى مراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها، وتنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات التي تخضع لرقابتها وهي البورصة ومركز الإيداع ومعتمدي المهن المالية، كما تهدف الهيئة إلى تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين. وتتمتع هيئة الأوراق المالية باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء، مما يعزز من دورها ويمكنها من تحقيق أهدافها الرقابية على سوق رأس المال بكفاءة عالية. وللهيئة مجلس مفوضين مكون من خمسة أعضاء متفرغين، حيث تتمثل صلاحيات المجلس في إعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية والموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة والمركز، هذا بالإضافة إلى منح التراخيص المصدرة بموجب القانون وتحديد حدود للعمليات التي تتقاضاها شركات الخدمات المالية وأعضاء المركز. كذلك اعتماد المعايير المحاسبية والتدقيق للجهات الخاضعة لرقابتها وكذلك المعايير الواجب توفرها في مدققي الحسابات المؤهلين للتدقيق على الجهات الخاضعة لرقابتها.<sup>(1)</sup>

**3- مركز إيداع الأوراق المالية:** تم إنشاء هذا المركز بتاريخ 1999/5/10 بهدف الحفظ الأمين للملكية الأوراق المالية وتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتسوية أثمان الأوراق المالية بين الوسطاء. ويتمتع هذا المركز بشخصية اعتبارية واستقلال مالي وإداري ولا يهدف إلى الربح.

### الفرع الثالث: سوق لبنان للأوراق المالية

#### أولاً: نشأة سوق لبنان للأوراق المالية

تعتبر بورصة بيروت واحدة من أقدم الأسواق المالية في المنطقة، حيث يعود تاريخ تأسيسها للعام 1920، تحت سلطة الانتداب الفرنسي، وكانت ثاني أقدم سوق مالية في العالم العربي. في البداية انحصر التداول بالذهب والعملات الأجنبية، ليشمل مع بداية الثلاثينيات أسهم شركات لبنانية فرنسية هدفت إلى خصخصة مصالح القطاع العام من سكك الحديد والاتصالات والبريد وكانت بعض هذه الشركات مدرجة في بورصة باريس بالإضافة إلى بورصة بيروت. في أوائل الخمسينيات تميز الاقتصاد اللبناني بنشاط ملحوظ حيث بدأت شركات صناعية ومصرفية وخدمية تدخل البورصة لتعد بورصة بيروت أفضل سوق مالي في المنطقة مع دخول حوالي خمسين شركة. لكن مع اندلاع الأحداث اللبنانية 1975 تراجعت حركة التداول في بورصة بيروت، ومع تدهور الوضع الأمني، علق العمل في البورصة في سنة 1983، وفي سنة 1994 عينت الحكومة اللبنانية لجنة لوضع نظام

(1) - الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية الأردنية <http://www.jsc.gov.jo/Public/Arabic.aspx> تاريخ الاطلاع: 2017/08/17.

داخلي جديد للبورصة وتنظيم وتحديث آلية التداول وذلك بمساعدة بورصة باريس. في 22 جانفي 1996، عاودت بورصة بيروت نشاطها بعد توقف دام ثلاثة عشر عاما.<sup>(1)</sup>

### ثانيا: الهيئات المسؤولة عن إدارة سوق لبنان للأوراق المالية

**1- هيئة الأسواق المالية:** هي هيئة مستقلة تأسست بموجب القانون المتعلق بأسواق رأس المال رقم 161 الصادر بتاريخ 2011/08/18، وتهدف إلى تنشيط وتطوير سوق لبنان للأوراق المالية، وكذلك حماية المستثمرين من الممارسات غير المشروعة، وتضطلع هذه الهيئة للقيام بالمهام التالية:<sup>(2)</sup>

- تنظيم سوق الأوراق المالية وتأمين تطويرها وفق أحسن المعايير المحلية والدولية من أجل جذب المستثمر المحلي والدولي؛
- السهر على الحد من المخاطر التي يتعرض لها السوق؛
- وضع الإطار التنظيمي العام لإدراج الأدوات المالية والموافقة على تداولها في البورصة؛
- إصدار التراخيص لوسطاء السوق من أجل السماح لهم بمزاولة نشاطهم.

**2- مركز حفظ ومقاصة الأوراق المالية للبنان والشرق الأوسط:** تأسس هذا المركز سنة 1994 من قبل مصرف لبنان المركزي، ويتمثل هدفه الرئيسي في إجراء عمليات التسوية والمقاصة.

### الفرع الرابع: سوق تونس للأوراق المالية

#### أولا: نشأة سوق تونس للأوراق المالية

تعود أولى التجارب في مجال البورصة في تونس إلى إنشاء مكتب التصفية والمقاصة الذي استمر نشاطه من 1937 إلى 1945، حيث شهدت هذه الفترة أول إصدار رسمي للأوراق المالية (سند قرض عقاري) في السوق المحلي من طرف شركة فرنسية عام 1939، وهذا يعد مؤشرا ولو مبدئي لظهور سوق ثانوي، وفي عام 1945 تم إنشاء مكتب تسعير القيم المنقولة OTCVM لتحسين الأوضاع التي عرفت تونس. كما عرفت تونس ظاهرة عقد الصفقات في البورصة في العهد الاستعماري قبل استقلالها سنة 1956، أما الفترة الممتدة من الاستقلال وحتى سنة 1968 فقد توقفت بورصة تونس عن العمل. وفي سنة 1969 قامت السلطات التونسية بنشر أول قانون للاستثمارات وأعلنت عن إعادة انطلاق بورصة تونس للقيم المنقولة BVMT، حيث تم إنشاؤها بموجب القانون 69-13 المؤرخ في 1969/02/27 كمؤسسة عمومية ذات طابع تجاري تتمتع بالشخصية المدنية والاستقلال المالي،

<sup>(1)</sup> - الموقع الرسمي لبورصة بيروت <http://www.bse.com.lb/TheBSE/History/tabid/63/Default.aspx> تاريخ الاطلاع: 2017/12/30.

<sup>(2)</sup> - الموقع الرسمي لهيئة الأسواق المالية اللبنانية <https://www.cma.gov.lb/about-cma> تاريخ الاطلاع: 2017/12/28.

وتخضع لإشراف كاتب الدولة للتخطيط والاقتصاد وكان هذا في ظل السياسة الاقتصادية العامة التي تعطي أهمية كبيرة للقطاع الخاص، ونشير إلى أن بورصة القيم المنقولة بتونس بدأت نشاطها في ماي 1970. <sup>(1)</sup>

ثانيا: أهم الإصلاحات الهيكلية التي مرت بها بورصة تونس

تمثلت الإصلاحات الهيكلية التي مرت بها بورصة تونس فيما يلي: <sup>(2)</sup>

تمثلت الإصلاحات الأولية المتعلقة بالبورصة في وضع إطار شرعي وقانوني عصري تمثل أساسا في إصدار القانون رقم 111 لسنة 1988 المتعلق بدعم سوق الأوراق المالية، والقانون رقم 88 لسنة 1992 المتعلق بإنشاء صناديق الاستثمار، حيث أقر هذا القانون أهم التعديلات التي عملت على تشجيع الأفراد على توظيف مدخراتهم في الأوراق المالية.

بحلول سنة 1994 أصبح هدف السلطات المالية التونسية هو الوصول إلى المعايير الدولية في المجال التنظيمي والتقني للبورصة، ففي المجال التنظيمي صدر القانون رقم 117 لسنة 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية حيث أعاد تنظيم البورصة التونسية وعمل على فصل وظيفتي الرقابة وتنظيم السوق. أما في المجال التقني، فابتداء من أكتوبر 1996 انطلق العمل بنظام التداول الإلكتروني NSC المرتكز على تكنولوجيا متقدمة وفقا للمعايير الدولية.

من أجل تطوير السوق المالية وإعطائها دفعة جديدة صدر القانون رقم 92 لسنة 1999، والذي أعطى تسهيلات ضريبية في سبيل تحريك وزيادة العرض وكذا بعث الطلب في البورصة، وذلك من خلال تشجيع الشركات على دخول البورصة بإعطائها مزايا ضريبية، وكذلك اتخاذ إجراءات لتشجيع الادخار المالي المستثمر في شكل أسهم بإنشاء "حساب الادخار بالأسهم"، حيث يستفيد صاحبه من تخفيض في الضريبة المفروضة على دخله تصل إلى 50% من المبلغ المستثمر. كذلك سمح هذا القانون للشركات المسجلة التدخل لشراء إصداراتها الخاصة من أجل التقليل من التذبذب في الأسعار. كذلك سمح للأجانب بشراء أوراق مالية تمثل رأس مال شركات تونسية، دون فرض قيود أو شروط عليهم طالما أن هذه المساهمة لا تتجاوز 50% .

في شهر ديسمبر 2007 تم انطلاق السوق البديلة الموجهة إلى الشركات الصغرى والمتوسطة والتحول إلى تشغيل آخر نسخة لنظام التداول الإلكتروني NSC.

<sup>(1)</sup> - عيسى شقبق، يحيى أزغار، "محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية"، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، العدد 07، 2016، ص 53-54 .

<sup>(2)</sup> - الموقع الرسمي لبورصة تونس <http://www.bvmt.com.tn/ar/content> تاريخ الاطلاع: 2017/06/17.

## الفرع الخامس: بورصة الدار البيضاء

## أولاً: نشأة بورصة الدار البيضاء

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929، وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة". إن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين وتقنين تنظيم وسير هذه السوق. ففي سنة 1948، حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة. غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين، بقي المر على حاله إلى غاية سنة 1986، أين شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات. وقد مكنت هذه البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم. في سنة 1993، شهدت سوق البورصة مجموعة إصلاحات جذرية لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة.<sup>(1)</sup>

## ثانياً: الإصلاحات التي شهدتها بورصة الدار البيضاء

لقد عرفت بورصة الدار البيضاء مجموعة من الإصلاحات تمثلت في الآتي:<sup>(2)</sup>

في سنة 1993 تم إصدار والمصادقة على ثلاث نصوص قانونية مؤسسة تمثلت في القوانين رقم 211 والمتعلقة ببورصة القيم، و212 المتعلقة بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم، والقانون 213 المختص في الهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي في القيم المنقولة. يسعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة تحديثاً ملموساً من خلال:

- إنشاء مجلس القيم المنقولة للسهر على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة؛
- الترخيص لشركات البورصة بالعمل كوسطاء متخصصين، وجعلهم الجهة الوحيدة المؤهلة والمعتمدة لإجراء صفقات القيم المنقولة المدرجة؛
- إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وهم وسطاء ماليون تتلخص مهمتهم في إدارة محافظ القيم المنقولة حسب مبدأ توزيع المخاطر؛
- إنشاء شركة بورصة الدار البيضاء للقيم "SBVC"، وهي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسيير بورصة القيم، ويملك رأسمالها شركات البورصة المرخص لها بحصص متساوية.

(1) - الموقع الرسمي لبورصة المغرب <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/index.aspx> تاريخ الاطلاع: 2017/06/05.

(2) - المرجع السابق.

في سنة 1997، تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم 34 لسنة 1996 الذي قام بتعديل واستكمال القانون رقم 211 لسنة 1993 المتعلق ببورصة القيم، حيث قضى القانون المعدل بإحداث هيئة إيداع مركزية، في أكتوبر من سنة 1998 ومنذ ذلك التاريخ، شهدت بورصة الدار البيضاء انتعاشا ملحوظا.

في سنة 2000، تغير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء، شركة مجهولة الاسم ذات مجلس إدارة جماعية ومجلس رقابة.

ابتداء من سنة 2001، فقد تم اعتماد عدة أنظمة تخدم الجانب التقني للبورصة تمثلت في:

- اعتماد لا مركزية التداول الإلكتروني وتحويل عمليات البيع والشراء إلى مقرات شركات البورصة في جانفي 2001؛
- تقليل مدة إتمام الصفقات من (T+5) إلى (T+3) في ماي 2001؛
- إطلاق مؤشرات جديدة MADEX و MASI والمؤشرات القطاعية ومؤشرات المردودية ومؤشرات العملات في جانفي 2002.

في ديسمبر 2008 أنشأت بورصة الدار البيضاء لجنة متابعة من أجل تعديل النظام الإداري للشركة واعتماد مجلس إدارة وإدارة عامة عوض النمط المعتمد سنة 2000 في شكل إدارة جماعية ومجلس رقابة.

في أبريل 2009 تم الاعتماد الفعلي لنظام الحوكمة ويرتكز على مجلس إدارة وإدارة عامة.

### المطلب الثالث: البورصات في الدول التي أعطت القطاع العام الدور الأساسي في التنمية

تتمثل أسواق هذه المجموعة في الأسواق المالية في البلدان التي سادت فيها اتجاهات اشتراكية إلى وقت قريب (أواخر ثمانينيات وبداية تسعينيات القرن الماضي)، وبالتالي فهي تعتبر حديثة النشأة، وأقيمت في إطار إصلاحات اقتصادية تبنتها هذه البلدان من أجل خصوصية مؤسساتها العمومية والتوجه إلى نظام اقتصادي حر، وعليه فإن إنشاء هذه الأسواق جاء نتاج قرارات سياسية، دون أن تكون الأرضية الاقتصادية مهيئة لذلك، مما انعكس على ضعف أداء هذه الأسواق إن لم نقل انعدامه، ومن أمثلة هذه الأسواق بورصة الجزائر، سوق دمشق للأوراق المالية، سوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان، والسوق المالي الليبي.

## الفرع الأول: بورصة الجزائر

## أولاً: نشأة بورصة الجزائر

تعتبر الإصلاحات الجذرية التي مست الاقتصاد الجزائري في أواخر ثمانينيات القرن الماضي، والتي تهدف إلى التحول من النظام الاشتراكي الذي تسيطر عليه المؤسسات العمومية إلى نظام اقتصاد السوق. فانطلاقاً من قانون إعادة الهيكلة، التطهير المالي للمؤسسات العاجزة، قانون خصصة المؤسسات العمومية، والتي كانت كلها تهدف إلى تحضير المناخ المساعد لإرساء قواعد السوق المالية التي لها دور في تفعيل نظام التمويل.

في سنة 1990 بدا التحضير الفعلي لإنشاء بورصة الجزائر، حيث قامت صناديق المساهمة في 9 ديسمبر 1990 بإمضاء العقد التأسيسي لشركة القيم المنقولة SVM\* برأسمال إجمالي قدره 320 000.00 دج<sup>(1)</sup>، دون التصريح بكلمة بورصة لأنه في تلك الفترة لم يكن هناك أي نص قانوني ينظم نشاط البورصة. ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الرئيسي يتمثل في وضع تنظيم يسمح بتشغيل سوق المفاوضات على القيم المنقولة في أفضل الشروط. لقد بقيت هذه الشركة دون تشغيل، بالنظر إلى العوائق التنظيمية وضالة رأسمالها وكذلك عوائق أخرى متعلقة بضبط مهامها إلى أواخر سنة 1992، أين تم تعديل قوانينها الأساسية وعلى الخصوص البنود المتعلقة بتسميتها وموضوعها من أجل التحديد الدقيق والواضح بصفتها بورصة للقيم المنقولة.

## ثانياً: مراحل تطور بورصة الجزائر

منذ إنشائها مرت بورصة الجزائر بالمرحلة التالية:<sup>(2)</sup>

**1- المرحلة التقريرية (1990-1993):** ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر على ضوء نصوص قانونية تتمثل في:

- المرسوم 101/90 المؤرخ في 27 مارس 1990، الذي ينص على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط؛
- المرسوم 102/20 المؤرخ في نفس التاريخ السابق والذي ينص على إمكانية مفاوضة شهادات الأسهم التي تصدرها الشركات العمومية، كما أنشأت في نفس السنة شركة القيم المنقولة، حيث نصت قوانين هذه الشركة على وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية.

\* Société des Valeurs Mobilières.

<sup>(1)</sup> - المادة 01 من القانون 03/88 الصادر بتاريخ 2 جانفي 1988.

<sup>(2)</sup> - شمعون شمعون، البورصة - بورصة الجزائر - دار الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص 19.



## 2- المرحلة الابتدائية (1993-1996): كنتيجة لعدم وضوح دور شركة القيم المنقولة وضعف رأس مالها

الاجتماعي، تم الرفع في رأس مالها إلى 9 320 000.00 دج، كما تغير اسمها إلى "بورصة القيم المنقولة BVM\*"

حدد المرسوم التشريعي الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 الهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة وتتمثل في:

أ- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة \*\*COSOB: هي سلطة ضبط مستقلة، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي. تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993 المعدل والمتمم والمتعلق ببورصة القيم المنقولة.

تتولى اللجنة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها من خلال القيام بالمهام التالية:<sup>(1)</sup>

- مهام قانونية: وتتضمن اعتماد الوسطاء في البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم وتحديد مجال مسؤولياتهم، إلى جانب شروط تسيير حافظات الأوراق المالية؛

- مهام رقابية: تتمثل في التأكد من احترام القوانين، والسهر على مراعاة قواعد وأخلاقيات المهنة؛

- مهام تحكيمية وتأديبية: وذلك في حالة وجود نزاعات ما بين الوسطاء، أو في حالة التحقق من أي

إخلال بالالتزامات المهنية.

## ب- شركة تسيير بورصة القيم SGBV\*: وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475.200.000.00

دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 وتحقق إنجازها في 25 مايو 1997، وتمثل الشركة إطارا منظما ومضبوطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها. وقد شرعت الشركة منذ نشأتها في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة. تتمثل مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة في:<sup>(2)</sup>

\* - Bourse des Valeurs Mobilières.

\*\* - Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse.

(1) - الموقع الرسمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة <http://www.cosob.org/ar/missions> تاريخ الاطلاع: 2017/12/28.

\* - La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs

(2) - الموقع الرسمي لشركة تسيير بورصة القيم <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141> تاريخ الاطلاع: 2017/12/28.

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛
  - التنظيم المادي لخصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛
  - نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.
- ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

كما تم خلال هذه المرحلة إصدار المرسوم التشريعي رقم 175/94 المؤرخ في 13 جوان 1994 كأداة جديدة لتنظيم وتمويل الاقتصاد الوطني، بجميع رؤوس الأموال، وتمويل الاستثمار وبرامج التنمية.

**3- مرحلة الانطلاقة الفعلية (1996 إلى يومنا هذا):** حيث أنه بعد التجهيز التام لإنشاء بورصة القيم المنقولة من الناحية التنظيمية والقانونية تم الافتتاح الرسمي والفعلي للبورصة يوم 17 ديسمبر 1997.

#### الفرع الثاني: سوق دمشق للأوراق المالية

##### أولاً: نشأة سوق دمشق للأوراق المالية

يشهد الاقتصاد السوري في السنوات القليلة الماضية العديد من الإصلاحات التي تناولت كافة أوجه النشاط الاقتصادي، وكغيره من القطاعات كان للقطاع المالي نصيبه من هذه الإصلاحات بشكل عام، ولقطاع الأوراق المالية بشكل خاص، حيث أنشأت سوق دمشق للأوراق المالية بموجب المرسوم التشريعي رقم 55 لعام 2006، ونص المرسوم على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية، والاستقلال المالي والإداري، وترتبط بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت إشرافها، ويكون المقر الرئيسي للسوق مدينة دمشق، وقد تم الافتتاح الرسمي للسوق في 2009/03/10.

تشتمل سوق دمشق للأوراق المالية على السوق النظامية (الأولى) التي تفترض مجموعة من شروط الإدراج تتعلق بتوفر شروط الربحية والرسمة والشفافية والكفاءة وعدد المساهمين، والسوق الموازية (الثانية) وهي التي يتم من خلالها تنظيم التعامل بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج ميسرة.<sup>(1)</sup>

<sup>(1)</sup> - الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية <http://www.dse.sy/user/?page=about> تاريخ الاطلاع: 2017/12/15

## ثانياً: السلطات المسؤولة عن إدارة سوق دمشق للأوراق المالية

تعتبر هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية الجهة المسؤولة عن إدارة ومراقبة سوق دمشق للأوراق المالية، أنشئت بموجب القانون رقم 22 لعام 2005، ترتبط برئيس مجلس الوزراء وتتمتع بالشخصية الاعتبارية وبالاستقلال المالي والإداري ويكون مقرها دمشق. حيث تعتبر الهيئة حجر الأساس في بناء قطاع الأوراق المالية الذي ظل غائبا عن الساحة الاقتصادية وكذلك عن اعتبارات التنمية لفترة طويلة. تمارس الهيئة دورها بالإشراف والرقابة على قطاع الأوراق المالية والفعاليات المتعلقة به، من خلال:<sup>(1)</sup>

- تنظيم وتطوير الأسواق المالية والأنشطة والفعاليات الملحقه بها، بما يضمن تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية ويساهم في الحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية؛
- حماية المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة، أو التي تنطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاع؛
- تشجيع النشاط الادخاري والاستثماري بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.

## الفرع الثالث: سوق الخرطوم للأوراق المالية

## أولاً: نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية

بدأت فكرة إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان منذ سنة 1962 حيث تم إجراء العديد من الدراسات والاتصالات بدأتها وزارة المالية وبنك السودان بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي، وفي سنة 1982م تمت الموافقة على قانون سوق الأوراق المالية من قبل مجلس الشعب لكي ينظم إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان ولكن لم يتم أي شئ في هذا المجال حتى عام 1992م. بدأ العمل في السوق الأولية (سوق الإصدارات) في العاشر من شهر أكتوبر 1994م، كما بدأ العمل في السوق الثانوية (سوق التداول) في شهر جانفي من العام 1995م بعدد 34 شركة مدرجة.<sup>(2)</sup>

## ثانياً: مراحل تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية

فيما يلي ذكر لأهم المراحل المتميزة التي مر بها سوق الخرطوم للأوراق المالية:<sup>(3)</sup>

(1) - الموقع الرسمي لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية <http://scfms.sy/page/ar> تاريخ الاطلاع: 2018/01/15.

(2) - الموقع الرسمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية <http://www.kse.com.sd/Pages/Default.aspx?c=801> تاريخ الاطلاع: 2018/01/18.

(3) - المرجع السابق.

- في سنة 1999 بدأ العمل بنظام السوق الموازية وتم تصنيف الشركات المدرجة بالسوق الثانوية وفقا لاستيفائها الشروط المنظمة لإدراج الشركات في أي من السوقين النظامي والموازي؛
- في سنة 2001 بداية إصدار العديد من صكوك الصناديق الاستثمارية وشهادات المشاركة الحكومية (شهامه)؛
- في سنة 2003 تم إعلان مؤشر الخرطوم، وإدراج السوق في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي وإدراج سهم سوداتل تقاطعيا في سوق أبوظبي للأوراق المالية؛
- في سنة 2007 تم انضمام السوق لاتحاد البورصات الإفريقية، مما فتح آفاقا جديدة للتعاون الإقليمي بين أسواق المنطقة كما بدأ العمل الفعلي في مركز الإيداع؛
- في سنة 2010 تم اعتماد السوق بصفة مراقب في إتحاد البورصات العربية على أن يتمتع بكامل العضوية عند انعقاد الاجتماع القادم للإتحاد وتم توقيع عقود توريد وتركيب وتشغيل أجهزة البرامج وبداية تركيب شاشات العرض الداخلية الثابتة والمتحركة؛
- في سنة 2011 تم الانتهاء من اختبارات أنظمة التداول الإلكتروني واعتماد سوق الخرطوم للأوراق المالية عضو دائم بإتحاد البورصات العربي وبدأ التشغيل التجريبي لبرنامج التداول الإلكتروني؛
- في سنة 2013 تم تشغيل المرحلة الثانية للتداول الإلكتروني؛
- في سنة 2014 انضم سوق الخرطوم للأوراق المالية لمنظمة مراكز الإيداع والقيود المركزي بمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بالإضافة إلى المشاركة في الاجتماع الإقليمي للمنظمة الذي أقيم بدولة البحرين؛
- في سنة 2015 تم تعديل جلسات التداول لمواكبة نظام عمل بنك التسوية، كما قام سوق الخرطوم للأوراق المالية بإصدار منشور بإعادة هيكلة شركات الوساطة المالية العاملة بالسوق وذلك في جويلية 2015.

#### الفرع الرابع: سوق الأوراق المالية الليبي

##### أولا: نشأة سوق الأوراق المالية الليبي

بتاريخ 03-06-2006، أصدرت اللجنة الشعبية العامة القرار رقم 134 بإنشاء سوق الأوراق المالية الليبي وإصدار نظامه الأساسي، وبناءا عليه قامت اللجنة الشعبية العامة للاقتصاد التجارة والاستثمار بإصدار عدة قرارات منها:

- القرار رقم 244 لسنة 2006، بشأن تعيين المدير العام لسوق الأوراق المالية الليبي؛
- القرار رقم 332 المؤرخ في 16-07-2006، بشأن تحديد قواعد ورسوم واشتراكات أعضاء سوق الأوراق المالية الليبي؛

بتاريخ 03-04-2008 انطلق التداول الالكتروني والنظام الالكتروني للمقاصة والإيداع والقيود المركزي ونظام صندوق ضمان التسويات بعد أن تم ربط مقرري السوق في بنغازي وطرابلس ربطاً إلكترونياً.

يهدف سوق المال الليبي إلى خدمة مصلحة الاقتصاد الوطني الليبي ويعمل على ترسيخ أسس التعامل السليم والعادل وأحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية من أجل تنمية الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة والتي تسعى إلى رفع مستوى الكفاءات البشرية من خلال برنامج التدريب المستمر والمساهمة في تطوير المؤسسات المالية وإطارها بما يواكب التطور في عالم الأسواق المالية.<sup>(1)</sup>

### ثانياً: إدارة سوق المال الليبي

يتولى إدارة السوق لجنة تتكون من أمين عام وأربعة أعضاء آخرين تشترط فيهم الخبرة والكفاءة بعمل سوق الأوراق المالية، على أن يمثل الوسطاء في اللجنة بعضوين على الأقل، إلى جانب ذلك فقد نصت المادة رقم 15 من النظام الأساسي على أنه يكون للسوق لجنة مراقبة تتكون من ثلاثة أعضاء عاملين، واثنين احتياطيين، تعينهم الجمعية العمومية للسوق، ويجب أن تتوافر فيهم الخبرة بالشؤون المالية والمحاسبية والقانونية، وتتولى الجمعية العمومية للسوق تحديد المكافآت السنوية التي يتقاضونها، وتكون للمراقبين كافة الصلاحيات والاختصاصات المقررة للجنة المراقبة المنصوص عليها في القانون التجاري.

<sup>(1)</sup> - الموقع الرسمي لاتحاد البورصات العربية <http://www.arab-exchanges.org> تاريخ الاطلاع: 2018/01/17

## المبحث الثالث: تحليل مؤشرات الأداء والمؤشرات المالية للأسواق المالية العربية

تتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاقها وحجمها المنخفض نسبياً، والذي يعبر عنه بعدد الشركات المدرجة ونسبة القيمة السوقية. كما تتميز بسوق إصدار ضعيف إذا ما نظرنا إلى حجم وقيمة إصداراتها الأولية. وكل هذه المؤشرات تعتبر مؤشرات أداء تدل على مستوى معين من المخاطر المحيطة بهذه الأسواق. كما تتميز جل الشركات المقيدة في هذه الأسواق بمستوى متذبذب من الأداء المعبر عنه ببعض المؤشرات المالية المتعلقة خصوصاً بعوائد هذه الأسواق وعوائد أسهم الشركات المدرجة فيها، جل هذه المؤشرات سوف نتناولها بالتحليل من خلال هذا المبحث وللسنوات من 2013 إلى 2017، على أن يكون هذا التحليل على مجموعة أسواق دول الفئات المالي والحرية الاقتصادية، ومجموعة أسواق دول العجز المالي والحرية الاقتصادية، باعتبار أن مستوى أداء هذه الأسواق يسمح بتوفير البيانات عليها، في حين لم تتمكن الباحثة من توفير البيانات المتعلقة بأسواق الدول التي أعطت القطاع العام الدور الأساسي في التنمية، بسبب انخفاض مستوى أدائها، وعليه فإن جل المؤشرات سابقة الذكر تبقى من دون دلالة في هذه المجموعة من الأسواق.

## المطلب الأول: تحليل مؤشرات الأداء والمؤشرات المالية لأسواق دول الفئات المالي والحرية الاقتصادية

سنتطرق من خلال محتويات هذا المطلب إلى عرض وتحليل مؤشرات الأداء والمؤشرات المالية لأسواق دول الفئات المالي والحرية الاقتصادية في الفرعين التاليين:

## الفرع الأول: تحليل مؤشرات الأداء لأسواق دول الفئات المالي والحرية الاقتصادية

إن تحليل أداء الأسواق المالية يتم من خلال تحليل سوق الإصدار وتحليل سوق التداول، إلا أن انعدام البيانات المتعلقة بالإصدارات الجديدة جعلنا نتطرق فقط إلى سوق التداول الذي سوف يتم تحليله من خلال المؤشرات التالية:

- نسبة القيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الخام: يستخدم هذا المؤشر لقياس حجم السوق الكلي، ويعد مقياساً مناسباً لقدرة الدولة على تحريك رأس المال وتنويع المخاطر على المستوى الاقتصادي الكلي.
- عدد الشركات المدرجة: وهو مؤشر آخر يعبر عن حجم السوق من خلال عدد الشركات المدرجة والتي تظهر تنوع القطاعات الاقتصادية فيه.
- معدل دوران السهم: ويتمثل بالقيمة الكلية للأسهم المتداولة خلال فترة معينة كنسبة مئوية من متوسط القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة لتلك الفترة. وهو مؤشر يقيس درجة سيولة السوق. التي تمثل أولى أولويات

المستثمرين سيما أن الأسواق المالية ذات السيولة العالية تعتبر أقل مخاطرة، كونها تمكن المستثمرين من تصفية استثماراتهم متى اقتضت الحاجة لذلك، وبدون تذبذبات كبيرة في الأسعار.

وفيما يلي جدول يمثل تطور هذه المؤشرات لدول الفائض المالي والحرية الاقتصادية للسنوات من 2013 إلى 2017.

جدول رقم (03): تطور مؤشرات أداء الأسواق المالية في دول الفائض المالي والحرية الاقتصادية للفترة 2013-2017

2017	2016	2015	2014	2013	الدول	البيان
66	68.9	56.0	62.1	62.7	السعودية	نسبة القيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الخام (%)
77.9	92.7	71.7	87.7	75.4	قطر	
61.5	59.6	56.4	65.0	56.4	البحرين	
78.1	78.3	53.7	59.0	62.1	الكويت	
65.4	63.9	50.1	47.0	46.2	عمان	
35.8	32.2	26.2	26.5	29.1	أبو ظبي	
24.1	24.5	20.0	21.1	17.6	دبي	
186	176	171	169	163	السعودية	عدد الشركات المدرجة
42	42	43	43	42	قطر	
43	44	46	47	47	البحرين	
216	216	203	207	196	الكويت	
131	131	131	131	131	مسقط	
67	71	68	67	66	أبو ظبي	
63	61	59	59	55	دبي	
42.4	68.8	105.2	118.4	78.1	السعودية	معدل دوران الأسهم (%)
12.9	12.4	14.7	29.4	13.5	قطر	
1.6	1.7	1.6	1.6	1.6	البحرين	
23.5	11	10.5	20.9	35.8	الكويت	
11.2	5.7	9.7	15.6	15.6	مسقط	
12.3	11.5	14.3	35.8	19.8	أبو ظبي	
44.9	41.4	48	118.2	61.6	دبي	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على

- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، تقرير سنوي صادر عن صندوق النقد العربي، الملحق الإحصائي، أبو ظبي، 2014، ص 420.
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، تقرير سنوي صادر عن صندوق النقد العربي، الملحق الإحصائي، أبو ظبي، 2015، ص 471-473.
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، تقرير سنوي صادر عن صندوق النقد العربي، الملحق الإحصائي، أبو ظبي، 2016، ص 494-496.
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، تقرير سنوي صادر عن صندوق النقد العربي، الملحق الإحصائي، أبو ظبي، 2017، ص 364-366.

من خلال الجدول رقم (03) يمكن أن نحلل أداء الأسواق المالية لدول الفئات المالي والحرية الاقتصادية للفترة محل الدراسة وفق المؤشرات المذكورة سابقاً كما يلي:

• **نسبة القيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الخام:** يتبين لنا من خلال الجدول أن أكبر نسبة للقيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الخام كانت في سوق قطر للأوراق المالية حيث تراوحت بين 71.7% كأدنى نسبة حققت سنة 2015 و92.7% أعلى نسبة حققت سنة 2016، إن هذه النسب تظهر أهمية السوق المالية القطرية في تمويل الاقتصاد القطري خلال الفترة محل الدراسة، كما أنها تعكس التحسن في أسعار الأصول المالية المتداولة، أما عن أسواق كل من السعودية، البحرين، الكويت، وعمان، فقد ظهرت النسب فيها متقاربة، وكانت محصورة بين 47% و78.3% خلال كامل فترة الدراسة وبتذبذبات محدودة، مما يثبت أن مستوى تعبئة المدخرات من خلال السوق المالي في هذه الدول يميل إلى نفس المستوى. أما أقل نسبة للقيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الخام فكانت في أسواق دولة الإمارات (أبو ظبي ودبي)، حيث كانت سنة 2013 تقدر بـ 29.1% و17.6% على التوالي، وهي في ارتفاع مستمر ومنتظم لتصل إلى 35.8% و24.1% سنة 2017، ويعود سبب انخفاض هذه النسبة إلى حداثة نشأة هذين السوقين مقارنة بباقي الأسواق الخليجية. (تم إنشاؤهما سنة 2000) من جهة، وإلى ارتفاع قيمة الناتج الداخلي الخام لدولة الإمارات من جهة أخرى حيث تحتل المرتبة الثانية بعد المملكة العربية السعودية من حيث قيمة الناتج الداخلي الخام.

على العموم تبقى نسبة القيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الخام لأسواق هذه المجموعة جد منخفضة مقارنة بالأسواق المتقدمة وحتى الناشئة، حيث بلغت هذه النسبة سنة 2017 في هونغ كونغ 380%، وفي إنجلترا 135% وفي الولايات المتحدة الأمريكية 114% وفي كندا قدرت بـ 111% وماليزيا 137% وهذا دليل على ضعف هذه الأسواق في تعبئة المدخرات وخلق الاستثمار.

• **عدد الشركات المدرجة:** من خلال الجدول رقم (03) يتضح أن أكبر عدد للشركات المقيدة كان في سوق الكويت إذ تراوح بين 196 شركة و216 شركة يأتي بعده سوق الأسهم السعودي بعدد شركات تراوح بين 163 شركة سنة 2013 ويرتفع تدريجياً ليصل إلى 186 شركة سنة 2017، وبعده يأتي سوق سلطنة عمان بعدد شركات يقدر بـ 131 شركة خلال كامل فترة لدراسة، ويبقى عدد الشركات المقيدة في باقي أسواق المجموعة (قطر، البحرين، أبو ظبي، دبي) متواضع جداً تراوح بين 42 و68 شركة وإذا ما قارنا هذا العدد مع عدد الشركات المقيدة في بعض الأسواق الناشئة والمتقدمة لوجدناه جد منخفض حيث وصل عدد الشركات المقيدة سنة 2017 في ماليزيا 901 شركة، وفي كوريا الجنوبية 2134 شركة والولايات المتحدة الأمريكية 2286 شركة، وهذا دليل آخر على ضعف أسواق المجموعة



على تعبئة المدخرات وخلق الاستثمار من جهة، كذلك فإن الانخفاض في عدد هذه الشركات يعكس من جهة أخرى سبب انخفاض نسبة القيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الخام.

● **معدل دوران الأسهم:** من خلال الجدول رقم (03) يتضح أن أعلى معدل لدوران الأسهم كان في المملكة العربية السعودية وديبي بـ 118.4 % و 118.2 % على التوالي سنة 2014، لكن تبقى سوق الأسهم السعودي هي الأحسن من حيث التداول\*، حيث حققت معدلات مرتفعة خلال كامل فترة الدراسة تضاهي معدلات أكبر البورصات العالمية، حيث كانت هذه النسبة سنة 2014 في الولايات المتحدة الأمريكية 125 % وفي كوريا الجنوبية 139 %، ألمانيا 92 %، هونغ كونغ 123 % يأتي بعد ذلك سوق دبي المالي، حيث تراوحت فيه النسبة بين 118.2 % كقيمة قصوى حققها السوق سنة 2014 و 41.4 % كأدنى قيمة حققها سنة 2016 لتأتي بعدها أسواق كل من الكويت وأبو ظبي وسلطة عمان بمعدلات دوران تتراوح بين 5.7 % و 35.8 %، فيما كانت سوق البحرين هي الأقل نشاطا خلال هذه الفترة، بمعدل دوران في حدود 1.6 % خلال كامل فترة الدراسة.

لو قمنا بتقييم أداء هذه الأسواق من حيث معدل دوران الأسهم فيها لوجدناه ضعيفا، ما عدا سوق المملكة العربية السعودية وديبي، ويمكن أن ننسب ضعف السيولة في هذه الأسواق إلى الأسباب التالية:

- وجود عدد كبير من الشركات العائلية والشركات المغلقة؛
- غياب ثقافة الاستثمار المالي عند أغلب الشعوب العربية، وعدم فتح باب الاستثمار أمام المستثمر الأجنبي إلا بشروط؛
- التخوف الشديد من الأزمات التي قد تمس الأسواق المالية؛
- تغير سلوك المتعاملين من المضاربة إلى الاستثمار متوسط طويل الأمد، وبالتالي الاحتفاظ بالأسهم لمدة أطول، وكذلك توجه جزء من السيولة إلى الاستثمار العقاري.

### الفرع الثاني: تحليل المؤشرات المالية لأسواق دول الفئات المالي والحرية الاقتصادية

إن الهدف من تحليل المؤشرات المالية هو التعرف على الأداء المالي للشركات المدرجة في كل سوق، وهل قيمة أسهم هذه الشركات من وجهة نظر المتعاملين به مرتفعة وبالتالي تعكس آفاق جيدة للسوق، أو منخفضة تدل على تردى الأوضاع به. إن تحليل المؤشرات المالية لهذه الأسواق يساعدنا على فهم بعض العوامل التي يمكن أن تؤثر على قيمة الأسهم المدرجة في هذه الأسواق وفي حدود ما توفر من إحصائيات سوف نتطرق إلى المؤشرات التالية:

\* - نذكر أن سوق الأسهم السعودي تصدرت البورصات العالمية عامي 2005 و 2006 من حيث النشاط، حيث بلغ معدل دوران الأسهم بما 203 % و 288.5 % على التوالي.

- **عوائد أو خسائر المؤشر الرئيسي للسوق:** يستخدم هذا المؤشر في قياس تذبذب المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية، وبالتالي فهو يقيس مجمل أرباح أو خسائر السوق.
  - **مضاعف السعر إلى العائد:** حيث يحسب بالعلاقة التالية: سعر الإغلاق / عائد السهم. تؤخذ هذه النسبة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي بالمتوسط الحسابي لإجمالي الأسهم المقيدة في كل سوق. تظهر هذه النسبة جاذبية أسهم الشركة مقارنة بأسهم الشركات الأخرى، إن تحليل هذه النسبة في هذا المقام يسمح لنا بقياس جاذبية هذه الأسواق المالية للاستثمار فيها مقارنة مع الأسواق الأخرى، بحيث كلما كانت النسبة منخفضة كلما دل ذلك على أن السوق واعد، وعوائد الشركات المدرجة فيه مرتفعة.
  - **القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية:** تستخدم هذه النسبة لمعرفة ما إذا كانت أسهم الشركة مقيمة بأقل من قيمتها الدفترية أو أكثر، وتؤخذ هذه النسبة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي بمتوسط هذه النسبة لإجمالي الشركات المقيدة في كل سوق. إن تحليل تطور هذه النسبة يسمح لنا بمعرفة فيما إذا كانت أسهم هذه السوق لها أداء جيد أم لا، وبالتالي هل هي جذابة للاستثمار فيها أم لا.
- وفيما يلي جدول يمثل تطور هذه المؤشرات لدول الفئات المالي والحرية الاقتصادية للسنوات من 2013 إلى 2017.

جدول رقم (04): تطور المؤشرات المالية للأسواق المالية في دول الفئات المالي والحرية الاقتصادية للفترة 2013-2017

2017	2016	2015	2014	2013	الدول	البيان
-1.92	4.3	-17.1	-2.4	25.5	السعودية	التغير السنوي في مؤشر الأسعار (%) *
1.86	0.1	-15.1	18.4	24.2	قطر	
2.03	0.4	-14.8	14.2	17.2	البحرين	
-1.25	2.4	-14.1	-13.1	27.2	الكويت	
-3.7	7.0	-14.8	-7.2	18.6	مسقط	
1.62	5.6	-4.9	5.6	63.1	أبو ظبي	
-2.07	12.1	-16.5	12.2	107.7	دبي	
15.7	17.2	19.5	23.7	15.5	السعودية	مضاعف السعر إلى العائد **
15.2	16.7	18.9	27.4	25.2	قطر	
9.6	9	8.9	10.4	10.1	البحرين	
/	/	/	/	/	الكويت	
/	/	/	/	/	مسقط	
/	/	10.44	12.26	13.17	أبو ظبي	
12.9	11.52	10.91	18.25	21.1	دبي	
1.7	1.3	1.2	2.1	2.2	السعودية	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية **
0.8	1.1	0.9	0.9	1.3	قطر	
1.1	0.9	0.9	1.1	0.9	البحرين	
/	/	/	/	/	الكويت	
/	/	/	/	/	مسقط	
/	/	1.35	1.56	1.62	أبو ظبي	
0.92	1.21	1.18	1.54	1.5	دبي	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على

\* "التقرير الاقتصادي العربي الموحد"، الملاحق الإحصائية، تقرير سنوي صادر عن صندوق النقد العربي، أبو ظبي، سنوات 2014-2015-2016-2017، ص 412-472-495-365 على التوالي.

\*\* "أداء الأسواق المالية العربية"، نشرة فصلية صادرة عن صندوق النقد العربي، أبو ظبي، النشرات الصادرة لسنوات 2014-2015-2016-2017. (/) المعطيات غير متوفرة.

من خلال الجدول رقم (04) يمكن أن نحلل المؤشرات المالية لأسواق دول الفئات المالي والحرية الاقتصادية كما

يلي:

• التغير في مستوى المؤشر الرئيسي للأسعار: من خلال الجدول رقم (04) يتضح أن أعلى درجة للتقلب

في الأسعار كانت في أسواق كل من دبي، أبو ظبي، والسعودية، تراوحت في سوق دبي المالي من ارتفاع سنة 2013 قدر بـ 107.7 % وانخفاض سنة 2015 بنسبة 16.5 %، أما في سوق أبو ظبي فقد ارتفع المؤشر العام للأسعار بين

63.1 % سنة 2013 وانخفض إلى غاية 4.9 % سنة 2015. وفي سوق الأسهم السعودي فقد كانت أكبر نسبة للارتفاع أيضا سنة 2015 بـ 25.5 % وانخفاض سنة 2015 بـ 171.1 % تأتي بعد ذلك أسواق كل من الكويت، قطر، سلطنة عمان والبحرين بتذبذبات أقل حدة.

إن ما يلفت الانتباه في هذا المؤشر هو أن كل أسواق المجموعة لها اتجاه واحد كل سنة، ففي سنة 2013 كان لجميع أسواق المجموعة اتجاه صعودي، وجاء هذا متماشيا مع الأسواق المالية العالمية، حيث شهد مؤشر Nasdaq ارتفاع بنحو 38.3% وارتفع مؤشر Dowjones بنسبة 26.5 % وسجل مؤشر Nikkei 225 ارتفاعا بلغت نسبته 56.7 % كما ارتفع مؤشري CAC 40 و FTSE 100 بنسبة 18 % و 14 % على التوالي.<sup>(1)</sup>

نلاحظ أن الارتفاعات الأكبر خلال سنة 2013 كانت في سوقي كل من دبي وأبوظبي الماليين، ربما يعزى هذا الارتفاع الكبير إلى حدثين مهمين هما ترقية سوقي أبو ظبي ودبي إلى مصف الأسواق الناشئة.

أما في سنة 2014، فقد شهدت المؤشرات الرئيسية للأسعار مستويات متباينة بين انخفاض أسواق كل من السعودية، الكويت، سلطنة عمان، ربما يرجع ذلك بشكل رئيسي إلى التراجع الحاد في مستويات أسعار النفط العالمية، ما أثار حالة من الإرتباك بين أوساط المتعاملين أدى إلى فقدان البورصات الخليجية على وجه الخصوص الكثير من المكاسب التي تحققت خلال الأشهر الثمانية الأولى من سنة 2014، لكن في المقابل نجد ارتفاع بورصات كل من قطر والبحرين وأبو ظبي ودبي، يرجع هذا الارتفاع إلى التحسن في غالبية القطاعات بالخصوص قطاع الاستثمار والخدمات المالية، وقطاع البنوك وقطاع العقارات والإنشاءات.

في سنة 2015، فقد شهدت كل أسواق المجموعة تراجعا حادا في الأسعار، يرجع سبب هذا التراجع بشكل أساسي إلى استمرار الانخفاض في أسعار النفط العالمية. أما عن سنة 2016 فقد تحسنت كل أسواق المجموعة، ويعزى معظم هذا التحسن المحقق إلى اتفاق منظمة الدول المصدرة للبترول إلى تخفيض كمية الإنتاج في أواخر سنة 2016.

أما فيما يخص سنة 2017 فقد تباين فيها أداء الأسواق الخليجية، حيث سجلت مؤشرات بورصات كل من السعودية، دبي، الكويت، سلطنة عمان تراجعاً فيما ارتفعت المؤشرات في باقي أسواق المجموعة.

<sup>(1)</sup> - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع، التطورات النقدية والمصرفية في أسواق المال في الدول العربية، تقرير صادر عن صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2014، ص 157.

• **مضاعف السعر إلى العائد:** من خلال الجدول رقم (04) نلاحظ أن مضاعف السعر إلى العائد أو ما يصطلح عليه مضاعف الربحية لم تتوفر بياناته في كل أسواق المجموعة، ولكن إجمالاً يمكن ذكر الملاحظات التالية بخصوص المعلومات المتوفرة:

أكبر مضاعف للربحية كان في سوق قطر المالي، والمعروف أنه كلما كان هذا المؤشر مرتفعاً، كما دل ذلك على انخفاض الأرباح، وبالتالي يمكن القول أن مستوى أرباح إجمالي الشركات المدرجة في بورصة قطر (القيمة مأخوذة بالمتوسط)، كان هو الأقل في دول العينة ليأتي بعدها سوق الأسهم السعودي، فيما كان سوقي كل من أبو ظبي ودبي هما الأحسن حسب هذا المؤشر، وهذا دليل على جودة الشركات المدرجة فيهما وقدرتها على تحقيق أرباح.

• **القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية:** كما ذكرنا سابقاً نستخدم هذه النسبة لمعرفة تقييم المستثمر لأداء الشركة، فإذا كان هذا الأداء جيد من وجهة نظره تكون النسبة أكبر من الواحد (بمعنى أنه يقيم سهم هذه الشركة بأكبر من قيمته الدفترية) والعكس إذا كانت النسبة أقل من الواحد، فيكون أداء الشركة سيء من وجهة نظره (بمعنى أنه يقيم سهم هذه الشركة بأقل من قيمته الدفترية)، وإذا نظرنا إلى هذه النسبة محسوبة للسوق ككل، فإنها تكشف عن مدى جاذبية هذه السوق للاستثمار فيها، وحسب معطيات الجدول رقم (04) فإننا نجد أن قيمة هذا المؤشر في أسواق كل من السعودية، أبو ظبي، دبي، كان أكبر من الواحد، وهذا يكشف أن أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق جذابة للاستثمار فيها، في حين كانت هذه النسبة في سوقي كل من قطر والبحرين متباينة ولكنها قريبة قيمة الواحد، وهذا يدل على استقرار أداء الشركات بها من جهة، وأن الأسهم المتداولة فيها تستخدم للاستثمار طويل الأجل وبعيدة كان البعد على المضاربة.

### المطلب الثاني: تحليل مؤشرات الأداء والمؤشرات المالية لأسواق دول العجز المالي والحرية الاقتصادية

سننظر من خلال محتويات هذا المطلب إلى عرض وتحليل مؤشرات الأداء والمؤشرات المالية لأسواق دول العجز المالي والحرية الاقتصادية في الفرعين التاليين:

#### الفرع الأول: تحليل مؤشرات الأداء لأسواق دول العجز المالي والحرية الاقتصادية

سوف نقوم بتحليل أداء الأسواق المالية لدول العجز المالي والحرية الاقتصادية استناداً إلى المؤشرات السالف تعريفها والتي نستعرضها من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (05): تطور مؤشرات أداء الأسواق المالية في دول العجز المالي والحرية الاقتصادية للفترة 2013-2017

2017	2016	2015	2014	2013	الدول	البيان
19.8	10.4	19.1	25.1	22.8	مصر	نسبة القيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الخام (%)
59.8	68.9	70.7	69.8	76.6	الأردن	
22.4	25.6	22.6	23.5	23.4	لبنان	
22.2	20.8	18.3	20.8	18.2	تونس	
61.4	46.4	50.5	53.2	49.9	المغرب	
223	222	221	214	212	مصر	عدد الشركات المدرجة
194	224	228	236	240	الأردن	
30	30	30	30	28	لبنان	
81	79	78	72	65	تونس	
75	75	75	77	75	المغرب	
58.1	51.6	57.7	37.8	37.5	مصر	معدل دوران السهم (%)
12.4	13.2	16.6	12.5	12.4	الأردن	
3.6	0.7	6.5	5.4	3.3	لبنان	
6.1	7.5	8.6	8.6	10.2	تونس	
11.5	10.2	10.6	10.6	13.4	المغرب	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على

- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، تقرير سنوي صادر عن صندوق النقد العربي، الملحق الإحصائي، أبو ظبي، 2014، ص 420.
  - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، تقرير سنوي صادر عن صندوق النقد العربي، الملحق الإحصائي، أبو ظبي، 2015، ص 471-473.
  - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، تقرير سنوي صادر عن صندوق النقد العربي، الملحق الإحصائي، أبو ظبي، 2016، ص 494-496.
  - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، تقرير سنوي صادر عن صندوق النقد العربي، الملحق الإحصائي، أبو ظبي، 2017، ص 364-366.
- من خلال الجدول رقم (05) يمكن أن نحلل أداء الأسواق المالية لدول العجز المالي والحرية الاقتصادية للفترة محل الدراسة وفق المؤشرات المذكورة سابقاً كما يلي:

• **نسبة القيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الخام:** تبين لنا من خلال الجدول رقم (05) أن أكبر نسبة للقيمة السوقية كانت من نصيب سوق الأردن للأوراق المالية، وكانت محصورة بين 76.7% و 68.9% خلال فترة الدراسة تلتها بورصة المغرب بنسبة تراوحت بين 53.2% و 46.4%، وهذه النسب تثبت أهمية السوق المالية لهذين البلدين في تعبئة المدخرات وخلق الاستثمار والثروة، في حين نجد أن هذه النسبة ظهرت متقاربة في باقي أسواق المجموعة (مصر ولبنان وتونس) وجاءت متراوحة بين 25.1% و 15.6% في مصر، و 25.6% و 22.4% في لبنان و 20.8% و 18.2%

في تونس. إن انخفاض هذه النسبة في أسواق البلدان المذكورة يثبت ضعف السوق المالي في تمويل القطاع الحقيقي في هذه البلدان إجمالاً، كما تبقى هذه النسبة منخفضة إذا ما قارناها بأسواق الدول المتقدمة والناشئة.

• **عدد الشركات المدرجة:** حسب الجدول رقم (05) يتضح أن أكبر عدد للشركات المدرجة كان في سوقي كل من الأردن ومصر، حيث تراوح عدد الشركات المدرجة خلال فترة الدراسة في سوق الأردن بين 240 و194 شركة، أما في مصر فقد تراوح بين 212 و223 شركة، هذا يثبت التنوع القطاعي في هذه الأسواق من جهة، ووعي المستثمرين (طالبي التمويل) باللجوء إلى هذه الوسيلة لطلب التمويل من جهة ثانية.

في حين يبقى عدد الشركات في باقي أسواق المجموعة جد متواضع تراوح بين 65 و81 شركة في سوق تونس ومن حدود 75 شركة في بورصة المغرب و30 شركة في بورصة لبنان وهو عدد منخفض جدا إذا قورن بعدد الشركات في الأسواق الناشئة الأخرى، وهذا يؤكد ما توصلنا إليه من نتيجة سابقة حول عدم قدرة هذه الأسواق على خلق الاستثمار والثروة في بلدانها.

• **معدل دوران السهم:** يتضح من خلال الجدول رقم (05) أن سوق مصر للأوراق المالية هو الأكثر سيولة في أسواق المجموعة، حيث تراوح معدل الدوران به بين 37.5 % سنة 2013 و58.1 % سنة 2017، تلاها سوقي الأردن والمغرب بنسب متقاربة تراوحت بين 16.6 % و12.4 % في سوق الأردن، وبين 13.4 % و10.2 % في سوق المغرب ليأتي بعدها سوق تونس للأوراق المالية يث كان معدل دوران الأسهم به متراوح بين 6.1 % و10.2 %، ليحل في المرتبة الأخيرة سوق لبنان للأوراق المالية بنسب تراوحت بين 0.7 % و6.5 %.

إن هذه الإحصائيات توضح ضعف السيولة في الأسواق المالية لهذه المجموعة، باستثناء سوق مصر، مقارنة مع جل الأسواق الناشئة حتى مع أسواق مجموعة الفائض المالي والحرية الاقتصادية، ولعل أهم الأسباب التي أدت إلى انخفاض السيولة بهذه الأسواق هي غياب الاستقرار السياسي والاجتماعي والأمني بهذه البلدان، خاصة بعد ثورات الربيع العربي التي امتدت آثارها إلى جل الدول العربية، مما أدى إلى هروب المستثمر الأجنبي الذي كان يلعب دوراً حيوياً في تحريك سيولة هذه الأسواق.

### الفرع الثاني: تحليل المؤشرات المالية لأسواق دول العجز المالي والحرية الاقتصادية

سوف نقوم بتحليل المؤشرات المالية للأسواق المالية لدول العجز المالي والحرية الاقتصادية استناداً إلى المؤشرات السالف تعريفها والتي نستعرضها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (06): تطور المؤشرات المالية للأسواق المالية في دول العجز المالي والحرية الاقتصادية للفترة 2013-2017

2017	2016	2015	2014	2013	الدول	البيان
-3.68	86.5	-21.8	31.6	24.2	مصر	التغير السنوي في مؤشر الأسعار (%) <sup>*</sup>
-2.12	1.6	-1.3	4.8	5.5	الأردن	
2.62	8.9	-0.9	16.3	-4.4	تونس	
1.04	31.2	-7.8	5.6	-2.6	المغرب	
14.8	15.1	13.9	17.8	15.7	مصر	مضاعف السعر إلى العائد <sup>**</sup>
19.5	16.6	14	15.3	14.7	الأردن	
13.6	13.3	13.9	15.6	/	تونس	
/	/	10.44	/	/	المغرب	
2.5	3.1	2.4	2.2	/	مصر	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية <sup>**</sup>
1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	الأردن	
/	2	/	2.2	/	تونس	
/	/	1.35	/	/	المغرب	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على

<sup>\*</sup> "التقرير الاقتصادي العربي الموحد"، الملاحق الإحصائية، تقرير سنوي صادر عن صندوق النقد العربي، أبو ظبي، سنوات 2014-2015-2016-2017. ص 412-472-495-365 على التوالي.

<sup>\*\*</sup> "أداء الأسواق المالية العربية"، نشرة فصلية صادرة عن صندوق النقد العربي، أبو ظبي، النشرات الصادرة لسنوات 2014-2015-2016-2017. (/) المعطيات غير متوفرة.

من خلال الجدول رقم (06) يمكن أن نحلل المؤشرات المالية لأسواق دول العجز المالي والحرية الاقتصادية كما يلي:

- **التغير السنوي في مؤشر الأسعار:** من خلال الجدول رقم (06) نلاحظ أن أعلى درجة للتقلب في الأسعار كانت في سوق مصر للأوراق المالية تراوحت بين انخفاض يقدر بـ 51.8 % سنة 2015 وارتفاع يقدر بـ 86.5 % سنة 2016 تلتها فيما بعد بورصة المغرب حيث تراوح التقلب في الأسعار بين انخفاض بـ 7.8 % سنة 2015 وارتفاع يقدر بـ 31.2 % سنة 2016، ليأتي بعدها سوق تونس المالي الذي كان أقل حدة في التقلب، تراوح بين انخفاض بقيمة 4.4 % سنة 2013، وارتفاع يقدر بـ 16.3 % سنة 2014 لتكون بورصة الأردن هي الأكثر استقراراً في الأسعار، حيث كانت التقلبات فيها محدودة.

إن البورصة المصرية وعلى الرغم من أنها أكثر أسواق المجموعة سيولة كانت هي الأكثر تقلباً، وهذا متناقض مع المبادئ النظرية، ربما يكون هذا التناقض نتيجة ترددي الأوضاع السياسية السائدة في مصر، وكذلك كثرة المضاربات والابتعاد عن الاستثمار طويل الأجل.



نلاحظ أن اتجاه تغير الأسعار سنويا في أسواق المجموعة كان متقاربا، ففي سنة 2013 نلاحظ ارتفاع مؤشر الأسعار في بورصتي كل من مصر والأردن فيما عرف مؤشر الأسعار لبورصتي تونس والدار البيضاء تراجعاً. يفسر التراجع في بورصة تونس باضطراب المشهد السياسي والتخفيضات المتكررة من قبل وكالات التصنيف الدولية لتونس.

أما عن سنة 2014 فقد جاء أداء مؤشرات الأسعار الرسمية لبورصات المجموعة جيدا، حيث ارتفعت كل المؤشرات هذا الأداء جاء مماشيا مع جل البورصات العالمية، إن أكثر الارتفاعات خلال السنة المذكورة كان في البورصة المصرية بنسبة قدرها 31.6 %، ويعزى جزء كبير من هذا الارتفاع إلى التحسن الملموس في الأوضاع السياسية والأمنية، المتحقق سنة 2014.

في سنة 2015 شهدت مؤشرات أسعار كل أسواق المجموعة انخفاضات في قيمتها، وقد جاءت هذه الانخفاضات متماشية مع أداء معظم الأسواق المالية في الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية، حيث انخفضت مؤشرات مورغن ستانلي للأسواق الناشئة (MSCI) في كل من أمريكا اللاتينية وأوروبا الشرقية، وأسواق شرق وجنوب آسيا بنسب 31.8 % و 15.7 % و 10.9 % على التوالي، خلال سنة 2015. أما عن سنة 2016 فقد ارتفعت مؤشرات أسعار جميع أسواق المجموعة وكان أكثر هذه الارتفاعات في بورصة مصر، قدر بـ 86.5 % يرجع السبب الأساسي لهذا الارتفاع إلى قرار تعويم سعر صرف الجنيه المصري، أما عن ارتفاع مؤشرات الأسعار في بورصتي المغرب وتونس فقد كان بسبب التراجع المسجل في سعر صرف اليورو أمام العملات الأخرى، حيث تعتبر منطقة اليورو الشريك الاقتصادي الاستراتيجي لدول المغرب العربي.

• **مضاعف السعر إلى العائد:** من خلال الجدول رقم (06) نلاحظ أن مضاعف السعر للعائد، وحسب البيانات المتوفرة، كان بمؤشرات في مستويات جيدة، تثبت أن الشركات المدرجة من كل سوق من أسواق المجموعة لها آفاق واعدة وتحقق أرباحا في المستوى.

• **القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية:** حسب البيانات المتوفرة المبينة في الجدول رقم (06) يتضح أن أعلى نسبة للقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كانت من نصيب البورصة المصرية، وهذا متوقع في ظل ارتفاع معدل دوران الأسهم لهذه الأخيرة، وكذلك في ظل التذبذبات الكبيرة في مستويات الأسعار وهذا ما سوف ينتج عنه مغالاة في القيمة السوقية خصوصا أن البورصة المصرية تكثرت فيها المضاربات. لتأتي بعدها بورصة تونس ثم سوق الأردن المالي بنسبة معقولة تتراوح بين 1.3 و 1.2 وهذا يثبت مرة أخرى أن المستثمر في البورصة الأردنية هو مستثمر عقلاني ويتعد عن المضاربات العشوائية التي تؤدي بالأسعار إلى الارتفاعات والانخفاضات المغالى فيها.

### خلاصة الفصل الثالث

نظرا للدور الكبير الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد، أدركت الدول العربية أهمية إنشاء وتطوير مثل هذه الأسواق، بهدف خلق السيولة النقدية اللازمة لتمويل الاستثمارات وخدمة عملية التنمية، لأجل هذا عملت على تقوية الأطر التشريعية والرقابية، وزيادة الشفافية وتوفير المعلومات، وكذا تطوير أنظمة التداول والتسوية والحفظ المركزي، كما قامت بتشجيع عمليات الخوصصة وتوسيعها مع تهيئة الأرضية لاستقبال الاستثمار الأجنبي، فسجلت نتيجة هذا تحسنا نسبيا في أداءها، إلا أن درجة هذا التحسن تختلف من فترة إلى أخرى ومن سوق لآخر. وهو أمر طبيعي نظرا للتباينات الموجودة في الاقتصاديات العربية. كذلك هذا التحسن في الأداء يبقى بعيدا عن مستوى أداء الأسواق المتقدمة والناشئة الأخرى. وعليه يمكن الحكم على الأداء الإجمالي لهذه الأسواق أنه منخفض وذلك من خلال المؤشرات التالية:

- تتميز الأسواق المالية العربية بانخفاض نسبة القيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الخام وهذا يثبت ضعف هذه الأسواق في تمويل الاقتصاد، وخلق الاستثمار المنتج؛
  - تتميز الأسواق المالية العربية بانخفاض عدد الشركات المقيدة، مما يؤكد نقص التنوع القطاعي في هذه الأسواق؛
  - تتميز الأسواق المالية العربية بانخفاض شديد في السيولة، وهذا يعد مؤشرا لارتفاع مخاطر الاستثمار فيها؛
  - تتميز الأسواق المالية العربية بتذبذب أسعارها، معبرا عنها بالمؤشرات الرئيسية لأسعار السهم فيها، كما تتميز بانخفاض ربحية الشركات المقيدة فيها.
- هذه المؤشرات والتي يمكن اعتبارها مخاطر خاصة بالاستثمار في الأسواق المالية العربية، سوف نحاول إدراج أهمها في نموذج لاكتشاف مدى تأثيرها على قيمة الأسهم المتداولة فيها وهذا من خلال محتويات الفصل الموالي.

# الفصل الرابع:

دراسة قياسية من أجل تقدير نموذج لتقييم  
الأصول المالية في الأسواق المالية العربية



## تمهيد

نهدف من خلال هذه الدراسة القياسية إلى اقتراح نموذج لتقييم الأصول المالية يأخذ بعين الاعتبار خصوصية الأسواق المالية العربية، من انخفاض للسيولة، انخفاض معدلات المدودية، وتذبذب الأسعار. اشتقت فكرة هذا النموذج بناء على النماذج المقدمة في النظرية المالية الحديثة، خصوصا نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل. حيث أبقينا على المخاطر النظامية في النموذج المقترح والمقاسة بالمعامل  $\beta$ ، باعتبارها مخاطر عامة تمس جميع الأصول المتداولة على اختلاف أنواعها، وأضفنا إليها متغيرات أخرى تعكس ولو نسبيا خصوصية الأسواق المالية العربية تمثلت في ربحية السهم، مضاعف الربحية، سيولة السهم، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، نأتي لشرحها من خلال هذا الفصل الذي سوف يكون في مبحثين كما يلي:

**المبحث الأول:** منهجية الدراسة القياسية

**المبحث الثاني:** تقدير النموذج وعرض النتائج

### المبحث الأول: منهجية الدراسة القياسية

سوف نتناول من خلال هذا المبحث وصف مجتمع الدراسة، وبيان معايير اختيار العينات منه وعناصرها وبياناتها الأساسية. كما يشتمل أيضا على وصف البيانات المستخدمة في الدراسة ومصادرها، إضافة إلى وصف الإجراءات المتبعة لجمع وتحليل البيانات واختبار الفرضيات.

#### المطلب الأول: التعريف بمعطيات الدراسة

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى وصف عينة الدراسة ومعايير اختيارها في الفرع الأول، ثم نأتي لتقديم فترة الدراسة في الفرع الثاني من هذا المطلب.

#### الفرع الأول: عينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في كل الأسواق المالية العربية، ولكن نظرا لتعذر الحصول على البيانات الخاصة بكل هذه الأسواق، طبقت هذه الدراسة على مجموعة منها فقط هي سوق الأسهم السعودي، سوق قطر للأوراق المالية وسوق البحرين للأوراق المالية، وسوق الأردن للأوراق المالية، والبورصة المصرية. إن اختيار هذه العينة بالذات جاء نتيجة توفر البيانات فيها خصوصا ما تعلق بالمؤشرات المالية للشركات المدرجة فيها.

#### أولا: سوق الأسهم السعودي

تم اختيار عينة قصدية في حدود 10 % من مجموع الشركات المدرجة على أساس شهر جانفي 2013، حيث كان عدد الشركات المدرجة 156 شركة اختيرت منها 16 شركة من جميع قطاعات السوق، بحيث يكون الاختيار على أساس أكبر الشركات رسمة في السوق، وتمثل العينة المختارة ما قيمته 61.69 % من إجمالي رسمة السوق، كي تكون أكثر تمثيلا لمجتمع الدراسة. إضافة توفر الشروط التالية في العينة محل الدراسة:

- الشركات التي لم يتم إيقاف التداول في أسهمها خلال فترة الدراسة؛
- الشركات التي لم يتم تحويل ملكيتها أو دمجها خلال فترة الدراسة.
- الشركات التي حققت نتائج مالية إيجابية ومستقرة خلال فترة الدراسة.

والجدول الموالي يوضح الشركات المختارة مع تبيان القطاع الذي تنتمي إليه، وكذا نسبة رسمتها إلى إجمالي رسمة السوق.

الجدول رقم(07): جدول يوضح عينة الشركات المختارة في سوق الأسهم السعودي

الشركة	رمزها	رسملتها(%)	القطاع الذي تنتمي إليه
الراجحي	RAJHI	7.21	المصارف والخدمات المالية
سامبا	SAMBA	2.83	المصارف والخدمات المالية
الرياض	RIAD	2.40	المصارف والخدمات المالية
السعودي الفرنسي	SOUDIFR	1.92	المصارف والخدمات المالية
سابك	SABIC	19.59	الصناعات البترو كيميائية والاسمنت
سافكو	SAFCO	3.61	الصناعات البترو كيميائية والاسمنت
إسمنت السعودية	SOUDICIM	2.03	الصناعات البترو كيميائية والاسمنت
المراعي	MARAI	1.83	قطاع الزراعة والصناعات الغذائية
مجموعة صافولا	SAVOLA	1.34	قطاع الزراعة والصناعات الغذائية
جرير	JARIR	0.65	قطاع الزراعة والصناعات الغذائية
دار الأركان	DARARK	0.66	قطاع التشييد والبناء والتطوير العقاري
إعمار	EMAAR	0.58	قطاع التشييد والبناء والتطوير العقاري
الإتصالات	STC	5.68	قطاع الخدمات
إتحاد الاتصالات	ETIHADETI	4.02	قطاع الخدمات
المملكة	KINGDOM	5.17	القطاع الصناعي
معادن	MAADEN	2.17	القطاع الصناعي
مجموع القيم السوقية		<b>61.69</b>	

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على المعطيات المنشورة في الموقع الرسمي لسوق الأسهم السعودي

### ثانياً: سوق قطر للأوراق المالية

تم اختيار عينة قصدية في حدود 16 % من مجموع الشركات المدرجة على أساس شهر جانفي 2013، حيث كان عدد الشركات المدرجة 42 شركة اختيرت منها أكبر 07 شركات من حيث رسملتها السوقية، حيث تمثل العينة المختارة ما قيمته 14.3 % من إجمالي رسملة السوق. إضافة توفر الشروط التالية في العينة محل الدراسة:

- الشركات التي لم يتم إيقاف التداول في أسهمها خلال فترة الدراسة؛
- الشركات التي لم يتم تحويل ملكيتها أو دمجها خلال فترة الدراسة.
- الشركات التي حققت نتائج مالية إيجابية ومستقرة خلال فترة الدراسة.

والجدول الموالي يوضح الشركات المختارة مع تبيان القطاع الذي تنتمي إليه، وكذا نسبة رسملتها إلى إجمالي رسملة السوق.

الجدول رقم (08): جدول يوضح عينة الشركات المختارة في سوق قطر للأوراق المالية

الشركة	رمزها	رسملتها (%)	القطاع الذي تنتمي إليه
بنك قطر الوطني	QNBK	1.5	البنوك والخدمات المالية
مصرف الريان	MARK	1.6	البنوك والخدمات المالية
صناعات قطر	IQCD	1.3	الصناعة
إزدان العقارية	ERES	5.6	العقارات
فودافون قطر	VFQS	2	الاتصالات
أعمال	AHCH	1.2	الصناعة
قطر لنقل الغاز المحدودة	QGTS	1.1	النقل
مجموع القيم السوقية		14.3	

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على المعطيات المنشورة في الموقع الرسمي لسوق قطر للأوراق المالية

### ثالثاً: سوق البحرين للأوراق المالية

تم اختيار عينة قسدية في حدود 14 % من مجموع الشركات المدرجة على أساس شهر جانفي 2013، حيث كان عدد الشركات المدرجة 47 شركة اختيرت منها أكبر 07 شركات من حيث رسملتها السوقية، حيث تمثل العينة المختارة ما قيمته 64.47 % من إجمالي رسملة السوق. كي تكون أكثر تمثيلاً إضافة توفر الشروط التالية في العينة محل الدراسة:

- الشركات التي لم يتم إيقاف التداول في أسهمها خلال فترة الدراسة؛
- الشركات التي لم يتم تحويل ملكيتها أو دمجها خلال فترة الدراسة؛
- الشركات التي حققت نتائج مالية إيجابية ومستقرة خلال فترة الدراسة.

والجدول الموالي يوضح الشركات المختارة مع تبيان القطاع الذي تنتمي إليه، وكذا نسبة رسملتها إلى إجمالي رسملة السوق

## الجدول رقم (09): جدول يوضح عينة الشركات المختارة في سوق البحرين للأوراق المالية

الشركة	رمزها	رسمتها (%)	القطاع الذي تنتمي إليه
البنك الأهلي المتحد	AUB	19.83	قطاع البنوك
شركة أمنيوم البحرين	ALBH	10.42	القطاع الصناعي
شركة البحرين للاتصالات	BATELCO	10.13	قطاع الخدمات
بنك البحرين الوطني	NBB	8.67	قطاع البنوك
المؤسسة العربية المصرفية	ABC	7.27	قطاع الاستثمار
المجموعة الخليجية للمال	GMG	4.90	قطاع الاستثمار
لشركة العامة للتجارة والصناعة	TRAFCO	3.25	قطاع الخدمات
إجمالي القيم السوقية		64.47	

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على المعطيات المنشورة في الموقع الرسمي لسوق البحرين للأوراق المالية

## رابعاً: سوق الأردن للأوراق المالية

تم اختيار عينة قصدية متمثلة في 10 شركات تمثل ما قيمته 70.9 % من إجمالي القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق الأول على أساس شهر جانفي 2013، حاولنا أن تمس جميع قطاعات السوق مع الأخذ بعين الاعتبار عامل الحجم كي تكون أكثر تمثيلاً للسوق، الشركات المختارة تتوفر فيها الشروط التالية:

- الشركات التي لم يتم إيقاف التداول في أسهمها خلال فترة الدراسة؛
- الشركات التي لم يتم تحويل ملكيتها أو دمجها خلال فترة الدراسة؛
- الشركات التي حققت نتائج مالية إيجابية ومستقرة خلال فترة الدراسة.

والجدول الموالي يوضح الشركات المختارة مع تبيان القطاع الذي تنتمي إليه، وكذا نسبة رسمتها إلى إجمالي رسملة السوق



## الجدول رقم (10): جدول يوضح عينة الشركات المختارة في سوق الأردن للأوراق المالية

الشركة	رمزها	رسمتها (%)	القطاع الذي تنتمي إليه
البنك العربي	ARBK	20.6	البنوك
البوتاس العربية	APOT	19.6	الصناعات الإستخراجية والتعدينية
بنك الإسكان للتجارة والتمويل	THBK	10.6	البنوك
الاتصالات الأردنية	JTEL	6.8	التكنولوجيا والاتصالات
مناجم الفوسفات الأردنية	JOPH	5.2	الصناعات الإستخراجية والتعدينية
التأمين الأردنية	JOIN	2	التأمين
إعمار للتطوير والاستثمار العقاري	IMAR	1.9	العقارات
زارة للإستثمار القابضة	ZARA	1.6	الفنادق والسياحة
آفاق للطاقة	MANE	1.3	الخدمات التجارية
الإقبال للإستثمار	EICO	1.3	التبغ والسجائر
إجمالي القيم السوقية		70.9	

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على المعطيات المنشورة في الموقع الرسمي للسوق المالي الأردني

## خامسا: البورصة المصرية

تم اختيار عينة قصدية متمثلة في 12 شركة من مجموع الشركات المدرجة على أساس شهر جانفي 2013، حيث كان عدد الشركات المدرجة 210، وكان الاختيار على أساس أكبر الشركات رسملة في السوق، حيث تمثل العينة المختارة ما قيمته 48.47% من إجمالي رسملة السوق، كي تكون أكثر تمثيلا لمجتمع الدراسة. إضافة توفر الشروط التالية في العينة محل الدراسة:

- الشركات التي لم يتم إيقاف التداول في أسهمها خلال فترة الدراسة؛
- الشركات التي لم يتم تحويل ملكيتها أو دمجها خلال فترة الدراسة؛
- الشركات التي حققت نتائج مالية إيجابية ومستقرة خلال فترة الدراسة.

والجدول الموالي يوضح الشركات المختارة مع تبيان القطاع الذي تنتمي إليه، وكذا نسبة رسملتها إلى إجمالي رسملة السوق

الجدول رقم(11): جدول يوضح عينة الشركات المختارة في البورصة المصرية

الشركة	رمزها	رسمتها (%)	القطاع الذي تنتمي إليه
البنك التجاري الدولي	COMBANK	11.48	بنوك
الشرقية ايسترن كومباني	ESTERNCOMP	5.22	منتجات منزلية وشخصية
بنك مصر الأهلي الوطني	NATIONALBANK	5	بنوك
السويدي إلكترونيك	SWAIDIELECT	5	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
أبوفير للأسمدة والصناعات الكيماوية	ABOUFIRCHIM	4.73	كيماويات
مجموعة طلعت مصطفى القابضة	TALGROUP	2.85	العقارات
الإسكندرية لتداول الحاويات	ALEXANDRIA	2.73	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
المصرية للاتصالات	EGYTELE	2.72	اتصالات
القابضة المصرية الكويتية	KWEGY	2.46	خدمات مالية باستثناء البنوك
جلوبال تيليكوم القابضة	GLOBALTELE	2	اتصالات
إعمار مصر للتنمية	EMMAREGY	2.35	العقارات
أوراسكوم كونستراكتشن	ORASCOMCONST	1.93	خدمات مالية باستثناء البنوك
مجموع القيمة السوقية		48.47	

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على المعطيات المنشورة في الموقع الرسمي للبورصة المصرية

## الفرع الثاني: فترة الدراسة

من المبادئ الأساسية المعروفة في الدراسات القياسية هو أن تكون فترة الدراسة موحدة لجميع المتغيرات من حيث بدايتها ونهايتها، لذا تم الاعتماد على بيانات شهرية للفترة الممتدة من جانفي 2013 إلى جوان 2017، أي 54 شهرا. وقد تم تجميع البيانات من المواقع الرسمية لمجموعة الأسواق المالية محل الدراسة، كما تم الحصول على بعض المؤشرات الأخرى المستخدمة في الدراسة من البنوك المركزية للدول المعنية.

## المطلب الثاني: الإطار القياسي المتبع في التحليل

تعتمد أغلبية الدراسات التطبيقية على أدوات الاقتصاد القياسي، وعلى هذا الأساس سوف نحاول من خلال هذا المطلب تسليط الضوء على أداة الاقتصاد القياسي الأساسية المتبعة في تحليل هذه الدراسة التطبيقية، والمتمثلة في نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (بيانات البانل) المستخدمة في تقدير النموذج المقترح، لأجل هذا سوف نتطرق في هذا المطلب إلى تعريف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، والنماذج الأساسية المستخدمة في تقديرها وكذا طرق الاختيار فيما بينها، إضافة إلى اختبارات جذر الوحدة والتكامل المشترك.

## الفرع الأول: مفهوم وأهمية استخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية

## أولاً: مفهوم بيانات السلاسل الزمنية المقطعية

تعرف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو ما يعرف ببيانات البانل (Panel Data)، بأنها مجموعة من البيانات ذات بعد مزدوج، فهي تجمع بين السلاسل الزمنية (البعد الزمني) والبيانات المقطعية (سلوك عدد من المفردات أو الوحدات). بمعنى أنها مجموعة من المشاهدات تتكرر عند مجموعة من الوحدات في عدة فترات من الزمن. فإذا كانت هذه الوحدات لها نفس عدد المشاهدات يسمى النموذج في هذه الحالة نموذج متوازن (balanced panel)، أما إذا غابت بعض المشاهدات من بعض الوحدات يسمى النموذج في هذه الحالة بالنموذج غير المتوازن (unbalanced panel).<sup>(1)</sup>

وبالتالي يأخذ النموذج العام لهذا النوع من البيانات الصيغة الرياضية التالية:

$$y_{it} = \beta_{0(it)} + \sum_{j=1}^k \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T$$

حيث:

$y_{it}$ : تمثل قيمة المتغير التابع للملاحظة  $i$  عند الفترة الزمنية  $t$

$\beta_{0(it)}$ : تمثل نقطة التقاطع في الملاحظة  $i$  عند الفترة الزمنية  $t$ ، وهي تظهر الأثر الفردي حيث تحتوي على

حد ثابت ومتغيرات خاصة بالأفراد.

$\beta_j$ : تمثل قيمة ميل خط الانحدار.

$x_{j(it)}$ : تمثل قيمة المتغير المفسر  $j$  في الملاحظة  $i$  عند الفترة الزمنية  $t$

$\varepsilon_{it}$ : تمثل حد الخطأ في الملاحظة  $i$  عند الفترة الزمنية  $t$ ، وهذه القيمة تشمل الفرضيتين:

$$var(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2 = \text{constant}, \quad E(\varepsilon_{it}) = 0$$

ثانياً: أهمية استخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية

تتمثل أهمية استخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية ومميزاتها في النقاط التالية:<sup>(2)</sup>

- تسمح بيانات البانل بأخذ الخصائص المميزة للوحدات سواء كانوا أفراد أو مؤسسات أو دول... الخ، فلكل مقطع خصائص خاصة به تميزه عن المقطع الأخر مثل تأثير الخصائص الاجتماعية، السياسة أو الدينية للبلدان على الأداء الاقتصادي. وهذه الميزة غير متاحة عند استخدام السلاسل الزمنية أو البيانات المقطعية؛

(1) - Bourbonnais R., Econométrie Cours et Exercices Corrigés, 9<sup>ème</sup> édition, DUNOD, Paris, 2015, p 346.

(2) - Baltagi B. H., Econometric Analysis of Panel Data, wiley publisher, USA, 1995, p 4-9.

- تتضمن بيانات البانل محتوى معلوماتي أكثر مما تتيحه البيانات المقطعية أو الزمنية، هذا ما يجعلها تتمتع بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل، وهذا ما يؤثر إيجابياً على دقة المقدرات؛
- توفر نماذج بانل إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل، والتي قد لا تظهر في البيانات المقطعية، كما أن دراسة الحالات الاقتصادية في فترات، يكون أحسن من خلال استخدام بيانات البانل مثل البطالة والفقير، كما يسمح هذا النوع من البيانات بدراسة حالة اقتصادية معينة من فترة زمنية إلى أخرى؛
- تظهر أهمية استخدام بيانات البانل في أنها تأخذ بعين الاعتبار ما يسمى " بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ " الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية؛
- إن استخدام معطيات البانل سيتيح لنا التخفيف من مشكلة التعدد الخطي (Multicollinearity).

### الفرع الثاني: النماذج الأساسية لتحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية وأساليب الاختيار بينها

تأتي نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية في ثلاثة أشكال رئيسية تتمثل في نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، يتم استعمالها عند تقارب الآثار والمميزات الفردية بين وحدات الدراسة، لذا سوف نأتي لشرح هذه النماذج الثلاثة، ثم نقوم بذكر أساليب الاختيار بينها في الآتي:

#### أولاً: نماذج السلاسل الزمنية المقطعية

**1- نموذج الانحدار التجميعي:** يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بيانات البانل حيث تكون فيه جميع المعاملات  $\beta_{0(i)}$  و  $\beta_j$  ثابتة لجميع الفترات الزمنية، وبالنسبة لكل الوحدات ( يهمل أي تأثير للزمن )، وبالتالي فهو ممثل بالصيغة الرياضية التالية<sup>(1)</sup>.

$$y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1,2, \dots, N \quad t = 1,2, \dots, T$$

يفترض في هذا النموذج تجانس تباينات حدود الخطأ العشوائي بين الوحدات محل الدراسة مع وجود تباين قدره صفر بين هذه الوحدات. ويفترض في هذا النموذج أيضاً ثبات معاملات الحد الثابت ومعاملات الميل لكل الوحدات، وعبر الزمن. ويفترض في هذا النموذج كذلك أنه يفني بكل الافتراضات المعيارية لنموذج الانحدار الخطي متعدد المتغيرات، وبالتالي فإن النموذج محل العرض يتم تقديره بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS). بعد

(1) - كزريا يحيى الجمال، "إختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية"، المجلة العراقية للعلوم الاحصائية، بغداد، 2012، ص 270.

أن ترتب القيم الخاصة بالمتغير التابع والمتغير أو المتغيرات المفسرة بدءاً من أول مجموعة بيانات مقطعية وهكذا، وبحجم مشاهدات مقداره (T×N).<sup>(1)</sup>

نموذج التأثيرات الثابتة : في نموذج التأثيرات الثابتة يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدة من خلال جعل معلمة القطع  $\beta_0$  تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل  $\beta_j$  ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية ( أي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجاميع ).<sup>(2)</sup> وعليه فان نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية<sup>(3)</sup>:

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1,2, \dots, N \quad t = 1,2, \dots, T$$

حيث أن  $E(\varepsilon_{it})=0$ ، و  $var(\varepsilon_{it})=\sigma_\varepsilon^2$  . يقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بأن المعلمة  $\beta_0$  لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن، وإنما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية. ولغرض تقدير معاملات هذا النموذج تستخدم عادة متغيرات وهمية بعدد (N-1) لكي يتم تجنب التعددية الخطية التامة، ثم تستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية. يطلق على نموذج التأثيرات الثابتة نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية\* (LSDV).

#### نموذج التأثيرات العشوائية:

يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية مناسباً للتقدير في حالة وجود خلل في شروط نموذج التأثيرات الثابتة، في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع  $\beta_{0(i)}$  كمتغير عشوائي له معدل مقداره u أي:

$$\beta_{0(i)} = u + v_i \quad i = 1,2, \dots, N$$

وبتعويض معامل القطع في النموذج العام لبيانات البانل نحصل على نموذج التأثيرات العشوائية و بالشكل الآتي :

$$y_{it} = u + \sum_{j=1}^k \beta_j x_{j(it)} + v_i + \varepsilon_{it} \quad i = 1,2, \dots, N \quad t = 1,2, \dots, T$$

(1) - مجدي الشوربجي، "أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية"، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الخامس حول رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية، جامعة الشلف، ديسمبر 2011، ص 15-16.

(2) - زكريا يحيى الجمال، مرجع سابق، ص 271.

(3) - المرجع السابق.

\* Least Squares Dummy Variable model.

من أجل تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية بشكل صحيح عادة ما تستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS).

### ثانياً: أساليب اختيار النموذج الملائم لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية

إن وجود ثلاثة نماذج رئيسية من نماذج البيانات الطولية يجعلنا نطرح السؤال الآتي: ما هو النموذج الأكثر ملائمة لبيانات دراسة ما؟ لغرض الإجابة على هذا التساؤل سوف نقوم بعرض أسلوبين، الأول: أسلوب الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، والثاني هو أسلوب الاختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

لغرض الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة نستخدم اختبار  $F$  المقيد وبالصيغة الآتية:<sup>(1)</sup>

$$F = \frac{(R_2^2 - R_1^2)/m}{(1 - R_2^2)/(T - m)}$$

حيث يعبر كل من  $m$  و  $T$  على عدد الوحدات وعدد المشاهدات على التوالي. في حين يعبر كل من  $R_2^2$  و  $R_1^2$  على معامل التحديد في النموذج الثاني والنموذج الأول على التوالي. ونختبر الفرضيتين:

$H_0$ : نقبل نموذج الانحدار التجميعي،

ضد:  $H_A$ : نقبل نموذج التأثيرات الثابتة.

فإذا كانت قيمة  $F$  المحسوبة في المعادلة السابقة أكبر أو تساوي قيمة  $F$  الجدولية (أو كانت قيمة  $P$ -value أقل من أو تساوي 0.05) عندئذ نقول أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة (بمعنى نرفض الفرضية  $H_0$ ) أما إذا كانت القيمة المحسوبة لـ  $F$  أقل من القيمة الجدولية (أو كانت قيمة  $P$ -value أكبر من 0.05) فهنا نقبل الفرضية  $H_0$ .

إذا تم اختيار نموذج التأثيرات الثابتة بوصفه نموذجاً ملائماً نقوم بالاختيار بينه وبين نموذج التأثيرات العشوائية لتحديد النموذج النهائي الملائم، وفي هذا الصدد قدم Hausman (1978) اختباراً من أجل الاختيار بين نموذج

(1) - محمودي حاج صحراوي ، راضية وادة ، "محددات الطلب على النقود في كل من الجزائر، المغرب وتونس -دراسة قياسية باستخدام البيانات المقطعية الزمنية-"، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، جامعة الوادي، العدد 06، 2015، ص 108.

الآثار الثابتة (FEM)\* ونموذج الآثار العشوائية (REM)\*\* أي من أجل تحديد أي من النموذجين ينبغي اختياره واستخدامه في التحليل. ولتطبيق اختبار Hausman يتم استخدام اختبار  $\chi^2$ . وبالتالي فإن القيمة المحسوبة لإحصائية  $\chi^2$  لاختبار Hausman يمكن الحصول عليها بواسطة المعادلة التالية:<sup>(1)</sup>

$$H = (\widehat{\beta}_{FEM} - \widehat{\beta}_{REM}) [VAR(\widehat{\beta}_{FEM}) - VAR(\widehat{\beta}_{REM})]^{-1} (\widehat{\beta}_{FEM} - \widehat{\beta}_{REM})$$

وتكون فرضية العدم لهذا الاختبار بالشكل التالي:

**H<sub>0</sub>** : نقبل نموذج التأثيرات العشوائية.

**ضد: H<sub>A</sub>** : نقبل نموذج التأثيرات الثابتة.

ومن ثم فإذا كانت القيمة المحسوبة لإحصائية الاختبار أكبر من القيمة الجدولية لإحصائية  $\chi^2$  يتم قبول فرضية العدم القائلة بأن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأحسن، لذلك ينبغي اختياره واستخدامه في التحليل. كذلك إذا كانت قيمة P لإحصائية الاختبار أقل من 0.05 فإن النموذج الملائم الذي ينبغي اختياره هو نموذج التأثيرات الثابتة، والعكس فإذا كانت القيمة المحسوبة لإحصائية الاختبار أقل من القيمة الجدولية لإحصائية  $\chi^2$  يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة القائلة بأن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل. كذلك إذا كانت قيمة P لإحصائية الاختبار أكبر من 0.05 فإن النموذج الملائم الذي ينبغي اختياره هو نموذج التأثيرات العشوائية.

### الفرع الثالث: اختبارات جذر الوحدة وعلاقات التكامل المتزامن لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية

يعتبر اختبار الإستقرارية وعلاقات التكامل المتزامن على بيانات البانل إحدى أهم مراحل بناء نموذج الاقتصاد القياسي، ذلك أن وجود جذر الوحدة في المعطيات سوف يعطينا تقديرات خاطئة، بسبب وجود اتجاه زمني في البيانات مما يسفر عن وجود انحدار زائف بين متغيرات نموذج الانحدار.

### أولاً - دراسة استقرارية بيانات السلاسل الزمنية المقطعية

تفترض كل الدراسات التطبيقية التي تستخدم السلاسل الزمنية أن هذه السلاسل مستقرة، وصفة الاستقرار في السلسلة تتحدد ببعض الخصائص الإحصائية المتمثلة في:<sup>(2)</sup>

- ثبات متوسط القيم عبر الزمن؛
- ثبات التباين عبر الزمن؛

\* Fixed Effect Model.

\*\* Random Effect Model.

(1) - Bourbonnais R., Op.Cit., p 358.

(2) - عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 648.

- أن يكون التغير بين أي قيمتين لنفس المتغير معتمدا على الفجوة الزمنية بين القيمتين وليس على القيمة الفعلية للزمن الذي نحسب عنده التغير.

وفي حالة غياب صفة الاستقرار فإن الانحدار الذي نحصل عليه بين متغيرات السلسلة الزمنية غالبا ما يكون زائفا، ويستدل عليه من خلال بعض المؤشرات الإحصائية في النموذج المتمثلة في كبر معامل التحديد  $R^2$  (قريب من الواحد) وزيادة المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرية بدرجة كبيرة ( $t > 2$  لجميع المقدرات)، مع وجود ارتباط ذاتي يظهر في قيمة مؤشر ديرين واتسون DW. ويرجع هذا إلى أن البيانات الزمنية غالبا ما يوجد بها عامل الاتجاه الذي يعكس ظروفًا معينة تؤثر على جميع المتغيرات فتجعلها تتغير في نفس الاتجاه على الرغم من عدم وجود علاقة تربط بينها.

يوجد هناك العديد من الاختبارات التي تستخدم لاختبار صفة الاستقرار في السلسلة الزمنية أهمها على الإطلاق اختبارات جذر الوحدة. طورت هذه الاختبارات لتلائم مع بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، وفيما يلي شرح بعض الاختبارات والتي تعتبر الأكثر شيوعا واستخداما والمتمثلة في: <sup>(1)</sup>

**1- اختبار Levin, Lin and Chu (LLC):** طور هذا الاختبار سنة 2002، وينبثق من اختبارات جذر الوحدة في السلاسل الزمنية من نوع Dickey-Fuller المطور (ADF)\*. ومن أجل إجراء هذا الاختبار تم وضع 03 نماذج لاختبار وجود جذر الوحدة:

**النموذج الأول:** لا يحتوي على حد ثابت ولا على اتجاه زمني وهو معطى بالمعادلة:

$$\Delta y_{it} = \rho y_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

**النموذج الثاني:** يحتوي على حد ثابت ولا يحتوي على اتجاه زمني وهو معطى بالمعادلة:

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + \rho y_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

**النموذج الثالث:** يحتوي على حد ثابت و على اتجاه زمني وهو معطى بالمعادلة:

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + \beta_{it} + \rho y_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

بصفة مختصرة هذه النماذج الثلاثة تختبر الفرضيتين:

$$\rho = 0 : H_0 \quad \text{بمعنى بيانات البائل تحتوي على جذر الوحدة}$$

<sup>(1)</sup> - Baltagi B. H., Op.Cit, p 240-247.

\* Augmented Dickey Fuller.



ضد:  $H_A: \rho < 0$  بمعنى بيانات البانل لا تحتوي على جذر الوحدة

**2- إختبار Im Pesaran and shin (IPS):** قدم كل من Im, Pesaran and Shin في السنوات (1997، 2002 ، 2003 ) هذا الاختبار، إن النموذج المقدم من خلال هذا الاختبار هو نموذج بآثار فردية ودون اتجاه عام والمطابق لنموذج LLC مع غياب ارتباط بين البواقي، ويكتب بالصيغة التالية:

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + \rho y_{it-1} + \sum_{j=1}^{p_t} \beta_{ij} \Delta y_{it-j} + \varepsilon_{it}$$

إن هذا الاختبار أبقى على فرضية العدم كما في اختبار LLC، في حين جزأ الفرضية البديلة إلى حالتين تسمح باختلاف جذر الانحدار الذاتي.

**إختبار Breitung:** ظهر هذا الاختبار سنة 2000، وهو يتشابه مع اختبار LLC إلا أنه لا يحتوي على حد ثابت، حيث يستخدم التغير في الزمن الحالي مع التغير في الزمن للفترة السابقة من أجل الحصول على البواقي، يسمح هذا الاختبار باختبار الفرضيتين:

$H_0$ : بيانات البانل تحتوي على جذر الوحدة

ضد:  $H_A$ : بيانات البانل لا تحتوي على جذر الوحدة

ثانيا - اختبار التكامل المشترك:

يعرف التكامل المشترك بأنه تصاحب بين سلسلتين زمنيتين أو أكثر، بحيث تؤدي التقلبات في إحدهما إلى إلغاء التقلبات في الأخرى، بطريقة تجعل النسبة بين قيمتهما ثابتة عبر الزمن. هذا يعني أن بيانات السلاسل الزمنية قد تكون غير مستقرة إذا أخذت كل سلسلة على حدة، ولكنها تكون مستقرة كمجموعة، ومثل هذه العلاقة الطويلة بين مجموعة المتغيرات تكون مفيدة في التنبؤ بالمتغير التابع بدلالة مجموعة من المتغيرات المستقلة. وبالتالي فإن التكامل المشترك هو التعبير الإحصائي لعلاقة التوازن طويلة الأجل، فلو أن هناك متغيرين يتصفان بخاصية التكامل المشترك فإن العلاقة بينهما تكون متجهة لوضع التوازن في الأجل الطويل، بالرغم من إمكانية وجود انحراف عن هذا الاتجاه في الأجل القصير.<sup>(1)</sup>

(1) - عبد القادر محمد عبد القادر عطية، مرجع سابق، ص 670-671.

تصنف أدبيات التكامل المتزامن لمعطيات البانل في فئتين، بحيث تقوم الأولى على اختبارات التكامل المتزامن لـ (Engle and Granger (1987) لرتبة مصفوفة التكامل المتزامن، حالة عدم الاستقرار وكيف يمكن لهذه الاختبارات تحديد المتغيرات التي بإمكانها التأثير في تطور المتغير التابع، فإذا كانت العلاقة تحتوي على متغيرات غير مستقرة نقوم بالاستدلال الإحصائي على واحد أو أكثر من معلمات النموذج لذلك لا بد من مراعاة وجود علاقة تكامل متزامن، وفي هذا المجال قام كل من (Pedroni (1997-1995)، Kao (1999) و (Ng and Bai (2004) بتعريف علاقات التكامل المتزامن على أنها اختبار فرضية جذر الوحدة لبواقي التكامل. أما الفئة الثانية والتي تعتبر أكثر تطوراً فهي المقدمة من قبل (Johansen (1991) أين تكون رتبة التكامل المتزامن غير معروفة. وهي مقدمة في أعمال كل من (Larsson and Al (2001)، Groen and Kleibergen (2003)، و (Breitung (2005)<sup>(1)</sup> ومن هذا المنطلق سوف نقوم بعرض أهم اختبارات التكامل المتزامن الأكثر شيوعاً والمتمثلة في اختبار Pedroni واختبار Johansen.

**1- اختبار Pedroni:** يقترح Pedroni في عدة دراسات و أبحاث قام بها خلال سنوات 1995، 1999، 2004، اختبارات للكشف وإثبات فرضية التكامل المشترك، حيث يستدعي تطبيقها تقديراً مسبقاً للعلاقة على المدى الطويل وتصاغ فرضياته على النحو التالي:

$H_0$  : بيانات البانل لا يوجد بها تكامل مشترك

**ضد:  $H_A$**  : بيانات البانل يوجد بها تكامل مشترك.

وترفض فرضية العدم أو تقبل بناءً على نتائج أغلبية الاختبارات.

**2- اختبار Johansen:** يقترح كل من (Larsson, Lyhagen and Lothren (2001) وكذلك Kleibergen and Groen (2003) مجموعة من الاختبارات تعتبر أكثر تعقيداً، هذه الاختبارات قائمة على أساس الأعمال التي قدمها (Johansen (1991-1995) مع استخدام طريقة الإمكان الأعظم لحساب المقدرات.

(1) - شهيناز بدرابي ، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية -دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة تلمسان، 2015، ص 228.

## المبحث الثاني: تقدير النموذج وعرض النتائج

سوف نتطرق في هذا المبحث إلى عرض النموذج المقترح، وكذا التعريف الإجرائي لمتغيراته في مطلب، ثم نأتي إلى تقدير هذا النموذج في مجموعة الأسواق المالية محل الدراسة.

## المطلب الأول: نموذج الدراسة والتعريفات الإجرائية لمتغيراته

سوف نتطرق من خلال هذا المطلب تقديم النموذج المقترح، مع تعريف المتغيرات التي يشملها، وكذلك عرض إجراءات حساب هذه المتغيرات.

## الفرع الأول: نموذج الدراسة

من أجل الإجابة على إشكالية البحث واختبار صحة الفرضيات الموافقة لها تمت إضافة بعض المتغيرات إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي، والتي تمثل مخاطر خاصة بالأسهم في حد ذاتها إلى المخاطر المنتظمة التي يقدرها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ممثلة بعلاوة مخاطر السوق، هذه المتغيرات هي:

1- المتغير التابع: يتمثل هذا المتغير في علاوة مخاطر السهم PRI والذي هو عبارة عن مؤشر للعائد الذي يحققه السهم كتمن للمخاطر التي يتحملها، ويمثل الفرق بين العائد الفعلي للسهم، والعائد الخالي من المخاطرة.

## 2- المتغيرات المفسرة: وتتمثل في

PRM: وهو يعبر عن المخاطر العامة التي تتعرض لها كل الأسهم في السوق المالي، متمثلة بـ خطر سعر الفائدة، خطر انخفاض القوة الشرائية، خطر عدم الاستقرار القانوني، الخطر السياسي، إلى غير ذلك من المخاطر المنتظمة والتي تطرقنا لها في الجانب النظري من هذه الدراسة. وتقاس هذه المخاطر بعائد السوق (ممثل بالمؤشر العام لأسعار الأسهم) ناقص العائد الخالي من المخاطرة، وهذا كما جاء به نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وجميع الدراسات التالية له، تشير النظرية الاقتصادية إلى وجود علاقة طردية بين مخاطر السوق ومخاطر الأصل المالي حيث أنه كلما ارتفعت مخاطر السوق زادت مخاطر الأصول المالية داخل هذا السوق.

EPS: هذا المتغير يمثل ربحية السهم العادي حيث يحدد النصيب المخصص من أرباح الشركة لكل سهم عادي. وهو من أهم المتغيرات التي يأخذها المستثمرين بعين الاعتبار عند اتخاذ قراراتهم المتعلقة بالاستثمار في سهم معين، لكونه مرتبط بالأرباح التي تحققها الشركة والتي يسعى كل مستثمر إلى تعظيمها. وتشير النظرية الاقتصادية إلى أنه كلما زاد نصيب السهم من الأرباح كلما ارتفعت قيمته، وبما أن الأسواق المالية العربية تتميز بانخفاض عوائدها فإن هذا المتغير سوف يكون مناسباً للتعبير عن هذه الخاصية.

نذكر في هذا المقام أنه نتيجة أن البيانات المنشورة حول هذا المتغير في مجموعة الأسواق محل الدراسة تكون حسب تاريخ الإعلان عن الأرباح، فعلى أحسن تقدير يكون نشر هذا المتغير كل ثلاثة أشهر كما هو الحال في سوق الأسهم السعودي، ويتم نشره سنويا في باقي أسواق المجموعة، مما يجعل السلسلة الإحصائية غير مستقرة في جميع المستويات، هذا ما جعلنا نستخدم مؤشر آخر للتعبير عن ربحية السهم ينوب عن المؤشر الأول وهو ربح السهم (Dividend Yield)، وهو حصة السهم من الأرباح النقدية الموزعة / القيمة السوقية للسهم حيث أن هذا المؤشر تتوفر فيه بيانات شهرية.

BP: هذا المتغير يتمثل بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، حيث يقيس سعر السهم السوقى بالنسبة لقيمتة الدفترية، وبالتالي فهو يشير إلى المبلغ الذي يدفعه المستثمر لقاء حصوله على وحدة نقدية من صافي حقوق المساهمين، إذا كانت هذه النسبة أكبر من واحد فهذا يعني أن أداء الشركة جيد بحسب تقييم المستثمرين في السوق المالية، وكلما ارتفعت هذه النسبة كان أداء الشركة أفضل، إلا أنه لا يجب أن ترتفع هذه النسبة كثيرا وإلا دل ذلك على وجود مغالاة في تقييم سعر السهم، كما لا يجب أن تتذبذب كثيرا بارتفاعات وانخفاضات غير مبررة، وإلا كان ذلك مؤشرا سلبيا يعكس كثرة المضاربات للسهم المعني. استخدمت هذه النسبة في العديد من الدراسات التي استهدفت تقييم الأصول المالية، وعلى رأسها دراسة Fama & French متعددة العوامل، وخلصت إلى قدرة هذا المتغير على تفسير قيمة الأسهم. لذا قررنا إدراجه في النموذج المقترح من أجل اختبار قدرته في تفسير قيمة الأسهم في مجموعة الأسواق المالية محل الدراسة، خاصة أن الأسواق المالية العربية تتميز بتذبذب أسعار أسهمها نسبة إلى قيمتها الدفترية، ويعتبر هذا المؤشر أفضل المعايير للتعبير عن هذه الخاصية التي تميز جل الأسواق المالية العربية.

PER: هذا المتغير يعرف بمضاعف الربحية أو نسبة سعر السهم إلى ربحيته، يقيس هذا المؤشر السعر الذي يكون المستثمر مستعدا لدفعه لكل وحدة نقدية ربح للسهم، وعليه فإنه يعتبر من المتغيرات المهمة عند تقييم الأسهم والأسواق. إن هذا المؤشر له أهمية كبيرة من قبل المستثمرين، إذ يستخدم لتقييم مستوى التضخم أو الانكماش الحادث في الأسعار السوقية للسهم مقارنة بربحيته. وتشير النظرية الاقتصادية بأنه كلما ارتفع مضاعف ربحية سهم معين عن النسبة المعيارية للسوق، كلما كان ذلك دليلا على احتمال هبوط حاد في سعر السهم (على اعتبار أن السعر مرتفع مقارنة بالأرباح المحققة)، أما في حالة انخفاض هذا المؤشر مقارنة مع النسبة المعيارية فهذا يدل على احتمال ارتفاع سعر السهم في السوق (على اعتبار أن السعر منخفض على الرغم من أن الشركة تحقق أرباحا). ووفقا لهذا المضمون فإن نسبة سعر السهم إلى ربحيته تعتبر مؤشر لتقلبات الأسعار السوقية للأسهم بدلالة العوائد المحققة، والتي تعتبر من المخاطر المميزة للاستثمار في الأسواق المالية العربية، لذا أدرجناه في هذا النموذج إلى جانب المتغيرات

سألقة الذكر من أجل اختبار مدى قدرته على تفسير التغير في قيمة الأسهم المدرجة في مجموعة الأسواق المالية العربية محل الدراسة.

LIQ: هذا المتغير يمثل سيولة السهم، معبرا عنها بمعدل دوران السهم، إن معدل دوران الأسهم يستهدف بصفة أساسية قياس درجة سيولة سوق مالي ما أو سهم ما دون الآخر. ويقصد بالسيولة في هذه الحالة توافر أوامر الشراء والبيع في معظم أيام التداول أو في جميع أيام التداول، بمعنى آخر إمكانية تحويل السهم إلى نقدية بسرعة وبأقل تكلفة ويسعر يقارب آخر سعر للتداول. وكلما زادت معدلات دوران السهم ارتفعت سيولته مما يتيح فرصا للمستثمرين للدخول والخروج من هذا السهم متى أرادوا، وبالتالي تقلص عامل المخاطرة على الاستثمار في السهم. وبما أن انخفاض سيولة الأسواق المالية العربية تعد من المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمر في هذه الأسواق، اقترحنا أن ندرج هذا العامل بإضافته إلى مخاطر السوق في النموذج المقترح من أجل اختبار ما إذا كان عامل مفسر لتغيرات قيمة الأسهم أسواق المجموعة المدروسة أم لا. نشير هنا أن معدل الدوران المستخدم في هذه الدراسة محسوب من خلال قسمة عدد الأسهم المتداولة لشركة ما خلال فترة شهر منسوبة إلى إجمالي عدد الأسهم المكتتب فيها والمصدرة من جانب نفس الشركة خلال نفس الشهر.

وبذلك يصبح النموذج المقترح كالتالي:

$$PRI_{it} = \beta_0 + \beta_1 PRM_{mt} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 BP_{it} + \beta_4 PER_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

الفرع الثاني: التعريفات الإجرائية لمتغيرات النموذج:

قمنا في الفرع الأول من هذا المطلب بتعريف نظري لمتغيرات النموذج المقترح، مع شرح العلاقة التي تربط المتغيرات المستقلة مع المتغير التابع حسب ما جاءت به النظرية الاقتصادية. نأتي في هذا الفرع إلى التعريف الإجرائي لمتغيرات الدراسة، بإظهار كيفية حساب كل متغير قمنا بدراسته. وذلك كما يلي:

$PRI_{it}$ : عبارة عن علاوة مخاطر السهم  $i$  في الفترة  $t$  وهو المتغير التابع في النموذج حيث:

$$PRI_{it} = (R_{it} - R_{ft})$$

$R_{it}$ : يمثل معدل العائد على السهم  $i$  في الفترة  $t$  وتم حسابه كما يلي:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

حيث أن:

$P_{it}$ : تمثل سعر الاقفال للسهم  $i$  في الفترة  $t$

$P_{it-1}$ : تمثل سعر الاقفال للسهم  $i$  في الفترة  $t-1$

$R_{ft}$ : يمثل معدل العائد الخالي من المخاطرة، استخدمنا معدل العائد على السندات الحكومية حيث تعرف على أنها أداة دين تلجأ إليها الحكومات لتمويل مشاريعها بحيث توفر عائدا جيدا للمستثمرين مقابل أدنى مستوى من المخاطرة. ويختلف معدل العائد حسب المدة الزمنية وقيمة السند ومدى نفوذ الحكومة على المؤسسات العامة والبنوك التجارية وتوافر التمويل لديها، تصدر المؤسسات النقدية لكل دولة عدة أنواع من السندات الحكومية وفي دراستنا هذه اخترنا نوعا للتعبير عن العائد الخالي من المخاطرة لكل سوق من أسواق العينة وذلك كما يلي:

**سوق الأسهم السعودي:** تم استخدام معدل عائد أذونات ساما الصادرة عن مؤسسة النقد العربي السعودي لفترة استحقاق 12 شهرا.

**سوق قطر للأوراق المالية:** تم استخدام معدل العائد على أذونات الخزانة القطرية الصادرة عن مصرف قطر المركزي لفترة استحقاق 06 أشهر.

**سوق البحرين للأوراق المالية:** تم استخدام معدل العائد على سندات التنمية الحكومية الصادرة عن مصرف البحرين المركزي لفترة استحقاق 12 شهرا.

**سوق الأردن للأوراق المالية:** تم استخدام معدل العائد على سندات الخزانة الصادرة عن البنك المركزي الأردني لفترة استحقاق 06 أشهر.

**البورصة المصرية:** تم استخدام معدل العائد على أذون الخزانة المصرية الصادرة عن البنك المركزي المصري لفترة استحقاق 09 أشهر.

$\beta_0$ : تمثل الحد الثابت في النموذج.

$PRM_{mt}$ : يمثل علاوة مخاطر السوق وهو واحد من المتغيرات المفسرة في النموذج حيث:  $PRM_{mt} = R_{mt} - R_{ft}$

$R_{mt}$ : يمثل معدل عائد السوق، عبرنا عنه بمؤشر السوق أو ما يعرف بالرقم القياسي، حيث تعتبر الأرقام القياسية من أهم المؤشرات في الأسواق المالية التي تدل على مستويات أسعار الأسهم وتحديد الاتجاه العام للأسعار، وتستخدم

لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى.. وحسب كل سوق اخترنا المؤشرات التالية:

**سوق الأسهم السعودي:** تم اختيار مؤشر تداول جميع الأسهم وهو المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية ومؤشر الأسهم المحلية، ويطلق عليه أيضاً (TASI) \*، وهو مقياس يبين التغير في القيمة السوقية لأسهم كافة الشركات المتداولة في سوق الأسهم السعودي، حيث يعتبر مؤشر تاسي مقياس تغيرات وتحركات سوق الأسهم، وبالتالي فهو يعكس أداء الاقتصاد القومي. يعتمد مؤشر تاسي على عاملين:

- عدد الأسهم التي يتم إصدارها وهي محددة وثابتة بشكل عام، وتتغير إذا تم خفض عدد الأسهم أو دمجها؛
- سعر الأسهم في السوق، ويتغير أثناء فترات التداول.

**سوق قطر للأوراق المالية:** تم اختيار مؤشر جميع الأسهم المتداولة في بورصة قطر للتعبير عن عائد السوق، حيث يغطي هذا المؤشر أسهم جميع الشركات المدرجة ذات معدل الدوران أعلى من 1% أي نسبة عدد الأسهم التي انتقلت من ملكية شخص إلى آخر خلال السنة. وسيكون مؤشر جميع الأسهم بمثابة محدد معياري كلي للسوق.

**سوق البحرين للأوراق المالية:** تم اختيار مؤشر البحرين العام للتعبير عن عائد السوق، حيث يغطي هذا المؤشر أسهم جميع الشركات المدرجة في السوق، يبين هذا المؤشر التغير في القيمة السوقية لأسهم كافة الشركات المتداولة في السوق المالي البحريني، وبالتالي فهو يعطي أحسن تمثيل لأداء هذا السوق.

**سوق الأردن للأوراق المالية:** تم استخدام الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة للتداول، تم احتساب هذا الرقم من خلال الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول Free Float في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة. وهذا الأسلوب معتمد من قبل عدد كبير من المؤسسات الدولية التي تقوم باحتساب أرقام قياسية لمعظم دول العالم. حيث يعطي تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق ويخفف حدة تأثير الشركات ذات القيمة السوقية العالية بحيث يخفض ثقلها.

**البورصة المصرية:** تم استخدام مؤشر EGX30 للتعبير عن عائد السوق المصري، والذي يضم أعلى 30 شركة من حيث السيولة والنشاط، وتقوم إدارة البورصة بتعديل الشركات المدرجة به كل فترة 06 أشهر ويكون ذلك بإضافة عدد من الشركات لم تكن موجودة في المؤشر، وإخراج عدد مقابل من الشركات وإدراجها في مؤشرات أخرى في السوق. يتم ترجيح مؤشر EGX30 برأس المال السوقي ويتم تعديله بنسبة الأسهم الحرة إلى إجمالي الأسهم

\* Tadawul All Share Index

المتضمنة فيه ويحسب رأس المال السوقي المعدل للشركة المقيدة بعدد الأسهم المقيدة لهذه الشركة مضروباً في سعر إقفاها مضروباً في نسبة الأسهم الحرة. ويجب أن لا تقل نسبة التداول الحر للشركة عن 15% كحد أدنى لكي يتم إدراجها في المؤشر، مما يضمن لمشاركي السوق أن مكونات المؤشر تعبر بصدق عن الشركات ذات التداول النشط، وأن المؤشر يعد مقياساً جيداً وموثوقاً به للبورصة المصرية.

وقمنا بحساب العائد عليها كما يلي:

$$R_{mt} = \frac{V_{mt} - V_{mt-1}}{V_{mt-1}}$$

حيث أن:

$V_{mt}$ : تمثل قيمة المؤشر في الفترة t

$V_{mt-1}$ : تمثل قيمة المؤشر في الفترة t-1

**LIQ<sub>it</sub>**: سيولة سهم الشركة i في الفترة t ونحسب بقسمة عدد الأسهم المتداولة على عدد الأسهم المصدرة.

**BP<sub>it</sub>**: تمثل القيمة السوقية على القيمة الدفترية للشركة i في الفترة t.

**EPS<sub>it</sub>**: يمثل ربح السهم العادي i في الفترة t.

**ε<sub>it</sub>**: الخطأ العشوائي، ويمثل ذلك الجزء من العائد الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل أخرى لم يتضمنها النموذج.

**المطلب الثاني: اختبار النموذج المقترح على مجموعة الأسواق محل الدراسة**

سوف نقوم باختبار النموذج المقترح في كل سوق من أسواق المجموعة على حدة، من أجل اكتشاف النموذج

الملائم لكل سوق في الفروع التالية

**الفرع الأول: اختبار النموذج في سوق الأسهم السعودي**

قبل اختبار النموذج في سوق الأسهم السعودي، يجب أن نقوم باختبار استقرارية كل المتغيرات التي تدخل في

النموذج قبل الشروع في تحليلها وهذا من أجل تفادي مشكلة الارتباط الزائف بين السلاسل الزمنية.



أولاً: اختبار استقرارية السلسلة الزمنية

نقوم باختبار استقرارية المتغيرات التي تدخل في النموذج من خلال مجموعة من الاختبارات، تعرف باختبارات جذر الوحدة كما سبقت الإشارة إليها حيث يقوم برنامج 9 EVIEWS بتوفير نتائج هذه الاختبارات مباشرة وقد تم الاعتماد على الاختبارين الأكثر شيوعاً وهما:

• ADF fisher  $\chi^2$  (ADF)

• Phillips Perron fisher  $\chi^2$  (PP)

هذين الاختبارين يختبران الفرضية  $H_0$  التي تنص على وجود جذر الوحدة أي أن السلسلة غير مستقرة، ضد الفرضية البديلة  $H_A$  التي تفترض أن السلسلة تتميز بالاستقرار. والجدول الموالي يبين نتائج هذه الاختبارات بالنسبة لكل متغير من متغيرات الدراسة.

الجدول رقم(12): اختبار استقرارية متغيرات النموذج في سوق الأسهم السعودي

الاختبارات		المتغيرات
P Value		
PP	ADF	
0.0000	0.0000	<b>PRI</b>
0.0000	0.0000	<b>PRM</b>
0.0000	0.0000	<b>EPS</b>
0.0441	0.0437	<b>BP</b>
0.0081	0.0080	<b>PER</b>
0.0005	0.0000	<b>LIQ</b>

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج 09 EVIEWS (صورة عن المخرجات موجودة في الملاحق من (01 إلى 06)

نلاحظ من الجدول أعلاه أن قيمة P-Value للمتغيرات (PRI, PRM, EPS, BP, PER, LIQ) عند المستوى  $I(0)$  هي أقل من 5% وبالتالي فهذه المتغيرات تعتبر مستقرة عند المستوى.

## ثانياً: حساب مقدرات النموذج

بما أننا نتعامل مع بيانات في شكل سلاسل زمنية مقطعية فإننا سنقوم بحساب مقدرات ثلاث نماذج لنقوم بالاختيار فيما بينها نقدمها فيما يلي:

**1- نموذج الانحدار التجميعي:** كما ذكرنا سابقاً ففي هذا النموذج تكون جميع المعاملات  $\beta_0$  و  $\beta_i$  ثابتة عبر الزمن وعبر الوحدات وتستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معاملات النموذج، فيصبح عدد المشاهدات في النموذج محل الدراسة  $864=54*16$  مشاهدة. وعليه يكتب النموذج السابق بالصيغة الموالية:

$$PRI_{it} = \beta_0 + \beta_1 PRM_{mt} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 BP_{it} + \beta_4 PER + \beta_5 LIQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$i=1,2,3,\dots,16 \quad t=M01\ 2013,\dots,M06\ 2017$$

$$E(\varepsilon_{it})=0, E(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{is})=0 \quad i \neq s, E(\varepsilon_{it}^2)=\sigma^2=Constant.$$

**2- نموذج التأثيرات الثابتة:** يفترض هذا النموذج بأن المعلمة  $\beta_0$  تتغير من وحدة إلى أخرى لكنها تبقى ثابتة عبر الزمن، مع بقاء باقي المعاملات  $\beta_i$  ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية عبر الزمن. وعليه فإن كل المعلمات في 16 شركة محل الدراسة هي ثابتة عبر الزمن ولكن قيمة المقدر الخاص بالقاطع  $\beta_0$  يختلف من شركة إلى أخرى، ويكتب النموذج في هذه الحالة بالصيغة التالية:

$$PRI_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 PRM_{mt} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 BP_{it} + \beta_4 PER + \beta_5 LIQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$i=1,2,3,\dots,16 \quad t=M01\ 2013,\dots,M06\ 2017$$

مع بقاء نفس الشروط الخاصة بحد الخطأ  $\varepsilon_{it}$ .

**3- نموذج التأثيرات العشوائية:** في ظل هذا النموذج فإن كل وحدة تتميز بقاطع خاص بها، إلا أن هذا القاطع غير ثابت بل يتغير عبر الزمن. بالنسبة للنموذج محل الدراسة فإن 16 شركة سوف تتميز كل منها بقاطع خاص بها، ويتغير عشوائياً عبر الزمن حيث:

$$\beta_{0(i)} = u + v_i \quad i = 1,2,\dots,N$$

وعليه يكون النموذج بالصيغة التالية:

$$PRI_{it} = u + \beta_1 PRM_{mt} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 BP_{it} + \beta_4 PER + \beta_5 LIQ_{it} + (\varepsilon_{it} + v_i)$$

$$i=1,2,3,\dots,16 \quad t=M01\ 2013,\dots,M06\ 2017$$

وعليه تكون نتائج تقدير النماذج الثلاثة موضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (13): نتائج تقدير النماذج الثلاثة في سوق الأسهم السعودي

المتغير التابع يمثل علاوة مخاطر السهم PRI			
الفترة من جانفي 2013 إلى جوان 2017 N=16 T=54 عدد مشاهدات البانل=864			
المتغيرات المفسرة	نموذج الانحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة <sup>1</sup>	نموذج التأثيرات العشوائية
constant	-0.025534 ***(-3.456088)	-0.051287 ***(-4.974740)	-0.025534 ***(-3.491947)
PRM	0.890791 *** (23.17786)	0.875282 *** (22.81580)	0.890791 *** (23.41834)
EPS	0.035252 ** (2.481332)	0.066052 *** (2.877987)	0.035252 ** (2.507077)
BP	0.009841 *** (3.144902)	0.023930 *** (5.073504)	0.009841 *** (3.177532)
PER	- 0.001143 (-1.195256)	- 0.003063 ** (-1.958584)	- 0.001143 (-1.207657)
LIQ	0.000353 (1.557724)	0.000548 *(1.782042)	0.000353 (1.573886)
R <sup>2</sup>	0.404383	0.426754	0.404383
Adj R <sup>2</sup>	0.400912	0.413153	0.400912
F - statistic	116.5048	31.37858	116.5048
Prob (F - statistic)	0.0000	0.0000	0.0000
DW	2.167870	2.200380	2.167870

\*\*\*، \*\*، \*، تمثل القيمة الاحصائية لـ t statistic ، يعني أن المعلمة معنوية سواء عند مستوى 10%، 5%، 1% على الترتيب.

1- قيم الثابت الخاصة بـ 16 شركة ظهرت محصورة بين -0.028726 و 0.024440 (صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 08) المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 09 (صورة عن النماذج موجودة في الملاحق 07، 08، 09).

ثالثاً: نتائج اختبار المفاضلة بين النماذج

للمفاضلة بين النموذج الأول و النموذج الثاني نلجأ إلى اختبار F، حيث :

$$F = \frac{(R_2^2 - R_1^2)/m}{(1 - R_2^2)/(T - m)}$$

ونختبر الفرضيتين:

$H_0$ : نقبل النموذج التجميعي،

ضد:  $H_A$ : نقبل نموذج التأثيرات الثابتة.

إذا كانت قيمة F المحسوبة في المعادلة السابقة أكبر أو تساوي قيمة F الجدولية (أو كانت قيمة P-value أقل من أو تساوي 0.05) عندئذ نقول أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة (بمعنى نرفض الفرضية  $H_0$ ) أما إذا كانت القيمة المحسوبة لـ F أقل من القيمة الجدولية (أو كانت قيمة P-value أكبر من 0.05) فهنا نقبل الفرضية  $H_0$ .

وبناء على مخرجات برنامج EVIEWS 09 كانت نتائج هذا الاختبار كالاتي:

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.193129	(15,843)	0.0055
Cross-section Chi-square	33.075193	15	0.0046

— صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 10

وبما أن احتمال الخطأ من النوع الأول أقل من 1 %، فإننا نرفض فرضية العدم أي نقبل نموذج التأثيرات الثابتة.

وللمفاضلة بين النموذجين الثاني والثالث، نلجأ إلى اختبار Hausman لاختبار الفرضيتين:

$H_0$ : نقبل نموذج التأثيرات العشوائية،

ضد:  $H_A$ : نقبل نموذج التأثيرات الثابتة.

وكانت نتائج الاختبار كالاتي:

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	17.792896	3	0.0005

— صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 11

بما أن احتمال الخطأ من النوع الأول أقل من 1% فإننا نرفض فرضية العدم أي نقبل نموذج التأثيرات الثابتة.

وعليه يكون استخدام نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب لتقييم الأصول المالية في سوق الأسهم السعودي.

## الفرع الثاني: اختبار النموذج في سوق قطر للأوراق المالية

قبل اختبار النموذج في سوق قطر للأوراق المالية، يجب أن نقوم باختبار استقرارية كل المتغيرات التي تدخل في النموذج قبل الشروع في تحليلها وهذا من أجل تفادي مشكلة الارتباط الزائف بين السلاسل الزمنية.

## أولاً: اختبار استقرارية السلسلة الزمنية

سوف نختبر استقرارية المتغيرات بناءً على اختبائي ADF و PP والتي يتيحها لنا برنامج EViews 9 والمبينة

في الجدول التالي:

الجدول رقم(14): اختبار استقرارية متغيرات النموذج في سوق قطر للأوراق المالية

الاختبارات		المتغيرات
P Value		
PP	ADF	
0.0000	0.0000	PRI
0.0000	0.0000	PRM
0.0000	0.0000	EPS
0.0002	0.0001	BP
0.0000	0.0000	PER
0.0000	0.0000	LIQ

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 9 ( صور عن النموذج موجودة في الملاحق من 14 إلى 19)

نلاحظ من الجدول أعلاه أن P-Value للمتغيرات (PRI, PRM, EPS, BP, PER, LIQ) عند المستوى

I(0) هي أقل من 5% وبالتالي فهذه المتغيرات تعتبر مستقرة عند المستوى.

## ثانياً: حساب مقدرات النموذج

سوف نقوم بحساب مقدرات النماذج الثلاثة المقدمة سابقاً، على مجموعة الأسهم المقيدة في سوق قطر للأوراق المالية

لنقوم بالاختيار فيما بينها:

1- نموذج الانحدار التجميعي: كما ذكرنا سابقا ففي هذا النموذج تكون جميع المعاملات  $\beta_0$  و  $\beta_i$  ثابتة عبر الزمن وعبر الوحدات، وتستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معاملات النموذج فيصبح عدد المشاهدات في النموذج محل الدراسة  $378=54 \times 07$  مشاهدة.

2- نموذج التأثيرات الثابتة: كما ذكرنا سابقا يفترض هذا النموذج بأن كل المعلمات في 07 شركات محل الدراسة هي ثابتة عبر الزمن ولكن قيمة المقدر الخاص بالقاطع  $\beta_0$  يختلف من شركة إلى أخرى.

3- نموذج التأثيرات العشوائية: بالنسبة للنموذج محل الدراسة فإن 07 شركات محل الدراسة سوف تتميز كل منها بقاطع خاص بها، ويتغير عشوائيا عبر الزمن.

وعليه تكون نتائج تقدير النماذج الثلاثة موضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (14): نتائج تقدير النماذج الثلاثة في سوق قطر للأوراق المالية

المتغير التابع يمثل علاوة مخاطر السهم PRI			
الفترة من جانفي 2013 إلى جوان 2017 N=07 T=54 عدد مشاهدات البانل = 378			
المتغيرات المفسرة	نموذج الانحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة <sup>1</sup>	نموذج التأثيرات العشوائية
constant	-4.556025 ***(-2.533293)	-8.705196 ***(-4.079507)	-4.556025 ***(-2.580908)
PRM	0.912065 *** (15.36440)	0.879582 *** (14.90521)	0.912065 *** (15.65318)
EPS	1.619389 *** (5.549548)	2.370929 *** (6.701139)	1.619389 *** (5.653855)
BP	0.051038 ** (2.071950)	0.048737 * (1.771945)	0.051038 ** (2.110894)
PER	- 1.261851 ** (-2.528369)	- 0.415589 (-0.725001)	- 1.261851 ** (-2.575892)
LIQ	2.927483 (1.145562)	1.813400 (0.716121)	2.927483 (1.167094)
R <sup>2</sup>	0.478476	0.505646	0.478476
Adj R <sup>2</sup>	0.471466	0.490788	0.471466
F - statistic	68.25880	34.03270	68.25880
Prob (F - statistic)	0.0000	0.0000	0.0000
DW	1.816808	1.838456	1.816808

\*\*\*، \*\*، \*، تمثل القيمة الاحصائية لـ **t statistic** ، يعني أن المعلمة معنوية سواء عند مستوى 10%، 5%، 1% على الترتيب.

1- قيم الثابت الخاصة ب 07 شركات ظهرت محصورة بين -2.944708 و 1.929894 . (صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 21) المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 09 (صورة عن النماذج موجودة في الملحق 20، 21، 22).

## ثالثاً: نتائج اختبار المفاضلة بين النماذج

للمفاضلة بين النموذج الأول و النموذج الثاني نلجأ إلى اختبار F، ونختبر الفرضيتين:

$H_0$ : نقبل نموذج الانحدار التجميعي،

ضد:  $H_A$ : نقبل نموذج التأثيرات الثابتة.

وبناء على مخرجات برنامج EVIEWS 09 كانت نتائج هذا الاختبار كالآتي:

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.352564	(6,366)	0.0031
Cross-section Chi-square	20.224100	6	0.0025

- صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 23

وبما أن احتمال الخطأ من النوع الأول أقل من 1%، فإننا نرفض فرضية العدم أي نقبل نموذج التأثيرات الثابتة.

وللمفاضلة بين النموذجين الثاني والثالث، نلجأ إلى اختبار Hausman لاختبار الفرضيتين:

$H_0$ : نقبل نموذج التأثيرات العشوائية،

ضد:  $H_A$ : نقبل نموذج التأثيرات الثابتة.

وبناء على مخرجات برنامج EVIEWS 09 كانت نتائج اختبار Hausman كالآتي:

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	20.031233	5	0.0012

- صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 24

بما أن احتمال الخطأ من النوع الأول أقل من 1% فإننا نرفض فرضية العدم أي نقبل نموذج التأثيرات الثابتة. وعليه يكون استخدام نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب لتقييم الأصول المالية في سوق قطر للأوراق المالية.

## الفرع الثالث: اختبار النموذج في سوق البحرين للأوراق المالية

قبل اختبار النموذج في سوق البحرين للأوراق المالية، يجب أن نقوم باختبار استقرارية كل المتغيرات التي تدخل في النموذج قبل الشروع في تحليلها وهذا من أجل تفادي مشكلة الارتباط الزائف بين السلاسل الزمنية.

## أولاً: اختبار استقرارية السلسلة الزمنية

سوف نختبر استقراريته المتغيرات بناء على اختباري ADF و PP، والتي يتيحها برنامج 9 EViews والمبينة

في الجدول التالي:

الجدول رقم(15): اختبار استقرارية متغيرات النموذج في سوق البحرين للأوراق المالية

الاختبارات		المتغيرات
P Value		
PP	ADF	
0.0000	0.0000	PRI
0.0000	0.0000	PRM
0.0000	0.0000	EPS
0.0000	0.0000	BP
0.0000	0.0000	PER
0.0000	0.0000	LIQ

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج 9 EViews (صور عن النماذج موجودة في الملاحق من 27 إلى 32).

نلاحظ من الجدول أعلاه أن P-Value للمتغيرات (PRI, PRM, EPS, BP, PER, LIQ) عند المستوى  $I(0)$  هي أقل من 5% وبالتالي فهذه المتغيرات تعتبر مستقرة عند المستوى.

## ثانياً: حساب مقدرات النموذج

سوف نقوم بحساب مقدرات النماذج الثلاثة المقدمة سابقاً على عينة الأسهم المقيدة في سوق البحرين

للأوراق المالية لنقوم بالاختيار فيما بينها:

**1- نموذج الانحدار التجميعي:** كما ذكرنا سابقاً ففي هذا النموذج تكون جميع المعاملات  $\beta_0$  و  $\beta_i$  ثابتة عبر

الزمن وعبر الوحدات وتستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معاملات النموذج فيصبح عدد المشاهدات

في النموذج محل الدراسة  $378=54 \times 07$  مشاهدة.



2- نموذج التأثيرات الثابتة: كما ذكرنا سابقا يفترض هذا النموذج بأن كل المعلمات في 07 شركات محل الدراسة هي ثابتة عبر الزمن ولكن قيمة المقدر الخاص بالقاطع  $\beta_0$  يختلف من شركة إلى أخرى.

3- نموذج التأثيرات العشوائية: بالنسبة للنموذج محل الدراسة فإن 07 شركات محل الدراسة سوف تتميز كل منها بقاطع خاص بها، ويتغير عشوائيا عبر الزمن.

وعليه تكون نتائج تقدير النماذج الثلاثة موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (16): نتائج تقدير النماذج الثلاثة في سوق البحرين للأوراق المالية

المتغير التابع يمثل علاوة مخاطر السهم PRI			
الفترة من جانفي 2013 إلى جوان 2017 N=07 T=54 عدد مشاهدات البانل = 378			
المتغيرات المفسرة	نموذج الانحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة <sup>1</sup>	نموذج التأثيرات العشوائية
constant	-0.072165 ***(-3.412358)	-0.084033 ***(-3.073838)	-0.072165 ***(-3.440965)
PRM	1.337929 *** (13.64002)	1.334243 *** (13.52138)	1.337929 *** (13.75437)
EPS	0.003053 *(1.774900)	0.002761 (1.429943)	0.003053 *(1.789781)
BP	0.017140 **(2.145691)	0.013361 (0.800415)	0.017140 **(2.163679)
PER	-0.001552 (1.592624)	0.003106 **(1.970205)	0.001552 (1.605975)
LIQ	0.128071 *** (4.430463)	0.157165 *** (4.402968)	0.128071 *** (4.467607)
R <sup>2</sup>	0.422259	0.440990	0.4422259
Adj R <sup>2</sup>	0.414493	0.424189	0.414493
F - statistic	54.37738	26.24803	54.37738
Prob (F - statistic)	0.0000	0.0000	0.0000
DW	2.045443	2.094747	2.045443

\*، \*\*، \*\*\*، تمثل القيمة الاحصائية لـ t statistic ، يعني أن المعلمة معنوية سواء عند مستوى 10%، 5%، 1% على الترتيب.

1- قيم الثابت الخاصة بـ 07 شركات ظهرت محصورة بين -0.014859 و 0.002288 . (صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 34)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 09 (صورة عن النماذج موجودة في الملاحق 33، 34، 35).

ثالثا: نتائج اختبار المفاضلة بين النماذج

للمفاضلة بين النموذج الأول والنموذج الثاني نلجأ إلى اختبار F، ونختبر الفرضيتين:

$H_0$ : نقبل نموذج الانحدار التجميعي،

ضد:  $H_A$  : نقبل نموذج التأثيرات الثابتة.

وبناء على مخرجات برنامج EVIEWS 09 كانت نتائج هذا الاختبار كالتالي:

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.043927	(6,366)	0.0592
Cross-section Chi-square	12.458075	6	0.0525

- صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 36

وبما أن احتمال الخطأ من النوع الأول أكبر من 5%، فإننا نقبل فرضية العدم أي نقبل نموذج الانحدار التجميعي، وفي هذه الحالة لا داعي لاختبار نموذج التأثيرات العشوائية.

#### الفرع الرابع: اختبار النموذج في سوق الأردن للأوراق المالية

قبل اختبار النموذج في سوق الأردن للأوراق المالية، يجب أن نقوم باختبار استقرارية كل المتغيرات التي تدخل في النموذج قبل الشروع في تحليلها وهذا من أجل تفادي مشكلة الارتباط الزائف بين السلاسل الزمنية.

أولاً: اختبار استقرارية السلسلة الزمنية

سوف نختبر استقرارية المتغيرات بناء على اختبارين يتيحهما لنا برنامج EVIEWS 9 هما ADF و PP، والمبينة نتائجهما في الجدول التالي:

الجدول رقم (17): اختبار استقرارية متغيرات النموذج في سوق الأردن للأوراق المالية

الاختبارات		المتغيرات
P Value		
PP	ADF	
0.0000	0.0000	PRI
0.0000	0.0000	PRM
0.0000	0.0000	EPS
0.0000	0.0000	BP
0.0000	0.0000	PER
0.0000	0.0000	LIQ

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 09 (صور عن النماذج موجودة في الملحق من 39 إلى 44)

نلاحظ من الجدول أعلاه أن P-Value للمتغيرات (PRI, PRM, EPS, BP, PER, LIQ) عند المستوى

$I(0)$  هي أقل من 5% وبالتالي فهذه المتغيرات تعتبر مستقرة عند المستوى.

## ثانيا: حساب مقدرات النموذج

سوف نقوم بحساب مقدرات النماذج الثلاثة المقدمة سابقا على عينة الأسهم المقيدة في سوق الأردن للأوراق المالية لنقوم بالاختيار فيما بينها:

**1- نموذج الانحدار التجميعي:** كما ذكرنا سابقا ففي هذا النموذج تكون جميع المعاملات  $\beta_0$  و  $\beta_i$  ثابتة عبر الزمن وعبر الوحدات، وتستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معاملات النموذج فيصبح عدد المشاهدات في النموذج محل الدراسة  $540=54 \times 10$  مشاهدة.

**2- نموذج التأثيرات الثابتة:** كما ذكرنا سابقا يفترض هذا النموذج بأن كل المعلمات في 10 شركات محل الدراسة هي ثابتة عبر الزمن ولكن قيمة المقدر الخاص بالقاطع  $\beta_0$  يختلف من شركة إلى أخرى.

**3- نموذج التأثيرات العشوائية:** بالنسبة للنموذج محل الدراسة فإن 10 شركات محل الدراسة سوف تتميز كل منها بقاطع خاص بها، ويتغير عشوائيا عبر الزمن.

وعليه تكون نتائج تقدير النماذج الثلاثة موضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (18): نتائج تقدير النماذج الثلاثة في سوق الأردن للأوراق المالية

المتغير التابع يمثل علاوة مخاطر السهم PRI			
الفترة من جانفي 2013 إلى جوان 2017 N=10 T=54 عدد مشاهدات البانل = 540			
المتغيرات المفسرة	نموذج الانحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة <sup>1</sup>	نموذج التأثيرات العشوائية
constant	-0.078128	-0.028430	-0.066101
	***(-4.810395)	(-1.277603)	***(-3.585734)
PRM	2.612640	2.489477	2.573712
	*** (15.83573)	*** (15.21231)	*** (15.87894)
EPS	0.011364	0.010669	0.011570
	*** (5.536905)	*** (4.799923)	*** (5.495982)
BP	0.002920	0.017636	0.004799
	* (1.909602)	*** (4.021693)	** (2.194726)
PER	0.000260	- 0.004456	- 0.000812
	(0.458158)	*** (-3.900585)	(-1.087715)
LIQ	0.004183	0.003833	0.004037
	*** (3.270382)	** (2.366123)	*** (2.828747)
R <sup>2</sup>	0.408381	0.447633	0.409171
Adj R <sup>2</sup>	0.402842	0.432904	0.40363
F - statistic	73.72160	30.38969	73.96282
Prob (F - statistic)	0.0000	0.0000	0.0000
DW	1.89652	1.871455	1.902517

\*\*\*، \*\*، \*، تمثل القيمة الاحصائية لـ t statistic ، يعني أن المعلمة معنوية سواء عند مستوى 10%، 5%، 1% على الترتيب.

1- قيم الثابت الخاصة بـ 10 شركات ظهرت محصورة بين -0.066534 و 0.038114 (صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 46)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 09 (صورة عن النماذج موجودة في الملاحق 45، 46، 47).

ثالثاً: نتائج اختبار المفاضلة بين النماذج

للمفاضلة بين النموذج الأول و النموذج الثاني نلجأ إلى اختبار F، ونختبر الفرضيتين:

$H_0$ : نقبل نموذج الانحدار التجميعي؛

ضد:  $H_A$ : نقبل نموذج التأثيرات الثابتة.

وبناء على مخرجات برنامج 09 EViews كانت نتائج هذا الاختبار كالتالي:

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	4.145283	(9,525)	0.0000
Cross-section Chi-square	37.071363	9	0.0000

- صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 48

وبما أن احتمال الخطأ من النوع أقل من 1%، فإننا نرفض فرضية العدم أي نقبل نموذج التأثيرات الثابتة.

وللمفاضلة بين النموذجين الثاني والثالث، نلجأ إلى اختبار Hausman لاختبار الفرضيتين:

$H_0$ : نقبل نموذج التأثيرات العشوائية ،

ضد:  $H_A$ : نقبل نموذج التأثيرات الثابتة.

وبناء على مخرجات برنامج 09 EViews كانت نتائج اختبار Hausman كالتالي:

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	20.303187	5	0.0011

- صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 49

بما أن احتمال الخطأ من النوع الأول أقل من 1% فإننا نرفض فرضية العدم أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم في سوق الأردن للأوراق المالية.

#### الفرع الخامس: اختبار النموذج في البورصة المصرية

قبل اختبار النموذج في سوق مصر للأوراق المالية، يجب أن نقوم باختبار استقرارية كل المتغيرات التي تدخل في النموذج قبل الشروع في تحليلها وهذا من أجل تفادي مشكلة الارتباط الزائف بين السلاسل الزمنية.

أولاً: اختبار استقرارية السلسلة الزمنية

سوف نختبر استقرارية المتغيرات بناء على الاختبارات التي يتيحها لنا برنامج 9 EViews والمبينة في الجدول

التالي:

الجدول رقم(19): اختبار استقرارية متغيرات النموذج في البورصة المصرية

الاختبارات		المتغيرات
P Value		
PP	ADF	
0.0000	0.0000	PRI
0.0000	0.0000	PRM
0.0007	0.0000	EPS
0.0000	0.0000	BP
0.0021	0.0020	PER
0.0000	0.0000	LIQ

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 09 (صور النماذج في الملحق من 52 إلى 57)

نلاحظ من الجدول أعلاه أن P-Value للمتغيرات (PRI, PRM, EPS, BP, PER, LIQ) عند المستوى  $I(0)$  هي أقل من 5% وبالتالي فهذه المتغيرات تعتبر مستقرة عند المستوى.

### ثانياً: حساب مقدرات النموذج

سوف نقوم بحساب مقدرات النماذج الثلاثة المقدمة سابقاً، على عينة الأسهم المقيدة في البورصة المصرية لنقوم بالاختيار فيما بينها:

**1- نموذج الانحدار التجميعي:** كما ذكرنا سابقاً ففي هذا النموذج تكون جميع المعاملات  $\beta_0$  و  $\beta_i$  ثابتة عبر الزمن وعبر الوحدات، وتستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معاملات النموذج فيصبح عدد المشاهدات في النموذج محل الدراسة  $648=54 \times 12$  مشاهدة.

**2- نموذج التأثيرات الثابتة:** كما ذكرنا سابقاً يفترض هذا النموذج بأن كل المعلمات في 12 شركة محل الدراسة هي ثابتة عبر الزمن ولكن قيمة المقدر الخاص بالقاطع  $\beta_0$  يختلف من شركة إلى أخرى.

**3- نموذج التأثيرات العشوائية:** بالنسبة للنموذج محل الدراسة فإن 12 شركة محل الدراسة سوف تتميز كل منها بقاطع خاص بها، ويتغير عشوائياً عبر الزمن.

وعليه تكون نتائج تقدير النماذج الثلاثة موضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (20): نتائج تقدير النماذج الثلاثة في البورصة المصرية

المتغير التابع يمثل علاوة مخاطر السهم PRI			
الفترة من جانفي 2013 إلى جوان 2017 N=12 T=54 عدد مشاهدات البانل = 648			
المتغيرات المفسرة	نموذج الانحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة <sup>1</sup>	نموذج التأثيرات العشوائية
constant	-0.011124 (-1.854521)	-0.019025 (-1.175618)	-0.011124 (-1.859614)
PRM	0.960501 (20.89598)	0.959454 (20.46766)	0.960501 (20.95337)
EPS	0.001990 (-0.144274)	0.022567 (-0.918483)	0.001990 (-1.144670)
BP	0.003270 (1.697770)	0.014078 (2.111280)	0.003270 (1.702433)
PER	0.000242 (0.238246)	-0.003116 (-1.165592)	0.000242 (0.238900)
LIQ	0.023880 (1.659054)	0.060961 (2.523501)	0.023880 (1.663610)
R <sup>2</sup>	0.413641	0.426840	0.413641
Adj R <sup>2</sup>	0.409074	0.412306	0.409074
F - statistic	90.57837	29.36962	90.57837
Prob (F - statistic)	0.0000	0.0000	0.0000
DW	2.205342	2.217991	2.205342

\*\*\*، \*\*، \*، تمثل القيمة الاحصائية لـ **t statistic** ، يعني أن المعلمة معنوية سواء عند مستوى 10%، 5%، 1% على الترتيب.

1- قيم الثابت الخاصة بـ 12 شركة ظهرت محصورة بين -0.056608 و 0.035706 (صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 59) المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 9 (صورة عن النماذج موجودة في الملحق 58، 59، 60).

ثالثا: نتائج اختبار المفاضلة بين النماذج

للمفاضلة بين النموذج الأول والنموذج الثاني نلجأ إلى اختبار F، ونختبر الفرضيتين:

$H_0$ : نقبل نموذج الانحدار التجميعي،

ضد:  $H_A$ : نقبل نموذج التأثيرات الثابتة.

وبناء على مخرجات برنامج EViews 9 كانت نتائج هذا الاختبار كالاتي:

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.321009	(11,631)	0.2081
Cross-section Chi-square	14.753358	11	0.1941

- صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 61

بما أن احتمال الخطأ من النوع الأول أكبر من 5 %، فإننا نقبل فرضية العدم أي نقبل نموذج الانحدار التجميعي، وفي هذه الحالة لا داعي لاختبار نموذج التأثيرات العشوائية.

### المطلب الثالث: تحليل نتائج الدراسة القياسية

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى تحليل النتائج المتوصل إليها في المطلب السابق لكل سوق مالي على حدة في الفرع الأول، لنأتي إلى استخلاص النقاط المشتركة بينها في الفرع الثاني، وذلك كما يلي:

#### الفرع الأول: تحليل النتائج الخاصة بالأسواق محل الدراسة

إن المنهجية السابقة في تقدير النماذج المقترحة، قد تعطينا مقدرات تعاني من مشكلتي عدم تحقق الفرضين الأساسيين الذين يقوم عليهما أي نموذج قياسي وقد تؤدي إلى نتائج مضللة وهما:

- أن الأخطاء قد تكون مرتبطة فيما بينها؛
- أن تباين الأخطاء قد لا يكون ثابتاً عبر الزمن.

ومن أجل تفادي هاتين المشكلتين فإن برنامج EViews يتيح لنا طريقة للتخلص من أي أثر سلبي لهما، وهي طريقة White Period، والتي تمكن من الحصول على مقدرات مصححة من آثار الارتباط الذاتي وعدم تجانس تباين الأخطاء (PCSE) من أجل تقدير النموذج الأنسب لكل سوق مالي، وهذا بعد استبعاد المتغيرات غير المؤثرة كما يلي:

#### أولاً: تحليل النتائج الخاصة بسوق الأسهم السعودي

بما أننا توصلنا إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة هو المناسب لتقييم الأصول المالية لعينة الأسهم في سوق الأسهم السعودي، فإنه يمكن إعادة عرض النموذج باستخدام طريقة White المذكورة أعلاه، وكانت نتائج التقدير كالتالي:



$$PRI_{it} = -0.051287 + 0.875282 PRM_{mt} + 0.066052 EPS_{it} + 0.023930 BP_{it} - 0.003063 PER_{it} + 0.000548 LIQ_{it}$$

(-4.303229) (20.83273) (2.064402) (5.304013) (-1.766835) (1.620097)

قيم الثابت الخاصة بـ 16 شركة ظهرت محصورة بين 0.024440 و -0.028726

$R^2 = 0.426754$        $T = 864$        $F = 31.37858$

$Adj R^2 = 0.413153$        $DW = 2.200380$        $Prob = 0.0000$

- القيم بين قوسين ( ) تمثل إحصائية t.

- صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 12

نلاحظ أن نتائج تقدير هذا النموذج كانت على النحو التالي:

- كل المقدرات لها معنوية إحصائية، إلا المقدرة الخاصة بمتغير السيولة. بمعنى أن كل من علاوة مخاطر السوق، ربحية السهم، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وربحية السهم، يساهمون في تفسير تغيرات علاوة مخاطر السهم؛
- المتغيرات المفسرة تفسر تغيرات المتغير التابع بـ 42%؛
- النموذج له معنوية إحصائية (احتمال إحصائية فيشر أقل من 0.05).

ومن أجل الكشف عن جودة النموذج المقترح في تفسير تغيرات علاوة مخاطر الأسهم لعينة الشركات في سوق الأسهم السعودي، نقوم بتقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في شكله التقليدي على ذات العينة، باستخدام طريقة White، وكانت نتائج التقدير كما يلي:

$$PRI_{it} = -0.001978 + 0.905220 PRM_{mt}$$

(-0.941207) (25.76678)

$R^2 = 0.400658$        $T = 864$        $F = 35.38851$

$Adj R^2 = 0.389336$        $DW = 2.203861$        $Prob = 0.0000$

- القيم بين قوسين ( ) تمثل إحصائية t.

- صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 13

إن تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية خاص بعينة الشركات في سوق الأسهم السعودي جاء مطابقاً لمتطلبات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي، ويظهر ذلك من خلال قيمة t المنخفضة للحد الثابت، بمعنى أن ثابت النموذج ليس له دلالة إحصائية، وهذا موافق لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية. أما عن القيمة المقدرة للمعلمة  $\beta$ ، فقد ظهرت مساوية لـ 0.90، وذات دلالة إحصائية، إحصائية t مرتفعة والاحتمال الموافق لها يساوي 0، ويعتبر هذا النموذج ذو جودة من الناحية الإحصائية، خصوصاً ما تعلق منه باحتمال إحصائية فيشر حيث ظهرت بقيمة

معدومة، إلا أن معامل التحديد ظهر بقيمة متوسطة، مما يدل أن علاوة مخاطر السوق تفسر تغيرات علاوة مخاطر السهم بـ 40%.

وعند المقارنة بين النموذجين يتضح أن القدرة التفسيرية للنموذج المقترح مطبق على عينة من الأسهم في سوق الأسهم السعودي أعلى من القدرة التفسيرية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي مطبق على ذات العينة، ويظهر هذا من خلال معامل التحديد المعدل  $Adj R^2$  حيث ظهر بقيمة 0.41 في النموذج المقترح، وهو أعلى من القيمة التي ظهر بها في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي المقدرة بـ 0.38، كما أن النموذج المقترح يتميز باحتوائه على مجموعة من المتغيرات المفسرة، وظهرت جميع مقدرات معالمها ذات دلالة إحصائية، ومتوافقة مع ما جاءت به النظرية الاقتصادية، في حين أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي يفسر تغيرات قيمة الأصل المالي بناءً على عامل واحد فقط وهو علاوة مخاطر السوق، وهذا يعتبر انتقاد أساسي وجه للنموذج منذ عرضه لأول مرة سنة 1964. لذلك فإن إضافة متغيرات تفسيرية أخرى إلى جانب علاوة مخاطر السوق، تمثل مخاطر خاصة بالشركات المقيدة في سوق الأسهم السعودي زادت من جودة النموذج حيث ظهرت هذه المتغيرات التفسيرية كآلاتي:

- بالنسبة لمساهمة علاوة مخاطر السوق في تفسير تغيرات علاوة مخاطر السهم، فإن العلاقة بينهما ظهرت طردية وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، وبالتحديد النتائج التي توصل إليها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وكل الدراسات اللاحقة التي اختبرت هذا النموذج، حيث أن معامل  $\beta$  للمخاطر النظامية موجب وبقيمة قدرها 0.87 وهذا معناه أنه إذا ارتفعت علاوة مخاطر السوق بـ 1% ترتفع علاوة مخاطر السهم بـ 0.87%، وهذا يدل على أن أسهم العينة محل الدراسة هي أسهم دفاعية (Titres Défensifs) بمعنى أنها أسهم تستخدم للتحوط من مخاطر التقلبات في الأسعار؛
- بالنسبة لمساهمة ربحية السهم في تفسير تغيرات علاوة مخاطر السهم فإن العلاقة ظهرت موجبة وذات معنوية إحصائية وجاء هذا متوافق مع النظرية الاقتصادية، فارتفاع ربحية السهم يؤدي إلى ارتفاع قيمته في السوق المالي؛
- بالنسبة لمساهمة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في تفسير تغيرات علاوة مخاطر السهم فإن العلاقة تظهر طردية وهي متوافقة مع ما جاءت به النظرية الاقتصادية، فكلما زادت القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كلما دل ذلك على أن أسهم الشركة جذابة للاستثمار فيها لأن قيمتها السوقية في ارتفاع مقارنة مع قيمتها الدفترية، وهو متوافق مع ما جاءت به النظرية الاقتصادية، كما أن هذه النتيجة جاءت متوافقة مع دراسة (Fama & French 1992)؛
- بالنسبة لمساهمة مضاعف الربحية في تفسير تغيرات علاوة مخاطر السهم فإن العلاقة تظهر عكسية، وهذا متوافق مع النظرية الاقتصادية حيث أن مضاعف ربحية مرتفع يعكس أداءً ماليًا ضعيفًا للشركة، يظهر في شكل انخفاض لقيمة أسهمها في السوق المالي؛

● بالنسبة لمساهمة السيولة في تفسير تغيرات علاوة مخاطر السهم فإن العلاقة لم تظهر بمعنوية إحصائية، وقد جاءت هذه النتيجة متناقضة مع دراسة (Pastor & Stanbought 2003)، يمكن إرجاع ذلك حسب رأي الباحثة وبالاستناد إلى ما تم تحليله في الجانب النظري حول أداء هذا السوق، إلى وجود عدد كبير من الشركات العائلية والشركات المغلقة، والتي تبقى أسهمها مملوكة من قبل عدد محدود من المستثمرين، وبالتالي فإنه على الرغم من ارتفاع عوائد أسهم هذه الشركات، إلا أن التداول عليها ضعيف جدا، وهذا ما يجعل السيولة لا تؤثر على عوائد الأسهم المقيدة هذا السوق ومنه على قيمتها.

وباعتبار أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب في سوق الأسهم السعودي، فإن الثابت  $\beta_{0i}$  بالنسبة لكل مؤسسة على حدة ظهرت متقاربة وهذا معناه أنه بالنسبة لنفس علاوة مخاطر السوق، ونفس القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ونفس ربحية ومضاعف ربحية السهم فإن علاوة مخاطر السهم لكل شركة من شركات العينة تكون قريبة مع باقي الشركات.

#### ثانيا: تحليل النتائج الخاصة بسوق قطر للأوراق المالية

بما أننا توصلنا إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب لتقييم الأصول المالية في سوق قطر للأوراق المالية، فإنه يمكن إعادة عرض نتائجه بعد إزالة المتغيرات غير المؤثرة، باستخدام طريقة White المذكورة سابقا، كما يلي:

$$PRI_{it} = -9.791212 + 0.873054 PRM_{mt} + 2.417891 EPS_{it} + 0.050058 BP_{it}$$

(-3.968262) (10.11293) (6.048423) (0.955223)

قيم الثابت الخاصة بـ 07 شركات ظهرت محصورة بين -3.204847 و 2.126390

$R^2 = 0.504331$        $T = 378$        $F = 41.60347$

$Adj R^2 = 0.492209$        $DW = 1.835771$        $Prob = 0.0000$

- القيم بين قوسين ( ) تمثل إحصائية t.

- صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 25

وقد كانت نتائج تقدير هذا النموذج على النحو التالي:

- المقدران الخاصان بالمتغيرين المفسرين PRM و EPS لهما معنوية إحصائية عند مستوى 05 %، في حين المقدر الخاص بالمتغير BP، لم يكن ذو دلالة إحصائية بمعنى أن كل من علاوة مخاطر السوق، ربحية السهم، يساهمان في تفسير التغيرات في علاوة مخاطر السهم؛
- المتغيرات المفسرة تفسر تغيرات المتغير التابع بـ 50 %؛
- النموذج له معنوية إحصائية (احتمال إحصائية فيشر أقل من 0.05).

ومن أجل الكشف عن جودة النموذج المقترح في تفسير تغيرات علاوة مخاطر الأسهم لعينة الشركات في سوق قطر للأوراق المالية، نقوم بتقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في شكله التقليدي، باستخدام طريقة White وكانت نتائج التقدير كما يلي:

$PRI_{it} = -1.066560 + 0.980490 PRM_{mt}$ <p style="text-align: center;">(-2.463902)      (11.72236)</p>		
$R^2 = 0.438984$	$T = 378$	$F = 41.35961$
$Adj R^2 = 0.428370$	$DW = 1.956918$	$Prob = 0.0000$

- القيم بين قوسين ( ) تمثل إحصائية t.  
 - صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 26

إن تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على عينة من الأسهم المقيدة في سوق قطر للأوراق المالية لم يكن مطابقاً لمتطلبات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي، ويظهر ذلك من خلال قيمة t المرتفعة للحد الثابت، بمعنى أن ثابت النموذج له دلالة إحصائية، وهذا متعارض مع متطلبات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي، الذي يفترض أن تكون قيمة ثابت النموذج معدومة حتى يمكن تفسير أن التغير في علاوة مخاطر السهم يعود إلى التغير في علاوة مخاطر السوق فقط. ولهذا السبب فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في صيغته التقليدية لم يحقق الشرط الضروري الذي يسمح بتفسير التغير في علاوة مخاطر السهم الناتج عن التغير في علاوة مخاطر السوق، في حين أن النموذج المقترح أظهر أن هناك متغير آخر يدخل في تفسير التغير في علاوة مخاطر السهم، هو ربحية السهم، وهذا يعتبر نقطة إيجابية تساعد متخذ القرار في تقييم الأسهم في سوق قطر للأوراق المالية. وعموماً يمكن تسجيل النتائج التالية بخصوص النموذج المقترح:

- النموذج يعتبر ذو جودة من الناحية الإحصائية حيث أن القيمة المطلقة لإحصائية t تعتبر مرتفعة لكل من مخاطر السوق و ربحية السهم، وكذلك احتمال إحصائية فيشر ظهر بقيمة 0؛
- معامل التحديد يظهر علاقة تفسيرية متوسطة ما بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع تقدر بـ 50 %، وهذا يدل على وجود متغيرات أخرى يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار عند تقييم السهم لم تأخذها الباحثة بعين الاعتبار كما يمكن أن نرجع سبب ذلك إلى اختيار العينة في حد ذاتها، حيث تكونت من أكبر الشركات المسجلة في سوق قطر للأوراق المالية، والمعروف عن أسهمها أنها مستقرة القيمة بسبب استقرار أدائها؛
- أظهر النموذج علاقة طردية وذات دلالة إحصائية بين علاوة مخاطر السوق وعلاوة مخاطر السهم، وهذا ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية ومع جل الأبحاث والدراسات التي أقيمت في هذا الشأن، حيث أن معامل  $\beta$  للمخاطر النظامية موجب وبقية قدرها 0.87 وهذا معناه أنه إذا ارتفعت علاوة مخاطر السوق بـ 1 % ترتفع علاوة مخاطر

السهم بـ 0.87 %، وهذا يدل على أن أسهم العينة محل الدراسة في سوق قطر للأوراق المالية هي أسهم دفاعية (Titres Défensifs) بمعنى أنها تستخدم للتحوط من التذبذبات الكبيرة التي تحدث في السوق؛

● بالنسبة لدرجة مساهمة ربحية السهم في تفسير تغيرات علاوة مخاطر السهم فإن العلاقة تظهر طردية وذات دلالة إحصائية وهي متوافقة مع ما جاءت به النظرية الاقتصادية، حيث كان المقدار الخاص بهذا المتغير مساويا لـ 2.41، بمعنى أن علاوة مخاطر السهم في العينة المأخوذة من الأسهم المقيدة في سوق قطر للأوراق المالية تستجيب للتغير في الربحية بدرجة مرتفعة، مما يثبت أن المستثمر في السوق القطري يولي أهمية كبيرة لهذا المتغير عند تقييمه للسهم؛

### ثالثا: تحليل النتائج الخاصة بسوق البحرين للأوراق المالية

بما أننا توصلنا إلى أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأنسب لتقييم الأصول المالية في سوق البحرين للأوراق المالية، فإنه يمكن إعادة عرض نتائجه بعد إزالة المتغيرات غير المؤثرة باستخدام طريقة White كما يلي:

$$PRI_{it} = -0.054166 + 1.350167PRM_{mt} + 0.002578 EPS_{it} + 0.017185BP_{it} + 0.128564 LIQ_{it}$$

(-2.381043)      (12.23072)      (1.233559)      (1.823420)      (3.756056)

$$R^2 = 0.418319 \quad T = 378 \quad F = 67.06137$$

$$Adj R^2 = 0.412082 \quad DW = 2.055232 \quad Prob = 0.0000$$

- القيم بين قوسين ( ) تمثل إحصائية t.

- صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 37

وقد كانت نتائج تقدير هذا النموذج على النحو التالي:

● المقدرات الخاصة بالمتغيرات PRM و BP و LIQ لها معنوية إحصائية عند مستوى 05 %، بمعنى أن كل من علاوة مخاطر السوق، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وسيولة السهم يساهمون في تفسير تغيرات علاوة مخاطر السهم؛

● المتغيرات المفسرة تفسر تقلبات المتغير التابع بـ 41% (معامل التحديد)؛

● النموذج له معنوية إحصائية (احتمال إحصائية فيشر يساوي 0).

ومن أجل الكشف عن جودة النموذج المقترح في تفسير تغيرات قيم الأصول المالية في عينة من الأسهم المقيدة في سوق البحرين للأوراق المالية، نقوم بتقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في شكله التقليدي باستخدام طريقة White على ذات العينة، وكانت نتائج التقدير كما يلي:

$$PRI_{it} = -0.000435 + 1.474134 PRM_{mt}$$

(0.149498)      (11.83237)

$$R^2 = 0.380419 \quad T = 378 \quad F = 230.8622$$

$$Adj R^2 = 0.378772 \quad DW = 2.098955 \quad Prob = 0.0000$$

- القيم بين قوسين ( ) تمثل إحصائية t.

- صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 38

إن تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على عينة من الأسهم المقيدة في سوق البحرين للأوراق المالية جاء مطابقاً لمتطلبات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي، ويظهر ذلك من خلال قيمة t المنخفضة للحد الثابت، بمعنى أن ثابت النموذج ليس له دلالة إحصائية، وهذا موافق لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية. أما عن القيمة المقدرة للمعلمة  $\beta$ ، فقد ظهرت مساوية لـ 1.47، وذات دلالة إحصائية، إحصائية t مرتفعة والاحتمال الموافق لها يساوي 0، ويعتبر هذا النموذج ذو جودة من الناحية الإحصائية، خصوصاً ما تعلق منه باحتمال إحصائية فيشر حيث ظهرت بقيمة معدومة، إلا أن معامل التحديد ظهر بقيمة 0.38، مما يدل أن علاوة مخاطر السوق تساهم في تفسير تغيرات علاوة مخاطر السهم بـ 38%.

وعند المقارنة بين النموذجين يتضح أن القدرة التفسيرية للنموذج المقترح مطبق على عينة من الأسهم في سوق البحرين للأوراق المالية أحسن من القدرة التفسيرية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي مطبق على ذات العينة، ويظهر هذا من خلال معامل التحديد المعدل  $Adj R^2$  حيث ظهر بقيمة 0.41 في النموذج المقترح، وهو أعلى من القيمة التي ظهر بها في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي المقدرة بـ 0.37، كما أن النموذج المقترح يتميز باحتوائه على مجموعة من المتغيرات المفسرة فبالإضافة إلى علاوة مخاطر السوق نجد القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، والسيولة وظهرت مقدرات معلماتها ذات دلالة إحصائية، ومتوافقة مع ما جاءت به النظرية الاقتصادية، في حين أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي يفسر تغيرات علاوة مخاطر السهم بناءً على عامل واحد فقط وهو علاوة مخاطر السوق، وهذا يعتبر الانتقاد الأساسي الموجه للنموذج. لذلك فإن إضافة متغيرات تفسيرية أخرى إلى علاوة مخاطر السوق، تمثل مخاطر خاصة بالشركات المقيدة في سوق البحرين للأوراق المالية زادت من جودة النموذج حيث ظهرت هذه المتغيرات التفسيرية كالآتي:

- بالنسبة لمساهمة علاوة مخاطر السوق في تفسير تغيرات علاوة مخاطر الأسهم عينة الدراسة في سوق البحرين للأوراق المالية، فإن النموذج أظهر علاقة طردية وذات دلالة إحصائية بين علاوة مخاطر السوق وعلاوة مخاطر السهم وهذا يتوافق مع النظرية الاقتصادية، ومع جل الأبحاث والدراسات التي أقيمت في هذا الشأن. حيث أن معامل  $\beta$

للمخاطر النظامية موجب وبقيمة قدرها 1.35 وهذا معناه أنه إذا ارتفعت مخاطر السوق بـ 1 % ترتفع قيمة السهم بـ 1.35 %، وهذا يدل على أن أسهم العينة محل الدراسة هي أسهم هجومية (Titres Offensifs) بمعنى أنها أسهم تستخدم في المضاربة من أجل تحقيق الأرباح؛

● بالنسبة لمساهمة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في تفسير تغيرات علاوة مخاطر أسهم العينة فإن العلاقة تظهر طردية وذات دلالة إحصائية وهي متوافقة مع ما جاءت به النظرية الاقتصادية، إلا أن مقدر معلمتها منخفض نسبياً 0.017، وهذا يدل على أن المستثمر في سوق البحرين للأوراق المالية لا يعطي وزناً كبيراً لهذا المؤشر عند تقييمه للأسهم فيه؛

● بالنسبة لمساهمة سيولة السهم في تفسير تغيرات علاوة مخاطر السهم فإن العلاقة تظهر طردية وذات دلالة إحصائية وهي متوافقة مع ما جاءت به النظرية الاقتصادية، فكلما ارتفعت سيولة السهم، أدى ذلك إلى زيادة الإقبال عليه، ومن ثم ارتفاع عوائده مما يؤدي إلى ارتفاع قيمته، كما ظهر المقدر الخاص بهذا المتغير مرتفعاً نسبياً، مما يدل على أن المستثمر في سوق البحرين للأوراق المالية يأخذ هذا المتغير بعين الاعتبار عند تقييمه للسهم.

وباعتبار أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأنسب لتقييم الأسهم في سوق البحرين للأوراق المالية فإن هذا يعني أن جميع أسهم العينة المختارة تتأثر بنفس الطريقة تجاه المتغيرات المفسرة المتمثلة في LIQ, BP, PRM.

#### رابعاً: تحليل النتائج الخاصة بسوق الأردن للأوراق المالية

بما أننا توصلنا إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب لتقييم الأصول المالية في سوق الأردن للأوراق المالية، فإنه يمكن إعادة عرض نتائجه حسب طريقة White كما يلي:

$$PRI = -0.028430 + 2.489477 PRM_{it} + 0.010669 EPS_{it} + 0.017636 BP_{it} - 0.004456 PER_{it} + 0.003833 LIQ_{it}$$

(-1.003703) (10.77947) (4.006991) (3.724907) (-3.425007) (1.607347)

قيم الثابت الخاصة بـ 10 شركات ظهرت محصورة بين -0.066534 و 0.038114

$R^2 = 0.447633$        $T = 540$        $F = 30.38969$

$Adj R^2 = 0.432904$        $DW = 1.871455$        $Prob = 0.0000$

- القيم بين قوسين ( ) تمثل إحصائية t.

- صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 50

حيث كانت نتائج تقدير هذا النموذج على النحو التالي:

● كل المقدرات الخاصة بالمتغيرات المفسرة لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 05 %، ما عدا المقدر الخاص بمتغير السيولة، بمعنى أن كل من مخاطر السوق، ربحية السهم، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، مضاعف الربحية، يساهمون في تفسير تغيرات علاوة مخاطر السهم؛

- المتغيرات المفسرة تفسر تغيرات المتغير التابع بـ 44%؛
- النموذج له معنوية إحصائية (احتمال إحصائية فيشر يساوي 0).

ومن أجل الكشف عن جودة النموذج المقترح في تفسير تغيرات قيم الأصول المالية في عينة من الأسهم المقيدة في سوق الأردن للأوراق المالية، نقوم بتقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في شكله التقليدي باستخدام طريقة White على ذات العينة، وكانت نتائج هذا التقدير كما يلي:

$PRI_{it} = -0.002410 + 2.834217 PRM_{mt}$		
	(-0.851264)	(11.92235)
$R^2 = 0.376681$	$T = 540$	$F = 31.96830$
$Adj R^2 = 0.364898$	$DW = 1.980269$	$Prob = 0.0000$

- القيم بين قوسين ( ) تمثل إحصائية t.

- صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 51

إن تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على عينة من الأسهم المقيدة في سوق الأردن للأوراق المالية جاء مطابقاً لمتطلبات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي، ويظهر ذلك من خلال قيمة t المنخفضة للحد الثابت، بمعنى أن ثابت النموذج ليس له دلالة إحصائية، وهذا موافق لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية. أما عن القيمة المقدرة للمعلمة  $\beta$ ، فقد ظهرت مساوية لـ 2.83، وذات دلالة إحصائية، إحصائية t مرتفعة والاحتمال الموافق لها يساوي 0، ويعتبر هذا النموذج ذو جودة من الناحية الإحصائية، خصوصاً ما تعلق منه باحتمال إحصائية فيشر حيث ظهر بقيمة معدومة، إلا أن معامل التحديد ظهر بقيمة 0.37، مما يدل أن علاوة مخاطر السوق تساهم في تفسير تغيرات علاوة مخاطر السهم بـ 37%.

وعند المقارنة بين النموذجين يتضح أن القدرة التفسيرية للنموذج المقترح مطبق على عينة من الأسهم في سوق الأردن للأوراق المالية أعلى من القدرة التفسيرية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي مطبق على ذات العينة، ويظهر هذا من خلال معامل التحديد المعدل  $Adj R^2$  حيث ظهر بقيمة 0.43 في النموذج المقترح، وهو أعلى من القيمة التي ظهر بها في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي المقدرة بـ 0.36، كما أن النموذج المقترح يتميز باحتوائه على مجموعة من المتغيرات المفسرة، وظهرت مقدراتها ذات دلالة إحصائية، ومتوافقة مع ما جاءت به النظرية الاقتصادية، في حين أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي يفسر تغيرات قيمة الأصل المالي بناءً على عامل واحد فقط وهو علاوة مخاطر السوق، وعليه فإن إضافة متغيرات تفسيرية أخرى إلى جانب علاوة مخاطر السوق، زادت من جودة النموذج، إلا أن مقدرات المعلمة الخاصة بها باستثناء مقدرة المعلمة الخاصة بعلاوة مخاطر السوق



ظهرت جد منخفضة، مما يعني أن علاوة مخاطر السوق هي المفسر الأساسي لتغيرات علاوة مخاطر السهم في سوق الأردن للأوراق المالية، وباقي المتغيرات المفسرة تعتبر ثانوية في النموذج المقترح.

إن المتغيرات التفسيرية في النموذج المقترح ظهرت كما يلي:

- بالنسبة لمساهمة علاوة مخاطر السوق في تفسير تغيرات علاوة مخاطر السهم، فإن العلاقة بينهما ظهرت طردية وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، وبالتحديد النتائج التي توصل إليها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وأغلب الدراسات اللاحقة التي اختبرت هذا النموذج، حيث أن معامل  $\beta$  للمخاطر النظامية موجب وبقيمة قدرها 2.48 وهذا معناه أنه إذا ارتفعت علاوة مخاطر السوق بـ 1% ترتفع علاوة مخاطر السهم بـ 2.48%، وهذا يدل على أن أسهم العينة محل الدراسة هي أسهم هجومية (Titres Offensifs) بمعنى أنها أسهم تستخدم للمضاربة من أجل تحقيق عوائد تفوق عوائد السوق؛

- بالنسبة لمساهمة ربحية السهم في تفسير تغيرات علاوة مخاطر السهم، فإن العلاقة ظهرت موجبة وذات معنوية إحصائية وجاء هذا متوافق مع النظرية الاقتصادية، فارتفاع مردودية السهم تؤدي إلى ارتفاع قيمته في السوق المالي، لكن مقدرة المعلمة الخاصة بها ظهرت منخفضة 0.01، قد يرجع سبب ذلك إلى اهتمام المستثمر في سوق الأردن للأوراق المالية بالأرباح على المدى الطويل وليس على المدى القصير، وبالتالي لا يظهر تأثير مباشر لهذا المتغير على علاوة مخاطر السهم؛

- بالنسبة لدرجة مساهمة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في تفسير تغيرات علاوة مخاطر السهم فإن العلاقة تظهر موجبة وهي متوافقة مع ما جاءت به النظرية الاقتصادية، إلا أن مقدرة المعلمة الخاصة به ظهرت منخفضة 0.01، قد يرجع سبب ذلك إلى استقرار هذا المؤشر خلال كامل فترة الدراسة مثلما سبق تحليله في الجانب النظري، حيث اتضح أن تذبذب أسعار الأسهم في سوق الأردن للأوراق المالية نسبة إلى قيمتها الدفترية مستقرة خلال كامل فترة الدراسة؛

- بالنسبة لدرجة مساهمة مضاعف الربحية في تفسير تغيرات علاوة مخاطر السهم فإن العلاقة تظهر عكسية وذات دلالة إحصائية، وهذا متوافق مع النظرية الاقتصادية حيث أن مضاعف ربحية مرتفع يعكس أداء مالي ضعيف للمؤسسة، مما ينعكس على انخفاض قيم أسهمها؛

وباعتبار أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب في سوق الأردن للأوراق المالية، فإن الثابت  $\beta_{0i}$  بالنسبة لكل مؤسسة على حدة ظهرت متقاربة وهذا معناه أنه بالنسبة لنفس علاوة مخاطر السوق، ونفس القيمة السوقية إلى

القيمة الدفترية، ونفس ربحية ومضاعف ربحية السهم فإن قيمة سهم كل شركة من شركات العينة تكون متقاربة مع باقي الشركات.

#### خامسا: تحليل النتائج الخاصة بسوق مصر للأوراق المالية

بما أننا توصلنا إلى أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأنسب لتقييم الأصول المالية في البورصة المصرية، فإنه يمكن إعادة عرض نتائجه بعد إزالة المتغيرات غير المؤثرة باستخدام طريقة White كما يلي:

$$\begin{aligned} \text{PRI}_{it} &= -0.010397 + 0.960608 \text{PRM}_{mt} + 0.003256 \text{BP}_{it} + 0.024966 \text{LIQ}_{it} \\ &\quad (-2.260634) \quad (19.00415) \quad (1.849009) \quad (1.249568) \\ R^2 &= 0.413574 \quad T= 648 \quad F= 151.3928 \\ \text{Adj } R^2 &= 0.410843 \quad \text{DW}= 2.205329 \quad \text{Prob} = 0.0000 \end{aligned}$$

- القيم بين قوسين ( ) تمثل إحصائية t.

- صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 62

حيث كانت نتائج تقدير هذا النموذج على النحو التالي:

- المقدرين الخاصين بالمتغيرين المفسرين PRM، BP، لهما معنوية إحصائية، بمعنى أن كل من علاوة مخاطر السوق، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، يساهمان في تفسير تغيرات قيمة السهم؛
- المتغيرات المفسرة تفسر تغيرات المتغير التابع بـ 41%؛
- النموذج له معنوية إحصائية (احتمال إحصائية فيشر يساوي 0).

ومن أجل الكشف عن جودة النموذج المقترح في تفسير تغيرات قيم الأصول المالية في العينة المختارة من

البورصة المصرية، نقوم بتقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في شكله التقليدي على ذات العينة، باستخدام طريقة White وكانت نتائج التقدير كما يلي:

$$\begin{aligned} \text{PRI}_{it} &= -0.002367 + 0.967345 \text{PRM}_{mt} \\ &\quad (-0.828025) \quad (19.47360) \\ R^2 &= 0.408205 \quad T= 648 \quad F= 445.5940 \\ \text{Adj } R^2 &= 0.407289 \quad \text{DW}= 2.201772 \quad \text{Prob} = 0.0000 \end{aligned}$$

- القيم بين قوسين ( ) تمثل إحصائية t.

- صورة عن النموذج موجودة في الملحق رقم 63

إن تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على عينة من الأسهم المقيدة في البورصة المصرية جاء مطابقا لمتطلبات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي، ويظهر ذلك من خلال قيمة t المنخفضة للحد الثابت، بمعنى أن ثابت النموذج ليس له دلالة إحصائية، وهذا موافق لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية. أما عن القيمة المقدرة للمعلمة

$\beta$ ، فقد ظهرت مساوية لـ 0.96، وذات دلالة إحصائية، إحصائية  $t$  مرتفعة والاحتمال الموافق لها يساوي 0، ويعتبر هذا النموذج ذو جودة من الناحية الإحصائية، خصوصا ما تعلق منه باحتمال إحصائية فيشر حيث ظهر بقيمة معدومة، إلا أن معامل التحديد ظهر بقيمة 0.40، مما يدل أن علاوة مخاطر السوق تساهم في تفسير تغيرات علاوة مخاطر السهم بـ 40%.

وعند المقارنة بين النموذجين يتضح أن القدرة التفسيرية للنموذج المقترح مطبق على عينة من الأسهم في البورصة المصرية جاءت متماشية مع ما جاء به نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي مطبق على ذات العينة، وظهر هذا سواء من خلال معامل التحديد المعدل  $Adj R^2$  الذي ظهر بقيمة 0.41 و 0.40 في كلا النموذجين، أو من خلال ظهور المتغير PRM، هو المفسر الأساسي لتغيرات المتغير التابع في النموذج المقترح، وظهور المقدرة الخاصة بالمتغير BP منخفضة مما يعني أن هذا المتغير يعتبر مفسر ثانوي لعلاوة مخاطر السهم، أما باقي المتغيرات المقدرة في النموذج فقد ظهرت بدون معنوية إحصائية، ويرجع هذا بالأساس إلى أن أسعار الأسهم في البورصة المصرية في هذه الفترة بالذات تأثرت بالأوضاع الاقتصادية العامة أكثر من تأثرها بالمخاطر الخاصة بالشركات المدرجة وهذا راجع لتردي الأوضاع السياسية السائدة في مصر خلال هذه الفترة.

هذه النتائج المتوصل إليها من تقدير النموذج المقترح على عينة الأسهم المقيدة في البورصة المصرية تثبت ما توصلنا له من قبل عند تحليل أداء البورصة في الفترة محل الدراسة، والتي أسفرت على أن الأسعار تتذبذب بطريقة عشوائية، وأن المستثمر في البورصة المصرية هو مستثمر على المدى القصير، يهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية، دون أن يولي اهتماما للمتغيرات سالفة الذكر عند تقييمه للأصول المالية.

#### الفرع الثاني: تحليل النتائج المتعلقة بإجمالي عينة الدراسة

كما سبق يمكن استخلاص مجموعة من النتائج التي تعتبر مشتركة بين مجموعة الأسواق المدروسة تتمثل فيما يلي:

- معامل التحديد يظهر علاقة تفسيرية متوسطة بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع حيث أن أكبر معامل تحديد كان في سوق قطر للأوراق المالية يقدر بـ 0.50 وأقل معامل تحديد كان في البورصة المصرية وسوق البحرين للأوراق المالية ويقدر بـ 0.41، وهذا ما كان متوقع إذ لا يمكن لأي محلل مالي مهما كانت كفاءته أن يقدر كل العوامل التي تتحكم في قيمة الأسهم، ويأتي هذا متماشيا مع فرضية كفاءة السوق المالي، والتي تنص على أنه لا يمكن لأي مستثمر مهما كانت المعلومات التي يملكها أو كفاءته في التحليل أن يتنبأ بأسعار الأسهم؛

- قيمة معامل التحديد المتوسطة تدل على وجود متغيرات أخرى يمكن أن تؤثر على علاوة مخاطر السهم لم تأخذها الباحثة بعين الاعتبار (نظرا لشح البيانات المنشورة حول الأسواق المالية العربية)، ومتغيرات أخرى لم تتمكن من إدراجها في النموذج كمتغيرات المالية السلوكية، كما يمكن أن يكون سبب ذلك إلى اختيار العينة في حد ذاتها، حيث تكونت من أكبر الشركات المدرجة في كل سوق، والمعروف أن قيم أسهمها مستقرة نظرا لاستقرار آداها، وبالتالي فهي لا تستجيب للتغير بشكل كبير نتيجة تغير المتغيرات التفسيرية في النموذج المقترح؛
- مقدرة المعلمة الخاصة بعلاوة مخاطر السوق (أي المعامل  $\beta$  للمخاطر النظامية كما يسمى في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي)، ظهرت في كل أسواق المجموعة ذات دلالة إحصائية، وبالتالي فإن علاوة مخاطر السوق تعتبر متغير رئيسي في تفسير تغيرات علاوة مخاطر السهم في كل أسواق المجموعة المدروسة؛
- مقدرة المعلمة الخاصة بعلاوة مخاطر السوق ظهرت في كل أسواق المجموعة قريبة من 1 باستثناء سوق الأردن للأوراق المالية ظهرت بقيمة 2.48، مما يدل على أن عينة الأسهم المأخوذة من كل سوق تستجيب قيمها للتغير، تبعا لتغيرات المخاطر النظامية بنفس الوتيرة، ونفس الدرجة؛
- عند المقارنة بين مقدرات المعلمات الخاصة بعلاوة مخاطر السوق، ومقدرات المعلمات الخاصة بباقي المتغيرات التفسيرية، نلاحظ أن المقدرات الخاصة بعلاوة مخاطر السوق مرتفعة مقارنة بباقي المقدرات في كل أسواق المجموعة، وهذا يثبت أن علاوة مخاطر السوق هي متغير أساسي في النموذج وباقي المتغيرات تعتبر ثانوية،
- إن ظهور علاوة مخاطر السوق كمتغير مفسر أساسي لا يقلل من أهمية المتغيرات الأخرى، ذلك أن هذه المتغيرات يظهر أثرها منفردا على عينة الأسهم في كل سوق من أسواق المجموعة، في حين أن علاوة مخاطر السوق تظهر أثر كل المخاطر العامة المحيطة بالاستثمار في الأسهم؛
- المقدر الخاص بمتغير السيولة ظهر غير معنوي في كل الأسواق المدروسة، باستثناء سوق البحرين للأوراق المالية، وهذا يعني أن سيولة السهم لا تفسر تغيرات علاوة مخاطر السهم، وهذه النتيجة جاءت متعارضة مع دراسة (Pastor- Stanbought 2003)، يمكن إرجاع ذلك إلى وجود عدد كبير من الشركات العائلية والشركات المغلقة في الأسواق المالية العربية، مما يجعل قيم أسهمها لا تتأثر بنسب التداول عليها، كذلك أنه خلال الفترة محل الدراسة كان هناك تخوف شديد من الأزمات التي قد تمس الأسواق المالية العربية بسبب الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية السائدة خلال تلك الفترة، مما قلل من نسب التداول بها، كما أدت هذه الظروف إلى هروب المستثمر الأجنبي الذي يلعب دورا أساسيا في تنشيط التداول بهذه الأسواق؛
- المقدرات الخاصة بباقي المتغيرات التفسيرية التي يشملها النموذج المقترح ظهرت بمستويات معنوية مختلفة بين أسواق المجموعة، ففي سوقي كل من المملكة العربية السعودية والأردن ظهرت المقدرات الخاصة بـ EPS، BP، PER،

ذات دلالة إحصائية، مما يثبت أن المستثمر في هذين السوقين يولي أهمية لكل هذه المتغيرات عند تقييمه للأسهم فيها. أما في سوق البحرين فقد ظهرت المقدرات الخاصة بالمتغيرات EPS، BP، LIQ، ذات دلالة إحصائية، بمعنى أن هذه المتغيرات هي التي تساهم إلى جانب علاوة مخاطر السوق في تفسير تغيرات علاوة مخاطر السهم، وهذا ما كان متوقع عند تحليل أداء هذه الأسواق في الفترة محل الدراسة، حيث ظهر أن المستثمرين في هذه الأسواق يهدفون إلى الاستثمار طويل الأجل، وبالتالي فهم يستغلون كل المعلومات المتاحة من أجل تحليلها للوصول إلى الاستثمار الأحسن، ولهذا السبب ظهرت مقدرات هذه المتغيرات ذات دلالة إحصائية؛

- في سوق قطر للأوراق المالية كان المتغير EPS، هو المتغير الذي يدخل إلى جانب علاوة مخاطر السوق في تفسير تغيرات علاوة مخاطر أسهم العينة المدروسة، وكان المقدر الخاص به مرتفع مقارنة بنفس المقدر في باقي الأسواق، وهذا يثبت أن المستثمر في سوق قطر للأوراق المالية يستهدف الاستثمارات ذات العوائد المرتفعة؛

- في البورصة المصرية ظهر المتغير BP، هو المؤثر إلى جانب علاوة مخاطر السوق في تفسير تغيرات علاوة مخاطر أسهم العينة، إلا أن مقدر المعلمة الخاص به ظهر منخفضاً، وهذا ما يثبت ما توصلنا له من قبل عند تحليل أداء البورصة في الفترة محل الدراسة، والتي أسفرت على أن الأسعار تتحرك تبعاً لتغير المخاطر النظامية بسبب الأوضاع السياسية، الاقتصادية والاجتماعية التي تشهدها مصر خلال الفترة المدروسة، كذلك اتضح أن المستثمر في البورصة المصرية هو مستثمر على المدى القصير، يهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية، دون أن يولي اهتماماً للمتغيرات سائلة الذكر عند تقييمه للأصول المالية.

- مقدرات المعلومات الخاصة بباقي المتغيرات التفسيرية جاءت منخفضة، مقارنة مع مقدر معلمة علاوة مخاطر السوق، وهذا ما يثبت ما سبق التوصل إليه فيما يخص أن علاوة مخاطر السوق هي المفسر الرئيسي لتغيرات علاوة مخاطر الأسهم في كل أسواق المجموعة؛

- النموذج المقترح أضاف متغيرات أخرى إلى جانب علاوة مخاطر السوق، والتي تعتبر المتغير الوحيد المدرج في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، هذه المتغيرات كما سبق الإسهاب في شرحها، ظهرت بمعنوية إحصائية في جل الأسواق المدروسة، مع تفاوت درجة تأثيرها من سوق إلى آخر، وهذا يعتبر نقطة قوة للنموذج المقترح مقارنة مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي.

## خلاصة الفصل الرابع

قمنا من خلال هذا الفصل باختبار النموذج المقترح الذي ارتأت الباحثة أنه الأنسب لتقييم الأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية العربية، على عينة الأسهم المقيدة في مجموعة من الأسواق تمثلت في سوق الأسهم السعودي، سوق قطر للأوراق المالية، سوق البحرين للأوراق المالية، سوق الأردن للأوراق المالية، والبورصة المصرية. ومقارنته مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي، وهذا من أجل الكشف عن قدرة النموذج المقترح في تفسير التغيرات في قيم الأسهم المأخوذة من كل سوق، مقارنة بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي، وخلص هذا الاختبار إلى النتائج التالية:

- مقدرة المعلمة الخاصة بعلاوة مخاطر السوق (أي المعامل  $\beta$  للمخاطر النظامية كما يسمى في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي)، ظهرت في كل أسواق المجموعة ذات دلالة إحصائية، وبالتالي فإن علاوة مخاطر السوق هي المتغير المفسر الوحيد الذي ظهر بمستوى معنوية إحصائية في كل أسواق المجموعة المدروسة؛
- باقي المتغيرات التفسيرية التي يشملها النموذج المقترح ظهرت بمستويات معنوية مختلفة بين أسواق المجموعة، ففي عينة الأسهم المأخوذة من أسواق كل من المملكة العربية السعودية والبحرين والأردن ظهرت كل المتغيرات التفسيرية الأخرى والمتمثلة في EPS، BP، PER، LIQ، ذات دلالة إحصائية، مما يثبت أن المستثمر في هذه الأسواق يولي أهمية لكل هذه المتغيرات عند تقييمه للأسهم فيها؛
- عند المقارنة بين مقدرات المعلمة الخاصة بعلاوة مخاطر السوق، ومقدرات المعلمة الخاصة بباقي المتغيرات التفسيرية، نلاحظ أن المقدرات الخاصة بعلاوة مخاطر السوق مرتفعة مقارنة بباقي المقدرات في كل أسواق المجموعة، وهذا يثبت أن علاوة مخاطر السوق هي متغير أساسي في النموذج وباقي المتغيرات تعتبر ثانوية؛
- النموذج المقترح أضاف متغيرات أخرى إلى جانب علاوة مخاطر السوق، والتي تعتبر المتغير الوحيد المدرج في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ومقدرات هذه المتغيرات ظهرت بمعنوية إحصائية في كل الأسواق المدروسة، مع تفاوت درجة تأثيرها من سوق إلى آخر، وهذا يعتبر نقطة قوة للنموذج المقترح مقارنة مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي.

# الخاتمة



## الخاتمة

تعتبر الأسواق المالية في الدول العربية، وعلى غرار باقي دول العالم محرك أساسي للتنمية الاقتصادية، خصوصاً بعد توجه أغلب هذه الدول إلى نظم اقتصادية ليبرالية، إلا أن هذه الأسواق لم تحقق الهدف المنوط بها، نظراً لوجود بعض المشاكل والعراقيل فيها والتي حالت دون ذلك. وعلى رأس هذه العراقيل تعرض الاستثمارات في هذه الأسواق لمستوى مخاطر مرتفع مقارنة بالأسواق المالية المتقدمة، ما يؤدي بالمستثمرين فيها إلى الأخذ بعين الاعتبار هذه المخاطرة الإضافية عند تقييمهم للأصول المالية المتداولة فيها.

من هذا المنطلق قامت الباحثة من خلال هذه الدراسة بتقدير نموذج يأخذ بعين الاعتبار مجموعة من المؤشرات المالية التي تعبر إلى حد ما عن مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية العربية. ومن أجل تحقيق هذا الهدف تطرقت الباحثة أولاً إلى الجوانب النظرية التي لها علاقة بالموضوع، بغية الوقوف على المتغيرات التي من الممكن أن تساهم في التنبؤ بعبء المخاطرة للسهم وكان ذلك من خلال ثلاثة فصول نظرية هي كما يلي:

في الفصل الأول تطرقنا إلى الإلمام بمفهوم المخاطرة من خلال عرض المفاهيم الأساسية لها مع التركيز على إبراز مفهوم المخاطر المالية، وبالتحديد المخاطر التي تمس الأسواق المالية. توصلنا من خلال هذا العرض النظري إلى النتائج التالية:

- المخاطر التي تمس الأسواق المالية يمكن تقسيمها إلى مخاطر ناتجة عن السوق في حد ذاتها كمخاطر المضاربة ومخاطر العدوى، ومخاطر ناتجة عن عوامل خارجة عن السوق؛
- المخاطر الناتجة عن عوامل خارجة عن السوق تقسم بدورها إلى مخاطر نظامية وأخرى غير نظامية؛
- المخاطر النظامية تتمثل في المخاطر العامة التي تمس كل الاستثمارات سواء المالية أو العينية، وتقاس كميًا عن طريق المعامل  $\beta$  الذي يمكن الحصول عليه من خلال نموذج CAPM، أما المخاطر غير النظامية فهي تمس شركة بذاتها أو صناعة معينة دون غيرها؛

بعد هذا التقسيم قمنا بعرض مفصل للطرق الإحصائية لقياس المخاطرة، لأنها جزء أساسي في بناء النماذج المستخدمة في تقييم الأصول المالية، لنصل بعدها إلى عرض نظري مفصل عن نموذج السوق الذي يعتبر أول نموذج مبسط بعد نموذج ماركوفيتز قدم لتقدير عوائد الأصول المالية، والذي طورت بعده مجموعة من النماذج، تناولناها بالتفصيل في الفصل الثاني.



في الفصل الثاني من الدراسة النظرية قدمنا أهم النماذج التي جاءت بها النظرية المالية الحديثة، حيث قمنا بدراسة وتحليل كل من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، نموذج التسعير بالمراجحة، نماذج فاما وفرنش متعددة العوامل، ونماذج المالية السلوكية كبديل للنماذج التقليدية. وتوصلنا من خلال عرض هذه النماذج إلى النتائج التالية:

- يعتبر CAPM أهم نموذج جاء في النظرية المالية الحديثة، لكن الفرضيات التي قام عليها قللت من قيمته عند التطبيق العملي له؛
- إن كل النماذج التي ظهرت بعد CAPM لم تتمكن من تفسير التغيرات في قيم الاستثمارات المالية بشكل دقيق، نظرا لعدم واقعية الافتراضات التي قامت عليها، والتي يمكن اعتبارها محددات للنموذج المعني؛
- نتائج اختبارات هذه النماذج تختلف من منطقة مالية إلى أخرى، وبالتالي ما يصلح في منطقة قد لا يصلح في أخرى، وهذه أهم نقطة ضعف لهذه النماذج بعد محدودية افتراضاتها؛
- إن الأسواق المالية هي مكان غير مثالي، ولا يمكن التنبؤ بتصرفات المتعاملين فيه، نظرا لوجود العديد من الحالات الشاذة، لذا ظهرت نماذج أكثر تعقيدا تمزج بين المالية وعلم النفس السلوكي، تعرف بنماذج المالية السلوكية.

الفصل الثالث يعتبر تمهيد للدراسة التطبيقية، تطرقنا فيه إلى نشأة وتطور الأسواق المالية العربية، مع ذكر الخصائص المميزة لها، والمخاطر التي تتعرض لها، إضافة إلى تحليل أداء هذه الأسواق للفترة محل الدراسة والممتدة من جانفي 2013 إلى جوان 2017، وتوصلنا من خلاله إلى ما يلي:

- تتصف الأسواق المالية العربية بجملة من الخصائص والتي تميزها عن باقي الأسواق الناشئة والمتقدمة، هذه الخصائص جعلت من نماذج التقييم فيها تأخذ خصوصية هذه الأسواق بعين الاعتبار؛
- أداء الأسواق المالية العربية للفترة محل الدراسة كان منخفضا مقارنة مع الأسواق المالية المتقدمة، ومتباين من سوق إلى آخر، نظرا للتباينات الموجودة في الاقتصاديات العربية؛
- من خلال استقرار تطور هذه الأسواق وتحليل أدائها، تبين لنا أنها تتعرض إلى مخاطر مشتركة تتمثل في انخفاض القيمة السوقية، تذبذب الأسعار، انخفاض المردودية، وضعف السيولة، وكل هذه العوامل تؤثر سلبا على قيمة الأصول المتداولة فيها.

الفصل الرابع قمنا فيه بتقدير النموذج المقترح حيث تم استنباط هذا النموذج من الدراسات السابقة، بالأخص دراسة Sharpe التي قدم فيها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ودراسة Fama & French والتي قدمت نموذج للتقييم متعدد العوامل. النموذج المقترح أخذ بعين الاعتبار المخاطر النظامية والمقاسة بالمعامل  $\beta$  إضافة إلى جملة من المؤشرات المالية والمتمثلة فيما يلي:

- معدل دوران السهم ليعبر عن مخاطر السيولة؛
- ربحية السهم، لتعبر عن مخاطر انخفاض العوائد؛
- القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ومضاعف الربحية ليعبرا عن مخاطر التذبذب في الأسعار.

طبقت الباحثة هذا النموذج على عينة مكونة من خمسة أسواق مالية هي: سوق الأسهم السعودي، سوق قطر للأوراق المالية، سوق البحرين للأوراق المالية، البورصة المصرية، سوق الأردن للأوراق المالية. استخدمنا فيها بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، حيث أخذنا عينة شركات من كل سوق مالي للفترة الممتدة من جانفي 2013 إلى جوان 2017، وطبقنا عليها النموذج المقترح، وقمنا بالمقارنة بينه وبين نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي من أجل إبراز إيجابيات النموذج المقترح وخلصنا إلى النتائج التالية:

- إن المتغيرات المفسرة المستعملة في النموذج ، والمتمثلة في علاوة مخاطر السوق، ربحية السهم، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ومضاعف الربحية، وسيولة السهم، تفسر التغيرات في المتغير التابع والمتمثل في علاوة مخاطر السهم في حدود 50 %، وهذه النسبة متقاربة بين كل أسواق المجموعة المدروسة، وهذا دليل على وجود متغيرات أخرى لم تأخذها الباحثة بعين الاعتبار (نظرا لشح البيانات المنشورة حول الأسواق المالية العربية)، ومتغيرات أخرى لم تتمكن من إدراجها في النموذج كمتغيرات المالية السلوكية؛

- إن القدرة التفسيرية المتوسطة للمتغيرات المفسرة المدرجة في النموذج، تثبت فرضية كفاءة السوق المالي، والتي تنص على أنه لا يمكن لأي مستثمر مهما كانت المعلومات التي يملكها أو كفاءته في التحليل أن يتنبأ بأسعار الأسهم؛

- إن اختيار العينة من أكبر الشركات المدرجة في كل سوق، أثر على قدرة المتغيرات المدرجة في النموذج على تفسير تغيرات المتغير التابع، نظرا لأن قيم أسهمها مستقرة بسبب استقرار أدائها، وبالتالي فإن قيمة أسهمها لا تستجيب بسرعة للتغير نتيجة تغير المتغيرات التفسيرية في النموذج المقترح؛

- مقدرة المعلمة الخاصة بعلاوة مخاطر السوق (أي المعامل  $\beta$  للمخاطر النظامية كما يسمى في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي)، ظهرت في كل أسواق المجموعة ذات دلالة إحصائية، وبالتالي فإن علاوة مخاطر السوق تعتبر متغير رئيسي في تفسير تغيرات علاوة مخاطر السهم في كل أسواق المجموعة المدروسة، كما أن قيمتها كانت مقارنة لـ 1، مما يدل على أن عينة الأسهم المأخوذة من كل سوق تستجيب قيمها للتغير، تبعا لتغيرات المخاطر النظامية بنفس الوتيرة، ونفس الدرجة؛

- عند المقارنة بين مقدرات المعلمات الخاصة بعلاوة مخاطر السوق، ومقدرات المعلمات الخاصة بباقي المتغيرات التفسيرية، نلاحظ أن المقدرات الخاصة بعلاوة مخاطر السوق مرتفعة مقارنة بباقي المقدرات في كل أسواق المجموعة، وهذا يثبت أن علاوة مخاطر السوق هي متغير أساسي في النموذج وباقي المتغيرات تعتبر ثانوية؛
- النموذج المقترح أضاف متغيرات أخرى إلى جانب علاوة مخاطر السوق، والتي تعتبر المتغير الوحيد المدرج في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، هذه المتغيرات كما سبق شرحها، ظهرت مقدراتها بمعنوية إحصائية في جل الأسواق المدروسة، مع تفاوت درجة تأثيرها من سوق إلى آخر، وهذا يعتبر نقطة قوة للنموذج المقترح مقارنة مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي.

### نتائج اختبار الفرضيات:

في بداية الدراسة وضعنا مجموعة من الفرضيات في شكل إجابات أولية عن الأسئلة الفرعية للإشكالية المطروحة، وبعدها قمنا باختبارها وتوصلنا إلى ما يلي:

- فيما يخص الفرضية الأولى والتي تنص على أنه رغم الاهتمام الكبير الذي أولته الدول العربية لتطوير أسواقها المالية إلا أن أداءها لم يرق بعد إلى مستوى أداء الأسواق المتقدمة، بسبب حداثة نشأتها من جهة والمخاطر النابعة من خصوصية هذه الأسواق والمحيطه بالاستثمار فيها من جهة أخرى، فقد تحقق ذلك وأثبتت صحة الفرضية وهذا بناء على تحليل أداء هذه الأسواق للفترة الممتدة من 2013 إلى 2017، ومقارنته مع أداء بعض الأسواق المتقدمة والناشئة، اتضح أن أداء الأسواق المالية العربية كان منخفضا مقارنة مع الأسواق المتقدمة والناشئة الأخرى، وهذا بناء على انخفاض مؤشرات الأداء المدروسة خلال هذه الفترة والمتمثلة في: نسبة القيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الخام ليعبر عن حجم السوق، وعدد الشركات المدرجة ليعبر عن التنوع القطاعي، ومعدل دوران الأسهم ليعبر عن سيولة السوق، كما أن هذا الأداء كان متباينا بين الأسواق العربية فيما بينها نظرا لتفاوت مستوى تطورها بين أسواق حديثة النشأة، وأخرى قائمة منذ فترة أطول. كما أن السرد النظري لتطور الأسواق المالية العربية أثبت أنها تتميز بمجموعة من المخاطر، تتمثل في المخاطر المتعلقة بالأوضاع الاقتصادية والسياسية والاجتماعية العامة، كالاختلالات الهيكلية للاقتصاد، وعدم استقرار السياسة النقدية، وعدم الاستقرار السياسي، وكذا غياب الأمن القانوني في الدول العربية. وكذا مخاطر متعلقة بهيكل السوق المالي في حد ذاته، كتخلف الأطر التشريعية والمؤسسية، وضعف الإفصاح المالي.

- فيما يخص الفرضية الثانية والتي تنص على أن المخاطر المنتظمة كما جاء بها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في صيغته التقليدية، والتي يعبر عنها من خلال حساسية عوائد الأصل المالي للتغير نسبة إلى تغير عائد السوق، محددًا رئيسيا لقيمة الأصل المالي في النموذج المقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية، فقد تتحقق ذلك وأثبتت

صحة الفرضية، حيث ظهر من خلال تقدير النموذج على كل أسواق المجموعة المدروسة أن مقدرة المعلمة الخاصة بعلاوة مخاطر السوق (أي المعامل  $\beta$  للمخاطر النظامية كما يسمى في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي)، ظهرت في كل أسواق المجموعة معنوية، كما أنها ظهرت مرتفعة مقارنة بباقي المقدرات في كل أسواق المجموعة، وهذا يثبت أن علاوة مخاطر السوق هي متغير أساسي في تفسير تغيرات قيمة الأصل المالي.

● فيما يخص الفرضية الثالثة والتي تنص على أنه هناك مخاطر أخرى تؤثر على قيمة الأصول المالية في الأسواق المالية العربية تتمثل أساساً في: مخاطر سيولة الأصول، مخاطر انخفاض الربحية، ومخاطر تذبذب الأسعار، فقد تحقق ذلك وتم إثبات صحة الفرضية، حيث ظهرت المتغيرات المعبرة عن هذه المخاطر في النموذج المقدر في أسواق المجموعة المدروسة مفسرة للتغيرات في علاوة مخاطر السهم، ولكن مقدرات هذه المتغيرات ظهرت بدرجة معنوية متفاوتة بين أسواق المجموعة المدروسة، فمقدرات المتغيرات EPS، BP، PER، ظهرت بمعنوية إحصائية في جل أسواق المجموعة، مما يثبت أن هذه المتغيرات تفسر التغير في علاوة مخاطر السهم، في حين أن المقدر الخاص بالمتغير LIQ ظهر بدلالة إحصائية في سوق واحد فقط وهو سوق البحرين للأوراق المالية، ويمكن إرجاع ذلك إلى وجود عدد كبير من الشركات العائلية والشركات المغلقة في الأسواق المالية العربية مما يجعل قيم أسهمها لا تتأثر بنسب التداول عليها، كذلك أنه خلال الفترة محل الدراسة كان هناك تخوف شديد من الأزمات التي قد تمس الأسواق المالية العربية بسبب الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية السائدة خلال تلك الفترة، مما أدى إلى عزوف المستثمرين عن الاستثمار قصير الأجل الذي يوفر السيولة للسوق، والاتجاه إلى الاستثمار طويل الأجل الذي يعتبر أكثر ضماناً.

#### التوصيات المقترحة:

على ضوء التحليل السابق لأسواق الأوراق المالية العربية والنتائج المتوصل إليها فيما يخص النموذج المقترح لتقييم الأصول المالية بها، فإنه يمكن تقديم التوصيات التالية:

● يجب على المستثمرين في الأسواق المالية العربية التوجه إلى نماذج أخرى لتقييم الأصول المتداولة، بحيث تكون هذه النماذج نابعة من خصوصية هذه الأسواق، وتعكس المخاطر الخاصة بها والتي تتعرض لها الاستثمارات فيها، والابتعاد عن النماذج المستوردة من الأسواق المتقدمة والتي لا يمكن اعتمادها نظراً لاختلاف خصوصياتها ومستويات تطورها؛

● العمل بالنموذج المقترح في هذه الدراسة، والذي يحتوي على مؤشرات تعكس إلى حد ما المخاطر التي تتعرض لها الأصول المتداولة في الأسواق المالية العربية، والذي يمكن من خلاله تفسير تغيرات قيمة الأسهم المتداولة، استناداً إلى مؤشرات أخرى تضاف إلى المخاطر المنتظمة، التي تعتبر المتغير المفسر الوحيد في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي؛

- العمل على توعية المستثمرين بضرورة استغلال كل المعلومات المتوفرة برشادة، والابتعاد عن المضاربات غير العقلانية، من أجل خدمة الاستثمار طويل الأجل، الذي يعود بالايجاب على عملية التنمية.
  - العمل على تطوير الأطر التشريعية والتنظيمية بالأسواق المالية العربية، حتى تتمكن من تطوير مستويات آدائها؛
  - تعزيز عملية الإفصاح حتى يتمكن كل المستثمرين من استغلال المعلومات بعدالة بينهم، ووضع قواعد بيانات تابعة لها، لتمكين المستثمرين والباحثين من استغلال المعلومات؛
  - العمل على تطوير جانب الأبحاث والدراسات من خلال عمل شراكات مع المؤسسات الأكاديمية والجامعات لتبادل الخبرات فيما بينهم؛
- أشير في آخر هذه التوصيات إلى أن الباحثة كانت تود أن تسقط هذه الدراسة على الجزائر، لكن نظرا لمستوى أداء بورصة الجزائر الذي يكاد يكون منعدم، لم تتمكن الباحثة من القيام بذلك، وفي هذا الصدد أشير إلى ضرورة الاهتمام بهذه المؤسسة الحيوية في الجزائر، من أجل النهوض بالاقتصاد الوطني، باعتبارها أهم قناة لتمويل الاستثمار في القطاع الحقيقي.

#### آفاق الدراسة:

إن هذه الدراسة تفتح مجالا أمام الباحثين للقيام بدراسات قد تكون تكميلية لها، وفي هذا الصدد يمكن دراسة المواضيع التالية:

- أثر بعض المتغيرات السلوكية على قيمة الأصول المالية؛
- أساليب تكوين محفظة أوراق مالية من منظور سلوكي؛
- اختبار نفس النموذج المقترح ولكن على عينة أكبر؛
- تطوير نموذج لتقييم المحافظ الاستثمارية في الأسواق المالية العربية.

# قائمة المراجع



## قائمة المراجع:

أولاً: الكتب

## 1- باللغة العربية:

- إدوارد أندرسون، إدارة مخاطر الأعمال – النماذج والتحليلات-، ترجمة عاصم سيد عبد الفتاح، المجموعة العربية للتدريب والنشر، القاهرة، 2018.
- أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، إدارة الخطر والتأمين، دار الحامد، الأردن، 2007.
- إسماعيل محمد صادق، البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية: دراسة تحليلية مقارنة لأداء البورصات العربية، العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، 2016.
- ألان أورانج، إيان جليندون، إدارة المخاطر – الأمور الحرجة للنجاح والبقاء على قيد الحياة في القرن 21، تعريب سرور على إبراهيم سرور، دار المريخ، الرياض، 2007.
- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل، عمان، 2011.
- أوجين برينغهام، فرويد وينستون، التمويل الإداري، الجزء الثاني، تعريب عدنان داغستاني، أحمد نبيل عبد الهادي، دار المريخ، الرياض، 2003.
- أوجين برينغهام، ميشيل ايهاردت، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي، تعريب سرور إبراهيم سرور، دار المريخ، الرياض، 2009.
- جلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، اليازوري، عمان، 2008.
- جمال الخطيب، العولة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي، عمان، 2008.
- جمال الزيدانين، أساسيات الجهاز المالي، دار وائل، عمان، 1999.
- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء، عمان، 2002.
- خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة، عمان، 2009.
- خالد وهيب الراوي، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، 2000.
- دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة، عمان، 2010.
- شقيري نوري موسى، محمود إبراهيم نور، وسيم محمد الحداد، سوزان سمير ذيب، إدارة المخاطر، دار المسيرة، عمان، 2012.
- شمعون شمعون، البورصة – بورصة الجزائر –، دار الأطلس، الجزائر، 1999.
- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري، عمان، 2015.
- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطورها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.

- عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، عمان، 2014.
- فاجر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، دار المريخ، الرياض، 2002.
- قاسم نايف علون، إدارة الاستثمار، دار الثقافة، عمان، 2009.
- لوكي أكار، ريشارد ديفز، المالية السلوكية، ترجمة: محمد داوود عثمان، دار الفكر، عمان، 2014.
- محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال الهياكل الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الأول، مخبر تقييم رؤوس الأموال الجزائرية وآفاق تطويرها في ظل العولمة، جامعة سطيف، 2011.
- محمد شلغوم عميروش، دور المناخ الاستثماري في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول العربية، مكتبة حسن العصرية، بيروت، 2012.
- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2012.
- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، المناهج، عمان، 2007.
- محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، عمان، 2016.
- محمود يونس، عبد النعيم مبارك، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، أسواق مالية ومصرفية، دار الاقصاء العلمي، عمان، 2017.
- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 2- باللغة الأجنبية:**

- Alphonse p., Desmulers G., Grandin P., Levasseur M., Gestion de Portefeuille et Marchés Financiers, Pearson, Paris, 2010.
- Baltagi B. H., Econometric analysis of panel data, Wiley publisher, USA, 1995.
- Bodie Z., Merton R., Finance, Pearson, Paris, 2007.
- Bourachot H., Renouard G., Rettel J. l., 100 fiches pour comprendre la bourse et les marches financiers, Breal Edition, Paris, 2012.
- Bourbonnais R., Econométrie Cours et exercices corrigés, 9eme édition, Dunod, Paris, 2015.
- Claire M., Antoine J., Huart C., Dictionair des Marchés Financiers, de boeck, Bruxelles, 2008.
- Damodaran A., finance d'entreprise, De boeck, Bruxelles, 2006.



- Damodaran A., Investment Valuation, Tooles and Techniques for determining the Value of Any Asset, John Wiley & Sons Inc, New York, 2002.
- Duthil G., Marois W., Politique Economiques, Ellipses, Paris, 1997.
- Farber A., Laurent M. P., Oosterlinck K., Pirott H., Finance, Pearson, Paris, 2011.
- Gillet P., L'efficience des marchés financiers, Economica, Paris, 2000.
- Gitman I., Joehnk M., et al., Investissement et Marchés Financiers, Pearson, Paris, 2005.
- Goffin R., Principes de Finance Moderne, Economica, Paris, 2004.
- Hamon J., Bourse et Gestion De Portefeuille, Economica, Paris, 2005.
- Jacquillat B., Solnic B., Pérignon C., Marchés Financiers Gestion de portefeuille et des risques, Dunod, Paris, 2014.
- Kovacs A., Comprendre la bourse, hommes et techniques, Paris, 1985.
- Lesaout E., Introduction au Marchés Financiers, Economica, Paris, 2008.
- Marteau D., Monnaie Banque et Marchés Financiers, Economica, Paris, 2008.
- Ogien D., Pratiques des Marchés Financiers, Dunod, Paris, 2010.
- Piget P., Introduction à la Gestion de Portefeuille, Economica, Paris, 2013.
- Rassi F., L'évaluation Des Actifs Financiers et la relation Risque-Rendement, Presses de l'Université du Québec, Canada, 2010.
- Roncalli T., la Gestion des Risques Financiers, Economica, Paris, 2009.
- Thaler R. H., Advanced in Behavioral Finance, Russell Sage Foundation, New York, 2005.
- Vernimmen P., Finance d'entreprise, Daloz, Paris, 2018.
- Viviani J. L., la Gestion de Portefeuille, Edition Dunod, Paris, 1997.

## ثانياً: الرسائل العلمية

### 1- أطروحات الدكتوراه:

- أيمن الشهاب، "اختبار قدرة نظرية تسعير المراجعة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة - بالتطبيق على سوق عمان للأوراق المالية وإمكانية الاستفادة منها في سوريا-"، رسالة دكتوراه، جامعة حلب، سوريا، 2015.
- بهاء غازی عرنوق، "أثر عوامل فاما وفرنش في التنبؤ بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة (دراسة تطبيقية)"، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، جامعة دمشق، سوريا، 2015.
- رشيد بوكساني، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.
- سامية زيتاري، "ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، حالة أسواق الأوراق المالية العربية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004-2005.
- شهيناز بدرأوي، "تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية - دراسة قياسية باستخدام بيانات البانك"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة تلمسان، 2015.

- عبد الرؤوف خليل محمد رباعة، "تطوير نموذج لتقدير المخاطر النظامية لترشيد قرارات الاستثمار في بورصة عمان باستخدام منهجية شرطية لتحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة"، أطروحة دكتوراه، جامعة عمان، 2006.
- مريم سحنون، "السلوك المالي للمستثمرين وأثره على كفاءة الأسواق المالية"، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، 2016/2015.
- نادية العقون، "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج -دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية-"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، 2013 / 2012.

## 2- رسائل الماجستير:

### باللغة العربية:

- كريمة بقدي، "الفساد السياسي وأثره على الاستقرار السياسي في شمال افريقيا" مذكرة ماجستير في العلوم السياسية، جامعة تلمسان، 2012.

### باللغة الأجنبية:

- Azeroual M., "Gestion de portefeuille", Mémoire de Master Management Financier de L'entreprise, Université de Lyon, 2010.

## ثالثا: المقالات العلمية

### 1- باللغة العربية:

- إبراهيم مزبود، "فنوات تأثير الأزمات المالية على القطاع المالي والمصرفي العربي"، المجلة الجزائرية للإقتصاد والمالية، العدد 01، أبريل 2014.
- إلياس خضير الحمدوني، فائز هليل سريح الصبيحي، "العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية، العدد 08، العراق، 2012.
- بلعزوز بن علي، "استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية"، مجلة الباحث، العدد 07، الجزائر، 2010
- بلعزوز بن علي، مريم نجة نعاس، "فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية -دراسة قياسية لحالة بورصة الجزائر 2011-2016"، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الوادي، جوان 2016.
- جميل النجار، "العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد وأثرها في أداء المحفظة الاستثمارية"، مجلة الجامعة العربية الأمريكية للبحوث، العدد 2، 2017.
- حجازي عبد الحميد الجزائر، "العوامل الاقتصادية وظاهرة عدم الاستقرار السياسي في الكويت"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 63، الكويت، 2013.
- حسن بتال، وسام حسين علي، فائز هليل سريح، "تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى لسوق دبي المالي في ظل سياسة التنوع"، مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، فلسطين، نوفمبر 2016.
- حسن مشرقي، أيمن الشهاب، "اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة البعث، العدد 1، 2014.

- حسين عبد المطلب الأسرج، "تحليل أداء البورصات العربية للفترة 1994-2003، مع دراسة خاصة للبورصة المصرية"، رسائل البنك الصناعي، الكويت، العدد 79، ديسمبر 2004.
- حسين عبد المطلب الأسرج، "البورصة العربية الموحدة والتكامل المالي العربي"، مجلة الوحدة الاقتصادية العربية، العدد 33، 2006.
- حمودي حاج صحراوي، راضية وادة، "محددات الطلب على النقود في كل من الجزائر، المغرب وتونس—دراسة قياسية باستخدام البيانات المقطعية الزمنية—"، مجلة الدراسات المالية والحاسبية، جامعة الوادي، العدد 06، 2015.
- رياض بن محمد الخريف، "سوق السهم السعودية هل هناك علاوات كبيرة؟" ورقة بحثية مقدمة إلى مؤسسة النقد العربي السعودي، الرياض، 2015.
- زكريا يحيى الجمال، "اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية"، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العراق، 2012.
- سامي حطاب، سندس جمديد، "اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على بورصة عمان"، دراسة مقدمة لبورصة عمان، عمان، 2010.
- صفية صديقي، هوارى سويسي، محمد زرقون، "بناء محفظة الأوراق المالية في ظل المالية السلوكية بالتطبيق على الشركات المدرجة في مؤشر cac40 لبورصة باريس للفترة 2007-2010"، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمزة الخضري، الوادي، العدد 08، جوان 2015.
- عبد الرحمان بن سانية، صلاح الدين نعاس، علي بن الضب، "الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال"، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، العدد 2، جوان 2017.
- عبد القادر بسبع، "قياس أثر تغيرات سعر الصرف على تقلبات عوائد أسواق الأسهم باستخدام نموذج Garch"، مجلة دراسات وأبحاث، العدد 26، جامعة الجلفة، الجزائر، مارس 2017.
- عبد الناصر إبراهيم نور، "تأثير مبادئ الحاكمية المؤسسية على سيولة سوق الأسهم—دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية—"، مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات الإنسانية، جامعة الزرقاء، أبريل 2016.
- عبدالرحيم عبد الحميد الساعاتي، "المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة، تحليل اقتصادي وشرعي"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2007.
- عيسى شقبقب، يحيى أزغار، "محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية"، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، العدد 07، 2016.
- محمود صالح عطية، "تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق"، مجلة ديالي، العدد 54، العراق، 2012.
- مريم سحنون، عباسية رشاش، "فعالية استخدام نموذج العوامل المتعددة في تفسير سلوك الأسواق المالية"، مجلة الدراسات الاقتصادية العلمية، العدد 1، 2015.
- معروف جيلالي، "مفهوم العدوى المالية: نماذج وقنوات انتقال"، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، جوان 2017.

- معن وعد الله المعاضيدي، حسن صبحي حسن العباس، "تفسيرات سلوك القطيع وأثرها في حركية الاستثمار في أسواق الأوراق المالية"، مجلة تنمية الرافدين، عدد 94، العراق، 2009.
- هالة حلمي سعيد، "دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء السوق المالي"، سلسلة رسائل البنك الصناعي، بنك الكويت الصناعي، سبتمبر 2000.
- وليد زكريا صيام، حسام الدين خدّاش، "تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2003.
- ياسين عبد الرحمان الجفري، عبد اللطيف محمد باشيخ، "العلاقة بين القيمة السوقية ومؤشرات الأداء للشركات السعودية المساهمة"، اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية، 2005.

## 2- باللغة الأجنبية:

- Aftalion F., "LE MEDAF et la finance comportementale", Revue française de gestion, n° 157, France, 2005.
- Alboy M., Chareaux G., "La Finance Comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme dominant", revue française de gestion n° 157, 2005.
- Arzac. E.R. Bawa. V. S., "portfolio Choice and Equilibrium in Capital Markets with safety first investors", Journal of financial economics.
- Bourachnikova O., "La Theorie Comportementale du portefeuille et l'équilibre du marché", working paper, laboratoire de recherche en gestion et économie, Institut de finance de Strasbourg, Juilier 2009.
- Broihane M. H., Merli M., Roger P., "Theorie Comportementale du Portefeuille – interet et limites-", Revue Economique, Presses de sciences, vol 57, 2006.
- Fama E, French K., "A Five Factor Asset Pricing Model", Journal of Financial economics, 2015.
- Fama E., Kenneth French, "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies", The Journal of Finance, Vol 51, N°1, March 1996.
- Fama E., Kenneth French, "The Cross Section of Expected Stock Returns", Journal of Finance, Vol 47, N° 2, June 1992.
- Gonsel N., Cukur S., "The Effects of Macroeconomic Factors on The London Stock Returns", The International Research, Journal of Finance and Economics, Euro Journals Publishing, 2007.
- Hou K., Karolyi A., Kho B. C., "What Fundamental Factors Drive Global Stock Returns", Working Paper, Fisher College of Business, Ohio state university, Columbus, USA, 2006.

- Jagannathan R., Wang Z., "The Conditional CAPM and The Cross-Section of Expected Returns", Journal of finance, Vol 51, N° 01, March 1996.
- Kezzar R., "la theorie comportementale du portefeuille comme alternative au paradigme classique moyenne-variance: revue de la litterature", Revue des sciences économiques et de gestion, université de M'sila, n° 17, 2017.
- Lubos P., Stanbaught R., "Liquidity Risk and Expected Stocks Returns", The Journal of Political Economy, Chicago, 2003.
- Pasquarielo P., "The Fama – Mac beth Approach revisited", Working Paper, Newyork University, 1999.
- Roll R., "Acritique of The Asset Pricing Theory's Testes", journal of financial economics, Vol 04, N°02, March 1977.
- Sharpe W., "Capital asset prices : A Theorie of Market Equilibrium under Conditions of risk", The Journal of Finance Vol 19, N° 03, September 1964.

#### رابعا: المؤتمرات والملتقيات

- أشرف محمد دواية، "تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات"، بحث مقدم لمؤتمر حول: القضايا الملحة للاقتصادية الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة، كلية إدارة الأعمال، الجامعة الأردنية، الأردن، 14-15 أبريل 2009.
- حربي محمد موسى عريقات، "مناخ الاستثمار في الوطن العربي، الواقع والعقبات والآفاق المستقبلية"، دراسة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الخامس لكلية العلوم الإدارية والمالية – جامعة فيلاديلفيا- عمان، الأردن، 2007.
- صلاح الحبوب، "تنمية مهارات المديرين في إدارة المخاطر المالية"، مركز المتخصصة للتدريب والاستشارات، الدوحة، قطر، فيفري 2016.
- عتيقة وصاف ، سهام عاشور ، "مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها"، الملتقى الدولي: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات –دراسة حالة الجزائر والدول النامية- كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 21-22 نوفمبر 2006.
- مجدي الشوربجي، "أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية"، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الخامس حول رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية، جامعة الشلف، ديسمبر، 2011.

#### خامسا: المواقع الالكترونية

- الموقع الرسمي للبورصة المصرية – [www.egyptes.com.milestone-a.asp](http://www.egyptes.com.milestone-a.asp)
- الموقع الرسمي لأتحاد البورصات العالمية [/https://www.world-exchanges.org/home](https://www.world-exchanges.org/home)
- الموقع الرسمي لسوق الأسهم السعودي <https://www.tadawul.com.sa>
- الموقع الرسمي لهيئة سوق المال السعودية <https://cma.org.sa>
- الموقع الرسمي لاتحاد البورصات العربية <http://www.arab-exchanges.org>

- الموقع الرسمي لبورصة البحرين <http://bahrainbourse.com/ar/>
- الموقع الرسمي لهيئة قطر للأسواق المالية <https://www.qfma.org.qa/Arabic/aboutp.aspx>
- الموقع الإلكتروني لشركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية <https://www.qcsd.com.qa/Arabic/about.html>
- الموقع الرسمي لبورصة الكويت <http://www.boursakuwait.com.kw/A/Default.aspx>
- الموقع الرسمي لشركة مسقط للمقاصة والإيداع <https://www.mcd.gov.om/ar/page.aspx?i=1>
- الموقع الرسمي لسوق عمان للأوراق المالية <https://www.ase.com.jo/ar/node/844>
- الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية الأردنية <http://www.jsc.gov.jo/Public/Arabic.aspx>
- الموقع الرسمي لبورصة بيروت <http://www.bse.com.lb/TheBSE/History/tabid/63/Default.aspx>
- الموقع الرسمي لبورصة تونس <http://www.bvmt.com.tn/ar/content>
- الموقع الرسمي لبورصة المغرب <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/index.aspx>
- الموقع الرسمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة <http://www.cosob.org/ar/missions>
- الموقع الرسمي لشركة تسيير بورصة القيم <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141>
- الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية <http://www.dse.sy/user/?page=about>
- الموقع الرسمي لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية <http://scfms.sy/page/ar>
- الموقع الرسمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية <http://www.kse.com.sd/Pages/Default.aspx?c=801>

#### سادسا: التقارير

- "التقرير الاقتصادي العربي الموحد"، تقرير سنوي صادر عن صندوق النقد العربي، ، أبو ظبي، السنوات 2000 - 2016
- نشرة فصلية صادرة عن صندوق النقد العربي، "أداء أسواق الأوراق المالية العربية"، أبو ظبي، 2017.
- التقرير السنوي الصادر عن المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، الكويت، 2017.
- تقرير صادر عن هيئة سوق المال، "الاستثمار في سوق الأسهم"، المملكة العربية السعودية، 2015.
- صادر عن الهيئة العامة لسوق المال، سلطنة عمان، 2016.

#### سابعا: النصوص القانونية:

- المادة 2 من قواعد التعامل في شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية.
- قانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية
- المادة 01 من القانون 03/88، الصادر بتاريخ 2 جانفي 1988، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية.

# الملاحق



## الملحق رقم (01): نتائج اختبار استقرارية المتغير PRI في سوق الأسهم السعودي

## Pool unit root test: Summary

Series: RIADPRI, RAJHIPRI, SAMBAPRI, SAUDIFRPRI, SABICPRI,  
SAUDICIMPRI, SAF COPRI, MARAIPRI, SAVOLAPRI, JARIRPRI,  
EMAARPRI, DARARKPRI, STCPRI, ETIHADETIPRI, KINGDOMPRI,  
MAADENPRI

Date: 09/06/18 Time: 23:47

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross- sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-26.4913	0.0000	16	848
Breitung t-stat	-22.2912	0.0000	16	832
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-24.4284	0.0000	16	848
ADF - Fisher Chi-square	434.181	0.0000	16	848
PP - Fisher Chi-square	449.503	0.0000	16	848

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi  
-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.



## الملحق رقم (02): نتائج اختبار استقرارية السلسلة PRM في سوق الأسهم السعودي

## Pool unit root test: Summary

Series: RIADPRM, RAJHIPRM, SAMBAPRM, SAUDIFRPRM, SABICPRM, SAUDICIMPRM, SAFCOPRM, MARAIPRM, SAVOLAPRM, JARIRPRM, EMAARPRM, DARARKPRM, STCPRM, ETIHADETIPRM, KINGDOMPRM, MAADENPRM

Date: 09/06/18 Time: 23:51

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-25.1984	0.0000	16	848
Breitung t-stat	-21.7951	0.0000	16	832
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-19.0276	0.0000	16	848
ADF - Fisher Chi-square	323.653	0.0000	16	848
PP - Fisher Chi-square	314.676	0.0000	16	848

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (03): نتائج اختبار استقرارية السلسلة EPS في سوق الأسهم السعودي

Pool unit root test: Summary

Series: RIADEPS, RAJHIEPS, SAMBAEPS, SAUDIFREPS, SABICEPS, SAUDICIMEPS, SAFCOEPS, MARAIEPS, SAVOLAEPS, JARIREPS, EMAAREPS, DARARKEPS, STCEPS, ETIHADETIEPS, KINGDOMEPS, MAADENEPS

Date: 09/06/18 Time: 23:53

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu t*	-11.0071	0.0000	16	845
Breitung t-stat	-8.38188	0.0000	16	829
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-11.0811	0.0000	16	845
ADF - Fisher Chi-square	185.403	0.0000	16	845
PP - Fisher Chi-square	189.618	0.0000	16	848

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

## الملحق رقم (04): نتائج اختبار استقرارية السلسلة BP في سوق الأسهم السعودي

## Pool unit root test: Summary

Series: RIADBP, RAJHIBP, SAMBABP, SAUDIFRBP, SABIGBP,  
SAUDICIMBP, SAFCOBP, MARAIBP, SAVOLABP, JARIRBP,  
EMAARBP, DARARKBP, STCBP, ETIHADETIBP, KINGDOMBP,  
MAADENBP

Date: 09/07/18 Time: 00:07

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-1.35301	0.0880	16	847
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.36873	0.0089	16	847
ADF - Fisher Chi-square	46.8541	0.0437	16	847
PP - Fisher Chi-square	46.8128	0.0441	16	848

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

## الملحق رقم (05): نتائج اختبار استقرارية السلسلة PER سوق الأسهم السعودي

Pool unit root test: Summary

Series: RIADPER, RAJHIPER, SAMBAPER, SAOUDIFRPER, SABICPER, SAUDICIMPER, SAFCOPEP, MARAIPER, SAVOLAPER, JARIRPER, EMAARPER, DARARKPER, STCPER, ETIHADETIPER, KINGDOMPER, MAADENPER

Date: 09/07/18 Time: 00:09

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-0.81525	0.2075	16	846
Breitung t-stat	-0.21748	0.4139	16	830
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-1.39975	0.0808	16	846
ADF - Fisher Chi-square	54.4061	0.0080	16	846
PP - Fisher Chi-square	54.3481	0.0081	16	848

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

## الملحق رقم (06): نتائج اختبار استقرارية السلسلة LIQ في سوق الأسهم السعودي

## Pool unit root test: Summary

Series: RIADLIQ, RAJHILIQ, SAMBALIQ, SAOUDIFRLIQ, SABICLIQ,  
SAUDICIMLIQ, SAFCOLIQ, MARAILIQ, SAVOLALIQ, JARIRLIQ,  
EMAARLIQ, DARARKLIQ, STCLIQ, ETIHADETIQ, KINGDOMLIQ,  
MAADENLIQ

Date: 09/07/18 Time: 00:12

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 10

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-2.65204	0.0040	16	837
Breitung t-stat	-2.49013	0.0064	16	821
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-3.98781	0.0000	16	837
ADF - Fisher Chi-square	82.7650	0.0000	16	837
PP - Fisher Chi-square	64.7420	0.0005	16	848

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (07): نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي في سوق الأسهم السعودي

Dependent Variable: ?PRI  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 09/07/18 Time: 00:14  
 Sample: 2013M01 2017M06  
 Included observations: 54  
 Cross-sections included: 16  
 Total pool (balanced) observations: 864

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.025534	0.007388	-3.456088	0.0006
?PRM	0.890791	0.038433	23.17786	0.0000
?EPS	0.035252	0.014207	2.481332	0.0133
?BP	0.009841	0.003129	3.144902	0.0017
?PER	-0.001143	0.000956	-1.195256	0.2323
?LIQ	0.000353	0.000227	1.557724	0.1197
R-squared	0.404383	Mean dependent var		-0.003410
Adjusted R-squared	0.400912	S.D. dependent var		0.083718
S.E. of regression	0.064799	Akaike info criterion		-2.628147
Sum squared resid	3.602614	Schwarz criterion		-2.595081
Log likelihood	1141.360	Hannan-Quinn criter.		-2.615491
F-statistic	116.5048	Durbin-Watson stat		2.167870
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (08): نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة في سوق الأسهم السعودي

Dependent Variable: ?PRI  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 09/07/18 Time: 00:15  
 Sample: 2013M01 2017M06  
 Included observations: 54  
 Cross-sections included: 16  
 Total pool (balanced) observations: 864

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.051287	0.010309	-4.974740	0.0000
?PRM	0.875282	0.038363	22.81580	0.0000
?EPS	0.066052	0.022951	2.877987	0.0041
?BP	0.023930	0.004717	5.073504	0.0000
?PER	-0.003063	0.001564	-1.958584	0.0505
?LIQ	0.000548	0.000308	1.782042	0.0751
Fixed Effects (Cross)				
RIAD--C	0.019097			
RAJHI--C	-0.004531			
SAMBA--C	0.024440			
SAOUDIFR--C	0.022142			
SABIC--C	0.017166			
SAOUDICIM--C	0.004237			
SAFCO--C	-0.020982			
MARAI--C	0.003157			
SAVOLA--C	-0.011282			
JARIR--C	-0.021694			
EMAAR--C	0.009236			
DARARK--C	-0.011299			
STC--C	0.017830			
ETIHADETI--C	-0.015764			
KINGDOM--C	-0.028726			
MAADEN--C	-0.003026			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.426754	Mean dependent var	-0.003410
Adjusted R-squared	0.413153	S.D. dependent var	0.083718
S.E. of regression	0.064133	Akaike info criterion	-2.631706
Sum squared resid	3.467307	Schwarz criterion	-2.515974
Log likelihood	1157.897	Hannan-Quinn criter.	-2.587409
F-statistic	31.37858	Durbin-Watson stat	2.200380
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (09): نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية في سوق الأسهم السعودي

Dependent Variable: ?PRI  
 Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 09/07/18 Time: 00:17  
 Sample: 2013M01 2017M06  
 Included observations: 54  
 Cross-sections included: 16  
 Total pool (balanced) observations: 864  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.025534	0.007312	-3.491947	0.0005
?PRM	0.890791	0.038038	23.41834	0.0000
?EPS	0.035252	0.014061	2.507077	0.0124
?BP	0.009841	0.003097	3.177532	0.0015
?PER	-0.001143	0.000946	-1.207657	0.2275
?LIQ	0.000353	0.000224	1.573886	0.1159
Random Effects (Cross)				
RIAD-C	0.000000			
RAJHI-C	0.000000			
SAMBA-C	0.000000			
SAOUDIFR-C	0.000000			
SABIC-C	0.000000			
SAOUDICIM-C	0.000000			
SAFCO-C	0.000000			
MARAI-C	0.000000			
SAVOLA-C	0.000000			
JARIR-C	0.000000			
EMAAR-C	0.000000			
DARARK-C	0.000000			
STC-C	0.000000			
ETIHADETI-C	0.000000			
KINGDOM-C	0.000000			
MAADEN-C	0.000000			

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.000000	0.0000
Idiosyncratic random		0.064133	1.0000

Weighted Statistics			
R-squared	0.404383	Mean dependent var	-0.003410
Adjusted R-squared	0.400912	S.D. dependent var	0.083718
S.E. of regression	0.064799	Sum squared resid	3.602614
F-statistic	116.5048	Durbin-Watson stat	2.167870
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.404383	Mean dependent var	-0.003410
Sum squared resid	3.602614	Durbin-Watson stat	2.167870



الملحق رقم (10): نتائج اختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة في سوق الأسهم السعودي

Redundant Fixed Effects Tests  
Pool: DATAKSA1  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.193129	(15,843)	0.0055
Cross-section Chi-square	33.075193	15	0.0046

Cross-section fixed effects test equation:  
Dependent Variable: ?PRI  
Method: Panel Least Squares  
Date: 11/30/18 Time: 11:23  
Sample: 2013M01 2017M06  
Included observations: 54  
Cross-sections included: 16  
Total pool (balanced) observations: 864

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.025534	0.007388	-3.456088	0.0006
?PRM	0.890791	0.038433	23.17786	0.0000
?EPS	0.035252	0.014207	2.481332	0.0133
?BP	0.009841	0.003129	3.144902	0.0017
?PER	-0.001143	0.000956	-1.195256	0.2323
?LIQ	0.000353	0.000227	1.557724	0.1197
R-squared	0.404383	Mean dependent var		-0.003410
Adjusted R-squared	0.400912	S.D. dependent var		0.083718
S.E. of regression	0.064799	Akaike info criterion		-2.628147
Sum squared resid	3.602614	Schwarz criterion		-2.595081
Log likelihood	1141.360	Hannan-Quinn criter.		-2.615491
F-statistic	116.5048	Durbin-Watson stat		2.167870
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (11): نتائج اختبار Hausman في سوق الأسهم السعودي

Correlated Random Effects - Hausman Test

Pool: DATAKSA1

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	17.792896	3	0.0005

\*\* WARNING: estimated cross-section random effects variance is zero.

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
?PRM	0.872102	0.889758	0.000018	0.0000
?EPS	0.066531	0.039528	0.000334	0.1395
?BP	0.019827	0.008349	0.000010	0.0003

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: ?PRI

Method: Panel Least Squares

Date: 11/30/18 Time: 11:42

Sample: 2013M01 2017M06

Included observations: 54

Cross-sections included: 16

Total pool (balanced) observations: 864

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.044994	0.008591	-5.237163	0.0000
?PRM	0.872102	0.038355	22.73750	0.0000
?EPS	0.066531	0.023024	2.889645	0.0040
?BP	0.019827	0.004156	4.770382	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.420949	Mean dependent var	-0.003410
Adjusted R-squared	0.408614	S.D. dependent var	0.083718
S.E. of regression	0.064381	Akaike info criterion	-2.626260
Sum squared resid	3.502419	Schwarz criterion	-2.521550
Log likelihood	1153.544	Hannan-Quinn criter.	-2.586182
F-statistic	34.12683	Durbin-Watson stat	2.184310
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (12): نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة في سوق الأسهم السعودي باستخدام طريقة White

Dependent Variable: ?PRI  
Method: Pooled Least Squares  
Date: 12/16/18 Time: 21:20  
Sample: 2013M01 2017M06  
Included observations: 54  
Cross-sections included: 16  
Total pool (balanced) observations: 864  
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.051287	0.011918	-4.303229	0.0000
?PRM	0.875282	0.042015	20.83273	0.0000
?EPS	0.066052	0.031996	2.064402	0.0393
?BP	0.023930	0.004512	5.304013	0.0000
?PER	-0.003063	0.001734	-1.766835	0.0776
?LIQ	0.000548	0.000338	1.620097	0.1056
Fixed Effects (Cross)				
RIAD-C	0.019097			
RAJHI-C	-0.004531			
SAMBA-C	0.024440			
SAOUDIFR-C	0.022142			
SABIC-C	0.017166			
SAOUDICIM-C	0.004237			
SAFCO-C	-0.020982			
MARAI-C	0.003157			
SAVOLA-C	-0.011282			
JARIR-C	-0.021694			
EMAAR-C	0.009236			
DARARK-C	-0.011299			
STC-C	0.017830			
ETIHADETI-C	-0.015764			
KINGDOM-C	-0.028726			
MAADEN-C	-0.003026			
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.426754	Mean dependent var	-0.003410	
Adjusted R-squared	0.413153	S.D. dependent var	0.083718	
S.E. of regression	0.064133	Akaike info criterion	-2.631706	
Sum squared resid	3.467307	Schwarz criterion	-2.515974	
Log likelihood	1157.897	Hannan-Quinn criter.	-2.587409	
F-statistic	31.37858	Durbin-Watson stat	2.200380	
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (13): نتائج تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي في سوق الأسهم السعودي

باستخدام طريقة **white**

Dependent Variable: ?PRI  
Method: Pooled Least Squares  
Date: 12/16/18 Time: 21:28  
Sample: 2013M01 2017M06  
Included observations: 54  
Cross-sections included: 16  
Total pool (balanced) observations: 864  
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001978	0.002102	-0.941207	0.3469
?PRM	0.905220	0.035131	25.76678	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
RIAD-C	0.000558			
RAJHI-C	4.62E-05			
SAMBA-C	0.001550			
SAUDIFR-C	0.000270			
SABIC-C	-0.002464			
SAUDICIM-C	-0.009781			
SAFCO-C	-0.013097			
MARAI-C	0.009316			
SAVOLA-C	0.008352			
JARIR-C	0.001275			
EMAAR-C	0.013430			
DARARK-C	-0.000317			
STC-C	0.010063			
ETIHADETI-C	-0.014752			
KINGDOM-C	-0.008367			
MAADEN-C	0.003916			
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.400658	Mean dependent var	-0.003410	
Adjusted R-squared	0.389336	S.D. dependent var	0.083718	
S.E. of regression	0.065422	Akaike info criterion	-2.596449	
Sum squared resid	3.625148	Schwarz criterion	-2.502761	
Log likelihood	1138.666	Hannan-Quinn criter.	-2.560589	
F-statistic	35.38851	Durbin-Watson stat	2.203861	
Prob(F-statistic)	0.000000			

## الملحق رقم (14): نتائج اختبار استقرارية السلسلة PRI في سوق قطر للأوراق المالية

Pool unit root test: Summary  
 Series: ERESPRI, VFQSPRI, MARKPRI, QNBKPRI, IQCDPRI, AHCHPRI, QGTSPRI  
 Date: 09/08/18 Time: 06:58  
 Sample: 2013M01 2017M06  
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends  
 Automatic selection of maximum lags  
 Automatic lag length selection based on SIC: 0  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel  
 Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-21.7859	0.0000	7	371
Breitung t-stat	-9.02324	0.0000	7	364
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-19.7454	0.0000	7	371
ADF - Fisher Chi-square	235.813	0.0000	7	371
PP - Fisher Chi-square	256.272	0.0000	7	371

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

## الملحق رقم (15): نتائج اختبار استقرارية المتغير PRM في سوق قطر للأوراق المالية

Pool unit root test: Summary  
 Series: ERESPRM, VFQSPRM, MARKPRM, QNBKPRM, IQCDPRM,  
 AHCHPRM, QGTSPRM  
 Date: 09/08/18 Time: 07:02  
 Sample: 2013M01 2017M06  
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends  
 Automatic selection of maximum lags  
 Automatic lag length selection based on SIC: 0  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel  
 Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross- sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-21.1267	0.0000	7	371
Breitung t-stat	-14.0188	0.0000	7	364
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-18.5779	0.0000	7	371
ADF - Fisher Chi-square	222.479	0.0000	7	371
PP - Fisher Chi-square	224.684	0.0000	7	371

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (16): نتائج اختبار استقرارية المتغير EPS في سوق قطر للأوراق المالية

Pool unit root test: Summary  
 Series: ERESEPS, VFQSEPS, MARKEPS, QNBKEPS, IQCDEPS,  
 AHCHEPS, QGTSEPS  
 Date: 09/08/18 Time: 07:04  
 Sample: 2013M01 2017M06  
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends  
 Automatic selection of maximum lags  
 Automatic lag length selection based on SIC: 0  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel  
 Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross- sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-9.26669	0.0000	7	371
Breitung t-stat	-5.72190	0.0000	7	364
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-10.2357	0.0000	7	371
ADF - Fisher Chi-square	116.850	0.0000	7	371
PP - Fisher Chi-square	115.354	0.0000	7	371

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (17): نتائج اختبار استقرارية المتغير BP في سوق قطر للأوراق المالية

Pool unit root test: Summary  
 Series: ERESBP, VFQSBP, MARKBP, QNBKBP, IQCDBP, AHCHBP, QGTSBP  
 Date: 09/08/18 Time: 07:07  
 Sample: 2013M01 2017M06  
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends  
 Automatic selection of maximum lags  
 Automatic lag length selection based on SIC: 0  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel  
 Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-3.05516	0.0011	7	371
Breitung t-stat	-0.73499	0.2312	7	364
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-3.23031	0.0006	7	371
ADF - Fisher Chi-square	41.5332	0.0001	7	371
PP - Fisher Chi-square	41.4553	0.0002	7	371

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.



الملحق رقم (18): نتائج اختبار استقرارية المتغير PER في سوق قطر للأوراق المالية

Pool unit root test: Summary  
 Series: ERESPER, VFQSPER, MARKPER, QNBKPER, IQCDPER,  
 AHCHPER, QGTSPER  
 Date: 09/08/18 Time: 07:09  
 Sample: 2013M01 2017M06  
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends  
 Automatic selection of maximum lags  
 Automatic lag length selection based on SIC: 0  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel  
 Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross- sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu t*	-3.52450	0.0002	7	371
Breitung t-stat	-2.29896	0.0108	7	364
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-4.47915	0.0000	7	371
ADF - Fisher Chi-square	56.3423	0.0000	7	371
PP - Fisher Chi-square	55.6584	0.0000	7	371

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi  
 -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (19): نتائج اختبار استقرارية المتغير LIQ في سوق قطر للأوراق المالية

Pool unit root test: Summary  
 Series: ERESLIQ, VFQSLIQ, MARKLIQ, QNBKLIQ, IQCDLIQ, AHCHLIQ, QGTSLIQ  
 Date: 09/08/18 Time: 07:11  
 Sample: 2013M01 2017M06  
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends  
 Automatic selection of maximum lags  
 Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-10.5479	0.0000	7	370
Breitung t-stat	-10.1112	0.0000	7	363
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-11.1661	0.0000	7	370
ADF - Fisher Chi-square	126.295	0.0000	7	370
PP - Fisher Chi-square	125.896	0.0000	7	371

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (20): نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي في سوق قطر للأوراق المالية

Dependent Variable: ?PRI  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 09/14/18 Time: 17:06  
 Sample: 2013M01 2017M06  
 Included observations: 54  
 Cross-sections included: 7  
 Total pool (balanced) observations: 378

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.556025	1.798460	-2.533293	0.0117
?PRM	0.912065	0.059362	15.36440	0.0000
?EPS	1.619389	0.291805	5.549548	0.0000
?BP	0.051038	0.024633	2.071950	0.0390
?PER	-1.261851	0.499077	-2.528369	0.0119
?LIQ	2.927483	2.555499	1.145562	0.2527
R-squared	0.478476	Mean dependent var	-2.519683	
Adjusted R-squared	0.471466	S.D. dependent var	7.850184	
S.E. of regression	5.707109	Akaike info criterion	6.337048	
Sum squared resid	12116.45	Schwarz criterion	6.399507	
Log likelihood	-1191.702	Hannan-Quinn criter.	6.361837	
F-statistic	68.25880	Durbin-Watson stat	1.816808	
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (21) : نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة في سوق قطر للأوراق المالية

Dependent Variable: ?PRI  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 09/14/18 Time: 17:10  
 Sample: 2013M01 2017M06  
 Included observations: 54  
 Cross-sections included: 7  
 Total pool (balanced) observations: 378

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.705196	2.133884	-4.079507	0.0001
?PRM	0.879582	0.059012	14.90521	0.0000
?EPS	2.370929	0.353810	6.701139	0.0000
?BP	0.048737	0.027505	1.771945	0.0772
?PER	-0.415589	0.573225	-0.725001	0.4689
?LIQ	1.813400	2.532253	0.716121	0.4744
<b>Fixed Effects (Cross)</b>				
ERES—C	1.502521			
VFQS—C	1.929894			
MARK—C	0.321130			
QNBK—C	0.562141			
IQCD—C	-2.944708			
AHCH—C	1.539525			
QGTS—C	-2.910502			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.505646	Mean dependent var	-2.519683
Adjusted R-squared	0.490788	S.D. dependent var	7.850184
S.E. of regression	5.601820	Akaike info criterion	6.315291
Sum squared resid	11485.22	Schwarz criterion	6.440208
Log likelihood	-1181.590	Hannan-Quinn criter.	6.364869
F-statistic	34.03270	Durbin-Watson stat	1.838456
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (22): نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية في سوق قطر للأوراق المالية

Dependent Variable: ?PRI  
 Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 09/14/18 Time: 17:12  
 Sample: 2013M01 2017M06  
 Included observations: 54  
 Cross-sections included: 7  
 Total pool (balanced) observations: 378  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.556025	1.765280	-2.580908	0.0102
?PRM	0.912065	0.058267	15.65318	0.0000
?EPS	1.619389	0.286422	5.653855	0.0000
?BP	0.051038	0.024179	2.110894	0.0354
?PER	-1.261851	0.489870	-2.575892	0.0104
?LIQ	2.927483	2.508353	1.167094	0.2439

Random Effects (Cross)

ERES-C	0.000000
VFQS-C	0.000000
MARK-C	0.000000
QNBK-C	0.000000
IQCD-C	0.000000
AHCH-C	0.000000
QGTS-C	0.000000

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	5.601820	1.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.478476	Mean dependent var	-2.519683
Adjusted R-squared	0.471466	S.D. dependent var	7.850184
S.E. of regression	5.707109	Sum squared resid	12116.45
F-statistic	68.25880	Durbin-Watson stat	1.816808
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.478476	Mean dependent var	-2.519683
Sum squared resid	12116.45	Durbin-Watson stat	1.816808

الملحق رقم (23): نتائج اختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة في سوق قطر للأوراق المالية

Redundant Fixed Effects Tests  
Pool: DATAQATAR3  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.352564	(6,366)	0.0031
Cross-section Chi-square	20.224100	6	0.0025

Cross-section fixed effects test equation:

Dependent Variable: ?PRI

Method: Panel Least Squares

Date: 12/01/18 Time: 06:01

Sample: 2013M01 2017M06

Included observations: 54

Cross-sections included: 7

Total pool (balanced) observations: 378

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.556025	1.798460	-2.533293	0.0117
?PRM	0.912065	0.059362	15.36440	0.0000
?EPS	1.619389	0.291805	5.549548	0.0000
?BP	0.051038	0.024633	2.071950	0.0390
?PER	-1.261851	0.499077	-2.528369	0.0119
?LIQ	2.927483	2.555499	1.145562	0.2527
R-squared	0.478476	Mean dependent var	-2.519683	
Adjusted R-squared	0.471466	S.D. dependent var	7.850184	
S.E. of regression	5.707109	Akaike info criterion	6.337048	
Sum squared resid	12116.45	Schwarz criterion	6.399507	
Log likelihood	-1191.702	Hannan-Quinn criter.	6.361837	
F-statistic	68.25880	Durbin-Watson stat	1.816808	
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (24): نتائج اختبار Hausman في سوق قطر للأوراق المالية

Correlated Random Effects - Hausman Test

Pool: DATAQATAR3

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	20.031233	5	0.0012

\*\* WARNING: estimated cross-section random effects variance is zero.

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
?PRM	0.879582	0.912065	0.000087	0.0005
?EPS	2.370929	1.619389	0.043144	0.0003
?BP	0.048737	0.051038	0.000172	0.8607
?PER	-0.415589	-1.261851	0.088615	0.0045
?LIQ	1.813400	2.927483	0.120468	0.0013

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: ?PRI

Method: Panel Least Squares

Date: 09/14/18 Time: 18:08

Sample: 2013M01 2017M06

Included observations: 54

Cross-sections included: 7

Total pool (balanced) observations: 378

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.705196	2.133884	-4.079507	0.0001
?PRM	0.879582	0.059012	14.90521	0.0000
?EPS	2.370929	0.353810	6.701139	0.0000
?BP	0.048737	0.027505	1.771945	0.0772
?PER	-0.415589	0.573225	-0.725001	0.4689
?LIQ	1.813400	2.532253	0.716121	0.4744

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.505646	Mean dependent var	-2.519683
Adjusted R-squared	0.490788	S.D. dependent var	7.850184
S.E. of regression	5.601820	Akaike info criterion	6.315291
Sum squared resid	11485.22	Schwarz criterion	6.440208
Log likelihood	-1181.590	Hannan-Quinn criter.	6.364869
F-statistic	34.03270	Durbin-Watson stat	1.838456
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (25): نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة في سوق قطر بعد إزالة المتغيرات غير المعنوية

وباستخدام طريقة **white**

Dependent Variable: ?PRI  
Method: Pooled Least Squares  
Date: 12/16/18 Time: 22:15  
Sample: 2013M01 2017M06  
Included observations: 54  
Cross-sections included: 7  
Total pool (balanced) observations: 378  
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-9.791212	2.467381	-3.968262	0.0001
?PRM	0.873054	0.086330	10.11293	0.0000
?EPS	2.417891	0.399756	6.048423	0.0000
?BP	0.050058	0.052404	0.955223	0.3401
<b>Fixed Effects (Cross)</b>				
ERES—C	1.745447			
VFQS—C	2.126390			
MARK—C	0.117624			
QNBK—C	0.601647			
IQCD—C	-3.204847			
AHCH—C	1.783453			
QGTS—C	-3.169714			
<b>Effects Specification</b>				
<b>Cross-section fixed (dummy variables)</b>				
R-squared	0.504331	Mean dependent var	-2.519683	
Adjusted R-squared	0.492209	S.D. dependent var	7.850184	
S.E. of regression	5.593999	Akaike info criterion	6.307365	
Sum squared resid	11515.76	Schwarz criterion	6.411462	
Log likelihood	-1182.092	Hannan-Quinn criter.	6.348679	
F-statistic	41.60347	Durbin-Watson stat	1.835771	
Prob(F-statistic)	0.000000			



الملحق رقم (26): نتائج تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي في سوق قطر للأوراق المالية

باستخدام طريقة **white**

Dependent Variable: ?PRI  
Method: Pooled Least Squares  
Date: 12/16/18 Time: 22:17  
Sample: 2013M01 2017M06  
Included observations: 54  
Cross-sections included: 7  
Total pool (balanced) observations: 378  
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.066560	0.432875	-2.463902	0.0142
?PRM	0.980490	0.083643	11.72236	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
ERES-C	-0.539947			
VFQS-C	0.142090			
MARK-C	1.648571			
QNBK-C	0.503571			
IQCD-C	-0.607169			
AHCH-C	-0.539947			
QGTS-C	-0.607169			
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.438984	Mean dependent var	-2.519683	
Adjusted R-squared	0.428370	S.D. dependent var	7.850184	
S.E. of regression	5.935228	Akaike info criterion	6.420625	
Sum squared resid	13033.96	Schwarz criterion	6.503903	
Log likelihood	-1205.498	Hannan-Quinn criter.	6.453677	
F-statistic	41.35961	Durbin-Watson stat	1.956918	
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (27): نتائج اختبار استقرارية السلسلة PRI في سوق البحرين للأوراق المالية

Pool unit root test: Summary

Series: AUBPRI, ALBHPRI, BATELCOPRI, NBBPRI, ABCPRI, GMGPRI, TRAFOPRI

Date: 09/07/18 Time: 00:21

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-20.8905	0.0000	7	371
Breitung t-stat	-10.0595	0.0000	7	364
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-18.9571	0.0000	7	371
ADF - Fisher Chi-square	226.646	0.0000	7	371
PP - Fisher Chi-square	230.514	0.0000	7	371

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (28): نتائج اختبار استقرارية السلسلة PRM في سوق البحرين للأوراق المالية

Pool unit root test: Summary

Series: AUBPRM, ALBHPRM, BATELCOPRM, NBBPRM, ABCPRM, GMGPRM, TRAFOPRM

Date: 09/07/18 Time: 00:23

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu t*	-12.8323	0.0000	7	370
Breitung t-stat	-5.46379	0.0000	7	363
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-13.1550	0.0000	7	370
ADF - Fisher Chi-square	150.235	0.0000	7	370
PP - Fisher Chi-square	175.436	0.0000	7	371

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (29): نتائج اختبار استقرارية السلسلة EPS في سوق البحرين للأوراق المالية

Pool unit root test: Summary

Series: AUBEPS, ALBHEPS, BATELCOEPS, NBBEPS, ABCEPS, GMGEPS, TRAFECOEPS

Date: 09/07/18 Time: 00:25

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 7

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu t*	-2.83994	0.0023	7	362
Breitung t-stat	-5.18780	0.0000	7	355
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-4.39986	0.0000	7	362
ADF - Fisher Chi-square	49.7758	0.0000	7	362
PP - Fisher Chi-square	63.0886	0.0000	7	371

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (30): نتائج اختبار استقرارية السلسلة BP في سوق البحرين للأوراق المالية

Pool unit root test: Summary

Series: AUBBP, ALBHBP, BATELCOBP, NBBBP, ABCBP, GMGBP, TRAFCOBP

Date: 09/07/18 Time: 00:26

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu t*	-5.18067	0.0000	7	369
Breitung t-stat	-3.19015	0.0007	7	362
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-4.81891	0.0000	7	369
ADF - Fisher Chi-square	53.4006	0.0000	7	369
PP - Fisher Chi-square	67.3587	0.0000	7	371

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (31): نتائج اختبار استقرارية السلسلة PER في سوق البحرين للأوراق المالية

**Pool unit root test: Summary**

Series: AUBPER, ALBHPER, BATELCOPER, NBBPER, ABCPER, GMGPER, TRAFCONPER

Date: 09/07/18 Time: 00:28

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-2.90233	0.0019	7	371
Breitung t-stat	-2.70784	0.0034	7	364
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-4.19353	0.0000	7	371
ADF - Fisher Chi-square	56.4318	0.0000	7	371
PP - Fisher Chi-square	57.5808	0.0000	7	371

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (32): نتائج اختبار استقرارية السلسلة LIQ في سوق البحرين للأوراق المالية

Pool unit root test: Summary

Series: AUBLIQ, ALBHLIQ, BATELCOLIQ, NBBLIQ, ABCLIQ, GMGLIQ, TRAFCOLIQ

Date: 09/07/18 Time: 00:31

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-11.1797	0.0000	7	370
Breitung t-stat	-1.97391	0.0242	7	363
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-10.1140	0.0000	7	370
ADF - Fisher Chi-square	121.982	0.0000	7	370
PP - Fisher Chi-square	125.337	0.0000	7	371

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (33): نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي في سوق البحرين للأوراق المالية

Dependent Variable: ?PRI  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 09/07/18 Time: 00:33  
 Sample: 2013M01 2017M06  
 Included observations: 54  
 Cross-sections included: 7  
 Total pool (balanced) observations: 378

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.072165	0.021148	-3.412358	0.0007
?PRM	1.337929	0.098088	13.64002	0.0000
?EPS	0.003053	0.001720	1.774900	0.0767
?BP	0.017140	0.007988	2.145691	0.0325
?PER	0.001552	0.000974	1.592624	0.1121
?LIQ	0.128071	0.028907	4.430463	0.0000
R-squared	0.422259	Mean dependent var	-0.012024	
Adjusted R-squared	0.414493	S.D. dependent var	0.069043	
S.E. of regression	0.052831	Akaike info criterion	-3.027699	
Sum squared resid	1.038287	Schwarz criterion	-2.965240	
Log likelihood	578.2351	Hannan-Quinn criter.	-3.002910	
F-statistic	54.37738	Durbin-Watson stat	2.045443	
Prob(F-statistic)	0.000000			



الملحق رقم (34): نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة في سوق البحرين للأوراق المالية

Dependent Variable: ?PRI  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 09/07/18 Time: 00:35  
 Sample: 2013M01 2017M06  
 Included observations: 54  
 Cross-sections included: 7  
 Total pool (balanced) observations: 378

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.084033	0.027338	-3.073838	0.0023
?PRM	1.334243	0.098677	13.52138	0.0000
?EPS	0.002761	0.001931	1.429943	0.1536
?BP	0.013361	0.016693	0.800415	0.4240
?PER	0.003106	0.001576	1.970205	0.0496
?LIQ	0.157165	0.035695	4.402968	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
AUB-C	-0.004849			
ALBH-C	0.002288			
BATELCO-C	-0.014859			
NBB-C	-0.004348			
ABC-C	0.023439			
GMG-C	-0.003466			
TRAFCO-C	0.001795			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.440990	Mean dependent var	-0.012024
Adjusted R-squared	0.424189	S.D. dependent var	0.069043
S.E. of regression	0.052392	Akaike info criterion	-3.028911
Sum squared resid	1.004625	Schwarz criterion	-2.903993
Log likelihood	584.4641	Hannan-Quinn criter.	-2.979333
F-statistic	26.24803	Durbin-Watson stat	2.094747
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (35): نتائج نموذج التأثيرات العشوائية في سوق البحرين للأوراق المالية

Dependent Variable: ?PRI  
 Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 09/07/18 Time: 00:37  
 Sample: 2013M01 2017M06  
 Included observations: 54  
 Cross-sections included: 7  
 Total pool (balanced) observations: 378  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.072165	0.020972	-3.440965	0.0006
?PRM	1.337929	0.097273	13.75437	0.0000
?EPS	0.003053	0.001706	1.789781	0.0743
?BP	0.017140	0.007922	2.163679	0.0311
?PER	0.001552	0.000966	1.605975	0.1091
?LIQ	0.128071	0.028667	4.467607	0.0000
<b>Random Effects (Cross)</b>				
AUB-C	0.000000			
ALBH-C	0.000000			
BATELCO-C	0.000000			
NBB-C	0.000000			
ABC-C	0.000000			
GMG-C	0.000000			
TRAFCO-C	0.000000			
<b>Effects Specification</b>				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.000000	0.0000
Idiosyncratic random			0.052392	1.0000
<b>Weighted Statistics</b>				
R-squared	0.422259	Mean dependent var		-0.012024
Adjusted R-squared	0.414493	S.D. dependent var		0.069043
S.E. of regression	0.052831	Sum squared resid		1.038287
F-statistic	54.37738	Durbin-Watson stat		2.045443
Prob(F-statistic)	0.000000			
<b>Unweighted Statistics</b>				
R-squared	0.422259	Mean dependent var		-0.012024
Sum squared resid	1.038287	Durbin-Watson stat		2.045443

الملحق رقم (36): نتائج اختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة في سوق البحرين للأوراق المالية

Redundant Fixed Effects Tests  
Pool: DATABAHRAIN  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.043927	(6,366)	0.0592
Cross-section Chi-square	12.458075	6	0.0525

Cross-section fixed effects test equation:  
Dependent Variable: ?PRI  
Method: Panel Least Squares  
Date: 12/01/18 Time: 07:47  
Sample: 2013M01 2017M06  
Included observations: 54  
Cross-sections included: 7  
Total pool (balanced) observations: 378

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.072165	0.021148	-3.412358	0.0007
?PRM	1.337929	0.098088	13.64002	0.0000
?EPS	0.003053	0.001720	1.774900	0.0767
?BP	0.017140	0.007988	2.145691	0.0325
?PER	0.001552	0.000974	1.592624	0.1121
?LIQ	0.128071	0.028907	4.430463	0.0000
R-squared	0.422259	Mean dependent var		-0.012024
Adjusted R-squared	0.414493	S.D. dependent var		0.069043
S.E. of regression	0.052831	Akaike info criterion		-3.027699
Sum squared resid	1.038287	Schwarz criterion		-2.965240
Log likelihood	578.2351	Hannan-Quinn criter.		-3.002910
F-statistic	54.37738	Durbin-Watson stat		2.045443
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (37): نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي بعد إزالة المتغيرات غير المعنوية في سوق

البحرين للأوراق المالية وباستخدام طريقة White

Dependent Variable: ?PRI

Method: Pooled Least Squares

Date: 12/16/18 Time: 22:22

Sample: 2013M01 2017M06

Included observations: 54

Cross-sections included: 7

Total pool (balanced) observations: 378

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.054166	0.022749	-2.381043	0.0178
?PRM	1.350167	0.110391	12.23072	0.0000
?LIQ	0.128564	0.034228	3.756056	0.0002
?BP	0.017185	0.009424	1.823420	0.0690
?EPS	0.002578	0.002089	1.233559	0.2181
R-squared	0.418319	Mean dependent var	-0.012024	
Adjusted R-squared	0.412082	S.D. dependent var	0.069043	
S.E. of regression	0.052940	Akaike info criterion	-3.026195	
Sum squared resid	1.045366	Schwarz criterion	-2.974146	
Log likelihood	576.9508	Hannan-Quinn criter.	-3.005537	
F-statistic	67.06137	Durbin-Watson stat	2.055232	
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (38): نتائج تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي في سوق البحرين للأوراق المالية

وباستخدام طريقة White

Dependent Variable: ?PRI

Method: Pooled Least Squares

Date: 12/16/18 Time: 22:24

Sample: 2013M01 2017M06

Included observations: 54

Cross-sections included: 7

Total pool (balanced) observations: 378

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000435	0.002912	0.149498	0.8812
?PRM	1.474134	0.124585	11.83237	0.0000
R-squared	0.380419	Mean dependent var		-0.012024
Adjusted R-squared	0.378772	S.D. dependent var		0.069043
S.E. of regression	0.054419	Akaike info criterion		-2.978946
Sum squared resid	1.113478	Schwarz criterion		-2.958127
Log likelihood	565.0209	Hannan-Quinn criter.		-2.970683
F-statistic	230.8622	Durbin-Watson stat		2.098955
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (39): نتائج اختبار استقرارية المتغير PRI في سوق الأردن للأوراق المالية

Pool unit root test: Summary

Series: ARBKPRI, THBKPRI, JOINPRI, EMARPRI, ZARAPRI, JTELPRI, EICOPRI, JOPHPRI, APETPRI, MANEPRI

Date: 09/08/18 Time: 13:22

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu t*	-21.6699	0.0000	10	528
Breitung t-stat	-12.5203	0.0000	10	518
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-20.3134	0.0000	10	528
ADF - Fisher Chi-square	286.063	0.0000	10	528
PP - Fisher Chi-square	294.908	0.0000	10	530

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (40): نتائج اختبار استقرارية السلسلة PRM في سوق الأوراق المالية

Pool unit root test: Summary

Series: ARBKPRM, THBKPRM, JOINPRM, EMARPRM, ZARAPRM,

JTELPRM, EICOPRM, JOPHPRM, APETPRM, MANEPRM

Date: 09/08/18 Time: 13:28

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu t*	-21.7628	0.0000	10	529
Breitung t-stat	-17.9673	0.0000	10	519
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-21.4499	0.0000	10	529
ADF - Fisher Chi-square	305.023	0.0000	10	529
PP - Fisher Chi-square	319.451	0.0000	10	530

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

## الملحق رقم (41): نتائج اختبار استقرارية السلسلة EPS في سوق الأردن للأوراق المالية

## Pool unit root test: Summary

Series: ARBKEPS, THBKEPS, JOINEPS, EMAREPS, ZARAEPS, JTELEPS, EICOEPS, JOPHEPS, APETEPEPS, MANEEPS

Date: 09/08/18 Time: 13:31

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu t*	-8.32787	0.0000	10	527
Breitung t-stat	-5.59944	0.0000	10	517
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-8.51228	0.0000	10	527
ADF - Fisher Chi-square	111.606	0.0000	10	527
PP - Fisher Chi-square	126.400	0.0000	10	530

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.



الملحق رقم (42): نتائج اختبار استقرارية المتغير BP في سوق الأردن للأوراق المالية

Pool unit root test: Summary

Series: ARBKBP, THBKBP, JOINBP, EMARBP, ZARABP, JTELBP, EICOBP, JOPHBP, APETBP, MANEBP

Date: 09/08/18 Time: 13:33

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu t*	-3.88899	0.0001	10	530
Breitung t-stat	-0.44274	0.3290	10	520
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-4.35009	0.0000	10	530
ADF - Fisher Chi-square	55.2591	0.0000	10	530
PP - Fisher Chi-square	58.7651	0.0000	10	530

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (43): نتائج اختبار استقرارية السلسلة PER في سوق الأردن للأوراق المالية

Pool unit root test: Summary

Series: ARBKPER, THBKPER, JOINPER, EMARPER, ZARAPER, JTELPER, EICOPER, JOPHPER, APETPER, MANEPER

Date: 09/08/18 Time: 13:35

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu t*	-3.90426	0.0000	10	528
Breitung t-stat	-2.99766	0.0014	10	518
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-5.28507	0.0000	10	528
ADF - Fisher Chi-square	75.9655	0.0000	10	528
PP - Fisher Chi-square	83.2026	0.0000	10	530

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (44): نتائج اختبار استقرارية السلسلة LIQ في سوق الأردن للأوراق المالية

Pool unit root test: Summary

Series: ARBKLIQ, THBKLIQ, JOINLIQ, EMARLIQ, ZARALIQ, JTELLIQ, EICOLIQ, JOPHLIQ, APETLIQ, MANELIQ

Date: 09/08/18 Time: 13:39

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-11.7849	0.0000	10	527
Breitung t-stat	-3.47507	0.0003	10	517
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-10.8645	0.0000	10	527
ADF - Fisher Chi-square	145.702	0.0000	10	527
PP - Fisher Chi-square	172.138	0.0000	10	530

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (45): نتائج تقدير نموذج الإنحدار التجميعي في سوق الأردن للأوراق المالية

Dependent Variable: ?PRI  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 09/08/18 Time: 13:42  
 Sample: 2013M01 2017M06  
 Included observations: 54  
 Cross-sections included: 10  
 Total pool (balanced) observations: 540

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.078128	0.016242	-4.810395	0.0000
?PRM	2.612640	0.164984	15.83573	0.0000
?EPS	0.011364	0.002052	5.536905	0.0000
?BP	0.002920	0.001529	1.909602	0.0567
?PER	0.000260	0.000568	0.458158	0.6470
?LIQ	0.004183	0.001279	3.270382	0.0011
R-squared	0.408381	Mean dependent var	-0.005283	
Adjusted R-squared	0.402842	S.D. dependent var	0.075299	
S.E. of regression	0.058188	Akaike info criterion	-2.839226	
Sum squared resid	1.808041	Schwarz criterion	-2.791542	
Log likelihood	772.5910	Hannan-Quinn criter.	-2.820577	
F-statistic	73.72160	Durbin-Watson stat	1.896528	
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (46): نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة في سوق الأردن للأوراق المالية

Dependent Variable: ?PRI  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 09/08/18 Time: 13:43  
 Sample: 2013M01 2017M06  
 Included observations: 54  
 Cross-sections included: 10  
 Total pool (balanced) observations: 540

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.028430	0.022253	-1.277603	0.2020
?PRM	2.489477	0.163649	15.21231	0.0000
?EPS	0.010669	0.002223	4.799923	0.0000
?BP	0.017636	0.004385	4.021693	0.0001
?PER	-0.004456	0.001142	-3.900585	0.0001
?LIQ	0.003833	0.001620	2.366123	0.0183
<b>Fixed Effects (Cross)</b>				
ARBK-C	0.021417			
THBK-C	0.020987			
JOIN-C	0.024274			
EMAR-C	0.033040			
ZARA-C	0.038114			
JTEL-C	-0.016246			
EICO-C	-0.066534			
JOPH-C	-0.044938			
APET-C	-0.017750			
MANE-C	0.007635			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.447633	Mean dependent var	-0.005283
Adjusted R-squared	0.432904	S.D. dependent var	0.075299
S.E. of regression	0.056704	Akaike info criterion	-2.874543
Sum squared resid	1.688082	Schwarz criterion	-2.755333
Log likelihood	791.1267	Hannan-Quinn criter.	-2.827921
F-statistic	30.38969	Durbin-Watson stat	1.871455
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (47): نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية في سوق الأردن للأوراق المالية

Dependent Variable: ?PRI  
Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)  
Date: 09/08/18 Time: 13:45  
Sample: 2013M01 2017M06  
Included observations: 54  
Cross-sections included: 10  
Total pool (balanced) observations: 540  
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.066101	0.018435	-3.585734	0.0004
?PRM	2.573712	0.162083	15.87894	0.0000
?EPS	0.011570	0.002105	5.495982	0.0000
?BP	0.004799	0.002187	2.194726	0.0286
?PER	-0.000812	0.000746	-1.087715	0.2772
?LIQ	0.004037	0.001427	2.828747	0.0048
Random Effects (Cross)				
ARBK-C	0.009827			
THBK-C	0.003283			
JOIN-C	0.004448			
EMAR-C	0.005563			
ZARA-C	0.008046			
JTEL-C	-0.007298			
EICO-C	-0.006498			
JOPH-C	-0.015711			
APET-C	-0.007904			
MANE-C	0.006244			
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.009776	0.0289
Idiosyncratic random			0.056704	0.9711
Weighted Statistics				
R-squared	0.409171	Mean dependent var		-0.003273
Adjusted R-squared	0.403638	S.D. dependent var		0.074473
S.E. of regression	0.057511	Sum squared resid		1.766227
F-statistic	73.96282	Durbin-Watson stat		1.902517
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.402946	Mean dependent var		-0.005283
Sum squared resid	1.824651	Durbin-Watson stat		1.841599

الملحق رقم (48): نتائج اختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة في سوق الأردن للأوراق المالية

Redundant Fixed Effects Tests  
Pool: DATAJORD  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	4.145283	(9,525)	0.0000
Cross-section Chi-square	37.071363	9	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:

Dependent Variable: ?PRI

Method: Panel Least Squares

Date: 12/01/18 Time: 14:41

Sample: 2013M01 2017M06

Included observations: 54

Cross-sections included: 10

Total pool (balanced) observations: 540

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.078128	0.016242	-4.810395	0.0000
?PRM	2.612640	0.164984	15.83573	0.0000
?EPS	0.011364	0.002052	5.536905	0.0000
?BP	0.002920	0.001529	1.909602	0.0567
?PER	0.000260	0.000568	0.458158	0.6470
?LIQ	0.004183	0.001279	3.270382	0.0011

R-squared	0.408381	Mean dependent var	-0.005283
Adjusted R-squared	0.402842	S.D. dependent var	0.075299
S.E. of regression	0.058188	Akaike info criterion	-2.839226
Sum squared resid	1.808041	Schwarz criterion	-2.791542
Log likelihood	772.5910	Hannan-Quinn criter.	-2.820577
F-statistic	73.72160	Durbin-Watson stat	1.896528
Prob(F-statistic)	0.000000		

## الملحق رقم (49): نتائج اختبار Hausman في سوق الأردن للأوراق المالية

## Correlated Random Effects - Hausman Test

Pool: DATAJORD

## Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	20.303187	5	0.0011

## Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
?PRM	2.489477	2.573712	0.000510	0.0002
?EPS	0.010669	0.011570	0.000001	0.2065
?BP	0.017636	0.004799	0.000014	0.0007
?PER	-0.004456	-0.000812	0.000001	0.0000
?LIQ	0.003833	0.004037	0.000001	0.7905

## Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: ?PRI

Method: Panel Least Squares

Date: 09/15/18 Time: 00:18

Sample: 2013M01 2017M06

Included observations: 54

Cross-sections included: 10

Total pool (balanced) observations: 540

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.028430	0.022253	-1.277603	0.2020
?PRM	2.489477	0.163649	15.21231	0.0000
?EPS	0.010669	0.002223	4.799923	0.0000
?BP	0.017636	0.004385	4.021693	0.0001
?PER	-0.004456	0.001142	-3.900585	0.0001
?LIQ	0.003833	0.001620	2.366123	0.0183

## Effects Specification

## Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.447633	Mean dependent var	-0.005283
Adjusted R-squared	0.432904	S.D. dependent var	0.075299
S.E. of regression	0.056704	Akaike info criterion	-2.874543
Sum squared resid	1.688082	Schwarz criterion	-2.755333
Log likelihood	791.1267	Hannan-Quinn criter.	-2.827921
F-statistic	30.38969	Durbin-Watson stat	1.871455
Prob(F-statistic)	0.000000		



الملحق رقم (50): نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة في سوق الأوراق المالية باستخدام طريقة white

Dependent Variable: ?PRI  
Method: Pooled Least Squares  
Date: 12/16/18 Time: 22:29  
Sample: 2013M01 2017M06  
Included observations: 54  
Cross-sections included: 10  
Total pool (balanced) observations: 540  
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.028430	0.028326	-1.003703	0.3160
?PRM	2.489477	0.230946	10.77947	0.0000
?PER	-0.004456	0.001301	-3.425007	0.0007
?EPS	0.010669	0.002663	4.006991	0.0001
?BP	0.017636	0.004735	3.724907	0.0002
?LIQ	0.003833	0.002385	1.607347	0.1086
<b>Fixed Effects (Cross)</b>				
ARBK-C	0.021417			
THBK-C	0.020987			
JOIN-C	0.024274			
EMAR-C	0.033040			
ZARA-C	0.038114			
JTEL-C	-0.016246			
EICO-C	-0.066534			
JOPH-C	-0.044938			
APET-C	-0.017750			
MANE-C	0.007635			
<b>Effects Specification</b>				
<b>Cross-section fixed (dummy variables)</b>				
R-squared	0.447633	Mean dependent var	-0.005283	
Adjusted R-squared	0.432904	S.D. dependent var	0.075299	
S.E. of regression	0.056704	Akaike info criterion	-2.874543	
Sum squared resid	1.688082	Schwarz criterion	-2.755333	
Log likelihood	791.1267	Hannan-Quinn criter.	-2.827921	
F-statistic	30.38969	Durbin-Watson stat	1.871455	
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (51): نتائج تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي في سوق الأردن للأوراق المالية

باستخدام طريقة White

Dependent Variable: ?PRI

Method: Pooled Least Squares

Date: 12/16/18 Time: 22:31

Sample: 2013M01 2017M06

Included observations: 54

Cross-sections included: 10

Total pool (balanced) observations: 540

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.002410	0.002831	-0.851264	0.3950
?PRM	2.834217	0.237723	11.92235	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
ARBK-C	0.008228			
THBK-C	-0.002351			
JOIN-C	0.006785			
EMAR-C	0.001459			
ZARA-C	-0.000797			
JTEL-C	-0.016209			
EICO-C	0.011598			
JOPH-C	-0.016072			
APET-C	-0.004409			
MANE-C	0.011769			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.376681	Mean dependent var	-0.005283
Adjusted R-squared	0.364898	S.D. dependent var	0.075299
S.E. of regression	0.060008	Akaike info criterion	-2.768512
Sum squared resid	1.904918	Schwarz criterion	-2.681091
Log likelihood	758.4983	Hannan-Quinn criter.	-2.734322
F-statistic	31.96830	Durbin-Watson stat	1.980269
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (52): نتائج اختبار استقرارية المتغير PRI في البورصة المصرية

Pool unit root test: Summary

Series: COMBANKPRI, ESTERNCOMPRI, NATIONALBANKPRI,  
SWAIDIELECTPRI, ABOUFIRCHIMPRI, TALGROUPOPRI,  
ALEXANDRIAPRI, EGYTELECOMPRI, KWEGYPRI, GLOBALTELEPRI,  
EMMAREGYPRI, ORASCOMCONSTPRI

Date: 09/09/18 Time: 23:08

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross- sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-23.0873	0.0000	12	636
Breitung t-stat	-19.4508	0.0000	12	624
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-21.9103	0.0000	12	636
ADF - Fisher Chi-square	338.824	0.0000	12	636
PP - Fisher Chi-square	354.397	0.0000	12	636

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (53): نتائج اختبار استقرارية المتغير PRM في البورصة المصرية

Pool unit root test: Summary

Series: COMBANKPRM, ESTERNCOMPPRM, NATIONALBANKPRM, SWAIDIELECTPRM, ABOUFIRCHIMPRM, TALGROUUPRM, ALEXANDRIAPRM, EGYTELECOMPRM, KWEGYPRM, GLOBALTELEPRM, EMMAREGYPRM, ORASCOMCONSTPRM

Date: 09/09/18 Time: 23:11

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu t*	-21.8225	0.0000	12	636
Breitung t-stat	-18.8713	0.0000	12	624
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-16.4784	0.0000	12	636
ADF - Fisher Chi-square	242.740	0.0000	12	636
PP - Fisher Chi-square	236.007	0.0000	12	636

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (54): نتائج اختبار استقرارية المتغير EPS في البورصة المصرية

Pool unit root test: Summary

Series: COMBANKEPS, ESTERNCOMPEPS, NATIONALBANKEPS, SWAIDIELECTEPS, ABOUFIRCHIMEPS, TALGROUPEPS, ALEXANDRIAEPS, EGYTELECOMPEPS, KWEGYEPS, GLOBALTELEEPS, EMMAREGYEPS, ORASCOMCONSTEPS

Date: 09/09/18 Time: 23:12

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 10

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu t*	-1.94629	0.0258	12	625
Breitung t-stat	-2.04792	0.0203	12	613
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-3.84661	0.0001	12	625
ADF - Fisher Chi-square	69.5792	0.0000	12	625
PP - Fisher Chi-square	52.1600	0.0007	12	636

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

## الملحق رقم (55): نتائج اختبار استقرارية المتغير BP في البورصة المصرية

## Pool unit root test: Summary

Series: COMBANKBP, ESTERNCOMPBP, NATIONALBANKBP,  
SWAIDIELECTBP, ABOUFIRCHIMBP, TALGROUPBP, ALEXANDRIABP,  
EGYTELECOMBP, KWEGYBP, GLOBALTELEBP, EMMAREGYBP,  
ORASCOMCONSTBP

Date: 09/09/18 Time: 23:14

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-3.74491	0.0001	12	636
Breitung t-stat	-5.46369	0.0000	12	624
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-4.71216	0.0000	12	636
ADF - Fisher Chi-square	68.1845	0.0000	12	636
PP - Fisher Chi-square	68.4267	0.0000	12	636

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (56): نتائج اختبار استقرارية المتغير PER في البورصة المصرية

Pool unit root test: Summary

Series: COMBANKPER, ESTERNCOMPPER, NATIONALBANKPER, SWAIDIELECTPER, ABOUFIRCHIMPER, TALGROUUPER, ALEXANDRIAPER, EGYTELECOMPER, KWEGYPER, GLOBALTELEPER, EMMAREGYPER, ORASCOMCONSTPER

Date: 09/09/18 Time: 23:15

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu t*	-2.63481	0.0042	12	634
Breitung t-stat	-1.98690	0.0235	12	622
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.75784	0.0029	12	634
ADF - Fisher Chi-square	48.8416	0.0020	12	634
PP - Fisher Chi-square	48.6220	0.0021	12	636

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (57): نتائج اختبار استقرارية المتغير LIQ في البورصة المصرية

Pool unit root test: Summary

Series: COMBANKLIQ, ESTERNCOMPLIQ, NATIONALBANKLIQ,  
SWAIDIELECTLIQ, ABOUFIRCHIMLIQ, TALGROUPLIQ,  
ALEXANDRIALIQ, EGYTELECOMLIQ, KWEGYLIQ, GLOBALTELELIQ,  
EMMAREGYLIQ, ORASCOMCONSTLIQ

Date: 09/09/18 Time: 23:16

Sample: 2013M01 2017M06

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-7.13506	0.0000	12	633
Breitung t-stat	-6.32937	0.0000	12	621
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-7.30493	0.0000	12	633
ADF - Fisher Chi-square	103.707	0.0000	12	633
PP - Fisher Chi-square	107.810	0.0000	12	636

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.



الملحق رقم (58): نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي في البورصة المصرية

Dependent Variable: ?PRI  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 12/01/18 Time: 16:13  
 Sample: 2013M01 2017M06  
 Included observations: 54  
 Cross-sections included: 12  
 Total pool (balanced) observations: 648

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.011124	0.005998	-1.854521	0.0641
?PRM	0.960501	0.045966	20.89598	0.0000
?EPS	-0.001990	0.013795	-0.144274	0.8853
?BP	0.003270	0.001926	1.697770	0.0900
?PER	0.000242	0.001015	0.238246	0.8118
?LIQ	0.023880	0.014393	1.659054	0.0976
R-squared	0.413641	Mean dependent var	-0.003897	
Adjusted R-squared	0.409074	S.D. dependent var	0.087638	
S.E. of regression	0.067369	Akaike info criterion	-2.548056	
Sum squared resid	2.913745	Schwarz criterion	-2.506631	
Log likelihood	831.5702	Hannan-Quinn criter.	-2.531986	
F-statistic	90.57837	Durbin-Watson stat	2.205342	
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (59): نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة في البورصة المصرية

Dependent Variable: ?PRI  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 12/01/18 Time: 16:15  
 Sample: 2013M01 2017M06  
 Included observations: 54  
 Cross-sections included: 12  
 Total pool (balanced) observations: 648

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.019025	0.016183	-1.175618	0.2402
?PRM	0.959454	0.046877	20.46766	0.0000
?EPS	-0.022567	0.024570	-0.918483	0.3587
?BP	0.014078	0.006668	2.111280	0.0351
?PER	-0.003116	0.002673	-1.165592	0.2442
?LIQ	0.060961	0.024157	2.523501	0.0119
Fixed Effects (Cross)				
COMBANK--C	0.006290			
ESTERNCOMP--C	-0.005132			
NATIONALBANK--C	0.023857			
SWAIDIELECT--C	0.012405			
ABOUFIRCHIM--C	0.021154			
TALGROUP--C	-0.017847			
ALEXANDRIA--C	-0.047851			
EGYTELECOM--C	-0.002387			
KWEGY--C	0.019274			
GLOBALTELE--C	-0.023805			
EMMAREGY--C	-0.008505			
ORASCOMCONST--C	0.022547			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.426840	Mean dependent var	-0.003897
Adjusted R-squared	0.412306	S.D. dependent var	0.087638
S.E. of regression	0.067184	Akaike info criterion	-2.536873
Sum squared resid	2.848155	Schwarz criterion	-2.419502
Log likelihood	838.9468	Hannan-Quinn criter.	-2.491341
F-statistic	29.36962	Durbin-Watson stat	2.217991
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (60): نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية في البورصة المصرية

Dependent Variable: ?PRI  
 Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 12/01/18 Time: 16:17  
 Sample: 2013M01 2017M06  
 Included observations: 54  
 Cross-sections included: 12  
 Total pool (balanced) observations: 648  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.011124	0.005982	-1.859614	0.0634
?PRM	0.960501	0.045840	20.95337	0.0000
?EPS	-0.001990	0.013757	-0.144670	0.8850
?BP	0.003270	0.001921	1.702433	0.0892
?PER	0.000242	0.001013	0.238900	0.8113
?LIQ	0.023880	0.014354	1.663610	0.0967
Random Effects (Cross)				
COMBANK-C	0.000000			
ESTERNCOMP-C	0.000000			
NATIONALBANK-C	0.000000			
SWAIDIELECT-C	0.000000			
ABOUFIRCHIM-C	0.000000			
TALGROUP-C	0.000000			
ALEXANDRIA-C	0.000000			
EGYTELECOM-C	0.000000			
KWEGY-C	0.000000			
GLOBALTELE-C	0.000000			
EMMAREGY-C	0.000000			
ORASCOMCONST-C	0.000000			
Effects Specification				
		S.D.	Rho	
Cross-section random		0.000000	0.0000	
Idiosyncratic random		0.067184	1.0000	
Weighted Statistics				
R-squared	0.413641	Mean dependent var	-0.003897	
Adjusted R-squared	0.409074	S.D. dependent var	0.087638	
S.E. of regression	0.067369	Sum squared resid	2.913745	
F-statistic	90.57837	Durbin-Watson stat	2.205342	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.413641	Mean dependent var	-0.003897	
Sum squared resid	2.913745	Durbin-Watson stat	2.205342	

الملحق رقم (61): نتائج اختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة في البورصة المصرية

Redundant Fixed Effects Tests  
Pool: DATAEGYPT4  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.321009	(11,631)	0.2081
Cross-section Chi-square	14.753358	11	0.1941

Cross-section fixed effects test equation:  
Dependent Variable: ?PRI  
Method: Panel Least Squares  
Date: 12/01/18 Time: 16:19  
Sample: 2013M01 2017M06  
Included observations: 54  
Cross-sections included: 12  
Total pool (balanced) observations: 648

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.011124	0.005998	-1.854521	0.0641
?PRM	0.960501	0.045966	20.89598	0.0000
?EPS	-0.001990	0.013795	-0.144274	0.8853
?BP	0.003270	0.001926	1.697770	0.0900
?PER	0.000242	0.001015	0.238246	0.8118
?LIQ	0.023880	0.014393	1.659054	0.0976
R-squared	0.413641	Mean dependent var		-0.003897
Adjusted R-squared	0.409074	S.D. dependent var		0.087638
S.E. of regression	0.067369	Akaike info criterion		-2.548056
Sum squared resid	2.913745	Schwarz criterion		-2.506631
Log likelihood	831.5702	Hannan-Quinn criter.		-2.531986
F-statistic	90.57837	Durbin-Watson stat		2.205342
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (62): نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي بعد إزالة المتغيرات غير المعنوية في البورصة

المصرية وباستخدام طريقة White

Dependent Variable: ?PRI

Method: Pooled Least Squares

Date: 12/16/18 Time: 22:36

Sample: 2013M01 2017M06

Included observations: 54

Cross-sections included: 12

Total pool (balanced) observations: 648

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.010397	0.004599	-2.260634	0.0241
?PRM	0.960608	0.050547	19.00415	0.0000
?BP	0.003256	0.001761	1.849009	0.0649
?LIQ	0.024966	0.019980	1.249568	0.2119
R-squared	0.413574	Mean dependent var		-0.003897
Adjusted R-squared	0.410843	S.D. dependent var		0.087638
S.E. of regression	0.067268	Akaike info criterion		-2.554116
Sum squared resid	2.914074	Schwarz criterion		-2.526499
Log likelihood	831.5335	Hannan-Quinn criter.		-2.543403
F-statistic	151.3928	Durbin-Watson stat		2.205329
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (63): نتائج تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي في البورصة المصرية

وباستخدام طريقة White

Dependent Variable: ?PRI

Method: Pooled Least Squares

Date: 12/16/18 Time: 22:38

Sample: 2013M01 2017M06

Included observations: 54

Cross-sections included: 12

Total pool (balanced) observations: 648

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.002367	0.002859	-0.828025	0.4080
?PRM	0.967345	0.049675	19.47360	0.0000
R-squared	0.408205	Mean dependent var	-0.003897	
Adjusted R-squared	0.407289	S.D. dependent var	0.087638	
S.E. of regression	0.067470	Akaike info criterion	-2.551174	
Sum squared resid	2.940756	Schwarz criterion	-2.537366	
Log likelihood	828.5804	Hannan-Quinn criter.	-2.545817	
F-statistic	445.5940	Durbin-Watson stat	2.201772	
Prob(F-statistic)	0.000000			

تم بحمد الله



## الملخص:

يهدف موضوع الأطروحة إلى اقتراح نموذج لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية، مع الأخذ بعين الاعتبار خصوصية هذه الأسواق. فكرة هذا النموذج مشتقة من CAPM التقليدي، حيث تم الإبقاء على علاوة مخاطر السوق والمقاسة بالمعامل  $\beta$  كما جاء في CAPM التقليدي، باعتباره عنصر يشمل المخاطر العامة، والتي تمس كل الأصول المتداولة، وإضافة مجموعة من المتغيرات تعكس ولو نسبيا بعض المخاطر التي تمس الأصول المتداولة في الأسواق المالية العربية، تمثلت هذه المتغيرات في ربحية السهم، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، مضاعف الربحية، وسيولة السهم.

تم تقدير النموذج المقترح على عينة من الأسهم المتداولة في أسواق كل من: السعودية، قطر، البحرين، الأردن، ومصر، للفترة الممتدة من جانفي 2013 إلى جوان 2017، باستخدام منهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، وتمت مقارنته مع CAPM التقليدي، وكانت النتائج المتحصل عليها تشير إلى أن النموذج المقترح أضاف متغيرات أخرى إلى جانب علاوة مخاطر السوق، والتي تعتبر المتغير الوحيد المدرج في CAPM، مقدرات هذه المتغيرات ظهرت بمعنوية إحصائية في جل الأسواق المدروسة، مع تفاوت درجة تأثيرها من سوق إلى آخر، وهو ما يعتبر نقطة قوة للنموذج المقترح مقارنة مع نموذج CAPM التقليدي.

**الكلمات المفتاحية:** مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية، نماذج تقييم الأصول المالية، علاوة مخاطر السوق، علاوة مخاطر السهم، بيانات السلاسل الزمنية المقطعية،

## Résumé

Cette thèse a pour objectif de proposer un modèle d'évaluation des actifs financiers sur les marchés financiers arabes, tenant compte de la spécificité de ces marchés. L'idée de ce modèle est dérivée du CAPM traditionnel, en préservant la prime de risque du marché, mesurée par le facteur  $\beta$ , considéré comme un facteur englobant tout les risques généraux qui touchent les actifs négociés et en introduisant un groupe de variables représentant relativement certains risques qui affectent les actifs négociés sur les marchés financiers arabes, ces variables sont: le bénéfice par action, la valeur du marché par rapport à la valeur comptable, le multiplicateur de profit et la liquidité de l'action.

Le modèle proposé a été estimé sur un échantillon d'actions négociées sur les marchés d'Arabie saoudite, du Qatar, du Bahreïn, de la Jordanie et d'Égypte pour la période allant de 2013 à 2017, à l'aide de la méthode d'estimation des données de Panel, et en le comparant au CAPM traditionnel, les résultats obtenus désignent que le modèle proposé a ajouté d'autres variables en plus de la prime de risque du marché, qui est la seule variable énumérée au CAPM, ces variables sont statistiquement significatives dans la plupart des marchés étudiés, avec des degrés d'influence différents d'un marché à l'autre, ce qui est considéré comme un point fort de ce modèle proposé en comparaisant avec le CAPM traditionnel.

**Mots-clés:** Les risques d'investissement sur les marchés financiers, modèles d'évaluation des actifs financiers, prime de risque du marché, prime de risque des actions, données de Panel



# فهرس المحتويات



# قائمة الجداول والأشكال



# قائمة الملاحق

