الجمهورية العربية السورية
جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم المصارف والتأمين
ماجستير أسواق مالية

أثر دوران الشهر ومنتصف الشهر على عوائد الأسهم في الأسواق المالية

(دراسة تطبيقية على عدة أسواق مالية عربية مختارة)

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في اختصاص الأسواق المالية

إعداد الطالبة:

تالة موعد

إشراف الدكتور:

نوار هاشم

2022

إقرار

أنا الطالبة: تالة عماد موعد ماجستير في قسم الأسواق المالية.

أصرح بأن هذه الدراسة غير مقتبسة أو منقولة أو محرفة من أي عمل علمي آخر، ولم يسبق أن قبلت للحصول على أي شهادة أو درجة علمية

دمشق في 2021/12/12

اسم الطالبة: تالة موعد

لجنة المناقشة والحكم

د. علي كنعان:

الأستاذ في قسم المصارف والتأمين–اختصاص اقتصاد مالي – كلية الاقتصاد جامعة دمشق.

د. نوار هاشم:

الأستاذ المساعد في قسم المصارف والتأمين–اختصاص أسواق مالية – كلية الاقتصاد جامعة دمشق.

د. ليدا بركات:

المدرس في قسم المصارف والتأمين–اختصاص علوم إدارية – كلية الاقتصاد جامعة دمشق.

الإهداء

- إلى كل شجرة زيتونٍ لا زالت جذورها متشبثةً في الأرض وإلى كل طفلٍ حمل حجراً فتحول بقبضته إلى مدفع إلى شهدائنا الأبرار الذين يملؤون الذاكرة ببطولاتهم وتضحايتهم وإلى أسرانا الأبطال الذين علمونا معنى الحرية وهم خلف القضبان إلى موطني الذي لم أره بل عرفته بقلبي وسكن عقلي وأدركت حبه بفطرتي إلى فلسطين من بحرها إلى نهرها وعاصمتها القدس الشريف..
- إلى المكان الذي حملني طيلة هذه السنين إلى وطني الآخر سورية الحبيبة..
- إلى قدوتي ومن حلمت دوماً بلقائه جدي أرثيك اليوم بقلب مثكل بآلام الأشواق وجراح الفراق..
- إلى من كانت آخر أسئلتها لي عن موعد مناقشتي ولكن شاءت الأقدار ألا ترى هذا اليوم جدتي رحمك الله..
- إلى أمي خلوة اللبن التي ماخالط لبنها يوماً سكر المصالح والصدر الحنون الذي كان لي ظلاً بارداً في هجير الحياة..
- إلى أبي حاصد الأشواك من دربي النور والسراج الذي أضاء عتمتي مأمني المتفاني في سبيل اعتلائي المعالي..
- إلى أختي وأخي توأم روحي ووتين خافقي إلى بئر أسراري ورضاي وهنائي إلى السند والعضد..
- إلى عائلتي الذين بهم أشدد أزري وبوجودهم تهون نوائب الدهر..
- إلى أصدقائي ورفاق دربي الابتسامة الدائمة في دنياي بوابة الطموح والصبر والرضا..
- إلى كل من علمني حرفاً من نعومة أظافري وكل من قدم لي معروفاً و كان معي في محنتي ومسرتي..

الباحثة

الشكر والتقدير

أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى مشرفي ذي الصدر الرحب الدكتور نوار هاشم على جهده وكرمه وصبره وحسن تعامله وإشرافه على إتمام هذا العمل.

وكما أتوجه بالشكر إلى لجنة الحكم الدكتور علي كنعان والدكتور ليدا بركات على قبولهم تحكيم رسالتي.

كما أشكر من كان لهم الفضل دائماً في نجاحنا دكاترة قسم المصارف والتأمين و كافة دكاترة كلية الاقتصاد وجامعة دمشق على ما قدموه من جهد وتعب لإنشاء جيل ذي علم ومعرفة.

والله ولي التوفيق

الباحثة

فهرس المحتويات

العنـــــــــــــــــــــــــــوان	الصفحة
الفصل الأول: الإطار العام للدراسة	1
1. المقدمة	2
2. مشكلة البحث	3
3. أهداف البحث	3
4. أهمية البحث	3
5. مجتمع البحث	4
6. عينة البحث	4
7. متغيرات البحث	5
8. فرضيات البحث	5
9. دراسات سابقة مشابهة	6
10. هيكلية البحث	12
11. ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة	12
الفصل الثاني: كفاءة الأسواق المالية والحالات الشاذة فيها	13
المبحث الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية	14
1. مقدمة	14
2. شروط الكفاءة الكاملة	14

العنـــــــــــــــــــــــــــوان	الصفحة
3. متطلبات الكفاءة	16
4. مستويات الكفاءة	17
1.4. الكفاءة في المستوى الضعيف	17
2.4. الكفاءة في المستوى شبه القوي	19
3.4. الكفاءة في المستوى القوي	19
5. العلاقة بين أشكال الكفاءة	20
المبحث الثاني: السوق الكفؤة	21
1. أهمية السوق المالية الكفؤة	21
2. معوقات كفاءة السوق المالي والعوامل المؤثرة بها	21
1.2. العوامل المتعلقة بالتعامل في السوق	22
2.2. المشاكل المتعلقة بالإفصاح العام	23
3.2 العوامل المتعلقة بهيكل السوق	24
3. آليات تعزيز كفاءة الأسواق المالية	24
المبحث الثالث: الحالات الشاذة في الأسواق المالية	26
1. مفهوم الحالات الشاذة	26
2. أنواع الحالات الشاذة في الأسواق المالية	27
1.2. الحالات الشاذة التقويمية	27
1.1.2. حالات مرتبطة بالتقويم الميلادي	27
2.1.2. حالات مرتبطة بالتقويم الهجري	35

العنـــــــــــــــــــــــــــــوان	الصفحة
2.2. الحالات الشاذة الناتجة عن حالة الطقس	37
3.2. الحالات الشاذة الناتجة عن التحليل الأساسي	38
4.2. الحالات الشاذة الناتجة عن التحليل الفني	39
3. الخاتمة	40
الفصل الثالث: بناء استراتيجيات الاستثمار والتداول	41
المبحث الأول: مفهوم القرار الاستثماري	42
1. مقدمة	42
2. مقومات القرار الاستثماري الناجح	43
1.2. تبني استراتيجية ملائمة للاستثمار	43
2.2. الاعتماد على الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار	43
3.2. مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة	44
3. أنواع القرارات الاستثمارية	45
المبحث الثاني: أصناف المتداولين في السوق	47
1. المتداول لمنفعة	48
2. المتداول للربح	49
3. المتداول المسترسل	53
المبحث الثالث: استراتيجيات الاستثمار والتداول في سوق الأوراق المالية	54
1. العوامل التي ينبغي مراعاتها عند اتخاذ قرار استثماري	54
2. الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق	55

العنـــــــــــــــــــــــــــــوان	الصفحة
3. الاستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة السوق	56
1.3. الاستراتيجيات المبنية وفقاً للتحليل الأساسي	57
2.3. الاستراتيجيات المبنية وفقاً للتحليل الفني	60
3.3. الاستراتيجيات المبنية على الحالات الشاذة التقويمية	62
4. بناء استراتيجية تداول بالاعتماد على الآثار الشهرية	63
5. الخاتمة	63
الفصل الرابع: الاطار العملي	**64**
المبحث الأول: مجتمع وعينة الدراسة	65
1. مقدمة	65
2. خصائص الأسواق المالية العربية	65
3. لمحة عن الأسواق موضع الدراسة	67
1.3. سوق دمشق للأوراق المالية	67
2.3. بورصة عمان	67
3.3. البورصة المصرية	68
4.3. بورصة الجزائر	68
5.3. بورصة الكويت	69
6.3. بورصة بيروت	70
4. مقارنة بين الأسواق المالية العربية موضع الدراسة خلال سنوات الدراسة	71

العنـــــــــــــــــــــــــــــــوان	الصفحة
المبحث الثاني: منهجية الدراسة الإحصائية	75
1. متغيرات الدراسة	75
2. الاختبارات الإحصائية	76
1.2. اختبار التوزيع الطبيعي	76
2.2. اختبار الارتباط الذاتي	76
3.2. الاستقرار واختبار جذر الوحدة	77
4.2. اختبار تجانس تباين الخطأ للبواقي	77
3. نماذج الدراسة	79
1.3. نماذج الانحدار الذاتي والمتوسطات المتحركة المختلطة ARMA	79
2.3. نماذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم التجانس ARCH	79
3.3. نماذج الانحدار الذاتي المعمم المشروط بعدم التجانس GARCH	80
4.3. نماذج الانحدار الذاتي المعمم الأسي مشروطة عدم التجانس EGARCH	80
5.3. نماذج الانحدار الذاتي المعمم العتبة مشروطة عدم التجانس TGARCH	80
4. اختيار النموذج الأفضل	81
المبحث الثالث: التحليل الإحصائي للبيانات	82

العنـــــــــــــــــــــــــــــــوان	الصفحة
1. دراسة الخصائص الإحصائية لسلاسل عوائد مؤشرات الأسهم	82
2. اختيار النموذج الأفضل للدراسة	88
3. اختبار الحالات الشاذة موضع الدراسة	94
1.3. اختبار أثر دوران الشهر	94
2.3. اختبار أثر منتصف الشهر	95
المبحث الرابع: النتائج والتوصيات	99
1. النتائج	99
2. التوصيات	102
3. الآفاق المستقبلية	103
المراجع والمصادر	**104**
الملاحق	**127**

فهرس الأشكال والرسوم البيانية

العنـــــــــــــــــــــــــوان	الصفحة
الشكل (1): العلاقة بين مستويات الكفاءة	20
الشكل (2): أصناف المتداولين	47
الشكل (3): مقارنة بين الأحجام النسبية للأسواق المالية موضع الدراسة بالنسبة للدول المدرجة في صندوق النقد العربي	74
الشكل (4): الرسم البياني لسلاسل عوائد مؤشرات أسهم الأسواق موضع الدراسة خلال الفترة من 2010/1/1 وحتى 2021/6/30	82
الشكل (5): اختبار التوزيع الطبيعي لسلاسل عوائد مؤشرات أسهم للأسواق موضع الدراسة من 2010/1/1 وحتى 2021/6/30	84

فهرس الجداول

العنـــــــــــــــــــــــــــــوان	الصفحة
الجدول (1): مقارنة بين القيم السوقية الأجمالية لأسواق الأسهم موضع الدراسة	71
الجدول (2): مقارنة بين عدد الشركات المدرجة في الأسواق موضع الدراسة	72
الجدول (3): التحليل الوصفي لسلاسل عوائد مؤشرات أسهم الأسواق موضع الدراسة	85
الجدول (4): اختبار KPSS لسلاسل عوائد مؤشرات أسهم الأسواق موضع الدراسة	86
الجدول (5): قيم معايير (Akaike info، Schwarz ، Hannan–Quinn) لنماذج ARMA	88
الجدول (6): نتائج اختبار ARCH لنماذج ARMA الأفضل	90
الجدول (7): قيم معايير (Akaike info، Schwarz، Hannan–Quinn) لنماذج GARCH/TARCH و EGARCH.	91
الجدول (8): نتائج اختبار ARCH لنماذج EGARCH الأفضل	92
الجدول (9): النماذج المثلى ومعادلاتها	93
الجدول (10): نتائج اختبار أثر دوران الشهر لعوائد الأسواق موضع الدراسة	94
الجدول (11): نتائج اختبار أثر منتصف الشهر لعوائد الأسواق موضع الدراسة	96

فهرس الملاحق

العنـــــــــــــــــــــــــــــــوان	الصفحة
الملحق (1): اختبار Correlogram على سلاسل عوائد مؤشرات أسهم الأسواق موضع الدراسة	127

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار وجود كل من أثري دوران الشهر ومنتصف الشهر (اللذين يعدّان من الحالات الشاذة التقويمية لفرضية كفاءة السوق) وذلك في عدد من الدول العربية وهي سورية، الأردن، مصر، الجزائر، الكويت، لبنان، أثر دوران الشهر يفرض أن عوائد فترة انقلاب الشهر الممتدة من آخر يوم تداول وحتى أول أربعة أيام من الشهر تكون أعلى من عوائد بقية أيام الشهر، وأثر منتصف الشهر يفرض أن عوائد النصف الأول من الشهر أعلى من عوائد النصف الثاني من الشهر. اعتمدت الدراسة على عوائد مؤشرات الأسهم للأسواق المدروسة خلال الفترة الممتدة من بداية عام 2010 وحتى منتصف عام 2021، من خلال الوصول إلى النموذج الأمثل للدراسة حيث أن النموذج الأمثل لتحليل البيانات في كل من سوق دمشق وعمان ومصر والكويت وبيروت هو EGARCH أما في سوق الجزائر فالنموذج الأمثل ARMA. بينت النتائج عدم كفاءة الأسواق المدروسة كافة على المستوى الضعيف، إضافة إلى وجود كل من أثري دوران الشهر ومنتصف الشهر في بورصة مصر وبورصة الجزائر وبالتالي يمكن للمتداولين تحقيق مكاسب من خلال البيع في النصف الأول من الشهر وخاصةً في فترة دوران الشهر، كما بينت الدراسة وجود أثر عكسي لمنتصف الشهر في سوق دمشق للأوراق المالية أي يحقق المتداولون أرباحاً من خلال الشراء في النصف الأول والبيع في النصف الثاني من الشهر، وأثر منتصف الشهر سالباً في النصف الثاني من الشهر في بورصة عمان وبالتالي فإن الوقت الأفضل للشراء في هذه السوق هو في النصف الثاني من الشهر، إضافة لوجود أثر منتصف الشهر موجباً في كلا نصفي الشهر في بورصة الكويت مع الإشارة إلى أن الأثر أقوى في النصف الأول أي يمكن تحقيق أرباح من خلال البيع في أي وقت من الشهر وخاصة في النصف الأول، كما بينت الدراسة عدم وجود كلا الأثرين في بورصة بيروت، وعدم وجود أثر لدوران الشهر في كل من أسواق دمشق وعمان والكويت وبالتالي لا يمكن للمتداولين تحقيق أرباح غير عادية من خلال محاولة استغلالها.

الفصل الأول:

الإطار العام للدراسة

1. المقدمة:

إن للأسواق المالية الكفؤة دوراً مهماً في بنية الأعمال الاقتصادية المعاصرة حيث أنها تحقق التخصيص الأمثل للموارد بشكل يضمن توجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية، ولكي تتسم هذه الأسواق بالكفاءة يجب أن تعكس أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها جميع المعلومات، كما يجب أن تكون أسعار الأوراق المالية في السوق مقيمة بسعرها العادل، مع مساواة عائدها المتوقع بعائدها المطلوب، حيث إنه في ظل السوق الكفء تتبع أسعار الأسهم حركة عشوائية ولا يمكن استخدام بيانات الأسعار التاريخية للتنبؤ بالأسعار المستقبلية؛ ولكن عندما يخالف أداء السهم فرضية الكفاءة بصورة منتظمة واسعة الانتشار بشكل يُمكّن المستثمر من استغلاله لتحقيق أرباح غير عادية بحيث لا يمكن عدّ هذا الاختلاف خطأً عشوائياً سمي بالحالات الشاذة (Tversky & Kahneman 1981)، حيث طور الباحثون تقنيات تحليل جديدة منها ما يعتمد على فكرة أن التاريخ يعيد نفسه، أي إنه من الممكن تحقيق عوائد غير طبيعية من خلال دراسة بيانات الأسعار التاريخية حيث إنه في وقت معين من اليوم، أو الأسبوع، أو الشهر، أو العام، ترتفع أسعار الأسهم وفي أوقات أخرى تنخفض وهو ما سميّ بالحالات الشاذة التقويمية التي يخالف بها أداء السهم فرضية الكفاءة خلال أيام محددة مرتبطة بالتقويم، وقد ركزت الدراسات العربية على دراسة أثر يوم في الأسبوع وشهر في السنة، كالدراسات التي تمت في سورية والعراق ومصر وفلسطين، ومن هذه الحالات أثر دوران الشهر الذي يبين أن متوسط العوائد خلال فترة انقلاب الشهر (أي آخر يوم من الشهر السابق وأول أربعة أيام من الشهر الحالي) أعلى من عوائد باقي أيام الشهر، وأثر منتصف الشهر الذي يبين أن متوسط العوائد خلال النصف الأول من الشهر يختلف عن متوسط العوائد خلال النصف الثاني من الشهر، وبناءً على هذه الحالات يتم بناء استراتيجيات يتبعها المستثمرون والمتداولون تعتمد على تحقيق عوائد من خلال الشراء في أوقات انخفاض الأسعار والبيع في أوقات ارتفاعها، مما يحقق لهم أرباحاً غير عادية.

2. مشكلة البحث:

يعدُّ وجود الحالات الشاذة في السوق المالي خللاً في كفاءة السوق ونظراً لأهمية تحقق الكفاءة في السوق المالي، فنجد أنه من المهم اختبار وجود هذه الحالات، وبسبب عدم وجود دراسات عربية كثيرة تتناول كل من أثري دوران الشهر ومنتصف الشهر سيتم الإجابة على التساؤل التالي في هذا البحث:

- هل هناك وجود للحالات الشاذة في الأسواق موضع الدراسة؟

ويتفرع عنه التساؤلات التالية:

- هل هناك أثر لدوران الشهر في الأسواق موضع الدراسة؟
- هل هناك أثر لمنتصف الشهر في الأسواق موضع الدراسة؟

3. أهداف البحث:

يهدف البحث إلى:

اختبار كفاءة عدة أسواق مالية عربية هي" دمشق، عمان، مصر، الجزائر، الكويت، بيروت" على المستوى الضعيف.

- دراسة وجود أثر دوران الشهر في كل من سوق دمشق، عمان، مصر، الجزائر، الكويت، بيروت.
- دراسة وجود أثر منتصف الشهر في كل من سوق دمشق، عمان، مصر، الجزائر، الكويت، بيروت.

4. أهمية البحث:

تتسم أهمية البحث بالنقاط التالية:

- يقوم البحث باختبار كفاءة السوق وفي حال عدم كفاءتها يساعد على التنبؤ بحركة أسعار الأسهم مما يساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

- تساعد نتائج الدراسة القائمين على الأسواق في فهم قرارات المستثمرين كما تساعدهم على رفع كفاءة الأسواق المالية.
- التعريف بالحالات الشاذة المختلفة بشكل يمكّن الباحثين من اختبار هذه الحالات نظراً لأن أغلب الدراسات العربية تقتصر على أثر يوم في الأسبوع وأثر شهر في السنة.

5. مجتمع البحث:

تم اختيار عدة دول عربية لاختبار وجود أثر دوران الشهر ومنتصف الشهر فيها هي "دمشق، عمان، مصر، الجزائر، الكويت، بيروت"، وقد تم اختيار هذه الدول لتساعد على القيام بعملية المقارنة من عدد من الجوانب وهي الوضع الاقتصادي، القيمة السوقية وعدد الشركات المدرج في السوق، والبعد الجغرافي، حيث تم اختيار أسواق لدول وضعها الاقتصادي مقارب مثل "بورصة بيروت" ومنها المختلف عن وضع سورية مثل "الكويت"، كما تم اختيار أسواق قيمتها السوقية وعدد الشركات المدرجة فيها قريب مثل "بورصة بيروت" وأخرى بعيد عن سوق دمشق مثل "بورصة مصر"، إضافة إلى وجود أسواق قريبة جغرافياً مثل "بورصة عمان" وأخرى بعيدة عن سوق دمشق مثل "بورصة الجزائر".

6. عينة البحث:

تتكون عينة الدراسة من السلاسل الزمنية لأسعار الإقفال اليومية لمؤشرات الأسواق المدروسة وهي دمشق وعمان ومصر والجزائر والكويت وبيروت وذلك من بداية عام 2010 وحتى منتصف عام 2021، وقد تم الحصول على البيانات من مواقع الأسواق الرسمية إضافة إلى موقع investing[1].

(1) https://www.investing.com

7. متغيرات البحث:

- المتغير التابع: هو عوائد الأسهم للأسواق موضع الدراسة.
- المتغير المستقل: هو متغير وهمي يأخذ القيمتين 0,1.

عند دراسة أثر دوران الشهر تعطى القيمة 1 لآخر يوم تداول من الشهر وأول أربعة أيام من الشهر الذي يليه والقيمة 0 لبقية أيام الشهر.

وعند دراسة أثر منتصف الشهر تعطى القيمة 1 للأيام من بداية الشهر حتى منتصفه والقيمة 0 لبقية أيام الشهر.

8. فرضيات البحث:

يختبر البحث الفرضيتين التاليتين:

- لا يوجد فوارق ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم في أيام دوران الشهر وباقي أيام الشهر في الأسواق موضع الدراسة خلال الفترة الممتدة من 1-2010 حتى 6-2021.
- لا يوجد فوارق ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم في النصف الأول والنصف الثاني من الشهر في الأسواق موضع الدراسة خلال الفترة الممتدة من 1-2010 حتى 6-2021.

9. دراسات سابقة مشابهة:

1.9. الدراسات العربية:

درس Idris et al (2011)[2] وجود أثر دوران الشهر في بورصة عمان خلال الفترة من 1992 إلى 2007 وذلك باستخدام نماذج الانحدار؛ بينت النتائج أن معدلات العائد في فترة دوران الشهر ليست أعلى من الناحية الإحصائية من معدلات العائد خلال الأيام المتبقية من الشهر، وبالتالي فإن نتائج هذه الدراسة لا ترفض فرضية السير العشوائي.

قام الباحثان Abu-Rub و Sharba (2011)[3] بالتحقق من وجود أثر للعطل الوطنية والدينية والعطلة الأسبوعية على أسعار تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية؛ تم تحليل البيانات المالية للفترة من 2006/1/1 حتى 2010/1/1 وقد استخدم الباحثون تحليل التباين (ANOVA) في تحليل البيانات وقد أظهرت الدراسة وجود أثر إيجابي في اليوم الذي يسبق العطلة على أسعار أسهم الشركات ولكن ليس لهذا الأثر دلالة إحصائية، كما وجدت الدراسة أن هناك فروقاً ذات دلالة إحصائية في عوائد أسهم الشركات التي تم أخذ عينات الدراسة منها وذلك بسبب الاختلاف في القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه هذه الشركات. وتوصلت الدراسة أيضا إلى أن الأسهم كانت تتداول في الأيام التي تسبق العطلات الدينية بقيم أعلى من الأيام التي تسبق العطل الوطنية وعطلة نهاية الأسبوع.

قامت الباحثة سحنون (2014)[4] بتفسير سلوك عوائد الأصول المالية في سوق المحافظ الأوروبية خلال فترة الدراسة الممتدة من آب 1998 إلى غاية كانون الأول 2013

(2) Al-Jarrah Idris; Khamis Bashir; Qutaishat Hahem**; Anomaly of the Turn of the Month" in Amman Stock Exchange**; Journal of Finance, Investment and Banking Issue 21; 2011.

(3) Abu-Rub Nour; Sharba Tawfeeq; **Calendar Effects in the Palestine Securities Exchange (PSE): Analysis & Investigatio;** World Review of Business Research; Vol 1; No 5; 2011

(4) أ.سحنون مريم؛ **اختبار وجود الأثر الموسمي في أسواق المال الأوروبية**؛ مجلة المالية والأسواق؛ مجلد 3 عدد 1؛ 2014.

بواسطة أسلوب المربعات الصغرى OLS لتحليل البيانات، وتم الوصول إلى وجود الأثر الموسمي (أثر كانون الثاني، وأثر نهاية الأسبوع) في هذه السوق، وبالتالي توصلت الباحثة إلى أن المستثمر يمكنه تحقيق مكاسب من استغلاله لمثل هذه الحالات الشاذة.

اختبر الباحثان الأحمد وعزوز (2016)[5] وجود الأثر الشهري (أثر نصف الشهر ودوران الشهر) في أسواق الأوراق المالية لمصر والأردن والعراق وسورية من بداية عام 2010 حتى نهاية عام 2014 وذلك باستخدام اختبارات T-test وMann-whitney ونماذج الانحدار regression Models، وبينت الدراسة وجود أثر نصف الشهر في الأسواق المالية للأردن وسورية وأثر دوران الشهر في سوق العراق مما يعد دليلاً على عدم كفاءة هذه الأسواق.

قامت الباحثة الحموي (2016)[6]، بدراسة مدى وجود أثر شهر رمضان وأثر الطقس في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 4-1-2010 وحتى نهاية شهر آب عام 2015 وذلك بواسطة نماذج ARMA وARCH وGARCH، وتوصلت الباحثة إلى أن عوائد الأسهم المالية في السوق لاتتأثر بشهر رمضان، أما فيما يتعلق بأثر الطقس فتبين وجود أثر طردي لوسطي درجة الحرارة في عوائد الأسهم في السوق قبل الأزمة، أما خلال الأزمة فقد اختفى هذا الأثر، وقد نفت الدراسة وجود أثر للأمطار على عوائد الأسهم خلال فترة الدراسة كاملة.

درس الباحث البني (2016)[7] وجود أثر يوم في الأسبوع وأثر شهر في السنة في الأسواق المالية لعدة دول وهي سورية والأردن وفلسطين والعراق ومصر والكويت، وبينت

(5) الأحمد زينة وعزوز كنان؛ **اختبار الأثر الشهري على عوائد الأسهم في عينة من الأسواق المالية العربية؛** مجلة جامعة البعث؛ المجلد 83 العدد 52؛ 2016.

(6) الحموي سيرين؛ **تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية)؛** جامعة دمشق؛ 2016.

(7) البني محمد, **اختبار أثر التقويم في الأسواق المالية: دراسة مقارنة بين عدة أسواق عربية ناشئة؛** جامعة دمشق؛ 2016.

الدراسة وجود أثر يوم في الأسبوع في كافة الأسواق المدروسة باستخدام نموذج GARCH ووجود أثر شهر في السنة في كل من سوقي عمان وفلسطين باستخدام ذات النموذج وفي بقية الأسواق باستخدام نموذج ARCH.

2.9. الدراسات الأجنبية:

اختبر A. Ariel (1984)[8] وجود أثر منتصف الشهر في عوائد مؤشر CRSP (Center For Research In Security Prices) باستخدام أسلوب المربعات الصغرى OLS وذلك بالاعتماد على بيانات امتدت لتسعة عشر عاماً، حيث تم اعتبار أن النصف الاول من الشهر يبدأ من آخر يوم تداول في الشهر السابق وتبين وجود أثر منتصف الشهر في عوائد مؤشر CRSP.

اختبر Balaban وBulu (1996)[9] وجود أثر منتصف الشهر في عوائد مؤشر بورصة اسطنبول وذلك للفترة من كانون الثاني عام 1988 إلى حزيران عام 1995، وذلك باستخدام أسلوب المربعات الصغرىOLS، أكدت النتائج عدم وجود تأثير منتصف الشهر خلال فترة الدراسة كاملة ولكن بينت وجود الأثر في عام 1994.

قام الباحث Davidsson (2006)[10] بالتحقق من وجود أثر يوم من الأسبوع وشهر من العام وربع في السنة في بيانات مؤشر S & P 500 خلال الفترة الممتدة من عام 1970 وحتى 2005 وذلك باستخدام اختبار T–test وبينت الدراسة وجود عوائد سالبة في يوم الإثنين وموجبة في يومي الأربعاء والجمعة إضافة إلى وجود أثر سلبي لشهر أيلول، كما تبين وجود عوائد موجبة في الربع الرابع من السنة.

(8) A. Ariel Robert; **A MONTHLY EFFECT IN STOCK RETURNS**; Sloan School of Management Massachusetts Institute of Technology; 1984

(9) Balaban Ercan; Bulu Meliha; **Is there a monthly effect in the Turkish stock market**; Central Bank of the Republic of Turkey Research Department; 1996.

(10) Davidsson; Marcus; **Stock Market Anomalies**; JÖNKÖPING INTERNATIONAL BUSINESS SCHOOL; Jönköping University.2006.

درس كل من Wong et al (2007)[11] وجود "التأثير الشهري" في سوق الأسهم الماليزية بين كانون الثاني 1994 وكانون الأول 2006؛ التي سميت بفترة "العدوى الآسيوية". حيث قام الباحث بتقسيم البيانات إلى ثلاث فترات فرعية وهي من كانون الثاني 1994 إلى كانون الثاني 1997؛ شباط 1997 إلى أيلول 1998؛ ومن تشرين الأول 1998 إلى كانون الأول 2006 حيث تم اختبار وجود التأثير الشهري على مدى الفترات الزمنية القصيرة وتحديد ما إذا كان هناك أي تأثير شهري مستمر، وذلك باستخدام اختبار t–test، وقد كشفت نتائج الاختبار عن وجود تأثير شهر شباط خلال فترة "ما قبل الأزمة"، وتأثير شهر كانون الثاني في فترة "ما بعد الأزمة"، ووجود عائدات سلبية كبيرة في شهري آذار وأيلول ولم تتوصل الدراسة إلى اكتشاف أي أثر شهري مستمر آخر.

قامت الباحثة Kalayaan (2012)[12] باختبار وجود أثر ربع من العام في مؤشرات الأسهم العشر الأسيوية وهي (HSE, JCI, KLSE, SET, KOSPI, SSE, STI, TWSE, NIKKE, PSEI) وذلك من عام 2001 حتى عام 2011 باستخدام اختبار Kruskal–Wallis، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر ربع من العام في جميع المؤشرات المدروسة.

اختبر الباحثان Thushara وPrabath (2012)[13] وجود تأثير يوم في الأسبوع في عوائد الأسهم في بورصة كولومبو؛ حيث تم أخذ عوائد الأسهم في الفترة من 2002 إلى 2011، وقد تم اختبار وجود أثر يوم في الأسبوع بواسطة أسلوب المربعات الصغرى OLS لتحليل البيانات، وقد توصل الباحثان إلى وجود أثر يوم في الأسبوع في سوق كولومبو كما بيّن

(11) Wong Mei Kee Wong, Ho Chong Mun and Dollery Brian; **An Empirical Analysis of the Monthly Effect: The Case of the Malaysian Stock Market**; University of New England; School of Economics;2007

(12) Kalayaan S Catherine; **TESTING FOR THE QUARTER-OF-THE-YEAR EFFECT IN TEN ASIAN STOCK INDICES;** University, Manila, Philippines, 2012

(13) S C Thushara; Prabath Perera; **Day of the Week Effect of Stock Returns: Empirical Evidence from Colombo Stock Exchange**; Kelaniya Journal of Management; 2012

الباحثان أن الاستراتيجية المثلى في هذه السوق لاكتساب عوائد غير طبيعية هي شراء الأسهم في أيام الإثنين والثلاثاء وبيعها في أيام الأربعاء والخميس والجمعة.

قام الباحثون Nikunj et al (2012)[14] باختبار أثر يوم في الأسبوع في أربعة أسواق مالية مختارة من البلدان الآسيوية وهي: الهند (بورصة بومباي)، هونغ كونغ (بورصة هونج كونج)، اليابان (بورصة طوكيو) والصين (بورصة شانغهاي)؛ حيث أخذت عينة من البيانات اليومية من تاريخ 1 كانون الثاني 2000 إلى 31 آذار 2011، وقد تم تقسيم العينة إلى ثلاث عينات فرعية وقد استخدم الباحثون أسلوب المربعات الصغرى OLS لتحليل البيانات، وتوصل الباحثون إلى أن أعلى العوائد كانت في يوم الأربعاء في بورصة بومباي، ويوم الجمعة في بورصة هونغ كونغ، ويوم الخميس في بورصة شنغهاي ، ويوم الأربعاء في بورصة طوكيو.

درس الباحث Domagoj (2012)[15] وجود أثر الإثنين وكانون الثاني في أسواق الأسهم في كرواتيا وصربيا وسلوفينيا؛ حيث أخذت عينة من البيانات اليومية من عام 1999 بالنسبة لسوق كرواتيا ومن عام 2005 بالنسبة لسوق صربيا ومن عام 2003 بالنسبة لسوق سلوفينيا حتى عام 2011 بالنسبة لجميع الأسواق المدروسة باستخدام أسلوب المربعات الصغرى OLS لتحليل البيانات، وتوصل البحث إلى أنه لا وجود لأثر كانون الثاني في هذه الدول، ولكن هناك أثر يوم الإثنين في كرواتيا، وأثر يوم الثلاثاء في صربيا وسلوفينيا.

قام Lan (2013)[16] باختبار وجود أثر دوران الشهر على مؤشر S&P 500 في سوق الأسهم الأمريكية وذلك من كانون الثاني عام 2001 حتى كانون الأول عام 2011 وذلك

(14) Nikunj R. Patel, Nitesh Radadia, Juhi Dhawan, **Day of the Week Effect of Asian Stock Markets;** Journal of Arts, Science & Commerce Vol 3; Issue 3;2012

(15) Domagoj Sajter; **Monday and January Effects on Croatian, Serbian, and Slovenian Stock Exchanges;** Overcoming the Crisis: Economic and Financial Developments in Asia and Europe; 2012

(16) Lan Liu; **The Turn-Of-The-Month Effect In The S&P 500 (2011–2001);** Journal of Business & Economics Research Volume 11, Number 6; 2013

باستخدام اختبار T–test، وتبين وجود أثر دوران الشهر ولكن انتقل حدوثه إلى تواريخ سابقة أي قبل بداية الشهر.

قام Muindi (2015)[17] بالتحقق من وجود أثر يوم في الأسبوع في بورصة نيروبي حيث يتألف مجتمع الدراسة من 62 شركة مدرجة في سوق نيروبي في 31 كانون الأول 2014. وقد تم الحصول على البيانات من موقع NSE ومن بائعي بيانات التداول في السوق؛ وقد توصلت الدراسة إلى أن عائدات أسهم الشركات المدرجة على مدار أيام الأسبوع لا تتبع التوزيع الطبيعي، وبالتالي يوجد أثر ليوم في الأسبوع في هذه السوق وتوصي الدراسة بصياغة وتنفيذ استراتيجيات التداول من قبل المستثمرين بشكل يساهم بتحقيق أرباح غير عادية.

درس Sudarvel وVelmurugan (2016)[18] مدى وجود تأثير نصف الشهر ودوران الشهر في عوائد أسهم السوق الهندية وذلك للفترة الممتدة من نيسان عام 2005 وحتى آذار عام 2016 باستخدام اختبار T–test، أكدت النتائج أن تأثير نصف الشهر غير موجود في الهند كما بينت الدراسة وجود أثر دوران الشهر في مؤشر NSE.

اختبر Shakila et al (2017)[19] وجود أثر منتصف الشهر على المؤشرات القطاعية في سوق الهند للأوراق المالية على بيانات امتدت على مدار عشر سنوات من بداية شهر نيسان عام 2007 وحتى نهاية شهر آذار عام 2017 باستخدام Mann_Whitney Utest، وتبين عدم وجود هذا الأثر في سوق الهند.

(17) Muindi Felix Nyumbu**; <u>Investigation of day of the Week Effect on Stock Returns at the Nairobi Securities Exchange;</u>** SCHOOL OF BUSINESS, UNIVERSITY OF NAIROBI; 2015

(18) J. Sudarvel; R. Velmurugan; **<u>Semi Month and Turn of The Month Effect in Indian Stock Market with Reference to NSE Nifty Index</u>**; International Journal of Advance Research in Computer Science and Management Studies; 2016

(19) Shakila B; Prakash Pinto; and Hawaldar Iqbal; **<u>Semi-monthly effect in stock returns: New evidence from Bombay Stock Exchange</u>**؛Investment Management and Financial Innovations, Volume 14, Issue 3, 2017.

اختبر الباحثان Arendas وKotlebova (2019)[20] وجود تأثير دوران الشهر في أسواق الأوراق المالية لأحد عشر دولة من وسط وشرق أوروبا وذلك خلال فترة عشرين عاماً امتدت من عام 1999 حتى 2018 وذلك باستخدام اختبار t–test، وأظهرت النتائج وجود أثر ذي دلالة إحصائية في أسواق الأوراق المالية لسبع دول من أوروبا الوسطى والشرقية.

10.هيكلية البحث:

تضمن البحث أربعة فصول حيث تحدث الفصل الأول عن الإطار العام للدراسة أما الفصل الثاني فقد تضمن مفهوم الكفاءة في الأسواق المالية وأهميتها والعوامل المؤثرة بها ومعوقاتها والحالات الشاذة لفرضية الكفاءة حيث قسمت إلى حالات شاذة تقويمية وحالات شاذة ناتجة عن حالة الطقس

وحالات شاذة ناتجة عن التحليل الأساسي وحالات شاذة ناتجة عن التحليل الفني، وقد تحدث الفصل الثالث عن مفهوم القرار الاستثماري ومقومات نجاحه وأنواع القرارات الاستثمارية ومن ثم تم الحديث عن أصناف المتداولين واستراتيجيات الاستثمار والتداول في السوق المالي التي تقسم إلى استراتيجيات تعترف بكفاءة السوق واستراتيجيات لاتعترف بكفاءة السوق. أما الفصل الرابع فقد تضمن الإطار العملي للدراسة حيث تضمن الحديث عن الأسواق موضع الدراسة ومنهجية الدراسة ومتغيراتها والاختبارات والنماذج الإحصائية التي تم استخدامها في الدراسة وتضمن أيضاً التحليل الإحصائي للبيانات وأخيراً النتائج والتوصيات.

11. ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

تتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة باختبارها أثرين تعد الدراسات العربية السابقة المتعلقة بهما قليلة جداً وهما أثر دوران الشهر وأثر منتصف الشهر، وذلك في عدة أسواق مالية عربية هي "دمشق، عمان، مصر، الجزائر، الكويت، بيروت" كما تتميز باستخدامها النموذج الأفضل من بين عدد من النماذج الإحصائية.

(20) Arendas Peter; Kotlebova Jana**; The Turn of the Month Efect on CEE Stock Markets**; International Journal of Financial Studies;2019.

الفصل الثاني:
كفاءة الأسواق المالية والحالات الشاذة فيها

المبحث الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية

1. مقدمة:

أثار مفهوم كفاءة السوق اهتمام كثير من الباحثين حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية بناءً على المعلومات الواردة إلى السوق؛ حيث إنه بناءً على مفهوم الكفاءة فإنه يتوقع أن تقوم أسعار الورقة المالية برد فعل فوري وبشكل غير متحيز على استيعاب كافة المعلومات الجديدة وبهذه الطريقة لا يترك فرصة للمستثمرين في السوق لكسب عوائد غير عادية. حيث تتحرك أسعار الأسهم إما صعوداً أو هبوطاً وفقاً للمعلومات الواردة سواء كانت على شكل قوائم مالية أم تحليلات البيانات أم توقعات المستثمرين أم معلومات تبث بواسطة وسائل الإعلام أم وضع الاقتصاد ككل. ولكن على الرغم من توافر المعلومات لكافة المستثمرين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني تطابق توقعاتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها، وقد عُرِف السوق الكُفء بأنه السوق الذي يكون في حالة توازن مستمرة بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيه مساوية تماماً لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها (المزيني، 2002، ص31). وبالتالي حتى يتسم السوق بالكفاءة ينبغي حصول تغير فوري في السعر بناءً على المعلومات الواردة إلى السوق دون وجود فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على هذه المعلومات وبالتالي عدم وجود فرصة لأي مستثمر لتحقيق أرباح لا تتاح لبقية المستثمرين وهذا ما يسمى بالكفاءة الكاملة.

2. شروط الكفاءة الكاملة:

ينبغي لتحقق الكفاءة الكاملة توافر عدة شروط وهي (الهندي، 1999)، (لطرش، 2010):

أ. أن تكون المعلومات الواردة إلى السوق متاحة للجميع وفي الوقت نفسه ودون تكاليف، حيث يمكن للمعلومات أن تكون متاحة للجميع بالمجان وذلك من خلال وسائل الإعلام والمنشورات والمجلات.

ب. عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها وللمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر.

ت. وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم، فقد بينت الدراسات أن ما بين 70 إلى 75% من المعاملات في بورصة نيويورك كانت للمؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار وأن حجم الصفقات كبير لدرجة ترك أثر على سعر الورقة المالية.

ث. اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تحقيق أعظم منفعة من خلال استغلال ثرواتهم. وهذا ما يسعى له غالبية المتعاملين وبالتالي فإن هذا الشرط محقق، حيث إن تحقق هذا الشرط دون غيره يوصلنا إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية "الفعلية" التي تعني توقع مضيّ بعض الوقت بين وصول المعلومات إلى السوق وبدو آثارها على أسعار الأسهم. مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيراً لدرجة أن يحقق المستثمر من ورائه أرباحاً غير عادية على المدى الطويل.

3. متطلبات الكفاءة

لكي يتحقق مفهوم كفاءة السوق المالي ينبغي إضافةً إلى الانعكاس الكامل والسريع للمعلومات على أسعار السوق أن يقوم السوق بتخصيص المدخرات نحو أفضل الاستثمارات (بن ابراهيم وبن ضيف، 2019) وبالتالي ينبغي توافر عدد من المتطلبات ومنها:

1.3. الكفاءة التشغيلية (Operational Efficiency):

ويطلق عليها الكفاءة الداخلية لأنها ترتبط بالسوق المالي، وتُعنى بقدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيها تكلفة عالية لصالح السماسرة ودون احتكار للتعاملات المالية من قبل صناع السوق (بن ابراهيم، بن ضيف، 2019).

2.3. الكفاءة التسعيرية (Price Efficiency):

يطلق عليها الكفاءة الخارجية؛ لأنها ترتبط بعوامل من خارج السوق المالي وهي تتعلق بالمعلومات المتاحة حول المنشأة المصدرة للأوراق المالية، والتي تنعكس بشكل مباشر على أسعار أوراقها المالية؛ ولكي تتحقق ينبغي أن تصل المعلومات إلى جميع المستثمرين بسرعة دون وجود فاصل زمني كبير وبتكاليف منخفضة، وبهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة عادلة؛ لأن كافة المستثمرين لديهم نفس الفرص لتحقيق الأرباح (بن ابراهيم وبن ضيف، 2019).

3.3. الكفاءة التخصيصية (Allocational Efficiency):

وهي مدى إمكانية توجيه الموارد الاقتصادية نحو المشاريع الأكثر ربحية وإبعادها عن المشاريع الأقل ربحية وذلك بالاعتماد على سلوك المستثمرين، ولتحقيق ذلك ينبغي توافر عدد مناسب من الأوراق المالية بشكل يحقق توزيعاً للمخاطر (موصلي وسليمان، 2012-2013).

4.3. كفاءة هيكلية السوق (Structural Efficiency):

هي الكفاءة التي تبين درجة المنافسة في السوق، يتم قياسها بالاعتماد على عدد المشاركين في السوق المالي من مستثمرين ومقترضين، وكلما زاد عدد المشاركين زادت درجة كفاءة هيكلية السوق أي إن العلاقة طردية بين عدد المشاركين ودرجة الكفاءة، حيث إن زيادة عدد المشاركين يؤدي إلى زيادة عدد مرات تداول الورقة المالية وزيادة أنواع الأوراق المالية في التداول يؤدي إلى زيادة كفاءة السوق (مداحي، 2018).

4. مستويات الكفاءة:

حيث قسم Fama (1970) الكفاءة إلى ثلاثة مستويات وذلك اعتماداً على مدى توفّر المعلومات في السوق وهي:

1.4. الكفاءة في المستوى الضعيف:

ويعني ذلك أن الأسعار السوقية للأسهم تعكس كافة المعلومات التاريخية المتعلقة بالتغيرات التي تحدث على الورقة المالية؛ وبالتالي لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية من خلال دراسة وتحليل المعلومات التاريخية للورقة المالية، وهذا ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية للأسعار التي تفرض أن أسعار الأسهم تتبع حركة عشوائية ولا يمكن استخدام الأسعار التاريخية للتنبؤ بالأسعار المستقبلية؛ أي ينبغي عدم وجود ارتباط بين تغيرات أسعار الأسهم. يتم اختبار الكفاءة في المستوى الضعيف من خلال ثلاث طرق وهي (الهندي، 2006)، (بن حاسين وآخرون، 2012):

أ. سلسلة الارتباط: حيث يتم قياس معامل الارتباط بين تغيرات أسعار الأسهم خلال فترة زمنية معينة وفي حال تبين وجود نمط للتغير في الأسعار يتم رفض نظرية الحركة العشوائية للأسعار.

ب. قواعد التصفية: وهي عبارة عن قواعد للمتاجرة والمعاملات تبنى على أساس الحركة التاريخية للأسعار حيث يقوم المستثمر بتحديد توقيت أوامر البيع والشراء بما يحقق له عائداً متميزاً. وهناك أربع مجموعات لقواعد التصفية:

المجموعة الأولى تقوم على أن الارتفاع بنسبة معينة يعد مؤشراً للشراء وأن انخفاضاً بنسبة معينة يعد مؤشراً للبيع.

المجموعة الثانية: وهي الدورات الموسمية ومنها التي تقضي بأن فصل الصيف هو فصل الارتفاع في الأسعار والشتاء هو فصل الانخفاض في الأسعار.

المجموعة الثالثة: هي المتوسط المتحرك حيث يتم قياس المتوسط المتحرك لسعر السهم ويتم اتخاذ قرارات الشراء أو البيع بناءً على منحنى المتوسط واتجاه السعر الفعلي للسهم حيث إن الغاية من المتوسط المتحرك اكتشاف ما إذا كان التذبذب في السعر مؤقتاً أم انه يسير مع الاتجاه العام الذي يبينه المتوسط المتحرك.

المجموعة الرابعة: هي القوة النسبية لسعر السهم ويطلق هذا على الأسهم التي ترتفع أسعارها بسرعة عندما يكون السوق في صعود وتنخفض ببطئ عندما يكون السوق في هبوط مما يساعد على تحقيق عائد متميز.

ت. اختبار الأنماط: تم توجيه انتقادات إلى قواعد التصفية وسلسلة الارتباط بأنهما يفشلان في اكتشاف الأنماط الطارئة في التغيرات السعرية؛ حيث يرى أن التغيرات في الأسعار ممكن أن تكون عشوائية معظم الوقت، ولكنها تأخذ نمطاً معيناً بين الحين والآخر يمكن تتبعه ويستخدم لذلك اختبارات التغير في اتجاهات الأسعار، يتم وضع إشارات لكل نوع تغير في السعر حيث توضع إشارة (+) عند حصول زيادة في السعر وإشارة (−) عند انخفاض السعر و (0) عند عدم وجود تغير في السعر، ويؤخذ بعين الاعتبار المدة الزمنية التي يستقر بها كل تغير.

2.4. الكفاءة في المستوى شبه القوي:

أي أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة سواء كانت المعلومات التاريخية أم المعلومات حديثة النشر مثل الأحداث السياسية والاقتصادية على الصعيدين العالمي والمحلي وظروف الشركة المصدرة للسهم والتقارير والقوائم المالية الخاصة بها؛ وبالتالي لا يمكن للمحلل تحقيق أرباح غير عادية من خلال تحليل المعلومات المتاحة ذلك لأن الأسعار لن تتغير إلا إذا ظهرت معلومات جديدة لم تكن متوافرة، وقد قيست الكفاءة عند المستوى شبه القوي من خلال وسائل غير مباشرة مثل قياس استجابة الأسعار للإعلان عن أرباح التوزيعات، أو الإعلان عن تعديل المعالجة المحاسبية لبعض بنود القوائم المالية (الهندي، 2006).

3.4. الكفاءة في المستوى القوي:

يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته، أي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لهم بتحقيق أرباح غير عادية حتى ولو تم الاستعانة بأفضل مستشاري الاستثمار، وبالتالي فإن أسعار الأسهم لا تعكس فقط المعلومات المنشورة؛ بل تعكس أيضا المعلومات الخاصة التي لم يتم نشرها ويمكن فقط لبعض الأفراد كإدارة المنشأة الوصول إليها (سلطان، 2015)، يتم اختبار فرضية كفاءة السوق عند المستوى القوي بطريقتين أساسيتين وهما:

1.3.4. العاملون في الشركة:

يستطيع بعض العاملين بالمناصب الوظيفية العليا في الشركات الوصول إلى المعلومات بشكل أسرع مقارنةً بغيرهم من المستثمرين، ومن خلال اختبار مدى تحقيق هؤلاء العمال لأرباح غير عادية من تعاملاتهم في الأوراق المالية يمكن التحقق من مدى صحة الفرض القوي لكفاءة السوق من عدمه، وبيّنت العديد من الدراسات قدرة العاملين بالمناصب الوظيفية العليا في الشركات على تحقيق أرباح غير عادية من خلال تداول الأوراق المالية، أي عدم وجود كفاءة عند المستوى القوي (سحنون مريم، 2016).

2.3.4. المؤسسات المالية والمتخصصين في تحليل الأوراق المالية:

حيث يتميز مديرو المؤسسات المالية المتخصصة ومؤسسات التحليل بمدى قدرتهم على الوصول إلى المعلومات بسرعة وكذلك بقدرتهم على استخدام أدوات التحليل المالي لتوقع اتجاهات حركة الأسهم، وللتحقق من صحة هذه الفرضية يمكن تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار، ويتم مقارنة العائد ومستوى مخاطر هذه المؤسسات مع ما يحققه المستثمر العادي (سحنون مريم، 2016).

5. العلاقة بين مستويات كفاءة السوق:

نجد أن الكفاءة في المستوى الضعيف تحظى بقبول عام من قبل محللي الأوراق المالية والمتعاملين في الأسواق المالية، ولكن نتيجة وجود تداخل في المعلومات في كل من المستوى شبه القوي والمستوى القوي للكفاءة نجد خلافاً حول صحة افتراضات الكفاءة في كل من هذين المستويين، ويمكن القول بأن سعر السهم هو عبارة عن انعكاس لكافة المعلومات من المستويات الثلاثة (معلومات الكفاءة الضعيفة، والكفاءة شبه القوية، والكفاءة القوية)، وبالتالي لابد من أن يكون السوق كفء عند المستوى الضعيف إذا كان كفؤاً عند المستوى شبه القوي وكذلك لابد من أن يكون كفؤاً عند المستوى شبه القوي إذا كان كفؤاً عند المستوى القوي (صافي، 2003).



الشكل (1): العلاقة بين مستويات الكفاءة

المصدر: موصلي، سليمان وسليمان، عدنان. (2012–2013) **الأسواق المالية**. جامعة دمشق. دمشق

المبحث الثاني:
السوق الكفؤة

1. أهمية السوق المالية الكفؤة:

بين حنفي (2001) أن وجود سوق مالية كفؤة له العديد من الدلالات الاقتصادية والاستمرارية أهمها:

1. كون السوق المالي سوقاً كفؤة دليل على أن السعر السوقي للأوراق المالية يساوي السعر العادل وبالتالي لايوجد فرصة لتحقيق أرباح من خلال السعي لشراء أوراق مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية أو بيع أوراق مقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية.
2. تعكس أسعار الأسهم في السوق المالي الكفء كافة المعلومات؛ وبالتالي فإن جميع المستثمرين ينتفعون من هذه المعلومات.
3. يتم شراء وبيع الأوراق المالية في السوق الكفء بسعرها العادل دون غبن، حيث أن هذه القيمة تحقق عائد يكفي لتغطية مخاطر الاستثمار في هذه الأوراق المالية.
4. تكون توقعات المستثمرين في السوق الكفء متماثلة؛ وذلك لأنهم يحصلون على ذات المعلومات في ذات الوقت.
5. في ظل السوق الكفء نجد تدفقاً دائماً ومتوازناً لعمليات البيع والشراء للاستثمارات المنتجة.
6. يتحقق التخصيص الكفء للموارد في السوق المالي الكفء بشكل يضمن توجيه هذه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، بسبب تدفق رؤوس الأموال بكل حرية.

2. معوقات كفاءة السوق المالي والعوامل المؤثرة بها:

تحدث الباحثين طلبة وعلاش (2014)، وسلطان (2015)، ومزيود وبلحياني (2017) عن تأثر الأسواق المالية بجملة من العوامل التي تحول دون تحقيق أهدافها، وهي :

1.2. العوامل المتعلقة بالتعامل في السوق:

قد يحدث تغير في الأحداث الطبيعية في السوق المالي بسبب انتشار بعض الظواهر التي تؤدي إلى حدوث اختلال في السوق ومن أهمها:

1.1.2. حالات الذعر في السوق: قد تنتشر حالات ذعر في السوق المالي بسبب الأوضاع السائدة أو لأسباب قد تكون مجهولة مثل "أزمة الاثنين الأسود في شهر تشرين الأول 1987"، حيث اندلعت الأزمة في بورصة "ول ستريت" وفقد المؤشر "داو جونز" 502 نقطة خلال هذا اليوم أي انخفض بنسبة 22.6% من مستواه البالغ 2247.04 نقطة، وهبطت أسعار أسهم بورصة نيويورك بنسبة 26% واستمر الانخفاض في الأسواق العالمية.

2.1.2. إطلاق الشائعات: بهدف تحقيق أرباح غير عادية يقوم بعض المضاربين بإحداث تغيرات في أسعار الأوراق المالية عن طريق نشر الشائعات والمعلومات والانطباعات الخاطئة عن الأحداث وبذلك يتم استغلال السوق المالي لتحقيق أهدافهم.

3.1.2. فشل آليات التصويت: قد ينتج عن وجود ضعف في عملية الانتخاب إلى عدم حصول تغيير في الإدارة لفترات طويلة على الرغم من عدم قدرتها على استغلال موارد المؤسسة بشكل سليم.

4.1.2. الممارسات غير الأخلاقية: كون السوق المالي يعد أحد أهم الأدوات في تخصيص الموارد إلى مجالات تساهم في تحقيق النمو الاقتصادي، فإن حدوث زعزعة في ثقة المستثمرين بسبب بعض الممارسات غير الأخلاقية التي قد تحدث في السوق مثل البيع الصوري الذي يهدف إلى خلق تعامل ظاهري على الورقة المالية من خلال بيعها لشخص آخر ومن ثم إعادة شرائها لتوحي بازدياد التعاملات على هذه الورقة المالية مما يؤثر على سعرها على الرغم من عدم وجود تعامل فعلي بها، أو قيام الوسطاء الماليين بإبداء آراء مضللة عن بعض الأوراق المالية بغرض توجيه المستثمرين لعملية بيع أو شراء أوراق مالية لشركة محددة دون غيرها ودون وجود

مسوغات اقتصادية تؤدي لتحقيق العميل ربح من هذا الاستثمار مما يؤثر على طبيعة التداول، أو عمليات الشراء بهدف الاحتكار أي قيام أحد المستثمرين بشراء كميات كبيرة معروضة من ورقة مالية بهدف بيعها في المستقبل بالسعر الذي يفرضه، كلها ممارسات تعوق تحقق الكفاءة في السوق المالي.

5.1.2. **اعتماد الأسواق المالية على التكنولوجيا:** نظراً لاعتماد الأسواق المالية على التكنولوجيا اعتماداً كلياً، يتم إصدار أوامر البيع عند هبوط السعر إلى حد معين بشكل آلي دون الاهتمام بالحفاظ على التوازن بين العرض والطلب.

2.2. المشاكل المتعلقة بالإفصاح العام:

تكمن أهم المشاكل التي تؤدي إلى عدم وجود إفصاح عام وشفاف في النقاط التالية:

1.2.2. **مشاكل التداول الداخلي للمعلومات:** حيث يقوم العاملون والمديرون في الشركات الذين لديهم القدرة على الوصول إلى معلومات خاصة غير متاحة للعامة، بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية بناءً على هذه المعلومات بهدف إما تحقيق أرباح غير عادية، أو تجنب تحقيق خسارة، يُعدّ هذا الأمر من الممارسات غير شرعية.

2.2.2. **عدم تماثل المعلومات:** حيث إن بعض المتعاملين الذين لديهم القدرة على الوصول إلى المعلومات الخاصة بالشركة بشكل مسبق يقومون باستغلال هذه المعلومات من أجل تحقيق عوائد غير عادية، كما تجدر الإشارة إلى أن بعض الشركات لا تقوم بالإفصاح عن بعض المعلومات التي قد تضر مركزها التنافسي.

3.2.2. **التأخر في الإفصاح:** كقيام بعض الشركات المدرجة بعدم الإفصاح المباشر عن التغيرات الهامة فيها إضافة إلى تأخرها بنشر بياناتها المالية أو عدم دقة هذه البيانات، الأمر الذي يقلل من فائدتها في عملية التحليل بالنسبة للمستثمرين، ويؤثر على عملية اتخاذ القرارات بالنسبة للمستثمرين.

3.2. العوامل المتعلق بهيكل السوق:

1.3.2. **ضآلة حجم السوق:** يتبين ذلك من خلال انخفاض عدد المتعاملين في الأسواق المالية وعدم رغبة المستثمرين بتوظيف أموالهم بيعاً وشراءً بها، وانخفاض حجم التداول والسيولة فيها.

2.3.2. **عدم وجود تشريعات وقوانين واضحة:** إن عدم وضوح القوانين والتشريعات التي تنظم عمل السوق المالي بشكل عام ومهنة الوساطة المالية بشكل خاص ، إضافة إلى عدم الالتزام بالقرارات والتعليمات التي توضع من قبل الجهات المنظمة لعمل السوق، وعدم قيام هذه الجهات بالرقابة على عمل السوق ومدى الالتزام بالقرارات والتعليمات، وأيضاً انخفاض التنويع في الأدوات المالية كلها عوامل تؤدي إلى اضطرابات وضعف في تنظيم السوق المالي مما ينتج عنه عدم كفاءة السوق المالي.

3. آليات تعزيز كفاءة الأسواق المالية:

بينت كسري (2016) تعدد المعوقات التي تحول دون تحقق الكفاءة لذا يسعى القائمون على السوق المالي إلى تعزيز كفاءتها وذلك من خلال:

1.3. **تعزيز الدور الرقابي للسوق:** ويتم ذلك من خلال العمل على فصل الجهاز الرقابي عن إدارة السوق، والعمل على إصدار القوانين الناظمة لعمل السوق.

2.3. **تعزيز الشفافية والإفصاح:** من خلال العمل على إصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تحتوي على معلومات عن السوق المالي ومعلومات عن مؤشرات أسعار الأسهم وأحجام التداول وغيرها، وكذلك من خلال العمل على إلزام الشراكات بالنشر في الصحف واسعة الانتشار وإنشاء شركات متخصصة بتحليل البيانات ونشرها، وإلزام الشركات إعداد قوائمها المالية وفقاً لقواعد المحاسبة الدولية.

تعميق الوعي الاستثماري: وذلك بالعمل على نشر الوعي الاستثماري لدى صغار المدخرين وتشجيعهم على الاستثمار في الأسواق المالية من خلال تعريفهم بالمزايا المترتبة عن الاستثمار في هذه الأسواق.

3.3. **تشجيع الاستثمارات الأجنبية:** ويتم ذلك بإزالة العوائق التي تحول أمام دخول الاستثمارات الأجنبية إلى السوق المالي.

4.3. **تعديل الأنظمة الضريبية:** من خلال إعادة هيكلة الضرائب عن طريق تعديل أو إلغاء بعضها بهدف جذب الاستثمارات الأجنبية وتشجيع التعاملات المالية.

5.3. **أتمتة أنظمة التداول:** عن طريق استخدام تقنيات متطورة تسهل تداول الأسهم وترفع سرعة وكفاءة التعامل بالأوراق المالية بشكل يحقق زيادة الشفافية لدى المتعاملين.

المبحث الثالث:

الحالات الشاذة في الأسواق المالية وتفسيراتها.

1. مفهوم الحالات الشاذة:

تشير فرضية الحركة العشوائية للأسعار التي اقترحها Fama (1965) إلى أن أسعار الأسهم تتبع حركة عشوائية ولا يمكن استخدام الأسعار التاريخية للتنبؤ بالأسعار المستقبلية؛ ولكن بينت الدراسات وجود تحركات أو تشوهات لا يمكن تفسيرها باستخدام فرضية كفاءة السوق حيث تمكننا هذه التحركات من بناء نموذج للتنبؤ بحركة أسعار الأسهم وهذا ما يتناقض مع الفرضية وهو ما سمي بالحالات الشاذة أو تشوهات السوق، وقد كانت هذه الحالات مجالاً مهماً للدراسة بالنسبة إلى كثيرٍ من الباحثين نظراً لإمكانية المستثمرين تحقيق عوائد غير عادية من خلال استغلالها ولكن يجب أن يتم أخذ تكاليف المعاملة والوقت بالحسبان حيث إن في بعض الحالات الشاذة قد لا يغطي الربح المحقق من استغلالها تكاليف المعاملات. وقد عرفت الحالات الشاذة في الأسواق المالية بأنها حالة ينحرف فيها أداء السهم أو مجموعة من الأسهم عن فرضية كفاءة السوق (Sawitri & Astuty, 2018)، وقد أشار Fama (1991) إلى تزايد الانتقادات الموجهة لفرضية كفاءة السوق بسبب ظهور هذه الحالات ولكن عدم وجود نظريات بديلة يبين أن نظرية كفاءة الأسواق المالية ماتزال النظرية الحاكمة للفكر المالي (درويش، 2009)، وبناءً على ذلك ولكي تتم دراسة المستويات المختلفة للكفاءة بحيث تشمل جميع الانتقادات، اقترح Fama (1991) ثلاث تسميات مختلفة عما ورد في دراسته عام 1970 حيث سمى الدراسات الخاصة بالمستوى الضعيف للكفاءة بالدراسات الخاصة بالتنبؤ بالعوائد حيث تتضمن اختبار نموذج تسعير الأصول Capital Asset Pricing Mode (CAPM) ودراسة الحالات الشاذة، كما سمى المستوى شبه القوي بدراسة الحدث ويتضمن تأثير أحداث سياسية أو اقتصادية أو اجتماعية في الأسعار في السوق وذلك عن طريق محاولة قياس آلية استيعاب السوق للمعلومات الناتجة عن ذلك الحدث وسمى المستوى القوي للكفاءة بدراسة المعلومات

الخاصة ويتضمن هذا النوع من الدراسات تلك المتعلقة بالإجابة عن السؤال الخاص هل القدرة على التنبؤ بالأسعار ناتجة عن تحركات غير رشيدة في الأسعار (فقاعات) أو عن تحولات رشيدة وضخمة في توقعات العائد (موصلي والسمان، 2013).

2. أنواع الحالات الشاذة في الأسواق المالية:

قسمت الحموي (2016) الحالات الشاذة في الأسواق المالية إلى عدد من الأنواع وهي:

1. الحالات الشاذة التقويمية: وتقسم إلى:
   1.1. حالات مرتبطة بالتقويم الميلادي.
   2.1. حالات مرتبطة بالتقويم الهجري.
2. الحالات الشاذة الناتجة عن حالة الطقس.
3. الحالات الشاذة الناتجة عن التحليل الأساسي.
4. الحالات الشاذة الناتجة عن التحليل الفني.

1.2. الحالات الشاذة التقويمية:

1.1.2. الحالات الشاذة المرتبطة بالتقويم الميلادي:

تم لسنوات عديدة محاولة اكتشاف وجود نمط لحركة عوائد الأسهم ومحاولة التنبؤ بأسعار الأسهم المستقبلية، وقد لاحظ الباحثون وجود أنماط في الأسواق المالية ترتبط بأحداث تقويم معينة والتي سميت بشذوذ التقويم أو الانحرافات الموسمية، وقد تبين أن هذه الحالات توجد في الأسواق المالية المختلفة مثل أسواق المال والمشتقات والسلع، ومنها:

1.1.1.2. أثر خلال النهار:

بينت الدراسات أن عوائد الأسهم تكون أكثر ارتفاعاً في بداية يوم التداول وفي نهايته أما خلال نهار التداول تكون أقل ارتفاعاً ويفسر هذا الأثر بتوقيت ورود المعلومات (Tissaoui 2012).

2.1.1.2. أثر يوم في الأسبوع:

يُعدّ Kelly (1930) أول من وثق هذا الأثر حيث وجد أن عوائد بداية الأسبوع أقل من عوائد بقية أيام الأسبوع، ومن ثم استمرت الدراسات حيث بيّن Wachtel (1942) أن معدلات عوائد الأوراق المالية تكون سالبة في بداية الأسبوع وموجبة في نهاية الأسبوع أي أن السعر يميل إلى الانخفاض في بداي الأسبوع ويرتفع في نهايته، وهناك من يطلق على ما يحدث في بداية الأسبوع بـ: " أثر بداية الأسبوع" وعلى هذا إذا قام المستثمر بشراء الأسهم عند الإقفال في أول يوم من الأسبوع ثم قام ببيعها عند الإقفال في أخر يوم عمل في الأسبوع فيمكن له أن يحقق مكاسب نظامية، ولكن تم ملاحظة أن اتباع هذه الاستراتيجية لا يسمح بتغطية تكاليف الصفقات المترتبة عنها (البني 2016).

تعددت الفرضيات التي تم بها تفسير أثر نهاية الأسبوع ومنها (البني، 2016):

فرضية بداية الأسبوع الحزين: التي ترجع سبب انخفاض العوائد في بداية الأسبوع إلى حالة التشاؤم التي يشعر بها المستثمرون في هذا اليوم؛ نظراً لأنه أول يوم عمل في الأسبوع وحالة التفاؤل التي يشعرون بها في أخر يوم عمل في الأسبوع؛ مما يؤثر على قرارتهم الاستثمارية فتكثر عمليات الشراء في نهاية الأسبوع مما يرفع الأسعار والعكس في بداية الأسبوع.

فرضية المعلومات الجديدة: التي تفسر العوائد السالبة في بداية الأسبوع بقيام الشركات بالإعلان عن الأخبار السيئة خلال عطلة نهاية الأسبوع أما الأخبار الجيدة فيتم الإعلان عنها مباشرةً.

فرضية فرق توقيت المنطقة الزمنية: حيث إنه في بعض الأسواق العالمية مثل سوق اليابان تكون العوائد أشد انخفاضاً يوم الثلاثاء ويرجع هذا إلى تأثرها بالإقفال المنخفض يوم الإثنين لسوق نيويورك.

فرضية إجراءات التسوية: حيث تتم تسوية المعاملات بأسعار آجلة (Forward prices) التي تساوي الأسعار الفورية مضافاً لها معدل الفائدة لفترة التسوية وينتج أثر يوم

الإثنين بسبب إضافة أربعة أيام من الفائدة للمعاملات التي تتم يوم الإثنين أما المعاملات التي تتم بقية أيام الأسبوع فيتم إضافة ستة أيام من الفائدة وعندما تم تعديل فترة التسوية إلى خمسة أيام إضافة إلى يوم لإتمام عملية تسديد الشيكات في البنوك، وبالتالي سيتم إضافة عشرة أيام من الفائدة للمعاملات التي تتم يوم الجمعة أما المعاملات التي تتم بقية أيام الأسبوع فيتم إضافة ثمانية أيام من الفائدة مما يفسر العوائد المرتفعة في نهاية الأسبوع.

فرضية البيع على المكشوف: التي فسرت ارتفاع العوائد في نهاية الأسبوع بسبب الضغط على شراء الأوراق المالية لإقفال المستثمرين أوامر البيع في نهاية الأسبوع لعدم رغبتهم بالاحتفاظ بمراكزهم المالية مفتوحة خلال فترة العطلة.

فرضية أخطاء القياس: التي تفرض أن وجود هذا الأثر سببه اختلاف الأساليب الإحصائية والرياضية، أي أن هذا الأثر ليس حقيقياً.

3.1.1.2. أثر عطلة نهاية الأسبوع العكسي:

حيث وجد Brusa & et al (2000) أن عوائد يوم الإثنين إيجابية وأكبر بكثير من عوائد يوم الجمعة السابق له، وتبين لهم أن هذا الأثر يظهر بشدة في أسهم الشركات كبيرة الحجم، وقد تم تفسير هذا الأثر بسبب ضغط الشراء يوم الإثنين لاستغلال أثر يوم الإثنين مما يسبب ارتفاعاً في الأسعار.

4.1.1.2. أثر الجمعة الثالث عشر:

وفقاً لأثر يوم في الأسبوع فإن عوائد يوم الجمعة أعلى من بقية أيام الأسبوع ولكن Kolb & Maberly (1987) اكتشفا أن عوائد يوم الجمعة الثالث عشر من كل عام تكون أشد انخفاضاً من عوائد أيام الجمعة الأخرى في العام؛ يعدّ هذا الأثر هو الأقل دراسة من بين جميع الحالات الشاذة، وقد تبين أن هذا الأثر كان موجوداً فقط خلال فترة السبعينيات وقد اختفى بعد ذلك حتى إن بعض الدراسات بينت أن عائدات يوم الجمعة الثالث عشر أصبحت مرتفعة أكثر من أيام الجمعة الأخرى(Patel, 2009).

5.1.1.2. أثر شهر تشرين الأول:

حيث يُعدّ Twain (1981) أول من كتب عنه في كتابه وتبين الدراسات ميل العوائد إلى الانخفاض خلال هذا الشهر مقارنة مع بقية أشهر السنة (cadsby, 1989).

6.1.1.2. أثر نهاية تشرين الأول:

من المثير للاهتمام أن اكتشاف هذا التأثير كان قائماً على حكمة السوق القديمة التي تقترح "بِعْ في أيار وابتعد عن السوق" حيث تبين في دراسة Baumon & Jacobsen (2002) أن عوائد الأسهم من نهاية تشرين الأول وحتى بداية أيار أعلى مما كانت عليه في الأشهر الأخرى من العام وقد تضمنت عينتهم أسواقاً متطورة وأسواقاً النامية. وتم إرجاع ذلك إلى ورود تدفقات نقدية خلال هذه الفترة مثل توزيعات الأرباح مما يوفر للمستثمرين سيولة يتم استغلالها في عملية التداول.

7.1.1.2. أثر شهر في الربع:

بين Penman (1987) ارتفاع معدل العائد في الشهر الأول من الربع، وبينت دراسات أخرى ارتفاع معدل العائد في الشهر الأوسط من كل ربع أي شهر شباط وأيار وآب وتشرين الثاني، ومن التفسيرات المحتملة لهذا الأثر هو توقيت نشر البيانات الربعية للمؤسسات حيث إن بعض الشركات تحتاج شهراً وأخرى شهرين حتى تقوم بنشر بياناتها.

8.1.1.2. أثر ربع من العام:

بيّن Davidsson (2006) ارتفاع معدل العوائد في الربع الأخير من العام عن بقية الأرباع في العام، وبينت الدراسات اختلاف الربع الذي تختلف عوائده عن بقية العام من سوق إلى آخر (Kalayaan, 2012).

9.1.1.2. أثر نهاية السنة (شهر كانون الثاني):

يعد Wachtel (1942) أول من اكتشف هذا الأثر حيث لاحظ أن العوائد ترتفع بشكل غير عادي في كانون الثاني، بينما أعاد Rozeff & Kinney (1976) اكتشاف نفس الظاهرة

بعد خمسة وعشرين عاماً، وتبين أن عوائد الشركات تنخفض في شهر كانون الأول وترتفع في شهر كانون الثاني وتصبح أعلى من العوائد المحققة بقية أشهر السنة وخاصة الشركات صغيرة الحجم، ووفقاً لنظرية كفاءة الأسواق فبعد اكتشاف هذا الأثر سيقوم المستثمرون باستغلاله مما سيؤدي إلى تحول الأثر إلى كانون الأول؛ ولكن هذا لم يحدث وحتى إن أثر كانون الثاني أصبح أشد قوة بعد اكتشافه وقد يرجع ذلك إلى أن تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذا الأثر غير ممكنة عند احتساب تكاليف المعاملات، وقد تعددت الفرضيات المفسرة لأثر نهاية السنة ومن هذه الفرضيات (البني، 2016):

فرضية البيع الخاسر لتجنب الضرائب: أي ينتظر المستثمر حتى نهاية السنة الضريبية ليقوم ببيع الأسهم الخاسرة لديه لتحقيق خسائر رأسمالية مما يخفض مبلغ الضريبة المدفوعة، بالتالي فإن هذا يؤدي إلى زيادة عرض الأسهم في نهاية السنة الضريبية، وبالتالي هبوط الأسعار في هذه الفترة من السنة.

فرضية عطلة عيد الميلاد: في نهاية العام وبداية العام الجديد تتميز هذه الفترة من العام بالاحتفالات وشراء الهدايا مما يدفع المستثمرين إلى تأجيل قراراتهم الاستثمارية ليتمكنوا من شراء هدايا عيد الميلاد.

فرضية السيولة: التي ترجع ارتفاع العوائد في شهر كانون الثاني إلى ارتفاع السيولة لدى المستثمرين نظراً لاستلامهم لمكافآتهم السنوية مما سيؤدي إلى زيادة الاستثمار.

10.1.1.2. الآثار الشهرية: وتقسم إلى:

1) أثر اليوم الأخير من الشهر:

حيث تمت مقارنة متوسط العائد لآخر يوم في الشهر مع متوسط عوائد بقية أيام الشهر وتبين أن العوائد ترتفع في آخر يوم تداول من الشهر (Desai & Trivedi, 2012).

2) أثر دوران الشهر:

يعرف أيضاً باسم أثر أسبوع من الشهر أو أثر انقلاب الشهر، حيث تميل عوائد الأسهم للارتفاع في آخر يوم تداول في الشهر وحتى الأيام الأولى في الشهر الذي يليه، حيث إن العوائد المحققة في هذه الفترة تفوق تلك المحققة في باقي أيام الشهر، وبيّن Fosback (1976) أن الأسهم لديها ميل ملحوظ إلى الارتفاع خلال الأيام الأربعة الأولى وآخر يوم من كل شهر وسمى مجموع هذه الأيام بقوة نهاية الشهر بينما وجد Ziemba (1991) أن العوائد تكون أعلى في الأيام الأربع الأولى والأخيرة من الشهر.

3) أثر منتصف الشهر:

يعد Ariel (1984) أول من درس هذا الأثر الذي وجد أن عوائد الأسهم في النصف الأول من الشهر أعلى بكثير من عوائد الأسهم في النصف الثاني من الشهر حيث إن الأثر الإيجابي يبدأ من آخر يوم تداول في الشهر السابق. وقد تحدثت بعض الدراسات أن الآثار الشهرية تقتصر على أسهم الشركات الصغيرة الحجم أو منخفضة الأسعار. ولكن على الرغم من أن تأثيره أكثر وضوحًا فيها ولكنه موجود أيضًا في أسهم الشركات الكبيرة، وقد أرجع بعض الباحثين الآثار الشهرية إلى تأثير نهاية السنة، ولكن الآثار الشهرية تحدث أيضًا خلال بقية أشهر السنة وليس نهاية السنة وحسب، كما تمت دراسة ما إذا كانت المخاطر الأعلى في بداية الشهر سبباً لهذا الأثر، وتم ذلك باستخدام الانحراف المعياري للعائد كمقياس للمخاطرة، وتبين أن المخاطرة ليست أعلى خلال بداية الشهر مقارنة ببقية أيام التداول؛ وبالتالي فليس هذا سبب الأثر. وتجدر الإشارة إلى أن الأثر الشهري بقي موجوداً بعد الإعلان عنه مثل أثر شهر في السنة، كما بينت الدراسات وجود أثر منتصف الشهر العكسي الذي يرتفع فيه متوسط العوائد في منتصف الشهر الثاني عن متوسط العوائد لنصف الشهر الأول بشكل ملحوظ (Sudarvel & Velmurugan, 2016), (McConnell & Xu, 2006).

4) أثر ثلث الشهر

بيّن Kohers & Patel (1999) أن العوائد تميل للارتفاع في القسم الأول من الشهر وتكون أقل في القسم الثاني ومنخفضة في القسم الثالث من الشهر أي يعتمد هذا الأثر على تقسيم أيام الشهر إلى ثلاثة أقسام ويعد ذلك مشابهاً لأثر دوران الشهر ومنتصف الشهر.

وقد تم تفسير أثر منتصف الشهر وأثر دوران الشهر بعدد من الفرضيات وهي:

1. فرضية انتظام التدفقات النقدية:

بينّت الدراسة أنه يمكن تفسير أثر دوران الشهر إلى دفع رواتب وتعويضات الموظفين من قبل الحكومة في فترة بداية الشهر حيث هناك كثير من الموظفين الذين يحوّلون جزءاً من حسابات رواتبهم بشكل تلقائي إلى حساباتهم الاستثمارية؛ وبذلك يزوّدون المؤسسات الاستثمارية بسيولة عالية للاستثمار في بداية كل شهر، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم في هذه الفترة من الشهر (Ogden, 1990).

2. فرضية تزيين أداء المحافظ الاستثمارية:

بينت الدراسة أن تحقيق أرباح غير عادية في فترة دوران الشهر يعود إلى عملية تزيين أداء المحافظ الاستثمارية من قبل مديري المحافظ في بداية كل شهر لتصبح أكثر جاذبية للمستثمرين عما كانت عليه خلال الشهر السابق. كما أظهرت الدراسات أن مديري صناديق التقاعد والمؤسسات الاستثمارية الأخرى يبيعون الأسهم ذات الأداء المنخفض ويشترون الأسهم التي أظهرت تحسناً في الأداء خلال الفترة الأخيرة وذلك لتجنب التحيز السلبي في تقدير معدل العائد من قبل المستثمرين (Thaler, 1987).

3.. فرضية مستوى السيولة عند المستثمرين الأفراد:

إن متوسط عوائد الأسهم المرتفع خلال الأيام الأولى من الشهر يمكن أن يكون أكثر وضوحاً في الشركات صغيرة الحجم حيث يتداول المستثمرون الأفراد في أسهم هذه الشركات، وعادة ما يواجه هؤلاء المستثمرون قيوداً تمويلية أكبر من المؤسسات الاستثمارية فيميلون

للاستثمار في الشركات كبيرة ومتوسطة الحجم، فيمكن ملاحظة حالة ارتفاع العوائد عند بداية كل شهر عندما تكون القيود التمويلية على المستثمرين الأفراد أقل في هذه الفترة من الشهر وذلك بحصولهم على رواتبهم ومكافآتهم (Shamman, 2008).

4. فرضية توقيت إعلان المعلومات من قبل الشركات:

بينّت الدراسة أنه عادة ما تعلن الشركات عن أخبارها الجيدة خلال النصف الأول من الشهر، وتؤجل الإعلان عن أخبارها السيئة حتى النصف الثاني من الشهر وهذا ما يفسر أثري منتصف الشهر ودوران الشهر (Penman, 1987).

11.1.1.2. أثر منتصف شهر شباط:

تشير نتائج دراسة أجراها Hou & Chong (2020) على مؤشرات الأسهم الرئيسية في العالم إلى أن عوائد الأسهم في أميركا والمملكة المتحدة وفرنسا والصين أعلى بكثير في الأيام الثلاثة قبل منتصف شهر شباط وفي منتصفه.

12.1.1.2. أثر عيد الميلاد:

بيّن Cao & et al (2009) ارتفاع العوائد قبل عطلة عيد الميلاد، وبيّن Marrett & Worthington (2009) أن ارتفاع العوائد قبل العطل يعود إلى نفسية المستثمر الإيجابية مما يدفعه إلى شراء المزيد من الأسهم قبل العطل.

13.1.1.2. أثر عيد الفصح:

وجد Cao & et al (2009) أن عوائد الأسهم ترتفع قبل عطلة عيد الفصح، كما بيّن Sasikirono & Meidiaswati (2017) وجود ارتفاع في عوائد الأسهم بعد عيد الفصح حيث إن متوسط العوائد في عيد الفصح هو أعلى بأربع مرات من متوسط العوائد في الأيام العادية.

14.1.1.2. أثر ما قبل العطل:

لاحظ Lakonishok & Smidt (1988) ارتفاع العوائد في الأيام التي تسبق العطل وذلك بالاعتماد على أيام العطل الرسمية في كل دولة وقد كان هذا الارتفاع أعلى بمرتين إلى خمس مرات من عوائد عطلة نهاية الأسبوع وأعلى ب 23 مرة من عوائد الأيام العادية وقد تم تفسير ذلك من قبل Ariel (1990) بتفضيل المستثمرين شراء الأسهم قبل أيام العطل وتجنبهم لعملية بيعها وذلك بسبب حالة التفائل التي يشعر بها المستثمرون قبل العطل.

2.1.2. الحالات الشاذة التقويمية المرتبطة بالتقويم الهجري:

تسمى أيضاً أثر الأيام المقدسة وهي مشابهة للآثار التقويمية لكنها تتبع التقويم الهجري بدلاً من التقويم الميلادي حيث يؤثر التقويم الإسلامي على حياة المسلمين، مثل شهر محرم ورمضان حيث يولي الناس اهتمامًا كبيراً بالطقوس الدينية، ويمكن أن يؤثر هذا على الحياة العملية اليومية في البلد لأنه يتم إيلاء اهتمام أقل للأنشطة غير الدينية، وعلى الرغم من أن العديد من المستثمرين غير المسلمين يتداولون في أسواق الأسهم في البلدان الإسلامية، إلا أن المزاج الاجتماعي العام للسكان له تأثير كبير على أسواق الأسهم في البلدان الإسلامية، كذلك يؤدي الالتزام الديني الشديد خلال شهر رمضان إلى زيادة الدعم الاجتماعي والسعادة بين الملتزمين وأن هذا المزيج من العوامل النفسية قد يؤثر على مشاعر المستثمر واتخاذه للقرار الاستثماري (KÜÇÜKSİLLE, 2015). ومن هذه الآثار:

1.2.1.2. أثر شهر رمضان وأثر عيد الفطر:

يؤثر شهر رمضان على الأسواق المالية وخاصة في الدول التي يكون فيها الغالبية مسلمين. حيث يؤثر شهر رمضان على الحالة النفسية والمزاجية للمستثمرين، حيث يكون المستثمرون أكثر ارتياحاً، وهو ما يؤدي إلى اتخاذ قرارات أكثر تفاؤلاً تمتد إلى الاستثمار، وذلك من خلال تأثير مزاجهم على طبيعة سلوكهم وعلى القرارات المتخذة فيصبحون أكثر ميلاً لاتخاذ قرارات تحمل مخاطر أكبر حيث ترتفع العوائد خلال شهر رمضان بشكل أعلى من باقي أشهر السنة نتيجة التأثير الإيجابي لشهر رمضان على نفسية المستثمرين، ويختلف مدى تأثر حياة

المسلم خلال هذا الشهر بالصيام حيث ينخفض الأداء في أول أيام شهر رمضان بسبب قلة النشاط في بداية الشهر، ويرتفع في آخر أيام في الشهر Tan & Ozlem (2018) ويعود ذلك إلى إغلاق السوق خلال أيام عيد الفطر الثلاث في الدول الإسلامية، حيث ينشغل الناس بالاحتفال بالعيد مما يشجع على زيادة الاستثمار في آخر أيام الشهر وأيضاً بسبب الحالة النفسية والمزاجية العالية من البهجة بقدوم العيد وإلى المكافآت النقدية الممنوحة من قبل الشركات كحافز لموظفيها في ضوء الاحتفال القادم بعيد الفطر وهو ما يدعى بأثر عيد الفطر (Jakob & McGowan, 2010)، كما تنخفض تذبذبات عوائد الأسهم خلال هذا الشهر بسبب تركيز الصائم معظم وقته على الأنشطة الاجتماعية والدينية (الحموي، 2016)، ولكن على الرغم من قيام المسلمين بأداء الزكاة في نهاية شهر رمضان إلا أن ذلك لا يؤثر على العوائد، وقد بيّن Białkowski & et al (2012) في دراستهم أن العوائد خلال شهر رمضان أعلى بتسعة أضعاف وأقل تقلبًا مما كانت عليه خلال بقية العام وإن هذه النتائج تتفق مع فكرة أن رمضان يؤثر بشكل إيجابي على نفسية المستثمر.

2.2.1.2. أثر يوم عاشوراء:

بيّن al-ssiss (2010) وجود أثر سلبي على عوائد الأسواق المالية لليوم العاشر من محرم ناتج عن الحالة النفسية المتمثلة بالغضب والحزن من الحداد عند المسلمين الشيعة.

3.2.1.2. أثر ليلة القدر:

قام al-ssiss (2010) باختبار العوائد في الأيام الفردية الخمس الأخيرة من شهر رمضان، والتي يعتقد أن أحدها هو ليلة القدر وذلك في سبعة عشر سوق مالي لدول مسلمة، وتبين أن لهذه الأيام عوائد موجبة وخاصة ليلة 27 رمضان، ويعود ذلك إلى المشاعر الإيجابية التي تسيطر على المسلمين في هذه الفترة.

4.2.1.2. أثر عيد الأضحى المبارك:

الذي يصادف العاشر من ذي الحجة في التقويم الهجري وقد بينّت الدراسات انخفاضًا في العوائد قبل عدة أيام من عيد الأضحى ويرجع ذلك إلى إنفاق المسلمين مبلغًا كبيرًا من

المال في شراء الأضاحي والملابس الجديدة والحلويات والقيام بمناسك الحج؛ وبالتالي انخفاض العائدات نتيجة لبيع بعض الأشخاص لأسهمهم حتى يتمكنوا من الحصول على المال للاحتفال بالعيد أما في الأيام التي تلي عطلة العيد يعود المستثمرون من جديد لتداولاتهم في سوق الأوراق المالية، ونتيجة لذلك تنشط سوق الأسهم مرة أخرى فترتفع العوائد (Chowdhury, Mostari & 2015).

2.2. الحالات الشاذة الناتجة عن أثر الطقس:

1.2.2. أثر فصول السنة:

وجد (Kamstra et al 2003) أن عوائد الأسهم تنخفض خلال فصلي الخريف والشتاء وترتفع خلال فصلي الربيع والصيف حيث يرجع ذلك إلى حالة الاكتئاب التي تصيب المتداولين عندما تكون أشعة الشمس في حدها الأدنى وحالة التفاؤل عندما يكون هنالك المزيد من أشعة الشمس إضافة إلى طول النهار خلال فصل الصيف، بينما وجد (Hong & Ya, 2007) العكس أي أن أسعار الأسهم تشهد ارتفاعاً في أشهر الشتاء وانخفاضاً في أشهر الصيف وتم تفسير ذلك بابتعاد المستثمرين عن السوق والتداول خلال الصيف لقضاء عطلتهم الصيفية، على الرغم من اختلاف نتائج الدراسات إلا أن ذلك يرجع إلى المكان الذي يظهر فيه الأثر.

2.2.2. أثر تغيرات الطقس:

تبين أن عوائد الأسهم تميل للارتفاع في الأيام المشمسة وتميل للانخفاض في الأيام الماطرة ويرجع ذلك إلى الحالة النفسية التي يشعر بها المستثمرون بسبب تقلّبات الطقس (Chandra, 2021).

3.2. الحالات الشاذة الناتجة عن التحليل الأساسي:

1.3.2. أثر تجزئة الأسهم:

يؤدي تقسيم الأسهم إلى زيادة عدد الأسهم القائمة وتقليل قيمة كل سهم، ولكن تبقى القيمة السوقية للشركة على ما هي عليه. ومع ذلك وجد Ikenberry & et al (1996) و Desai & Jain (1997) زيادة في سعر أسهم الشركة قبل وبعد إعلان الشركة عن تجزئة الأسهم.

2.3.2. أثر الحجم:

وفقاً لهذا الأثر تكون عوائد أسهم الشركات صغيرة الحجم أعلى من عوائد أسهم الشركات كبيرة الحجم وذلك بالنظر لأوراق مالية لها نفس معدل الخطر (Banz, 1981)، وقد تم تفسير هذا الأثر بأن العدد الأكبر من المؤسسات المتعثرة هي المؤسسات الصغيرة، فالعوائد الأكثر ارتفاعا ما هي إلا تعويض عن مخاطر هذه المؤسسات (Chan & Chen, 1991).

3.3.2. أثر القيمة:

وفيه تحقق أسهم القيمة عائداً أعلى من أسهم النمو حيث إن أسهم النمو تتوقف على ظروف البلد لذا تكون مخاطرها أعلى، وأسهم القيمة تعود للشركات التي لا تواجه مخاطر كبيرة كالشركات المحتكرة وتحقق أرباحاً لأنها مسيطرة على السوق وتستطيع التحكم بالأسعار وعلى الرغم من ذلك تحقق أسهم القيمة عوائد أعلى من أسهم النمو، وتم تفسير هذا الأثر بانجذاب المستثمرين نحو الشركات ذات الأسهم المسيطرة على السوق (Bondt & Thaler, 1985).

4.3.2. أثر الرافعة المالية:

وهو شكل آخر من أشكال الشذوذ في السوق والذي يشير إلى وجود علاقة سلبية بين عوائد الأسهم وتقلبات أسعارها حيث تؤدي الزيادة في عوائد الأسهم إلى انخفاض التقلبات والعكس صحيح، ويمكن تفسير هذه الظاهرة بأنه عند انخفاض أسعار أصول الشركة فإن القيمة النسبية لديون الشركة ترتفع بالنسبة إلى حقوق الملكية، وبالتالي فإن سعر سهم الشركة يصبح أكثر خطورة وتقلباً (Engle & Ng, 1991).

4.2. الحالات الشاذة الناتجة عن التحليل الفني:

1.4.2. أثر الانعكاس:

من خلال دراسة Fluck & et al (1997) وجدوا أن الأسهم ذات العوائد المنخفضة جداً خلال السنوات الثلاث إلى الخمس الماضية حققت عوائد أعلى في الفترة التالية، وأن الأسهم ذات العوائد المرتفعة جداً خلال السنوات الثلاث إلى الخمس الماضية كان لها عوائد أقل في الفترة التالية، وقد تم تفسير هذا الأثر نتيجة توقعات المستثمرين لنجاح الشركة في المستقبل مما يؤدي إلى رفع أسعار أسهم الشركة وعندما لا تحقق الشركة توقعاتهم تنخفض الأسعار. كما يرتبط هذا الأثر بالدورات الاقتصادية التي تدعى أيضاً بدورات الأعمال وتتكون من أربعة مراحل وهي: الرواج، الركود، الكساد، الانتعاش، حيث يبلغ طول دورات الاستثمار عشر سنوات تقريباً تقسم إلى فترتين هما فترة التوسع وفترة الانكماش، أي طول كل فترة منهما خمس سنوات تقريباً وهو ما يفسر هذا الأثر (بن قدور، 2018).

2.4.2. أثر الزخم:

بيّن Jegadeesh & Titman (1993) أن الأسهم تستمر في أدائها حيث تستمر الأسهم الرابحة بالتفوق على بقية الأسهم، وتبقى الأسهم الخاسرة بنفس الأداء أي الأسهم التي حققت عوائد مرتفعة في الأشهر الاثني عشر الماضية تتفوق على الأسهم الخاسرة في نفس الفترة، وتبقى في هذا الأداء على المدى القصير، ويستمر ذلك على الرغم من ظهور أخبار سيئة عن الشركة. تم تفسير هذه الظاهرة بالتجنب أو النفور من الخسارة أي تستمر الأسهم الرابحة في الماضي بمواجهة ضغط شراء زائد على عكس ما تواجهه الأسهم الخاسرة سابقاً، وهذا ما يسبب تفاعلاً غير كافٍ مع المعلومات الجديدة المتوافرة ويخلق حالة من الزخم تعكس حالة من سوء التقدير من قبل المستثمرين.

3.4.2. مستويات الدعم والمقاومة:

وهو مستوى سعر معين عندما يصل إليه سعر السهم يرتد إما صعوداً (مستوى دعم) أو هبوطاً (مستوى مقاومة)، وفُسَّر ذلك بما يدعى تحيز الترسيخ، وهو ما يعتمد على ذاكرة

المستثمرين الذين يتذكرون أن السعر لم يرتفع سابقاً أعلى من مستوى المقاومة؛ لذا يقومون بالبيع عند الاقتراب منه والعكس حيث يتذكرون أن الأسعار لم تنخفض عن مستوى الدعم فيقومون بالشراء عند الاقتراب من هذا المستوى (بن لطرش، 2019).

3. الخاتمة

تعددت الحالات الشاذة التي تم اكتشافها في الأسواق المالية والتي تعدُّ انتقاداً لفرضية الكفاءة. بعض هذه الآثار تتطابق مع غيرها وبعضها الآخر قد يظهر أنه مناقض للآخر ولكن يرجع ذلك إلى اختلاف السوق المدروس، كما تجدر الإشارة إلى أن استغلال بعض الحالات غير مجدٍ نظراً لأن العائد الناجم عن استغلالها لا يغطي تكاليف المعاملات وبالتالي ينبغي على المستثمر الذي يتصف بالرشد عدم اتخاذ قرار استثماري غايته استغلال الحالات الشاذة قبل التأكد من أن الربح المتحقق من هذا الاستغلال يتفوق على تكاليف المعاملات.

الفصل الثالث:

بناء استراتيجيات الاستثمار والتداول

المبحث الأول: مفهوم القرار الاستثماري

1. مقدمة:

يتصف السوق المالي الكفء بأن أسعار الأوراق المالية فيه تعكس على نحو سريع كافة المعلومات الجديدة؛ أي تعكس جميع المعلومات المعروفة، وهي المعلومات التاريخية والمعلومات الحالية، كما تعكس المعلومات التي يحصل عليها أطراف السوق من خلال تحليل المعلومات التاريخية الحالية ومعالجتها. تتحدد قرارات المستثمرين بناءً على هذه المعلومات حيث يسعى المستثمرون إلى تعظيم عوائدهم، وفي حال عدم كفاءة السوق ووجود حالات شاذة في السوق المالي يحاول المستثمرون بناء استراتيجياتهم بشكل يمكّنهم من استغلال الحالات الشاذة بشكل يعظم عوائدهم؛ أي يقومون بالشراء في الفترة التي يكون فيها سعر الورقة المالية منخفضاً، ولكن هناك توقعات بأن السعر سوف يتجه للأعلى ويبيعون عندما يكون سعر الورقة المالية مرتفعاً مع وجود توقعات لانخفاضه مما يجعلهم يحققون عائداً هو عبارة عن الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء. ويمكن تعريف الاستثمار بأنه توظيف الأموال في أصول يحتفظ بها لفترة زمنية معينة بغرض تحقيق عائد في المستقبل من خلال استخدام هذه الأموال (السلامي، 2017). ما يعني "قيام الفرد بالتخلي عن أموال يمتلكها في لحظة زمنية معينة، لفترة زمنية من أجل الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة بالإضافة للنقص المتوقع بقيمتها الشرائية نتيجة التضخم، مع توفير عائد معقول تعويضاً لتحمله عنصر المخاطرة المتمثل باحتمال عدم تحقق تلك التدفقات" (العويسي، 2010، 53). كما تختلف درجة تقّبل المستثمرين للمخاطرة وهو ما يدعى بشهية المخاطرة فبعض المستثمرين يلجؤون إلى ما يسمى الملاذات الآمنة حيث تنخفض فيها نسبة المخاطرة، وَتُدُّر عائداً ثابتاً نسبياً ولكنه منخفض بينما يحبذ الآخرون الدخول في استثمارات ترتفع فيها نسبة المخاطرة مقابل الحصول على عوائد عالية، حيث يؤثر هذا العامل على تبني المستثمر لاستراتيجيته الاستثمارية والذي يعدّ أحد مقومات الاستثمار.

2. مقومات القرار الاستثماري الناجح:

وضح قاسم والعلي (2017) استناد القرار الاستثماري الناجح إلى ثلاثة مقومات أساسية وهي:

1.2. تبني استراتيجية ملائمة للاستثمار:

يتبنى المستثمرون استراتيجية استثمار تختلف هذه باختلاف أولوياتهم الاستثمارية والتي تتمثل بمنحنى التفضيل الاستثماري والذي يتأثر بدرجة ميل المستثمر لعدة عناصر هي (الربحية، السيولة، الأمان). حيث تتمثل الربحية بمعدل العائد على الاستثمار المتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة، أما السيولة والأمان فيتوقفان على مدى تحمل المستثمر لعنصر المخاطرة (قاسم والعلي، 2017).

2.2. الاعتماد على الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار:

عند اتخاذ قرار استثماري لا بد من أخذ عاملين بالحسبان وهما:

العامل الأول: أن يعتمد اتخاذ القرار الاستثماري على المنهج العلمي. ولتحقيق ذلك لابد من اتخاذ الخطوات الآتية (كداوي، 2007):

1) تحديد الهدف الأساسي للاستثمار وتجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار.
2) دراسة وتحليل الجوانب المالية للبدائل الاستثمارية المختلفة.
3) اختيار البديل الاستثماري الأفضل بما يتناسب مع الأهداف المحددة.

العامل الثاني: يجب على متخذ القرار الاستثماري أن يراعي عدداً من المبادئ عند اتخاذ القرار وهي:

أ. مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية:

وفقاً لهذا المبدأ ينبغي على المستثمر أن يقوم بالاختيار المناسب من بين الفرص الاستثمارية المتاحة حيث إن الموارد النقدية تتسم بالندرة، أما مجالات الاستثمار والفرص

كثيرة، وكلما ازدادت هذه الفرص والمجالات الاستثمارية يتاح للمستثمر مرونة أكبر في عملية اتخاذ القرار الذي يحقق أهدافه (شعاب وجدة، 2019).

ب. مبدأ الخبرة والتأهيل:

لاتخاذ قرار استثماري ناجح ينبغي توافر الخبرة والمعرفة لدى المستثمر وفي حال عدم توافرها ينبغي الاستعانة بالمستثمرين المختصين الذين لديهم خبرة ويقومون بتقديم النصح لمن لا يملك هذه الخبرة (شعاب وجدة، 2019).

جـ. مبدأ الموضوعية:

يجب أن تتمتع كافة المؤشرات المالية المستخدمة في الاختيار بين البدائل بالموضوعية وذلك لتجنب تحيز القياس (العويسي، 2010).

د. مبدأ الملاءمة:

ينبغي اختيار الأداة الاستثمارية والمجال الاستثماري المناسب بما يتلائم مع ظروف المستثمر حيث إنه لكل مستثمر خصائص ذاتية تحدد درجة قبوله للعائد وشهيته للمخاطرة والسيولة (زيد، 2015).

هـ. مبدأ التوزيع:

حيث إن القرار الاستثماري يقوم على تنويع الاستثمارات وذلك لضمان مستوى معين من الأمان ولتخفيف درجة المخاطرة المرتبطة بالاستثمارات وزيادة عوائدها (نشنش، 2007).

3.2. مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة:

تعد العلاقة بين العائد والمخاطرة هي الأساس في اتخاذ القرار السليم وبالتالي يقوم المستثمر بالمقارنة بين البدائل المتاحة بالاعتماد على العائد المتوقع والمخاطر المتوقعة مع الأخذ بالحسبان لعامل الزمن حيث إنها تعدّ أسس عملية اتخاذ القرار الاستثماري (قاسم والعلي، 2017) (سعيني وشحان، 2019):

أ. العائد المتوقع:

من أهم الأسس المؤثرة في اتخاذ القرار الاستثماري، ذلك أن المستثمر يقوم بالاستثمار في أداة مالية معينة إذا وجد أنه سيحقق أرباحاً جيدة من هذا الاستثمار والعكس في حال وجد أن هذا الاستثمار سيؤدي إلى تكبده خسارة، كما أن الاختيار بين أداة مالية لشركة وأخرى يتم أيضاً على أساس العائد المتوقع منهما، ففي حال تساوي الخطر يتم اختيار الأداة ذات العائد الأعلى (مفلح، 2018–2019).

ب. المخاطر المتوقعة:

لا يوجد استثمار يخلو من المخاطرة ونجد أن العلاقة بين العائد والمخاطرة هي علاقة طردية فيزداد العائد بزيادة المخاطرة والعكس صحيح، وبالتالي يقوم المستثمر بدراسة المخاطر المترتبة على قيامه بالاستثمار بأداة مالية معينة لمعرفة المخاطر التي يمكن تجنبها أو الاحتياط لها (سعيني وشحان، 2019).

جـ. العامل الزمني:

ينبغي على المستثمر القيام بعملية الاستثمار في الوقت المناسب، حيث يعدّ الوقت مهماً جداً؛ لذا يتم تحديد المدة التي سيتم بها الاحتفاظ بالأدوات المالية وفقاً لأهداف الاستثمار بما يتناسب مع العائد والمخاطر، كما يتم تحديد وقت الدخول بالاستثمار والخروج منه، وبالتالي يجب على المستثمر اتخاذ القرار بالاستثمار في الوقت المناسب، حيث يفضل المستثمرون الاستثمارات ذات المردود السريع التي يمكن تحويلها إلى نقدية بسهولة وسرعة مما يحقق له السيولة والأمان (علي، 2017) (سعيني وشحان، 2019).

3. أنواع القرارات الاستثمارية:

ويمكن حدد نشنش(2007)، والحيالي والجعفر(2015) أهم أنواع قرارات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية بالآتي:

1.3. قرار الشراء:

يتم اتخاذ هذا القرار المتمثل في رغبة المستثمر في حيازة الأداة الاستثمارية، عندما تكون القيمة الحقيقية لهذه الأداة والمحسوبة في إطار العائد والمخاطرة أعلى من قيمتها السوقية، أي عندما تكون القيمة السوقية أقل من قيمة الأداة الاستثمارية مما يدفع المستثمر إلى شرائها بهدف تحقيق أرباح رأس مالية عند ارتفاع سعرها السوقي في المستقبل.

2.3. قرار عدم التداول:

عندما تكون الأداة الاستثمارية مقيمة بقيمتها الحقيقية؛ أي عندما يتساوى السعر السوقي للأداة المالية مع قيمتها الحقيقية؛ وبالتالي لا يكون لدى المستثمرين حافز لشراء أو بيع هذه الأداة، أو عندما تكون الاستثمارات الأخرى (الذهب، العقارات، العملات) أفضل من الاستثمار في الأسهم.

3.3. قرار البيع:

يتم اللجوء إلى هذا القرار عندما تكون القيمة السوقية للأداة المالية التي يملكها المستثمر أكبر من القيمة الحقيقية لها، مما يدفع المستثمر إلى اتخاذ قرار بيعها محققاً بذلك ربحاً يساوي الفرق بين قيمتها السوقية وقيمتها الحقيقية.

المبحث الثاني: أصناف المتداولين في السوق

تم تقسيم المتداولين في الأسواق المالية إلى ثلاثة أصناف حسب هدفهم من التداول وهي كما في الشكل التالي:



الشكل (2): أصناف المتداولين

المصدر: السحيباني، محمد. (2009). **المضاربة في الأسواق المالية مع الإشارة لحالة سوق الأسهم السعودية.** كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية – جامعة الإمام.

1. المتداول لمنفعة Utilitarian Trader:

تكون الغاية الأساسية لهذا النوع من المتداولين تحقيق الربح وعدد من المنافع الخاصة كما يفضلون السوق التي تتمتع بسيولة عالية والتي تعكس فيها الأسعار القيم الحقيقية للأدوات المالية (Harris, 1993).

ويندرج ضمن هذا التصنيف الأنواع التالية من المتداولين:

1.1. المستثمر Investor:

يتصف المستثمرون بتركيزهم على الاستثمار في الأجل الطويل وبعدم رغبتهم بتحمل مخاطر عالية حيث يقومون ببناء قرارهم الاستثماري بما يحقق لهم أكبر عائد، حيث إن الهدف الأساسي لهم هو المحافظة على رأس المال وتنميته (بن ضيف، 2008) ويستخدم هذا النوع من المتداولين استراتيجيات الاستثمار والتداول التي تعترف بكفاءة السوق .

2.1. المتحوط Hedger:

إن الغاية الأساسية للمتحوط هي الحد من المخاطر التي يتعرض لها في أثناء تداوله أو القضاء عليها بشكل كامل، ويتم ذلك باستخدام المشتقات المالية كالعقود الآجلة والخيارات والعقود المستقبلية (الفياض، 2014).

3.1. المقامر Gambler:

إن الغاية الأساسية للمقامرين هي الترفيه عن أنفسهم إضافة إلى الإثارة التي ترافق المراهنة على أحداث مستقبلية، حيث يسعى المقامرون إلى تحقيق أرباح مرتفعة بسرعة كبيرة ولكن مع ذلك لا يقومون بأي دراسات تؤدي إلى تحقيق هذا الربح المطلوب، وتعدّ نسبة المقامرين قليلة جداً إلى إجمالي المتداولين، ونجد أنهم يتميزون بكثرة تداولاتهم في المشتقات المالية، ومنه نجد أن المقامرين يَضُرون أنفسهم ولكنهم يجعلون السوق أكثر تقلباً (زيد، 2015) و(السحيباني، 2009).

4.1. الهاوي Fledgling:

وهم من يقومون بالتداول فقط من أجل التعلم فمنهم من يتقن التداول وبالتالي ينتقل من هاوٍ إلى متداول للربح، ومنهم من يفشل فيبتعد عن التداول، ومنهم وعلى الرغم من فشله يستمر بالتداول، وبالتالي يصنف ضمن المتداولين المسترسلين وتعدّ نسبة المتداولين الذين ينتقلون من هاوين إلى متداولين لأجل الربح قليلة تقدر بنحو 5% (السحيباني، 2010).

5.1. المتداول لمنفعة غيره Cross-Subsidizer:

وهو من يقوم بعملية التداول لصالح شخص آخر بدلا من قيامه بالتداول بأمواله الخاصة، وذلك مقابل عمولة محددة غالباً ما تتمثل بنسبة من الربح الذي يحققه، مثل مدير المحفظة المالية ومدير صندوق الاستثمار (Harris, 1993).

6.1. متجنب الضرائب Tax-Avoider:

يقوم هذا النوع من المتداولين باستغلال الثغرات الموجودة في النظام الضريبي، وذلك للعمل على تقليل الضرائب التي يتم دفعها سنوياً (السحيباني، 2009) ومنه نجد أن هذا النوع من المتداولين أحد أسباب ظهور أثر شهر في السنة وفقاً لفرضية البيع الخاسر لتجنب الضريبة.

2. المتداول للربح Profit-Motivated Trader:

غايتهم من التداول هي تحقيق الأرباح لذا نجد أنهم لا يقومون بالتداول إلا بسبب توقعاتهم بأنهم سوف يبيعون بسعر أعلى من سعر الشراء، وذلك بناءً على أسباب مقنعة، ويتم تصنيف المتداولين للربح إلى نوعين أساسيين هما(Harris, 2015):

1.2. التاجر Dealer:

يحقق التجار أرباحهم من خلال توفيرهم السيولة للآخرين حيث يتمتعون بامتيازات تداول خاصة تمكنهم من التداول بسرعة وكفاءة وبتكاليف منخفضة (Chae & Wang, 2004)،

حيث يسعون إلى تحقيق توازن بين العرض والطلب حيث إن مصدر ربحهم هو الفرق بين أفضل العروض والطلبات (السحيباني، 2010).

2.2. المضارب Speculator:

تكون الغاية الأساسية للمضاربة تحقيق أرباح سريعة من خلال تقلبات أسعار الأدوات المالية ويتصف المضارب باستعداده لتحمل درجات عالية من المخاطر (مطر، 2006)؛ ويمكن تقسيم المضاربين إلى:

1.2.2. المضارب المطلع Informed:

يقوم هذا النوع من المضاربين بعملية التداول بالاعتماد على المعلومات المتوافرة لديه فيما يتعلق بقيمة الورقة المالية (Harris, 2015). ويقسم المضاربون المطلّعون إلى الأنواع الآتية:

1.1.2.2. متداول القيمة Value Trader:

ويدعى أيضاً بالمحلل الأساسي حيث يقوم بدراسة البيانات المالية الحالية والسابقة للشركة المصدرة للأداة المالية إضافة إلى دراسة الأوضاع الاقتصادية والسياسية التي قد تؤثر على قيمتها (أبو الطيف، 2011) ويعتبر هذا النوع من المتداولين السبب في ظهور الحالات الشاذة المرتبطة بالتحليل الأساسي ويقومون باستخدام استراتيجيات التداول المبنية وفقاً للتحليل الأساسي في عملياتهم.

2.1.2.2. متداول الأخبار News Trader:

يقوم هذا المضارب بالتداول بعد ورود أخبار ومعلومات جديدة لم تنعكس بعد على الأسعار حيث يقوم بالتركيز على التنبؤ بالتغير الذي سيحصل على قيمة الأداة المالية بناءً على المعلومات والأخبار الواردة وقد تكون هذه المعلومات عامة أو خاصة (Harris, 2015) ويعتبر هذا النوع أيضاً سبباً في ظهور الحالات الشاذة المرتبطة بالتحليل الأساسي ويقومون باستخدام استراتيجية ورود المعلومات في عملياتهم.

3.1.2.2. المحلل الفني للمعلومات Information-Oriented Technical Trader:

يختلف هذا النوع من المضاربين عن المحللين الأساسيين بأنه لا يعتمد بشكل أساسي على المعلومات الأساسية للأداة المالية إنما يبني تداولاته بناءً على دراسة المعلومات التاريخية والتحركات في الماضي وتحليلها حيث يقوم بالربط بين المتغيرات في الفترات التاريخية والفترة الحالية (الماضي، 2009) ويعتبر هذا النوع من المتداولين السبب في ظهور الحالات الشاذة المرتبطة بالتحليل الفني والحالات الشاذة التقويمية ويقومون باستخدام استراتيجيات التداول المبنية وفقاً للتحليل الفني واستراتيجيات التداول المبنية على الحالات لشاذة التقويمية في عملياتهم.

4.1.2.2. الموازن Arbitrageur:

يبني المضارب الموازن تداولاته من خلال مقارنته لأسعار الأدوات المالية مع ما يماثلها من الأدوات، كمقارنة أسهم الشركات المتماثلة في الصناعة أو من خلال مقارنة سعر الأداة في مختلف الأسواق المدرجة فيها حال إدراجها في عدد من الأسواق (Harris, 2015).

2.2.2. المضارب المتطفل Parasitic: وينقسم إلى نوعين:

1.2.2.2. متوقع الأوامر Order Anticipator:

يقوم هذا النوع من المضاربين بالتنبؤ باستراتيجيات التداول التي ينوي المتداولون تنفيذها وبناءً على ذلك يقوم بتنفيذ العملية التي تحقق له الربح، مع الإشارة إلى أن هذا النوع من التداول يجعل الأسعار أكثر تقلباً والأسواق أقل كفاءة وينقسم إلى (Harris, 2002):

1. المستبق Front-Runner:

يقوم المضارب المستبق بتنفيذ التداولات التي ينوي المتداولون الآخرون تنفيذها قبلهم بعد أن علم نيّتهم بتنفيذها ومن الممكن أن يكون السماسرة أحد طرق معرفته بِنِيَّتهم هذه.

2. المحلل الفني للنفسيات Trader Technical Sentiment-Oriented:

يعتمد في عمليات التداول التي يقوم بها على التنبؤ بحركة الأسعار واتجاهات التداول من خلال توقعاته للعمليات التي سيقوم بها المتداولون غير المطلعين بناءً على تحليله لنفسياتهم ومشاعرهم ويعتبر هذا النوع من المتداولين السبب في ظهور الحالات الشاذة المرتبطة بالطقس وبعض الحالات التقويمية كأثر ماقبل العطل ويقومون باستخدام استراتيجيات التداول المبنية وفقاً للحالات الشاذة في عملياتهم.

3. المبتز Squeezer:

هذا النوع من المضاربين يقوم باستغلال التداولات التي اضطر متداولون آخرون على القيام بها مع الإشارة إلى أنه غالباً ما يكون للمبتز دور في اضطرارهم بسبب احتكاره للسوق، بحيث يجبرون على التداول معه من أجل إغلاقهم لمراكزهم المالية وفقاً للأسعار التي يفرضها هذا المضارب.

2.2.2.2. المضارب المغرر Bluffer:

يقوم المتداولون باستغلال المعلومات التي يستطيعون الحصول عليها في اتخاذ قراراتهم المتعلقة ببيع وشراء الأدوات المالية، ولكن يختلف هذا النوع عن بقية المتداولين بأنهم يقومون باختلاق المعلومة التي يريدونها؛ إما من خلال القيام بنشر معلومات غير صحيحة، أو القيام بعمليات تؤدي إلى إظهار معلومات لا تمثل الواقع مما يؤثر على قرارات بقية المتداولين بالشكل الذي يخدم مصلحته محققاً بذلك الربح الذي يريده، أي إنه يقوم بصناعة المعلومة التي يرغب بها ويقسم هؤلاء المضاربون إلى نوعين (الجريش، 2018):

1. ناشر الإشاعة Rumormonger:

يسعى هذا النوع من المضاربين إلى التأثير على تصرفات المتداولين في السوق المالي، وذلك من خلال القيام بالتصريح بمعلومات غير صحيحة والعمل على نشر إشاعات تؤدي إلى قيام المتداولين باتخاذ قرارات بما يفيد مصلحته.

2. المتلاعب Manipulator:

يقوم المضارب المتلاعب بالقيام بعمليات تداول فعلية بشكل يفسد معلومات بقية المتداولين مثل عمليات البيع الصوري، بحيث يقومون ببيع الأوراق المالية لشخص آخر ومن ثم إعادة شرائها ليتبين للمتداولين في السوق وجود زيادة على التعاملات على هذه الأوراق المالية؛ ويدرج تحت هذا التصنيف كافة المضاربين الذين يقومون بأي من أشكال التلاعب المدرجة في قرارات تنظيم السوق المالي.

3. المتداول المسترسل Futile Trader:

تتصف توقعات هذا النوع من المتداولين للأسعار بأنها توقعات غير رشيدة إما بسبب عدم قدرتهم على الوصول إلى المعلومات التي تساعدهم في اتخاذ قرارات سليمة أو عدم امتلاكهم القدرة والمهارة في تحليل المعلومات المتوافرة أو بسبب اعتمادهم في إجراء عمليات التداول على مستشارين أو سماسرة أو مديري محافظ أو صناديق لا يقومون بالتصرف بناءً على مصلحة المتداول، وبالتالي تؤدي بهم القرارات الخاطئة التي يتخذونها إلى دخول السوق أو الخروج منه في أوقات غير صحيحة، ويعتقد هذا النوع من المتداولين بأنهم متداولون للربح ولكنهم ليس كذلك فعلى الرغم من أنه من الممكن أن يحققوا ربحاً من بعض المتداولين ولكن هذه الأرباح لا تكون كافية لتغطية خسائرهم أمام المتداولين الأكثر مهارة (Harris, 1993).

المبحث الثالث:

استراتيجيات الاستثمار والتداول في سوق الأوراق المالية

1. العوامل التي ينبغي مراعاتها عند اتخاذ قرار استثماري:

يمكن القول أن استراتيجيات الاستثمار والتداول هي عبارة عن خطة لكيفية التعامل مع الأسهم، حيث إنها مجموعة موضوعية من قواعد البيع والشراء من أجل إدارة الأموال المتاحة وتحقيق الأرباح؛ وعند رغبة المستثمر في القيام باستثمار مدخراته واتخاذ قرار استثماري ينبغي رسم استراتيجية تراعي عدداً من العوامل وهي (العشيبي، 2016):

1.1. تنويع الاستثمار:

أي القيام بالاستثمار باستخدام أدوات الاستثمار مختلفة وفي شركات متنوعة وذلك لتقليل المخاطر وتجنب الخسائر الكبيرة.

2.1. مدة الاستثمار:

حيث إنه هناك تواريخ استحقاق لبعض الأدوات الاستثمارية، لذا ينبغي العمل على التوفيق بين تواريخ الاستحقاق والتدفقات النقدية للحفاظ على درجة سيولة تناسب المستثمر.

3.1. حدود الانكشاف:

هي الحدود التي ينبغي على المستثمر عدم تجاوزها مع جهة معينة سواء كانت شركة أم سوقاً أم فرداً بغرض الحد من درجة المخاطرة سواء كانت بالإقراض أم البيع أم الشراء.

4.1. درجة التصنيف الائتماني:

أي السمعة الائتمانية والمركز المالي للشركة، حيث إنه يتم تصنيف معظم الشركات المصدرة للأدوات الاستثمارية من قبل شركات عالمية متخصصة.

تختلف الاستراتيجيات التي يتبعها المستثمرون وذلك وفقاً لاختلاف سلوكهم واحتياجاتهم ورغباتهم واعتقاداتهم، وقد قسم زيد (2015) هذه الاستراتيجيات وفقاً لاعترافها بنظرية كفاءة الأسواق المالية إلى:

1. استراتيجيات تعترف بكفاءة السوق
2. استراتيجيات لا تعترف بكفاءة السوق
   a. الاستراتيجيات المبنية وفقاً للتحليل الأساسي
   b. الاستراتيجيات المبنية وفقاً للتحليل الفني
   c. الاستراتيجيات المبنية وفقاً للحالات الشاذة في السوق المالي

2. الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق:

تدعى بالاستراتيجيات السلبية أو الاستراتيجيات الساكنة (Passive Strategy): حيث إنه وفقاً لنظرية الكفاءة يستحيل على المستثمر تحقيق أرباح غير عادية وذلك لأن الأوراق المالية تعكس المعلومات كافة، وبالتالي تكون مقيمة بقيمتها العادلة وبالتالي فالاستراتيجية المتبعة هي استراتيجية الشراء والاحتفاظ (Buy–and–Hold Strategy) أي يقوم المستثمر بالشراء عندما تتوافر لديه سيولة، ويقوم بالبيع عندما يرغب في الحصول على السيولة، وذلك لأنه يرى أن السوق الكفء لن يمكنه من تحقيق أرباح غير عادية، ويتم بناءً على ذلك تكوين محافظ تترك لمدة طويلة نسبياً دون تعديلات تذكر حيث يتم تحديد هدف استثماري معين غالباً ما يكون الهدف بناء محفظة مطابقة لمؤشر السوق أو بناء محفظة مقاربة له مع الاحتفاظ بالأوراق المالية بعد شرائها لمدة زمنية طويلة من دون تداولات تذكر إلا في حالة إعادة استثمار الأرباح أو عملية إعادة موازنة بسيطة من أجل مواكبة الهدف، ولذلك فهي في الغالب تدعى أيضا بمحافظ المؤشر ويقاس أداؤها بناءً على قدرتها في تحقيق عوائد مطابقة لعوائد المؤشر (بن لطرش، 2019)، (زيد، 2015).

ولكي تحقق هذه الاستراتيجية قدراً من التميز ينبغي مراعاة عدد من الاعتبارات منها (هندي، 2006):

1. تنويع الاستثمارات: حيث إنه كلما زاد تنوع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها.
2. مستوى المخاطر: حيث يرتبط مستوى المخاطر بمدى رغبة المستثمر بالمخاطرة وبناءً عليه يتم تشكيل المحفظة، الاعتبارات الضريبية حيث يتم الأخذ بالحسبان معدل الضريبة على الأرباح الموزعة ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية التي تنجم عن ارتفاع أسعار الأسهم.
3. السيولة: التي تعني مدى سرعة بيع المستثمر للورقة المالية دون خسائر تذكر.
4. توقيت الاستثمار: حيث إنه ينبغي ألا يؤثر توقيت الاستثمار على القرار الاستثماري في ظل استراتيجية الشراء والاحتفاظ؛ لأن القيمة السوقية للأسهم في السوق الكفء قريبة من قيمتها الحقيقية، وبالتالي يقوم المستثمر بالشراء عندما تتوافر لديه نقود ويبيع عندما يحتاج لها.

3. الاستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة السوق:

تدعى بالاستراتيجيات النشطة للاستثمار (Active Strategy) حيث يرى المستثمرون بأن القيمة السوقية للأسهم لا تعكس قيمتها الحقيقية، وذلك بسبب اختلاف طرق تحليل المعلومات وفقاً للمستثمر وعدم قدرة المستثمرين على الحصول على المعلومات نفسها في الوقت ذاته وهذا ما يمكنهم من تحقيق أرباح غير عادية. تعرف هذه الاستراتيجيات بأنها مدخل استثماري يعتمد على بيع وشراء الأسهم على أساس توقع تغّير قيمتها في المستقبل بهدف التفوق على عائد السوق (محفظة السوق) أو مؤشر السوق مما يدفع المستثمر أو مدير المحفظة الاستثمارية إلى استغلال آليات اختيار الأصول المالية وتوقيت البيع والشراء وعمليات البيع والشراء الدوري والمتكرر وتغيير تركيب المحفظة وأوزانها من أجل إضافة قيمة إلى

المحفظة على أساس معدل المخاطرة مقارنة بنتائج معدل عائد السوق، وتبنى الاستراتيجيات النشطة على أساسين الأساس الأول أن السوق غير كفوء أي أن هنالك أوراقاً مالية مُسَاء تسعيرها، وبالتالي يمكن للمستثمر أن يقوم باستغلال ذلك لتحقيق معدل عائد أعلى من متوسط عائد السوق. أما الأساس الثاني الذي تبنى عليه الاستراتيجيات النشطة فهو خبرات ومهارات المستثمر أو مدير المحفظة المتمثلة بدراسة السوق وتحليله وفقاً للتحليل الأساسي والتحليل الفني ونماذج التنبؤ بالفشل الذي يمكنه من انتقاء الأسهم التي تحقق أداءً فائقاً مقارنة بعائد السوق. ويتم الاعتماد على الاستراتيجيات النشطة للاستثمار في اختيار الأوراق المالية بعدد من الطرق وفقاً لآلية تحليل المستثمر للبيانات حيث يمكن للمستثمرين القيام ببناء محافظهم بالاعتماد على التحليل الأساسي أو التحليل الفني أو الحالات الشاذة وذلك بشكل يحقق هدفه في تحقيق معدل عائد يفوق معدل عائد السوق (العويسي، 2010)، (الزوبع، 2017):

1.3. الاستراتيجيات المبنية وفقاً للتحليل الأساسي:

يتم شراء الأسهم بعد دراسة الوضع الاقتصادي لكل من الدولة والقطاع الاقتصادي والشركة وجميع العوامل المؤثرة، وذلك للتنبؤ بسعر السهم المستقبلي ولمحاولة معرفة القيمة الحقيقية للسهم ومقارنتها مع السعر الحالي، حيث يتم شراء السهم في حال كان سعره أقل من قيمته الحقيقية وبيعه عند العكس (الربيعي وآخرون، 2018).

وثمة أسلوبان لتحليل البيانات وهما (الزوبعي، 2017):

الأسلوب الأول: من الأعلى إلى الأسفل:

وفقاً لهذا الأسلوب يتم البدء بدراسة العوامل الاقتصادية على مستوى الدولة ومن ثم أثرها في القطاعات الاقتصادية ويتم اختيار الأصول المكونة للمحفظة على أساس توقعات المستثمر لأداء القطاعات الاقتصادية.

الأسلوب الثاني: من الأسفل إلى الأعلى:

يعتمد هذا الأسلوب على دراسة وتحليل الشركات وإداراتها وتكاليفها وإيراداتها ورأسمالها وعملياتها وموقعها التنافسي وغيرها من المعلومات المختلفة المتعلقة بوضع الشركة تحليلاً مفصلاً، وذلك للوصول للقيمة الحقيقية للأسهم والعمل على شراء الأسهم المقيمة بأقل من قيمتها وإعادة بيعها عندما يتم إعادة تقييمها في السوق وتعتمد هذه الطريقة على خبرة المستثمر بشكل أساسي.

كما ترتبط بالحالات الشاذة الناتجة عن التحليل الأساسي، ومن الاستراتيجيات التي تعتمد على التحليل الأساسي:

1.1.3. استراتيجية الإصدار الجديدة:

بناءً على هذه الاستراتيجية يقوم المستثمر بشراء أسهم الشركات التي طرحت أسهمها للتداول أول مرة لأنها عادةً ما تكون مقيّمة بأقل من قيمتها الحقيقية، ويعود ذلك لسببين رئيسين هما المسؤولية القانونية التي قد يتعرض لها بنك الاستثمار ونقص المعلومات لدى بعض المستثمرين (هندي، 2006).

2.1.3. أسهم الشركات صغيرة الحجم:

وفقاً لأثر الحجم فإن الشركات صغيرة الحجم تحقق عائداً يفوق عائد أسهم الشركات الكبيرة لذلك يقوم صغار المستثمرين باستثمار أموالهم في أسهم هذه الشركات، ولكن وجهت عدد من الانتقادات لهذه الاستراتيجية منها مخاطر هذه الشركات أكبر وتكلفة المعاملات لأسهم هذه الشركات تكون مرتفعة عادةً لصعوبة تسويقها وارتفاع الهامش المطلوب من قبل صناع السوق الذين يتعاملون في تلك الأسهم، وكذلك بسبب ارتفاع معدل دوران هذه الأسهم داخل محفظة الأوراق المالية للمستثمر، أي تحقق أسهم الشركات صغيرة الحجم عائداً مرتفعاً، ولكن تكلفة المعاملات تخفض هذا العائد (لطرش، 2010).

3.1.3. استراتيجية الأرباح ومفاجآتها:

يقصد بمفاجآت الأرباح الفرق بين توقعات المستثمرين للأرباح والأرباح الفعلية وقد تكون هذه المفاجأة إما مفاجآت موجبة، وذلك عندما تكون الأرباح الفعلية أكبر من الأرباح المتوقعة أو مفاجآت سالبة عندما تكون الأرباح الفعلية المعلنة أقل من المتوقعة، وقد تم ملاحظة أن الأسهم التي تتعرض لمفاجآت موجبة متكررة تستمر بذلك ويمكن من خلال شرائها تحقيق عوائد عالية وبالتالي يقوم المستثمر بشرائها بهدف تحقيق هذه الأرباح (Douglas & Richard, 2000).

4.1.3. استراتيجية أسهم الشركات الخاسرة:

تقوم هذه الاستراتيجية على الاستثمار في أسهم الشركات التي حققت خسائر في سنة مالية محددة ومن المتوقع أن تحقق خسائر، حيث بيّنت الدراسات أن الاستثمار في أسهم شركات حققت خسائر يحقق ربحاً أكبر من الاستثمار في أسهم شركات رابحة. حيث إن تحقيق هذه الشركات لخسائر سيرفع معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم هذه الشركات، وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للأسهم بشرط أن تكون هذه المعلومات غير أكيدة، وبعد زوال حالة عدم التأكد وبعد تحقيق المنشأة للأرباح سينخفض معدل العائد المطلوب على الاستثمار، وبالتالي ترتفع القيمة السوقية للأسهم ارتفاعاً أكبر من ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركات الرابحة (لطرش،2010).

5.1.3. استراتيجية المضاعف:

تعتمد هذه الاستراتيجية على دراسة نسبة السعر إلى الأرباح خلال فترة زمنية سابقة حيث بيّنت الدراسات أن السهم الذي لديه نسبة (Price/Earnings) منخفضة سيحافظ على أرباحه ومن ثم لن يتراجع سعر السهم السوقي؛ وقد تبين أن اتباع هذه الاستراتيجية عند شراء الأسهم تحقق عوائد غير طبيعية (Pettersen, 2011).

6.1.3. استراتيجية الحياد السوقي:

حيث تعتمد هذه الاستراتيجية على القيام في الوقت ذاته بشراء الأسهم المتوقع أن تحقق أرباحاً عالية وبيع الاسهم المتوقع أن تحقق أرباح منخفضة؛ في حال القيام بالبيع أو الشراء وحده سيتعرض المستثمر إلى مخاطر عالية في حال كان توقعه غير صحيحاً ولكن عند القيام بالبيع والشراء معاً يعوض المركز الرابح المركز الخاسر (Fabozzi, 2009).

7.1.3. استراتيجية ورود المعلومات:

حيث يتم بيع الأسهم وشرائها وفقاً لهذه الاستراتيجية عند حدوث أو ردود معلومات هامة أو صدور بيانات اقتصادية أو نشر الشركة لمعلومات هامة، حيث يقوم المستثمرون بتحليل هذه البيانات وتوقع أثرها على السوق ككل أو الشركات بشكل خاص وبالتالي اتخاذ القرار بشراء الأسهم المتوقع ارتفاع أسعارها بعد هذه المعلومات وبيع الأسهم المتوقع انخفاض أسعارها (Penman, 1987).

8.1.3. استراتيجية الاستثمار القيمي:

والتي تقوم على شراء الأوراق المالية التي يكون سعرها أقل من قيمتها العادلة، وتعتمد هذه الاستراتيجية على تحديد السعر العادل باستخدام المنوال حيث إن القيمة العادلة للورقة المالية هي السعر الأكثر تكراراً خلال الفترة (بن لطرش، 2019).

2.3. الاستراتيجيات المبنية وفقاً للتحليل الفني:

يعتمد التحليل الفني على دراسة السوق وبياناته التاريخية من سعر وحجم التداول وتمثيلها بيانياً والقيام باستخدامها في التنبؤ بما ستؤول إليه الأسعار في المستقبل حيث يعتمد الفنيون على افتراض أن التاريخ يعيد نفسه (الربيعي وآخرون، 2018)، وترتبط الاستراتيجيات المبنية وفقاً للتحليل الفني بالحالات الشاذة الناتجة عن التحليل الفني ومن أشهر هذه الاستراتيجيات:

1.2.3. استراتيجية الزخم:

يتجسد مفهوم استراتيجية الزخم في شراء الأسهم التي كان أداؤها جيداً في الماضي (الأسهم الرابحة) خلال فترة ثلاثة شهور إلى اثني عشر شهراً، والاحتفاظ بها لمدة ثلاثة شهور إلى اثني عشر شهراً وبيع الأسهم الخاسرة في الماضي في الفترة نفسها؛ إن ذلك سيولد أرباحاً غير عادية خلال السنة الأولى؛ حيث تبدأ هذه الأرباح بالتلاشي في السنتين التاليتين والأسهم الرابحة تبقى رابحة، والأسهم الخاسرة تبقى خاسرة خلال هذه الفترات وتقسم استراتيجية الزخم إلى (العتيبي وآخرون، 2009):

- استراتيجية الثلاثة الأشهر السابقة: أي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لثلاثة أشهر سابقة، والاحتفاظ بها لمدة إما ثلاثة أو ستة أو تسعة أو اثني عشر شهراً لاحقة.
- استراتيجية الستة أشهر السابقة: أي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لستة أشهر سابقة، والاحتفاظ بها لمدة ثلاثة أو ستة أو تسعة أو اثني عشر شهراً لاحقة.
- استراتيجية التسعة أشهر السابقة: أي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لتسعة أشهر سابقة، والاحتفاظ بها لمدة ثلاثة أو ستة أو تسعة أو اثني عشر شهراً لاحقة.
- استراتيجية الاثني عشر شهراً السابقة: أي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لاثني عشر شهراً سابقة، والاحتفاظ بها لمدة ثلاثة أو ستة أو تسع أو اثني عشر شهراً لاحقة.

2.2.3. الاستراتيجية العكسية:

حيث يقوم المستثمرون الذين يعتمدون على هذه الاستراتيجية في الاستثمار أو التداول بالسير عكس السوق حيث يقومون بشراء الأوراق المالية عندما يبدأ عدد كبير من المستثمرين ببيعها؛ لأنهم يرون أن هذا معناه أن الورقة وصلت أو ستصل قريباً لأدنى مستوى لها والعكس يتم بيع الأوراق المالية عندما يتوجه عدد كبير من المستثمرين إلى شرائها ويعود هذا إلى رأيهم

بأن الورقة ستصل قريباً أو أنها وصلت فعلاً إلى أعلى مستوى، وقد تبين أن هذه الاستراتيجية تحقق أرباحاً غير عادية على المدى الطويل (الربيعي وآخرون، 2018).

3.2.3. استراتيجية قاعدة المرشح:

وفقاً لهذه الاستراتيجية يتم شراء أو بيع الورقة المالية عندما يصل سعرها إلى سعر معين تم دراسته وتحديده وفقاً لأسلوب التحليل الفني، وتعد هذه الاستراتيجية من أبسط وأشهر الاستراتيجيات التي تعتمد على التحليل الفني في بيع الأسهم وشرائها (الزوبعي، 2017).

3.3. الاستراتيجيات المبنية على الحالات الشاذة التقويمية في السوق المالي:

يسعى بعض المستثمرين إلى تحقيق أرباح غير عادية وذلك من خلال استغلال الحالات الشاذة التقويمية وتتنوع الاستراتيجيات المبنية على أساس التقويم تبعاً لتنوع الحالات الشاذة، فهناك استراتيجية يوم في الأسبوع والاستراتيجية الشهرية والاستراتيجية اليومية واستراتيجية شهر في السنة حيث يطبق المستثمرون مبدأ الشراء في أوقات انخفاض السعر والبيع في أوقات ارتفاعه لتحقيق أرباح عالية (Kuria & Riro, 2013)، وذلك بعد إجراء الدراسات والتأكد من وجود الأثر المحدد في السهم المراد التداول به ومن هذه الاستراتيجيات:

1.3.3. استراتيجية التداول اليومي:

حيث تعد هذه الاستراتيجية من أشهر الاستراتيجيات المبنية على الحالات الشاذة، حيث تقوم هذه الاستراتيجية على شراء الأوراق المالية وبيعها في ذات اليوم وتعتمد على عامل أساسي هو التقلب "حجم تحركات السوق" (wang & et, 2021)، ويتم استغلال أثر خلال اليوم عند اتخاذ القرار بالبيع والشراء وفقاً لهذه الاستراتيجية (Tissaoui, 2012).

2.3.3. استراتيجية التداول بناءً على أثر شهر رمضان:

حيث تعتمد على القيام بشراء الأسهم قبل شهر رمضان والعمل على بيعها خلال شهر رمضان عند ارتفاع الأسعار وخاصة فيما يتعلق بأسهم المصارف الإسلامية التي تبين ارتفاع أسعارها خلال هذا الشهر (Alatiyat, 2014).

3.3.3. استراتيجية التداول بناءً على أثر يوم في الأسبوع:

بيّن Kuria & Riro (2013) أنه عند وجود دليل على وجود "تأثير يوم من الأسبوع" ضمن السوق أو أحد الأسهم؛ إمكانية اعتماد استراتيجية تداول لبيع الأوراق المالية في يوم الجمعة الذي يرتفع فيه سعر السهم والشراء في يوم الإثنين الذي ينخفض فيه سعر السهم من أجل تحقيق أرباح غير عادية.

4. بناء استراتيجية تداول بالاعتماد على الآثار الشهرية:

مما سبق يمكننا بناء استراتيجيات تداول تعتمد على الآثار الشهرية يتم اتباعها في حال التأكد من وجود الأثر في السوق لتحقيق أرباح غير عادية، حيث إنه في حال وجود أثر منتصف الشهر يتم الشراء في النصف الثاني من الشهر عند انخفاض الأسعار والبيع في النصف الأول من الشهر عند ارتفاع الأسعار أما في حال وجود أثر دوران الشهر يتم البيع في فترة دوران الشهر عند ارتفاع الأسعار أما الشراء فيتم في بقية أيام الشهر عند انخفاض الأسعار.

5. الخاتمة:

يمكن القول بأن الحالات الشاذة والتي يعدّ وجودها انتقاداً لنظرية السير العشوائي أي دليل على عدم كفاءة السوق المالي على المستوى الضعيف تمثل فرصة للمتداولين تمكنهم من تحقيق أرباح غير عادية في حال استغلالها بالشكل الأمثل، وذلك من خلال الشراء في أوقات انخفاض سعر الورقة المالية والبيع في أوقات ارتفاعها.

الفصل الرابع:
الإطار العملي

المبحث الأول: مجتمع وعينة الدراسة

1. مقدمة:

تتسم أسواق الأوراق المالية العربية بعدم تنظيم مؤسسات الوساطة فيها إضافة إلى ضعف سيولتها وهو ما يجعل المستثمرين ينفرون منها، ولعل أهم ما يعوق أسواق الأوراق المالية العربية هو صغر حجمها والذي يعكس قلة الشركات المدرجة فيها وضعف التداول والذي يرجع إلى ضعف الادخار ومنه قلة الطلب أو ضعفه ويعود سبب تدني كفاءتها إلى ضعف الإفصاح والشفافية وغياب عدالة الحصول على المعلومات، والإشاعات وتسريب المعلومات (رضوان، 2014).

2. خصائص الأسواق المالية العربية:

بين كنعان (2018–2019)، وبن دحان (2013) أن الأسواق المالية العربية تعد أسواقاً ناشئة بسبب حداثة عهدها وانخفاض درجة السيولة وحجم التدالات فيها، وعلى الرغم من وجود اختلافات بين أسواق الأوراق المالية العربية إلا أن أغلبها تتميز بخصائص مشتركة يمكن تلخيصها فيما يلي:

1. ضآلة حجم السوق: يقاس حجم سوق الأوراق المالية من جانب العرض عادةً بواسطة عدد الشركات المدرجة في السوق أو مؤشر القيمة الرأسمالية للسوق، ومن خلال هذين المؤشرين تتضح محدودية أسواق الأوراق المالية العربية؛ أما من جانب الطلب يقاس بعدد أوامر الشراء وحجمه فنجد أنه متدنٍ في أسواق الأوراق المالية العربية، نتيجة عدد من الأسباب منها:

1. انخفاض متوسط الدخل والادخار الفردي داخل العديد من الدول العربية.
2. انخفاض الوعي الاستثماري لدى المواطنين في الدول العربية فيما يخص التعامل بالأدوات المالية الجديدة في أسواق الأوراق المالية العربية.

3. ميل أصحاب المدخرات منهم لاستثمارها في مجال العقارات أو الذهب أو توظيفها شكل وديعة مصرفية.
4. منافسة القطاع العام للأفراد في شراء الأوراق المالية القليلة المتوافرة داخل أسواق الأوراق المالية العربية.
5. إلزام بعض الحكومات المؤسسات المالية والمصرفية وشركات التأمين بشراء نسب معينة من الأوراق المالية الحكومية.

2. ضعف درجة السيولة: إن سيولة السوق تسهل عمليات تداول الأدوات المالية بيعاً وشراءً بشكل يقلل من المخاطر ويعطي مرونة أكبر للمتعاملين تساعدهم في وضع استراتيجيات محافظهم المالية، ونجد أن أسواق الأوراق المالية العربية منخفضة السيولة ويعود ذلك إلى انخفاض حجم تعاملاتها اليومي.

3. ارتفاع درجة التركز: وهو نسبة تداول الأسهم النشطة إلى حجم التداولات الإجمالي حيث تعاني كافة أسواق الأوراق المالية العربية من ارتفاع هذه النسبة والتي تشير إلى ضعف جاذبية أوراقها المالية.

4. ضعف الفرص المتاحة للتنويع: تتصف معظم أسواق الأوراق المالية العربية بأن خيارات التنويع أمام المستثمرين محدودة، حيث يؤدي ذلك إلى ارتفاع حجم الخطر الذي يتعرضون له.

5. التقلبات الشديدة في الأسعار: تعاني معظم أسواق الأوراق المالية العربية من تقلبات شديدة في الأسعار، ما قد يعرض المستثمرين لخسائر مرتفعة.

6. ضعف نشاط السوق الأولية: حيث إن الأسواق الأولية تتصف بتذبذب إصداراتها وضآلة أحجامها بسبب اعتماد المستثمرين على المصادر التقليدية لتمويل عجز السيولة ويرجع السبب بذلك إلى انخفاض الوعي المالي لديهم وعدم رغبتهم بالالتزام بقواعد الإفصاح والشفافية والخضوع لرقابة السلطات.

3. لمحة عن الأسواق موضع الدراسة:

1.3. سوق دمشق للأوراق المالية:

تم إحداث سوق دمشق للأوراق المالية، بموجب المرسوم التشريعي رقم /55/ لعام 2006 الذي نص على أن السوق تتمتع بالشخصية الاعتبارية، والاستقلال المالي والإداري، وتعمل تحت إشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وترتبط بها، ويكون المقر الرئيسي للسوق في مدينة دمشق. يدير السوق مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء، يسمَّون بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناءً على اقتراح من مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، كما يُعيَن مدير تنفيذي للسوق، ونائب له بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناءً على توصية من مجلس مفوضي الهيئة واقتراح من مجلس إدارة السوق؛ وقد بدأ التداول الفعلي في سوق دمشق بتاريخ 2009/3/10 ويقتصر التداول حالياً على أسهم الشركات المساهمة السورية[21]، كما بلغ عدد الشركات المدرجة وفقاً للبيانات المدرجة في صندوق النقد العربي والمتعلقة بأداء أسواق الأوراق المالية العربية 24 شركة وقد بلغت القيمة السوقية 1,783,545 مليون ليرة سورية[22].

2.3. بورصة عمان:

تأسست بورصة عمان في 11 آذار 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة، وفي 20 شباط 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة وتعد شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان. وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء تعينهم الهيئة العامة ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة[23]، كما بلغ عدد الشركات المدرجة وفقاً للبيانات المدرجة في

(21) https://www.dse.sy

[22] صندوق النقد العربي: النشرة الفصلية للربع الثاني لعام 2021.

(23) https://www.ase.com.jo

صندوق النقد العربي والمتعلقة بأداء أسواق الأوراق المالية العربية 180 شركة وقد بلغت القيمة السوقية 585.7 مليون دينار أردني[24].

3.3. البورصة المصرية:

أنشئت بورصة الاسكندرية رسمياً فى عام 1888 تلتها بورصة القاهرة فى عام 1903 وأصبح لكلا البورصتين كياناً مستقلاً خلال أربعينيات القرن العشرين، حيث صنّفت بورصة الاسكندرية فى المركز الخامس على مستوى العالم؛ وفي عام 1997 أعاد القرار الجمهورى رقم 51 لسنة 1992 تعريف الهيكل القانونى ككيان واحد باسم البورصة المصرية وعلى أن يديرها مجلس إدارة واحد يتكون من تسعة أعضاء. يوجد عدة أنواع من الأوراق المالية يتم التداول عليها بالبورصة المصرية وهي الأسهم (الأسهم العادية و السهم الممتازة) والسندات (السندات الحكومية وسندات الشركات) وصناديق الاستثمار المغلقة ووثائق صناديق الاستثمار[(25)] . كما بلغ عدد الشركات المدرجة وفقاً للبيانات المدرجة في صندوق النقد العربي والمتعلقة بأداء أسواق الأوراق المالية العربية 256 شركة وقد بلغت القيمة السوقية 667,304 مليون جنيه مصري[26].

4.3. بورصة الجزائر:

يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم، في الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم، تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 أيار 1993 وتحقق إنجازها في 25 أيار 1997؛ يتكون مجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة من البنوك الستة المساهمين الوسطاء في عمليات البورصة؛ وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها، وقد شرعت الشركة، منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية

[24] مرجع سابق.

(25) https://www.egx.com.eg

[26] مرجع سابق.

اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة[27]، كما بلغ عدد الشركات المدرجة وفقاً للبيانات المدرجة في صندوق النقد العربي والمتعلقة بأداء أسواق الأوراق المالية العربية 6 شركات وقد بلغت القيمة السوقية 44,205 مليون دينار جزائري[28].

5.3. بورصة الكويت:

تم افتتاح أول مقر لسوق الكويت للأوراق المالية في عام 1972 في مدينة الكويت، وقد كانت تصدر عنه نشرة يومية متضمنة أحجام التداولات وأسعارها إضافة لعدد الصفقات المبرمة، وفي نيسان 2014 أسست شركة بورصة الكويت للأوراق المالية بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة أسواق المال رقم 2013/37 الصادر بتاريخ 20 تشرين الثاني 2013، وتتولى مسؤولية إدارة عمليات سوق الأوراق المالية في الكويت؛ وقد أسهمت مساعي الشركة التطويرية والتحسينية في إعادة تصنيف سوق الكويت باعتباره سوقاً ناشئاً ضمن أعلى ثلاثة مؤشرات عالمية، ما يعزز مكانة الدولة كمركز مالي إقليمي رائد؛ وقد نجحت خصخصة بورصة الكويت لتصبح بورصة الكويت البورصة الوحيدة في الشرق الأوسط المملوكة للقطاع الخاص؛ يتكون مجلس إدارة السوق من ثمانية أعضاء، جميعهم غير تنفيذيين ومن بينهم ثلاثة أعضاء مستقلين[29]، كما بلغ عدد الشركات المدرجة وفقاً للبيانات المدرجة في صندوق النقد العربي والمتعلقة بأداء أسواق الأوراق المالية العربية 216 شركة وقد بلغت القيمة السوقية 3,881 مليون دينار كويتي[30].

(27) http://www.sgbv.dz/

[28] مرجع سابق.

(29) https://www.boursakuwait.com.kw

[30] مرجع سابق.

6.3. بورصة بيروت:

هي سوق الأوراق المالية الوحيدة العاملة في لبنان وهي مؤسسة عامة. يحكمها أحكام المرسوم التشريعي رقم 120 تاريخ 16 أيلول 1983 (المعدل بالمرسوم 4729 تاريخ 1988/3/30 واللائحة 418 تاريخ 1995/5/15) والمرسوم 7667 تاريخ 1995/12/16 حيث أعيد فتحها في أيلول 1995 لتعود التعاملات فيها في كانون الثاني 1996، وتعدّ من أوائل البورصات في الوطن العربية،يدير السوق لجنة تضم رئيس ونائب رئيس وثمانية أعضاء يعيّنون بموجب مرسوم صادر عن مجلس الوزراء بناءً على تنسيب من وزير المالية، حيث إن جميع أعضاء مجلس الإدارة هم شركات مساهمة لبنانية[31]، كما بلغ عدد الشركات المدرجة وفقاً للبيانات المدرجة في صندوق النقد العربي والمتعلقة بأداء أسواق الأوراق المالية العربية 28 شركة وقد بلغت القيمة السوقية 17,053,941 مليون ليرة لبنانية[32].

(31) http://www.bse.com.lb

[32] مرجع سابق.

4. مقارنة بين الأسواق المالية العربية موضع الدراسة خلال سنوات الدراسة:

الجدول (1): مقارنة بين القيم السوقية الأجمالية لأسواق الأسهم موضع الدراسة/ مليون دولار أمريكي

السوق	دمشق	عمان	مصر	الجزائر	الكويت	بيروت
2021	3,461	22,529	42,412	330	123,307	9,022
2020	2,808	18,193	41,195	326	106,249	6,724
2019	2,059	21,022	42,358	372	118,067	7,759
2018	1,296	22,724	41,791	369	94,399	9,675
2017	1,538	23,938	44,433	85	92,578	11,473
2016	339	24,487	34,463	88	87,288	11,903
2015	611	25,367	54,913	91	87,767	11,088
2014	860	25,494	69,908	111	100,334	11,222
2013	964	25,761	61,517	125	108,352	10,545
2012	1,043	26,971	61,621	127	79,375	10,421
2011	1,528	27,210	48,679	136	86,295	10,285
2010	3,078	30,904	84,109	106	113,883	12,676

من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المدرجة في النشرات الربعية لصندوق النقد العربي

من خلال الجدول رقم (1) الذي يتضمن مقارنة بين القيم السوقية الأجمالية لأسواق الأسهم موضع الدراسة يتبين أن أكبر الأسواق المدروسة من حيث القيمة السوقية هي بورصة الكويت تليها بورصة مصر وأصغر الأسواق بورصة الجزائر يليها سوق دمشق ونلاحظ من خلال البيانات وجود انخفاض ملحوظ في عام 2011 عن عام 2010 حيث يرجع ذلك إلى تأثر الأسواق المالية العربية بالاضطرابات التي شهدتها عدد من الدول العربية خلال هذه الفترة

والتي أثارت مخاوف المستثمرين[33]، كما نلاحظ وجود انخفاض ملحوظ بدأ منذ نهاية عام 2014 الذي يعود سببه إلى التراجع الحاد في مستويات أسعار النفط العالمية وحالة عدم الاستقرار التي شهدتها الأسواق المالية العالمية[34] وكذلك أيضاً في ما يتعلق بالانخفاض الحاصل في نهاية عام 2018 الذي يعود سببه إلى تأثر الأسواق بتراجع مستويات النفط العالمية والتطورات الاقتصادية الدولية غير المواتية[35].

الجدول (2): مقارنة بين عدد الشركات المدرجة في الأسواق موضع الدراسة

السوق	دمشق	عمان	مصر	الجزائر	الكويت	بيروت
2021	24	180	256	6	216	28
2020	24	180	256	5	216	28
2019	24	191	248	2	216	28
2018	24	196	256	2	216	30
2017	24	194	257	2	216	30
2016	24	224	222	2	216	30
2015	24	228	222	2	216	30
2014	23	236	215	2	216	30
2013	22	240	212	2	210	28
2012	22	243	213	2	219	28
2011	21	247	214	2	216	25
2010	20	277	212	2	214	24

من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المدرجة في النشرات الربعية لصندوق النقد العربي

[33] صندوق النقد العربي: النشرة الفصلية للربع الأول لعام 2011.

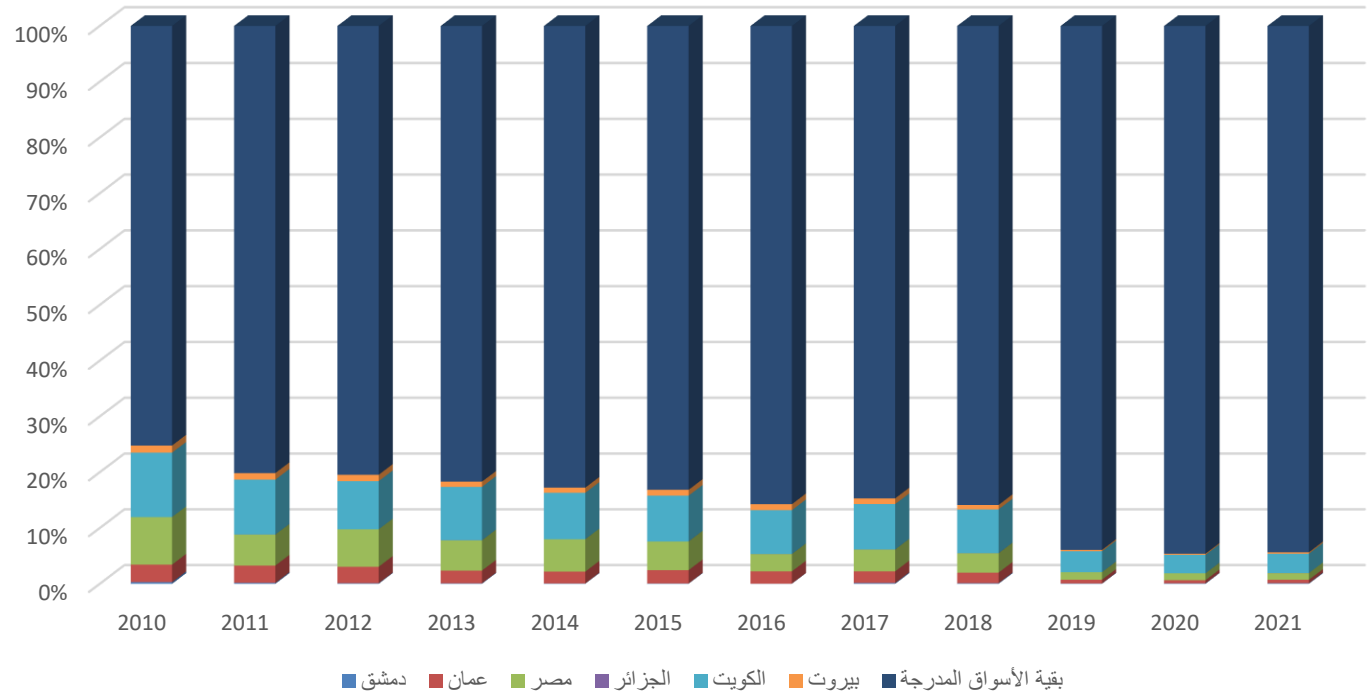
[34] صندوق النقد العربي: النشرة الفصلية للربع الأول لعام 2015.

[35] صندوق النقد العربي: النشرة الفصلية للربع الرابع لعام 2018.

من خلال الجدول رقم (2) الذي يتضمن مقارنة بين عدد الشركات المدرجة في الأسواق موضع الدراسة يتبين أن أكبر الأسواق المدروسة من حيث عدد الشركات المدرجة هي بورصة مصر تليها بورصة الكويت أما أصغر الأسواق فهو بورصة الجزائر يليه سوق دمشق، ونلاحظ من خلال البيانات وجود انخفاض في عدد الشركات المدرجة في بورصة مصر بدأ في عام 2011، حيث يرجع ذلك إلى الانسحاب الملحوظ للمستثمرين الأجانب في هذا السوق بسبب الاضطرابات في المنطقة[36].

[36] صندوق النقد العربي: النشرة الفصلية للربع الأول لعام 2011.

الشكل (3): مقارنة بين الأحجام النسبية للأسواق المالية موضع الدراسة بالنسبة للدول المدرجة في صندوق النقد العربي



من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المدرجة في النشرات الربعية لصندوق النقد العربي

من خلال الشكل رقم (3): الذي يتضمن مقارنة بين الأحجام النسبية للأسواق المالية موضع الدراسة بالنسبة للدول المدرجة في صندوق النقد العربي يتبين أن أكبر الأسواق المدروسة من حيث الحجم النسبي هي بورصة الكويت تليها بورصة مصر وأصغر الأسواق بورصة الجزائر يليها سوق دمشق.

المبحث الثاني: منهجية الدراسة الإحصائية

1. متغيرات الدراسة:

تم استخدام العوائد اليومية لمؤشرات أسواق دمشق وعمان ومصر والجزائر والكويت وبيروت كمتغيرات تابعة والتي تم حسابها باستخدام أسعار المؤشرات من خلال المعادلة التالية(Dallas & Hamid, 2019):

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

حيث إن:

R_t: عائد المؤشر في اليوم t.

P_t: سعر المؤشر في اليوم t.

P_{t-1}: سعر المؤشر في اليوم السابق ل t.

أما فيما يتعلق بالمتغيرات المستقلة فقد تم استخدام متغيرات وهمية (Dummy Variables)، حيث تأخذ هذه المتغيرات عند دراسة أثر دوران الشهر القيمة 1 في أيام دوران شهر وهي آخر يوم تداول في الشهر وأول أربعة أيام في الشهر الذي يليه، وتأخذ القيمة 0 في بقية الأيام (Fosback, 1976).

أما عند دراسة أثر منتصف الشهر فستأخذ هذه المتغيرات القيمة 1 في أيام النصف الأول من الشهر (الأيام من 1 حتى 15) والقيمة 0 في أيام النصف الثاني (الأيام من 16 حتى 31) (Lakonishok & Smidt, 1988)، ومن ثم سيتم دراسة النصف الثاني من الشهر حيث ستعطى القيمة 0 في أيام النصف الأول من الشهر والقيمة 1 في أيام النصف الثاني.

2. الاختبارات الإحصائية:

يتم التحقق من أن الأسواق موضع الدراسة هي أسواق كفؤة على المستوى الضعيف، حيث يتم أولاً اختبار التوزيع الطبيعي والارتباط الذاتي واختبار الاستقرار (جذر الوحدة) وفي حال اختلال أحد اختبارات العلاقة الخطية السابقة يتم البحث عن بيئة أفضل لدراسة علاقة المتغيرات وذلك بعيداً عن طريقة المربعات الصغرى الخطية.

1.2. اختبار التوزيع الطبيعي:

لاختبار التوزيع الطبيعي سيتم استخدام اختبار Jarque–Bera، وذلك للتحقق من الفرضيتين التاليتين:

H_0: البيانات تتبع للتوزيع الطبيعي ويتحقق ذلك عند Jarque–Bera<5.99

H_1: البيانات لا تتبع للتوزيع الطبيعي ويتحقق ذلك عند Jarque–Bera>5.99

حيث يقوم الاختبار على قياس مدى اقتراب مقاييس النزعة المركزية للعينة المدروسة، وخصوصاً معاملي الالتواء (Skweness) والتفلطح (Kurtosis)، مع معاملات عينة موزعة طبيعياً بنفس المتوسط والتباين (Ciuiu,2008).

2.2. اختبار الارتباط الذاتي:

يشير الارتباط الذاتي إلى وجود ارتباط بين القيم المشاهدة لنفس المتغير، وفي نماذج الانحدار عادةً ماتشير مشكلة الارتباط الذاتي إلى وجود ارتباط بين القيم المتتالية للحد العشوائي وفي هذه الحالة تكون قيمة معامل الارتباط (أو معامل التغاير) بين القيم المتتالية للحد العشوائي غير مساوية للصفر؛ حيث إن وجود مشكلة الارتباط الذاتي يعدّ خللاً لأحد الافتراضات التي تقوم عليها طريقة المربعات الصغرى كما يعتبر خللاً لفرضية السير العشوائي (عطية، 2005).

سيتم التحقق من وجود الارتباط الذاتي بواسطة اختبار Correlogram ويمكن تحديد وجود ارتباط ذاتي من خلال قيمة الاحتمالية أي في حال كانت أقل من 5% فإن الارتباط الذاتي معنوي عند مستوى معنوية 5%.

3.2. الاستقرار واختبار جذر الوحدة:

لاستخدام السلسلة الزمنية في التحليل والتنبؤ لا بد أن تكون السلسلة في حالة استقرار، ويطلق على السلسلة أنها مستقرة إذا توافرت فيها الشروط التالية:

1. ثبات المتوسط عبر الزمن.
2. ثبات التباين عبر الزمن.
3. أن يكون التغاير بين أي قيمتين لنفس المتغير معتمداً على الفجوة الزمنية بين القيمتين وليس على القيمة الفعلية للزمن الذي يحسب عنده التغاير (عطية، 2005).

وسيتم التحقق من استقرار السلسلة بواسطة اختبار Kwiatkowski–Phillips–Schmidt–Shin test statistic (KPSS) حيث يختلف هذا الاختبار عن معظم اختبارات جذر الوحدة، في أن وجود جذر الوحدة ليس هو الفرضية الصفرية بل هو الفرضية البديلة

أي أن:

H_0: لا يوجد جذر وحدة (السلسلة مستقرة).

H1: يوجد جذر وحدة.

يتم رفض الفرضية الصفرية إذا كانت الإحصائية المحسوبة أكبر من القيمة الحرجة (الجدولية)، ويتم قبول الفرضية الصفرية إذا كانت الإحصائية المحسوبة أصغر من القيمة الحرجة (الجدولية) (زايد، 2019).

4.2. اختبار تجانس تباين الخطأ للبواقي ARCH test:

يستخدم هذا الاختبار لاختبار عشوائية أخطاء السلسلة الزمنية، أي اختبار أن الأخطاء تتبع توزيعاً طبيعياً متماثلاً مستقلاً، حيث يتم تقدير المعادلة قيد الدراسة بطريقة المربعات

الصغرى ثم الاحتفاظ بالأخطاء الناتجة عن هذا التقدير للقيام بانحدار مربعاتها على ثابت وعلى مربعاتها للفترات السابقة.

حيث إن فرضيات الاختبار هي:

H_0: لا يوجد أثر ARCH أي البواقي متجانسة وأخطاء الفترات السابقة لاتؤثر على الخطأ الحالي.

H_1: يوجد أثر ARCH أي البواقي غير متجانسة ومرتبطة ذاتياً (محمد ويادكار، 2015).

3. نماذج الدراسة:

بسبب اختلال شروط العلاقة الخطية (التوزيع الطبيعي، عدم وجود ارتباط ذاتي، الاستقرار) سيتم البحث عن بيئة أكثر ملاءمة من أجل دراسة علاقة المتغيرات باستخدام نماذج تدرس السلاسل الزمنية غير الخطية، وسيتم استخدام النماذج التالية بحثاً عن أفضل بيئة:

1.3. نماذج الانحدار الذاتي والمتوسطات المتحركة المختلطة ARMA(p,q):

إن هذا النموذج عبارة عن نموذج مركب من نموذجين هما نموذج الانحدار الذاتي Auto Regressive ونموذج المتوسط المتحرك Moving Average يتم استخدامه في عملية التحليل الإحصائي للبيانات، حيث تشير (p) إلى عدد معالم الانحدار الذاتي وتعبر عن مدى تأثير قيم الأيام السابقة على قيم اليوم، و(q) إلى معالم المتوسطات المتحركة التي تعبر عن مدى قابلية التنبؤ بقيمة المؤشر بالمستقبل من قيمته الحالية، حيث إنه يوضح البيانات ويتم استخدامه في التنبؤ بالقيم المستقبلية، ويتم اللجوء إلى هذا النموذج عند اختلال شروط العلاقة الخطية ومن فوائد النموذج المركب أنه يؤدي إلى تخفيض معالم النموذج (Whittle, 1951) و(الطيب،2014).

2.3. نماذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم التجانس Autoregressive Conditional Heteroscedastic (ARCH):

لوحظ في بعض النماذج التي تستعمل السلاسل الزمنية، وخاصة تلك المتعلقة بالمعطيات المالية، وجود التشتت في الأخطاء؛ وقد يعكس ظهور هذا التشتت في بعض الأحيان تقلباً غير نظامي عبر الزمن للمتغير التابع؛ ويعد الشكل البسيط للنموذج ARCH من الدرجة ($q\geq1$) واحد من النماذج التي تتعامل مع هذا نوع من البيانات (Engle, 1982) ومما يؤخذ على هذا النموذج في الأعمال التطبيقية أن التوسع في قيم (p) قد ينتج عنه قيم لـ α سالبة وهذا ما يناقض إحدى فرضيات النموذج، ولمواجهة هذه المشكلة تم اقتراح ما يعرف بنموذج الانحدار الذاتي المعمم مشروطا بعدم التجانس (GARCH) (محمد ويادكار، 2015).

3.3. نماذج الانحدار الذاتي المعمم المشروط بعدم التجانس Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedastic (GARCH):

في هذا النموذج تمت إضافة حدود الانحدار الذاتي AutoRegressive إلى نموذج ARCH (زايد، 2019).

4.3. نماذج الانحدار الذاتي المعمم الأسي مشروطة بعدم التجانس Exponential Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedastic (EGARCH):

في هذا النموذج يعتمد التباين الشرطي على إشارة ومدى التمثيلات السابقة لحدود الخطأ، وذلك لأن في هذا النموذج يكون المتغير التابع هو لوغاريتم التباين الشرطي وبهذا يتمكن النموذج من تجاوز قيود مشكلة نموذج ARCH والذي يشترط ان تكون معلمات النموذج موجبة (السلماني، 2019)، في النماذج EGARCH (p,q) يمكن أن تكون المعلمات موجبة أو سالبة، وهذا يسمح بنمذجة مختلف التأثيرات السلبية والإيجابية للصدمات على التباين الشرطي ومختلف أنواع عدم التناظر (زايد، 2019).

5.3. نماذج الانحدار الذاتي المعمم العتبة مشروطة عدم التجانس Threshold Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedastic (TGARCH):

يتم في هذا النموذج تجزئة التمثيلات السابقة لحدود الخطأ العشوائية حسب إشارتها وبالتالي نحصل على مستويات مختلفة من التقلبات حسب الإشارة وحسب سعة الصدمة (السلماني، 2019)، وعند $\beta_j = 0$ يتحول نموذج TGARCH إلى نموذج Threshold Autoregressive Conditional Heteroscedastic TARCH نموذج الانحدار الذاتي العتبة مشروط عدم التجانس (زايد، 2019).

4. اختيار النموذج الأفضل:

ويتم اعتماد النموذج الأفضل بالنسبة لكل من النماذج السابقة بالاعتماد على قيم المعايير التالية (السلماني، 2019):

1.4. Akaikes Information criterion (AIC):

يعد هذا المعيار مقياساً للجودة النسبية للنماذج الإحصائية لمجموعة معينة من البيانات. قدّمه Akaike (1974) وهو يوفر وسيلة لاختيار النموذج الأفضل، حيث إنه يقوم بالمفاضلة بين مدى تناسب النموذج وتعقيده؛ حيث يكون أفضل نموذج هو النموذج ذو القيمة الأدنى لمعيار AIC (حموي، 2018).

2.4. Schwarz Information criterion (SIC):

قدّمه Schwarz (1978) ويعد مقياساً يساعد على اختيار النموذج الأفضل بين عدد من النماذج، ويأخذ في الاعتبار مدى ملائمة النقاط للنموذج وعدد المعلمات المستخدمة في النموذج؛ وباستخدام هذا المعيار يكون أفضل نموذج هو النموذج الذي لديه أدنى قيمة لمعيار SIC (حموي، 2018).

3.4. Hannan–Quinn Criterion (H–Q):

قدمه Hannan & Quinn (1979) وكلما كانت قيمة هذا المعيار أقل كلما كان النموذج أفضل.

مع الإشارة إلى إنه في حال وجود اختلاف بين قيم المعايير سيتم الاعتماد على معيار Schwarz Information criterion.

المبحث الثالث: التحليل الإحصائي للبيانات

نظراً لأن سلاسل مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق موضع الدراسة هي سلاسل غير مستقرة سيتم استخدام سلاسل العوائد حيث إن سلاسل العوائد هي أكثر استقراراً؛ وللتحقق من ذلك سيتم دراسة الخصائص الإحصائية لسلاسل عوائد كل من سوق دمشق وعمان ومصر والجزائر والكويت وبيروت، وذلك من تاريخ 2010/1/1 حتى 2021/6/30 من أجل اختبار مدى كفاءة الأسواق على المستوى الضعيف وذلك عن طريق استخدام المعادلة التالية (Dallas & Hamid, 2019):

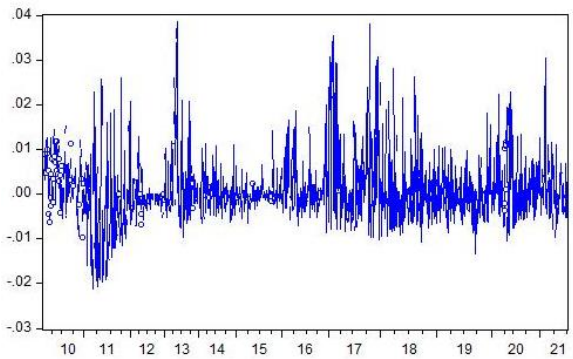
$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

ومن ثم سيتم اختيار النموذج الأفضل للدراسة باستخدام نماذج (ARMA، GARCH/TARCH، EGARCH) ليتم بعدها اختبار وجود أثري منتصف الشهر ودوران الشهر في الأسواق السابقة.

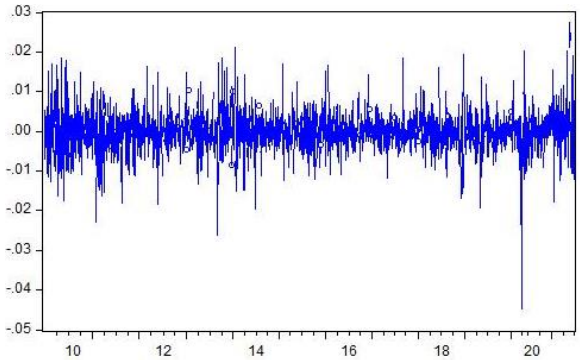
1. دراسة الخصائص الإحصائية لسلاسل عوائد مؤشرات الأسهم:

الرسم البياني:

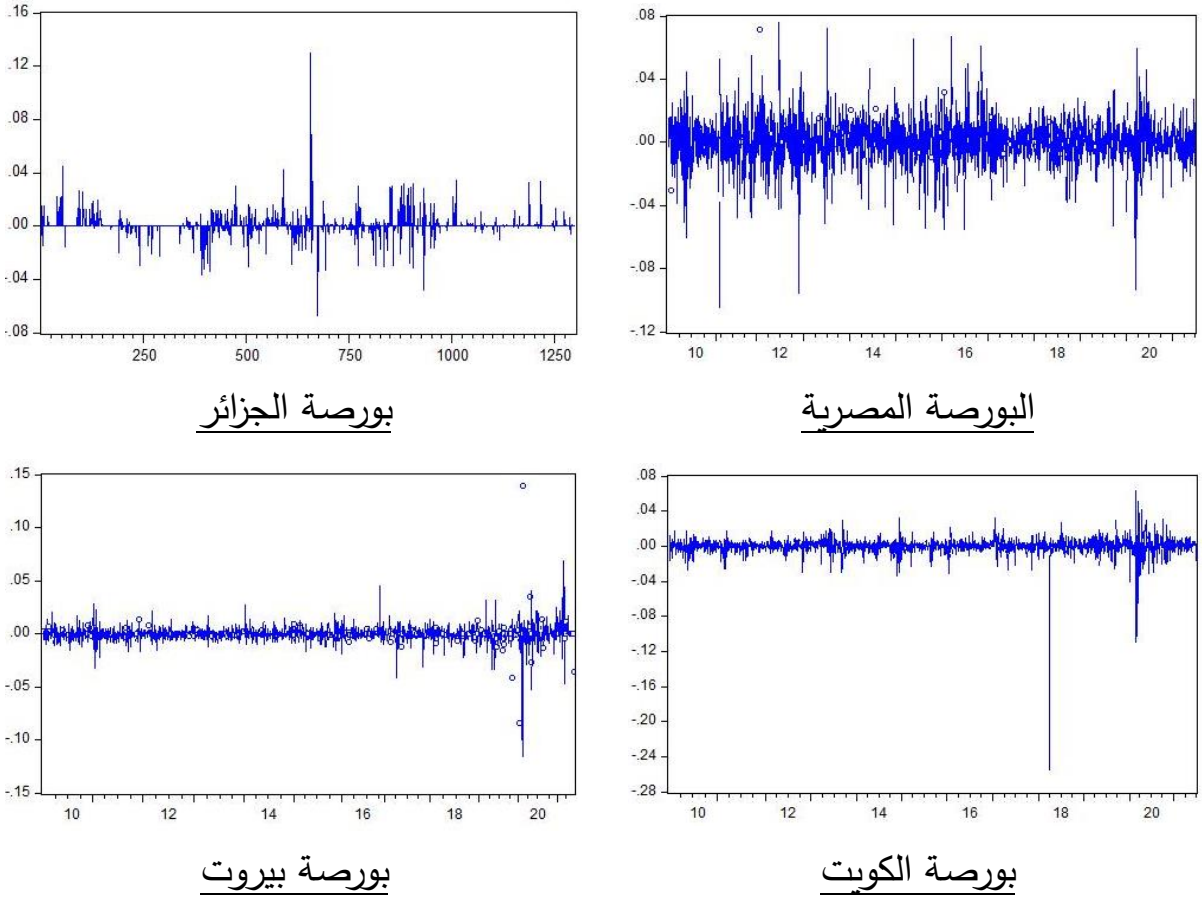
الشكل (4): الرسم البياني لسلاسل عوائد مؤشرات أسعار الأسهم الأسواق موضع الدراسة خلال الفترة من 2010/1/1 وحتى 2021/6/30



سوق دمشق للأوراق المالية



بورصة عمان

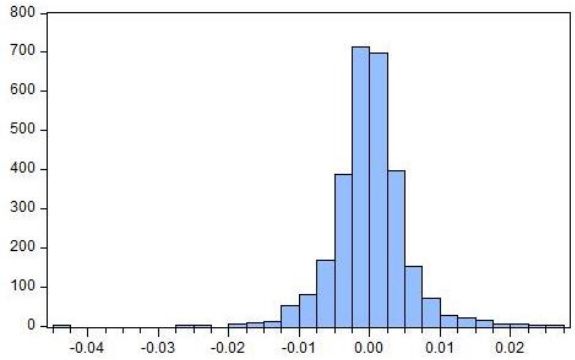


المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

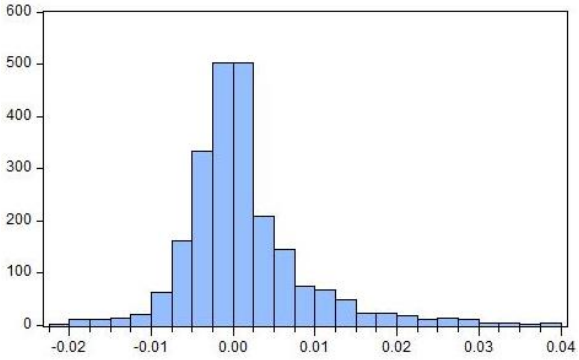
من خلال الشكل (4) المتضمن الرسم البياني لسلاسل عوائد مؤشرات أسعار الأسهم الأسواق موضع الدراسة خلال الفترة من 2010/1/1 وحتى 2021/6/30 يتبين لنا أن سلاسل العوائد هي سلاسل مستقرة وسيتم دراسة الخصائص الاحصائية لها.

1.1. اختبار التوزيع الطبيعي والتحليل الوصفي:

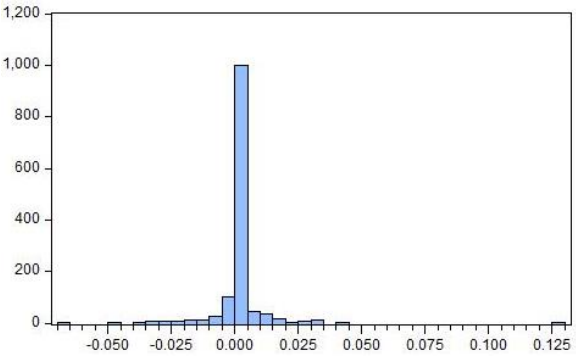
الشكل (5): اختبار التوزيع الطبيعي لسلاسل عوائد مؤشرات أسهم الأسواق موضع الدراسة من 2010/1/1 وحتى 2021/6/30



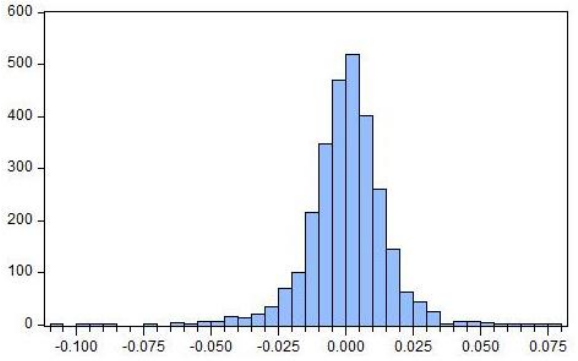
بورصة عمان



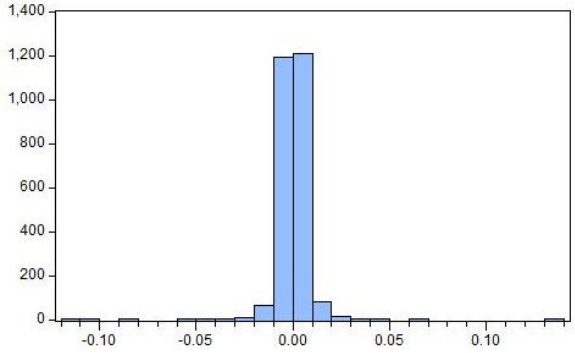
سوق دمشق للأوراق المالية



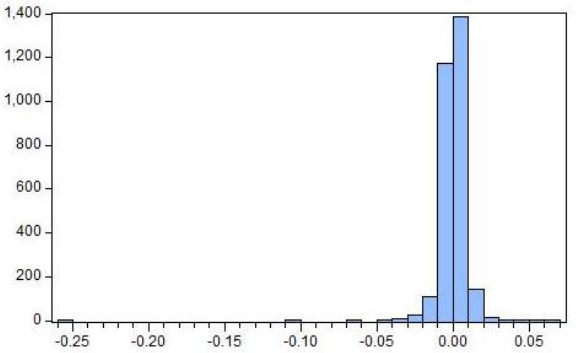
بورصة الجزائر



البورصة المصرية



بورصة بيروت



بورصة الكويت

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

الجدول (3) التحليل الوصفي لسلاسل عوائد مؤشرات أسهم الأسواق موضع الدراسة						
السوق	**دمشق**	**عمان**	**مصر**	**الجزائر**	**الكويت**	**بيروت**
المتوسط الحسابي	0.001	−0.0000582	0.00028	0.00045	0.0000414	−0.0002
الوسيط	0	−0.0000595	0.00072	0	0.000366	0
أعلى قيمة	0.0387	0.027498	0.075885	0.12962	0.063373	0.1392
أدنى قيمة	−0.021	−0.044832	−0.105213	−0.0669	−0.2544	−0.115
الانحراف المعياري	0.0073	0.004944	0.01434	0.00796	0.009173	0.0076
الالتواء	1.3855	−0.078216	−0.542032	2.94086	−9.08789	−0.146
التفلطح	7.0932	8.234662	8.618151	66.5968	229.2737	91.961
Jarque−Bera	2315	3227.145	3800.431	220614	6151413	854064
الاحتمالية	0	0	0	0	0	0

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال الشكل رقم 5 والجدول رقم 3 اللذان يبينان نتائج اختبار التوزيع الطبيعي نجد أن قيم المتوسط قريبة جداً من قيم الوسيط كما نرى أن أكبر متوسط للعوائد بين الأسواق المدروسة كان في سوق دمشق للأوراق المالية وثاني أقل انحراف معياري في سوق دمشق للأوراق المالية وذلك بعد بورصة عمان مما يبين لنا انخفاض المخاطرة في سوق دمشق للأوراق المالية، كما نجد أن أعلى انحراف معياري كان في البورصة المصرية وأدنى متوسط عوائد كان في بورصة بيروت.

وبالنظر إلى قيم الالتواء التي ينبغي أن تساوي الصفر في التوزيع الطبيعي، يتبين لنا أن المنحني ملتوٍ نحو اليسار في كل من سوق دمشق والجزائر ونحو اليمين في بقية الأسواق.

أما بالنسبة لقيم التفلطح التي ينبغي أن تساوي 3 في التوزيع الطبيعي، نجد أن عوائد الأسواق موضع الدراسة كافة متفلطحة نحو الأعلى.

وبالنظر إلى قيم اختبار Jarque–Bera نجد أنها أكبر من 5.99 في الأسواق كافة، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة التي تفيد بأن سلاسل عوائد الأسواق موضع الدراسة لا تخضع للتوزيع الطبيعي، كما يؤكد ذلك قيمة الاحتمالية حيث إنها أصغر من 5%.

2.1. اختبار الارتباط الذاتي:

من خلال الاختبار المرفق ضمن الملحق (2) يتبين أن سلاسل العوائد لبورصة الجزائر غير مرتبطة ذاتياً و ذلك لثلاث فترات تأخير، أما بقية الأسواق موضع الدراسة فهي سلاسل مرتبطة ذاتياً حيث إن قيمة الاحتمالية أصغر من 5% وبالتالي فإن أسعار اليوم ترتبط بأسعار الأيام السابقة ويتبين لنا بالتالي عدم كفاءة هذه الأسواق على المستوى الضعيف نظراً لإمكانية التنبؤ بالقيم المستقبلية للعوائد بالاعتماد على القيم السابقة.

3.1. اختبار الاستقرار:

الجدول (4) اختبار KPSS لسلاسل عوائد مؤشرات أسهم الأسواق موضع الدراسة

السوق	دمشق	عمان	مصر	الجزائر	الكويت	بيروت
مع ثابت						
قيمة T المحسوبة	0.253173	0.218	0.115993	0.113834	0.086723	0.150777
1% level	0.739	0.739	0.739	0.739	0.739	0.739
5% level	0.463	0.463	0.463	0.463	0.463	0.463
10% level	0.347	0.347	0.347	0.347	0.347	0.347

الجدول (4) اختبار KPSS لسلاسل عوائد مؤشرات أسهم الأسواق موضع الدراسة						
السوق	دمشق	عمان	مصر	الجزائر	الكويت	بيروت
مع ثابت واتجاه عام						
قيمة T المحسوبة	0.128542	0.115	0.106206	0.114085	0.044628	0.140383
1% level	0.216	0.216	0.216	0.216	0.216	0.216
5% level	0.146	0.146	0.146	0.146	0.146	0.146
10% level	0.119	0.119	0.119	0.119	0.119	0.119

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

لاختبار استقرار سلاسل عوائد مؤشرات كل من سوق دمشق وعمان ومصر والجزائر والكويت وبيروت تم استخدام اختبار Kwiatkowski–Phillips–Schmidt–Shin test statistic مع ثابت ومن ثم مع ثابت واتجاه عام،، وكانت النتائج كما في الجدول (4) حيث تبين أن القيم المحسوبة أصغر من القيم النظرية عند مستوى دلالة 5% في الأسواق كافة، وبالتالي فإن سلاسل عوائد مؤشرات الأسواق موضع الدراسة كافة هي سلاسل مستقرة ولا تحتوي على جذر وحدة مما يعني أن التغيرات في أسعار الأسهم ليست عشوائية ومنه هذه الأسواق غير كفؤة على المستوى الضعيف نظراً لأن ذلك يخالف نظرية الحركة العشوائية للأسعار.

من خلال اختبارات التوزيع الطبيعي والارتباط الذاتي والاستقرار التس تم تطبيقها على سلاسل عوائد مؤشرات الأسهم تبين لنا أن كافة الأسواق موضع الدراسة هي أسواق غير كفؤة على المستوى الضعيف، وبالتالي من الممكن ظهور الحالات الشاذة في الأسواق موضع الدراسة كافة وهو ما سيتم اختباره لاحقاً.

ونظراً لاختلال شروط العلاقة الخطية في الأسواق كافة سيتم البحث عن نموذج أكثر ملاءمة لدراسة علاقة المتغيرات بعيداً عن طريقة المربعات الصغرى الخطية وذلك باستخدام نماذج (ARMA، GARCH/TARCH، EGARCH).

2. اختيار النموذج الأفضل للدراسة:

1.2. بيئة ARMA:

تم الدخول بدايةً إلى نموذج ARMA والاعتماد على التجربة في تحديد قيم معاملات p وq الأفضل وذلك بالاعتماد على قيم المعايير (Akaike info، Schwarz، Hannan–Quinn)، حيث إن النموذج الأفضل هو الذي تكون فيه قيم هذه المعايير أقل ما يمكن:

الجدول (5): قيم معايير (Akaike info، Schwarz، Hannan–Quinn) لنماذج ARMA

السوق	النموذج[37]	R C AR(1)	R C AR(1) AR(2)	R C AR(1) MA(1)	R AR(1)
سوق دمشق للأوراق المالية	Akaike info	−7.49729	−7.496828	−7.496932	−7.49344
	Schwarz	−7.489731	−7.48675	−7.486854	−7.4884
	Hannan–Quinn	−7.494533	−7.493151	−7.493255	−7.4916
بورصة عمان	Akaike info	−7.81333	−7.81379	−7.814041	−7.813944
	Schwarz	−7.80702	−7.80536	−7.805619	−7.809733
	Hannan–Quinn	−7.81105	−7.81075	−7.811002	−7.812425
بورصة مصر	Akaike info	−5.696392	−5.69604	−5.69641	−5.69686
	Schwarz	−5.690004	−5.68752	−5.68789	−5.6926
	Hannan–Quinn	−5.694085	−5.69296	−5.69333	−5.69532

(37) تمت كتابة النموذج وفقاً لما يتم إدراجه ضمن برنامج Eviews 10.

الجدول (5): قيم معايير (Akaike info، Schwarz، Hannan-Quinn) لنماذج ARMA					
السوق	النموذج[37]	R C AR(1)	R C AR(1) AR(2)	R C AR(1) MA(1)	R AR(1)
بورصة الجزائر	Akaike info	-6.82625	-6.82726	-6.82499	-6.8245
	Schwarz	-6.8143	-6.81134	-6.80907	-6.81654
	Hannan-Quinn	-6.82177	-6.82129	-6.81902	-6.82152
بورصة الكويت	Akaike info	-6.5602	-6.5597	-6.56	-6.56089
	Schwarz	-6.55396	-6.55137	-6.55168	-6.55673
	Hannan-Quinn	-6.55795	-6.55669	-6.557	-6.55939
بورصة بيروت	Akaike info	-6.93556	-6.93546	-6.9353	-6.93556
	Schwarz	-6.92877	-6.92641	-6.92625	-6.93103
	Hannan-Quinn	-6.9331	-6.93218	-6.93202	-6.93392

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال الجدول رقم (5) نجد أن النموذج الأفضل في سوق دمشق للأوراق المالية هو R C AR(1) أي ARMA (1,0) مع ثابت النموذج أما في بقية الأسواق فالنموذج الأفضل هو R AR(1) أي ARMA (1,0) دون ثابت.

وللتحقق سيتم اختبار استقرار البواقي:

حيث إن النماذج السابقة التي تم اختيارها بناءً على أقل قيمة للمعايير تعد نماذج مبدئية وينبغي دراسة البواقي الناتجة من عملية التقدير حيث إن البواقي هي عبارة عن الفرق بين القيم المشاهدة للسلسلة التي تم تحليلها والقيم المقدرة لهذه المشاهدات، أي ينبغي أن تحقق الفروض النظرية الموضوعة والخاصة بالتغيرات العشوائية، ويجب ألا تظهر هذه البواقي أي خلل واضح

في هذه الفروض وأهمها استقرار البواقي وتم ذلك بواسطة اختبار ARCH وكانت النتائج كالتالي:

الجدول (6): نتائج اختبار ARCH لنماذج ARMA الأفضل.				
السوق	Heteroskedasticity Test: ARCH			
سوق دمشق	F-statistic	162.3254	Prob. F(1,2271)	0
بورصة عمان	F-statistic	185.2134	Prob. F(1,2821)	0
بورصة مصر	F-statistic	201.6201	Prob. F(1,2783)	0
بورصة الجزائر	F-statistic	0.000193	Prob. F(1,1295)	0.9889
بورصة الكويت	F-statistic	5.066421	Prob. F(1,2862)	0.0245
بورصة بيروت	F-statistic	294.2457	Prob. F(1,2587)	0

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال الجدول رقم (6) نجد أن الاحتمالية في كل من سوق دمشق وبورصة عمان وبورصة مصر وبورصة الكويت وبورصة بيروت أقل من 5%، وبالتالي يتم رفض فرضية العدم أي يوجد أثر ARCH.

ومنه نجد أن ARMA(1,0) مع ثابت في سوق دمشق وأن ARMA(1,0) دون ثابت في كل من بورصة عمان وبورصة مصر وبورصة الكويت وبورصة بيروت ليست النمذج الأمثل لاستخدامها في الدراسة حيث إن البواقي غير مستقرة، وبالتالي سيتم الدخول إلى بيئة ARCH بحثاً عن النوذج الأفضل.

أما في بورصة الجزائر فإن الاحتمالية أكبر من 5% وبالتالي يتم قبول فرضية العدم وبالتالي لا وجود لأثر ARCH ومنه فإن النموذج ARMA(1,0) دون ثابت هو النموذج الأمثل في بورصة الجزائر وسيتم اعتماده لاختبار فرضيات الدراسة.

2.2. بيئة ARCH:

حيث تم الاعتماد على أسلوب التجربة في اختيار النموذج الأفضل من بين النماذج GARCH/TARCH وEGARCH عند q=1 وp=1 وذلك مع التجربة في توزيعات الأخطاء حيث إن النموذج الأفضل هو الذي تكون فيه قيم المعايير (Akaike info، Schwarz، Hannan–Quinn) أقل ما يمكن وفي حال اختلاف هذه المعايير تم الاعتماد على معيار (Schwarz).

الجدول (7): قيم معايير (Akaike info، Schwarz، Hannan–Quinn) لنماذج GARCH/TARCH وEGARCH

السوق	model	GARCH/TARCH			EGARCH		
	error distribution	normal	student's t	generalized Error	Normal	student's t	generalized Error
سوق دمشق	Akaike info	-7.082293	-6.799726	-7.912314	-7.859425	-7.928869	-7.918515
	Schwarz	-7.069691	-6.784603	-7.897191	-7.844302	-7.911226	-7.900872
	Hannan–Quinn	-7.077696	-6.794209	-7.906797	-7.853908	-7.922433	-7.912078
بورصة عمان	Akaike info	-7.804136	-7.72285	-8.046616	-7.966301	-8.05153	-8.043523
	Schwarz	-7.795711	-7.71232	-8.036085	-7.95577	-8.03889	-8.030887
	Hannan–Quinn	-7.801096	-7.71905	-8.042816	-7.962501	-8.04697	-8.038964
بورصة مصر	Akaike info	-5.67825	-5.56815	-5.944835	-5.9015	-5.96521	-5.955771
	Schwarz	-5.66973	-5.5575	-5.934185	-5.89085	-5.95243	-5.942991
	Hannan–Quinn	-5.67518	-5.56431	-5.94099	-5.89766	-5.9606	-5.951157
بورصة الكويت	Akaike info	-6.64118	-6.510713	-7.464133	-6.88712	-7.483502	-7.440573
	Schwarz	-6.63285	-6.500308	-7.453728	-6.87671	-7.471016	-7.428087
	Hannan–Quinn	-6.63817	-6.506961	-7.460382	-6.88337	-7.479	-7.436071
بورصة بيروت	Akaike info	-6.92305	-6.74037	-7.931423	-7.42616	-7.9155	-7.965346
	Schwarz	-6.914	-6.72906	-7.920108	-7.41484	-7.90192	-7.951768
	Hannan–Quinn	-6.91977	-6.73627	-7.927323	-7.42206	-7.91058	-7.960426

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال الجدول رقم (7) نجد أن أدنى قيم للمعايير كانت للنماذج ARMA(1,0) EGARCH(1,1) مع ثابت في سوق دمشق للأوراق المالية وذلك بتوزيع أخطاء student's t، و ARMA(1,0) EGARCH(1,1) دون ثابت وذلك بتوزيع أخطاء student's t في كل من بورصة عمان للأوراق المالية وبورصة مصر وبورصة الكويت و ARMA(1,0) EGARCH(1,1) دون ثابت وذلك بتوزيع أخطاء generalized Error في بورصة بيروت، وبالتالي فإن هذه النماذج تعتبر النماذج الأفضل للدراسة وللتحقق سيتم اختبار استقرار البواقي بواسطة اختبار ARCH:

الجدول (8): نتائج اختبار ARCH لنماذج EGARCH الأفضل

السوق	Heteroskedasticity Test: ARCH			
سوق دمشق	F-statistic	0.045547	Prob. F(1,2270)	0.831
بورصة عمان	F-statistic	1.066986	Prob. F(1,2820)	0.3017
بورصة مصر	F-statistic	1.749514	Prob. F(1,2782)	0.186
بورصة الكويت	F-statistic	0.000639	Prob. F(1,2861)	0.9798
بورصة بيروت	F-statistic	0.379476	Prob. F(1,2586)	0.5379

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال الجدول رقم (8) نجد أن قيم الاحتمالية في كل من سوق دمشق وبورصة عمان وبور مصر وبورصة الكويت وبورصة بيروت أكبر من 5%، فبالتالي يتم قبول فرضية العدم ولا وجود لأثر ARCH وهو ما يؤكد سلامة هذه النماذج التي ستستخدم في اختبار كل من أثر دوران الشهر ومنتصف الشهر.

ويمكن تلخيص ما سبق من خلال الجدول التالي:

الجدول (9): النماذج المثلى ومعادلاتها

السوق	النموذج	الثابت	المعادلة
سوق دمشق	ARMA(1,0) EGARCH(1,1)	مع ثابت	r = −0.000212338986522 + [AR(1)=0.514594627083] LOG(GARCH) = −0.659968247849 + 0.365146730202*ABS(RESID(−1)/@SQRT(GARCH(−1) + 0.0615369186365*RESID(−1)/@SQRT(GARCH(−(1) + 0.964007525465*LOG(GARCH(−1
بورصة عمان	ARMA(1,0) EGARCH(1,1)	دون ثابت	r = 0 + [AR(1)=0.0997100465311] LOG(GARCH) = −0.965468642289 + 0.298179260062*ABS(RESID(−1)/@SQRT(GARCH(−1) − 0.020530883347*RESID(−1)/@SQRT(GARCH(−(1) + 0.930806091013*LOG(GARCH(−1
بورصة مصر	ARMA(1,0) EGARCH(1,1)	دون ثابت	r = 0 + [AR(1)=0.195027977615] LOG(GARCH) = −0.844419675675 + 0.265391701009*ABS(RESID(−1)/@SQRT(GARCH(−1) − 0.108752676441*RESID(−1)/@SQRT(GARCH(−(1) + 0.92598115637*LOG(GARCH(−1
بورصة الجزائر	ARMA(1,0)	دون ثابت	r = 0 + [AR(1)=−0.0061171555551,UNCOND]
بورصة الكويت	ARMA(1,0) EGARCH(1,1)	دون ثابت	r = 0 + [AR(1)=0.123320101161] LOG(GARCH) = −1.15332155432 + 0.258489584715*ABS(RESID(−1)/@SQRT(GARCH(−1) − 0.0106594498591*RESID(−1)/@SQRT(GARCH(−(1) + 0.903375712824*LOG(GARCH(−1
بورصة بيروت	ARMA(1,0) EGARCH(1,1)	بدون ثابت	r = 0 + [AR(1)=−1.38941179221e−09] LOG(GARCH) = −1.08371845206 + 0.302686701833*ABS(RESID(−1)/@SQRT(GARCH(−1) + 0.0283511344406*RESID(−1)/@SQRT(GARCH(−(1) + 0.913278153722*LOG(GARCH(−1

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج مخرجات برنامج Eviews 10

حيث أن الجدول رقم (9) يبين النماذج المثلى لدراسة الحالات الشاذة في كافة الأسواق موضع الدراسة ومعادلاتها.

3. اختبار الحالات الشاذة موضع الدرسة:

1.3. اختبار أثر دوران الشهر:

تم إجراء الاختبار بين المتغير المستقل الذي هو عبارة عن متغير وهمي أعطي القيمة 1 في آخر يوم تداول من الشهر وأول أربعة أيام من الشهر التالي والقيمة 0 في بقية أيام الشهر والمتغير التابع وهو عبارة عن سلاسل العوائد بعد نمذجتها وذلك باستخدام برنامج Eviews 10 وكانت النتائج على الشكل الآتي:

الجدول (10): نتائج اختبار أثر دوران الشهر لعوائد الأسواق موضع الدراسة

السوق	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.	R-squared	Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat
دمشق	-1.56E-04	0.000186	-0.837887	0.4021	0.37	0.368	1.7234
عمان	2.20E-05	0.000156	0.140995	0.8879	0.03	0.026	1.8417
مصر	0.001208	0.000462	2.612854	0.009	0.05	0.045	1.9431
جزائر	0.000517	0.000302	1.712016	0.0871	-0	-0	1.9981
كويت	0.000324	0.000202	1.604492	0.1086	0.02	0.015	1.9792
بيروت	4.38E-12	4.31E-06	1.02E-06	1	-0	-0	2.1593

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال الجدول رقم (10) يتبين لنا مايأتي:

أن عوائد فترة دوران الشهر في سوق دمشق سالبة ولكنها ليست ذات دلالة إحصائية، أي ليس ثمة اختلاف ذو دلالة إحصائية بين عوائد فترة دوران الشهر وبقية أيام الشهر في سوق دمشق.

أن عوائد فترة دوران الشهر في كل من بورصة عمان والكويت وبيروت موجبة ولكنها ليست ذات دلالة إحصائية، أي ليس ثمة اختلاف ذو دلالة إحصائية بين عوائد فترة دوران الشهر وبقية أيام الشهر في كل من بورصة عمان والكويت وبيروت.

عوائد فترة دوران الشهر في بورصة مصر تختلف إحصائياً عن عوائد بقية أيام الشهر حيث إن القيمة الاحتمالية للعوائد في فترة دوران الشهر الشهر موجبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 1% وكذلك في بورصة الجزائر عند مستوى دلالة 10%، وقد يرجع ذلك إلى مستوى السيولة عند المستثمرين الأفراد الذي يرتفع خلال فترة دوران الشهر حيث تكون القيود التمويلية على المستثمرين الأفراد أقل في هذه الفترة من الشهر بسبب حصولهم على رواتبهم ومكافآتهم، وبالتالي يمكن تحقيق عوائد إيجابية عند البيع في أيام دوران الشهر، ولكن تبين قيمة R^2 المنخفضة وجود عوامل أخرى تفسر العوائد ولكنها غير مدرجة في النموذج.

2.3. اختبار أثر منتصف الشهر:

تم إجراء الاختبار باستخدام برنامج Eviews 10 بين المتغير المستقل الذي هو عبارة عن متغير وهمي أعطي القيمة 1 أيام النصف الأول من الشهر والقيمة 0 في أيام النصف الثاني من الشهر والمتغير التابع وهو عبارة عن سلاسل العوائد بعد نمذجتها ومن ثم تمت إعادة الاختبار بعد عكس المتغير المستقل حيث أعطي القيمة 1 أيام النصف الثاني من الشهر والقيمة 0 في أيام النصف الأول من الشهر وذلك لاختبار وجود أثر منتصف الشهر بشكل عكسي؛ وكانت النتائج على الشكل الآتي:

الجدول (11): نتائج اختبار أثر منتصف الشهر لعوائد الأسواق موضع الدراسة

السوق	Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.	R-squared	Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat
دمشق	النصف الأول	-0.000371	0.000183	-2.03002	0.042	0.3691	0.36852	1.72546
	النصف الثاني	0.000371	0.000183	2.031111	0.042	0.3691	0.36853	1.72547
عمان	النصف الأول	3.70E-05	0.000109	0.33885	0.735	0.0264	0.02603	1.84168
	النصف الثاني	-0.000229	0.000106	-2.16354	0.031	0.0271	0.02672	1.84311
مصر	النصف الأول	0.000575	0.000345	1.668176	0.095	0.0451	0.0448	1.94393
	النصف الثاني	0.000165	0.000344	0.480358	0.631	0.0451	0.04472	1.95351
جزائر	النصف الأول	6.17E-04	0.000313	1.969295	0.049	-0.0002	-0.00177	1.99826
	النصف الثاني	0.000298	0.000362	0.822178	0.411	-0.0025	-0.00403	1.99791
كويت	النصف الأول	5.50E-04	0.000143	3.858654	1E-04	0.0147	0.01436	1.97035
	النصف الثاني	0.000342	0.000138	2.476166	0.013	0.0168	0.01643	1.98419
بيروت	النصف الأول	7.38E-11	7.76E-06	9.51E-06	1	-0.0013	-0.00164	2.16622
	النصف الثاني	-6.58E-12	2.05E-06	-3.21E-06	1	-0.0033	-0.00374	1.94297

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال الجدول رقم (11) يتبين لنا ما يلي:

عوائد النصف الأول من الشهر في سوق دمشق تختلف إحصائياً عن عوائد النصف الثاني من الشهر حيث إن القيمة الاحتمالية للعوائد في أيام النصف الأول من الشهر معنوية

عند مستوى دلالة 5% وتتصف عوائد النصف الأول من الشهر أنها سالبة، كما أن عوائد النصف الثاني من الشهر في سوق دمشق تختلف إحصائياً عن عوائد النصف الأول من الشهر حيث إن القيمة الاحتمالية للعوائد في أيام النصف الثاني من الشهر معنوية عند مستوى دلالة 5% وتتصف عوائد النصف الثاني من الشهر أنها موجبة، وقد يرجع ذلك إلى اكتشاف الأثر والإعلان عنه مما أدى إلى انتقاله إلى فترة أخرى، أي أن المستثمرين باستطاعتهم تحقيق عوائد موجبة في حال قاموا بالشراء في النصف الأول من الشهر والبيع في النصف الثاني من الشهر، ولكن تبين قيمة R^2 المنخفضة وجود عوامل أخرى تفسر العوائد ولكنها غير مدرجة في النموذج.

عوائد النصف الثاني من الشهر في سوق عمان تختلف إحصائياً عن عوائد النصف الأول من الشهر حيث إن القيمة الاحتمالية للعوائد في أيام النصف الثاني من الشهر معنوية عند مستوى دلالة 5% وتتصف عوائد النصف الثاني من الشهر أنها سالبة، وقد يرجع ذلك إلى توقيت تدفقات النقدية للمستثمرين الأفراد حيث تزداد التدفقات النقدية بسبب الرواتب في مطلع الشهر مما يؤدي إلى توجيه جزء منها إلى الاستثمار أما في النصف الثاني من الشهر ونظراً لانخفاض السيولة لديهم قد يلجؤون إلى تسييل جزء من استثماراتهم مما يؤدي إلى زيادة العرض وبالتالي انخفاض الأسعار، وبالتالي فإن المستثمرين يستطيعون تحقيق عوائد موجبة في حال قاموا بالشراء في النصف الثاني من الشهر عند انخفاض الأسعار، ولكن تبين قيمة R^2 المنخفضة وجود عوامل أخرى تفسر العوائد ولكنها غير مدرجة في النموذج.

عوائد النصف الأول من الشهر في بورصة مصر تختلف إحصائياً عن عوائد النصف الثاني من الشهر حيث إن القيمة الاحتمالية للعوائد في أيام النصف الأول من الشهر موجبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 10% وكذلك في الجزائر عند مستوى دلالة 5%، وقد يرجع ذلك لسبب وجود أثر دوران الشهر في كلا السوقين ذاته، وبالتالي فإن المستثمرين يستطيعون تحقيق عوائد موجبة في حال قاموا بالبيع في النصف الأول من الشهر، ولكن تبين قيمة R^2 المنخفضة وجود عوامل أخرى تفسر العوائد ولكنها غير مدرجة في النموذج.

عوائد النصف الأول والنصف الثاني من الشهر في بورصة الكويت موجبة وذات دلالة إحصائية، حيث إن القيمة الاحتمالية للعوائد في أيام النصف الأول من الشهر معنوية عند مستوى دلالة 1% أما في أيام النصف الثاني من الشهر فهي معنوية عند مستوى دلالة 5%، وقد يرجع ذلك إلى إفصاح الشركات عن بياناتها في كلا نصفي الشهر، وبالتالي فإن المستثمرين بإمكانهم تحقيق عوائد موجبة في حال استثمروا في النصف الأول أو في النصف الثاني من الشهر، ولكن تبين قيمة R^2 المنخفضة وجود عوامل أخرى تفسر العوائد ولكنها غير مدرجة في النموذج.

ليس ثمة اختلاف ذو دلالة إحصائية بين عوائد النصف الأول وعوائد النصف الثاني من الشهر في بورصة بيروت.

المقارنة بين النتائج:

تبين نتائج الدراسة وجود أثر دوران الشهر ومنتصف الشهر موجباً في كل من بورصة مصر والجزائر على الرغم من وجود اختلاف بين كل من البورصتين حيث أن بورصة مصر ثاني أكبر الأسواق المدروسة من حيث القيمة السوقية والعدد أما بورصة الجزائر فهي الأصغر، كما تبين عدم وجود أثر دوران في كل من سوق دمشق وبورصة عمان وبورصة بيروت وبورصة الكويت على الرغم من اختلاف الوضع الاقتصادي في دول هذه الأسواق وتباين القيم السوقية وعدد الشركات في هذه الأسواق، أما فيما يتعلق بأثر منتصف الشهر فاختلفت النتائج حيث تبين وجود أثر عكسي في سوق دمشق، وأثر سالب في النصف الثاني من الشهر في بورصة عمان وموجباً في كلا النصفين في بورصة الكويت وعدم وجوده في بورصة بيروت، تجدر الإشارة إلى أن الأثران موجودان في الدول الواقعة في قارة افريقيا وعدم وجود أثر دوران الشهر في الدول الواقعة في قارة أسيا وبالتالي قد يكون للبعد الجغرافي دور في وجود أثر دوران الشهر وللتحقق ينبغي دراسة الأثر في عدد أكبر من الدول.

المبحث الرابع: النتائج والتوصيات والآفاق المستقبلية

1. النتائج:

بناءً على تحليل بيانات السلاسل الزمنية لعوائد مؤشرات الأسواق المالية المدروسة (دمشق، عمان، مصر، الجزائر، مصر، الكويت، بيروت) خلال الفترة الممتدة من بداية عام 2010 وحتى منتصف عام 2021 تبين ما يلي:

1.1. فيما يتعلق بكفاءة الأسواق المالية على المستوى الضعيف:

بينت نتائج اختبار التوزيع الطبيعي باستخدام اختبار Jarque–Bera أن عوائد مؤشرات الأسواق المالية المدروسة كافة لا تتبع التوزيع الطبيعي وكما أن بيانات عوائد مؤشرات سوق دمشق، عمان، بورصة مصر، بورصة الكويت، بورصة بيروت مرتبطة ذاتياً وذلك بالاعتماد على اختبار Correlogram وبالتالي يمكن التنبؤ بالأسعار المستقبلية بالاعتماد على دراسة البيانات التاريخية، وكذلك فإن بيانات عوائد مؤشرات سوق دمشق، عمان، بورصة مصر، بورصة الجزائر، بورصة الكويت، بورصة بيروت مستقرة ولا تحتوي على جذر وحدة وذلك بالاعتماد على اختبار KPSS، وبالتالي فإن التغيرات في عوائد مؤشرات الأسهم في الأسواق المدروسة غير عشوائية، ومنه نجد أن هذه الأسواق غير كفؤة على المستوى الضعيف، وهذا ما يتوافق مع دراسة القرعان (2013) فيما يتعلق بسوق دمشق للأوراق المالية ودراسة باغة (2017) لبورصة مصر وكذلك دراسة قنوش ومزيود (2020) المتعلقة ببورصة الجزائر ودراسة بوالكور (2019) لبورصة الكويت وأيضاً دراسة محمد (2014) فيما يتعلق ببورصة عمان

2.1. أثر دوران الشهر في عوائد الأسهم:

فيما يتعلق بالفرضية الأولى التي تختبر وجود أثر دوران الشهر في عوائد الأسهم تبين:

أ. عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين عوائد فترة دوران الشهر وبقية أيام الشهر في سوق دمشق للأوراق المالية خلال فترة الدراسة.

ب. عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين عوائد فترة دوران الشهر وبقية أيام الشهر في بورصة عمان خلال فترة الدراسة وهو ما يتوافق مع دراسة (Idris & et al, 2011).

ت. وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين عوائد فترة دوران الشهر وبقية أيام الشهر في بورصة مصر خلال فترة الدراسة حيث إن عوائد فترة دوران الشهر موجبة، وبالتالي يمكن بناء استراتيجية تداول تعتمد على البيع في فترة دوران الشهر وهو ما يتفق مع دراسة (Lakonishok & Smidt, 1988).

ث. وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين عوائد فترة دوران الشهر وبقية أيام الشهر في بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة حيث إن عوائد فترة دوران الشهر موجبة، وبالتالي يمكن بناء استراتيجية تداول تعتمد على البيع في فترة دوران الشهر وهو ما يتفق مع دراسة (Lakonishok & Smidt, 1988).

ج. عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين عوائد فترة دوران الشهر وبقية أيام الشهر في بورصة الكويت خلال فترة الدراسة وهو ما يتوافق مع دراسة (Idris & et al, 2011).

ح. عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين عوائد فترة دوران الشهر وبقية أيام الشهر في بورصة بيروت خلال فترة الدراسة وهو ما يتوافق مع دراسة (Idris & et al, 2011).

3.1. أثر منتصف الشهر على عوائد الأسهم:

فيما يتعلق بالفرضية الثانية التي تختبر وجود أثر منتصف الشهر في عوائد الأسهم تبين أن:

أ. هناك فروق ذات دلالة إحصائية بين النصف الأول والنصف الثاني من الشهر خلال فترة الدراسة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث إن العوائد في النصف الأول من الشهر سالبة وموجبة في النصف الثاني من الشهر، أي يمكن بناء استراتيجية تداول تتلخص بالشراء في النصف الأول من الشهر والبيع في النصف الثاني من الشهر، وهو

ما يعاكس دراسة الأحمد وعزوز (2016) التي وجدت أن عوائد النصف الأول موجبة وعوائد النصف الثاني سالبة في سوق دمشق.

ب. هناك فروق ذات دلالة إحصائية في عوائد النصف الثاني من الشهر خلال فترة الدراسة في بورصة عمان، حيث إن العوائد في النصف الثاني من الشهر سالبة، أي يمكن بناء استراتيجية تداول تعتمد على الشراء في النصف الثاني من الشهر، وهو ما يتوافق مع دراسة الأحمد وعزوز (2016).

ت. هناك فروق ذات دلالة إحصائية في عوائد النصف الأول من الشهر خلال فترة الدراسة في بورصة مصر، حيث إن العوائد في النصف الأول من الشهر موجبة، وبالتالي يمكن بناء استراتيجية تداول تعتمد على البيع في النصف الأول من الشهر، وهو ما يتوافق مع دراسة Ariel (1984).

ث. يوجد فروق ذات دلالة احصائية في عوائد النصف الأول من الشهر خلال فترة الدراسة في بورصة الجزائر، حيث إن العوائد في النصف الأول من الشهر موجبة، وبالتالي يمكن بناء استراتيجية تداول تعتمد على البيع في النصف الأول من الشهر، وهو ما يتوافق مع دراسة Ariel (1984).

ج. هناك فروق ذات دلالة إحصائية في عوائد النصف الأول والنصف الثاني من الشهر خلال فترة الدراسة في بورصة الكويت، حيث إن العوائد في كلا نصفي الشهر موجبة، وبالتالي يمكن للمستثمرين تحقيق عوائد موجبة سواء استثمروا في النصف الأول أم في النصف الثاني من الشهر، وهو ما يتوافق مع دراسة الأحمد وعزوز (2016) فيما يتعلق بسوق دمشق خلال فترة الحرب.

ح. ليس هناك فروق ذات دلالة إحصائية في عوائد النصف الأول وعوائد النصف الثاني من الشهر خلال فترة الدراسة في بورصة بيروت، وهو ما يتوافق مع دراسة Arendas et al (2017).

2. التوصيات:

1.2. بالنسبة للقائمين على السوق:

يوصي البحث القائمين على كافة الأسوق العمل على رفع كفاءة السوق وذلك من خلال:

1. العمل على تعزيز الشفافية والإفصاح وذلك بحث الشركات على نشر البيانات المالية دون تأخير والإفصاح عن المتغيرات الحاصلة داخل الشركة والتي تؤثر في اتخاذ القرارات الصائبة مباشرة.
2. السعي لتصحيح الحالات الشاذة التي يتم اكتشافها في الأسواق المالية وذلك لتحقيق كفاءة السوق المالي.

2.2. بالنسبة للمستثمرين:

ينصح البحث المستثمرين بما يلي:

1. شراء الأوراق المالية في النصف الأول من الشهر وبيعها في النصف الثاني من الشهر في سوق دمشق للأوراق المالية.
2. شراء الأوراق المالية في النصف الثاني من الشهر في بورصة عمان.
3. بيع الأوراق المالية في فترة دوران الشهر أو في النصف الأول من الشهر في كل من بورصة مصر وبورصة الجزائر.
4. يفضل بيع الأوراق المالية في النصف الأول من الشهر في بورصة الكويت حيث إن العوائد أكثر ارتفاعاً وذات دلالة أوضح خلال النصف الأول من الشهر.

3. الآفاق المستقبلية:

نظراً لقلة الدراسات العربية المتعلقة بالحالات الشاذة يُنصح الباحثون إجراء دراسات تتعلق باختبار الحالات الشاذة الأخرى المنتشرة مثل أثر شهر في الربع، وأثر أيام العطل، وأثر فصول السنة وغيرها من الحالات الشاذة التي لم يتم اختبارها وتم التطرق لها في القسم النظري؛ كما يُنصح باختبار الحالات الشاذة على أسواق السلع والعملات.

المراجع والمصادر:

1. المراجع والمصادر العربية:

1.1. الكتب:

1. بن ابراهيم، الغالي، وبن ضيف، عدنان. (2019). **الأسواق المالية الدولية "تقييم الأسهم والسندات"**. دار علي بن زيد للطباعة والنشر بسكرة.
2. الجريش، عبدالله. (2018). **تداول الأسهم في السوق المالية**. مكتبة القانون والاقتصاد. الطليعة الأولى.
3. حنفي، عبد الغفار. (2001). **أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات"**. الدار الجامعية.
4. رضوان، سمير. (1996). أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية. المعهد العالمي للفكر الإسلامي.
5. شعراوي، سمير. (2005). **مقدمة في التحليل الحديث للسلاسل الزمنية**. مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد العزيز الطبعة الأولى.
6. عشماوي، عبد الحليم، وجلال، صلاح، وصادق، محمد حسين. (2008). **الاحصاء الحيوي وتصميم التجارب**. المكتبة الأكاديمية.
7. عطية، عبد القادر. (2005). **الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق**. الدار الجامعية.
8. قاسم، عبد الرزاق. العلي،أحمد. (2016–2017). **إدارة الاستثمار والمحافظ**. كلية الاقتصاد.جامعة دمشق. دمشق.
9. كداوي، طلال.(2007). **تقييم القرارات الاستثمارية**. جامعة الموصل
10. كسري، أسماء. (2016). **الشفافية المالية ودورا في الرفع من كفاءة الأسواق المالية**. مركز البحث وتطوير الموارد البشرية (رماح). الطبعة الأولى. الأردن.

11. كنعان، علي.(2018–2019). **الأسواق المالية**. كلية الاقتصاد.جامعة دمشق. دمشق.
12. الماضي، طارق. (2009). **أسواق الأسهم صراع الدببة والثيران**. مكتبة الملك فهد الوطنية. الطبعة الأولى.
13. مداحي، محمد. (2017–2018). **محاضرات في الأسواق المالية**. جامعة آكلي محمد أولحاج – البويرة.
14. مطر، محمد، (2006). **إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العلمية**. الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
15. مفلح، هزاع. (2018–2019). **إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية**. جامعة حماة، كلية الاقتصاد. السنة الرابعة.
16. المهلمي، عبد المجيد. (2004).**التحليل الفني للأسواق المالية**. البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع. الطبعة الخامسة.
17. موصلي، سليمان وسليمان، عدنان. (2012–2013) **الأسواق المالية**. دمشق، جامعة دمشق
18. هندي، منير. (2006). **الأوراق المالية وأسواق المال**. كلية التجارة– جامعة طنطا.
19. هندي، منير. (1999). **أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال**. المعهد العربي للدراسات المصرفية.
20. هوشيار، معروف. (2009)، **الاستثمارات والأسواق المالية**. دار صفاء للنشر والتوزيع. الأردن

1.2. رسائل الماجستير والدكتوراه:

21. البني، محمد. (2016). **اختبار أثر التقويم في الأسواق المالية: دراسة مقارنة بين عدة أسواق عربية ناشئة**. كلية الاقتصاد جامعة دمشق.
22. الحموي، سيرين. (2016). **تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق) المالية.** جامعة دمشق كلية الاقتصاد.

23. الداوي، خيرة. (2012). **تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية / دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية مابين الفترة 2005-2009**. جامعة قصادي مرباح ورقلة – كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.

24. الزوبعي، محمد. (2017). **بناء محفظة نشطة متفوقة باستعمال استراتيجيات التداول المعتمدة على الزخم (دراسة تطبيقية في سوق العراق الأوراق المالية)**. جامعة كربلاء كلية الإدارة والاقتصاد قسم العلوم المالية والمصرفية.

25. الطيب، رقية.؛ (2014). **تحليل السلاسل الزمنية واستخدامه لبناء نماذج حوادث المرور في ولاية الخرطوم.** جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.

26. الفالوجي، محمد. (2007). **اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف "دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق لسنة 2004-2005**. الجامعة الإسلامية –غزة كلية التجارة قسم المحاسبة.

27. الفياض، حسن. (2014). **أثر استخدام استراتيجيات التحوط للحد من خطر تقلبات أسعار الصرف خلال الأزمات المالية "دراسة تطبيقية على الواقع السوري"**. قسم المالية والمصارق. المعهد العالي لإدارة الأعمال.

28. الكريطي، عدي. (2013). **تحليل العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وكفاءة السوق / دراسة مقارنة بين أسواق (العراق والدوحة ولندن) للأوراق المالية للمدة (2008-2012).** كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة الكوفة.

29. أبو الطيف، ناهض. (2011). **أثر التحليل الفني على قرارات المستثمرين في بورصة فلسطين**. قسم المحاسبة والتمويل. كلية التجارة. جامعة غزة الإسلامية.

30. بن عيسى، الهام، وبن زايد، خيرة. (2017). **تأثير سلوك المستثمر المالي على عوائد الأصول المالية في البورصات العربية (الكويت، عمان، والمغرب خلال الفترة 2015-2017).** المركز الجامعي بلحاج بو شعيب – عين تموشنت – معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير.

31. حكوم، ليلى. (2015). **طرق تحليل الأوراق المالية في ظل النظرية السلوكية**. جامعة د.مولاي الطاهر، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير.

32. بن دحان، الياس الأزهر.(2013).**دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي**. كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية. جامعة محمد خيضر – بسكرة. الجزائر

33. درويش، مروان. (2009). **اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف**. جامعة القدس المفتوحة. فلسطين.

34. رفعت، رزان. (2019). **أثر العوامل السلوكية على صنع القرار الاستثماري لدى المستثمر الفرد "حالة سوق دمشق لألوراق المالية"**. جامعة تشرين كلية الاقتصاد قسم العلوم المالية والمصرفية.

35. زايد، اسماعيل. (2019). **مقارنة دقة التنبؤ بنماذج جارش باستخدام أسعار سوق الأسهم السعودية**. جامعة الأزهر – غزة.

36. زيد، حياة. (2015). **دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، وفلسطين)**. جامعة محمد خيضر – بسكرة – كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير – قسم العلوم الاقتصادية.

37. سحنون، مريم. (2016). **السلوك المالي للمستثمرين وأثره على كفاءة الأسواق المالية: محاولة لدراسة سلوك العوائد في سوق المحافظ المالية الأوروبية**. جامعة أبي بكر بلقايد.

38. سعيني،حنان. شحان، سمية. (2019). **أثر تكلفة رأس المال على اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية.** جامعة أحمد دراية – ادرار.

39. سلطان، مونية. (2015). **كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني " دراسة حالة بورصة ماليزيا".** جامعة محمد خيضر – بسكرة – كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير – قسم العلوم الاقتصادية.

40. سمير، محمود، والمصري، محمود. (2011). **تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية (دراسة تحليلية).** الجامعة الإسلامية –غزة كلية التجارة قسم المحاسبة والتمويل.

41. شعاب، شهيرة. وجدة نزيهة.(2019). **تحسين القرارات الاستثمارية باستخدام جودة المعلومات المالية**.كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير.جامعة اكلي محمد اولحاج – البوير.الجزائر

42. شنك، أسامة. (2018). **العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان (دراسة اختبارية).** جامعة الشرق الأوسط.

43. شهيرة، شهيرة، وجدة، نزيهة. (2019). **تحسين القرارات الاستثمارية باستخدام جودة المعلومات المالية**. جامعة اكلي محند أولحاج – البويرة – كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير.

44. صافي، وليد. (2003). **الأسواق المالية العربية، الواقع والآفاق**. كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.

45. صديقي، صفية. (2012). **طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية – مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010.** جامعة قصادي مرباح ورقلة – كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.

46. عبدلي، سارة. (2012). **أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية – دراسة حالة بورصة دار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011**. جامعة قصادي مرباح ورقلة – كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.

47. علي،عماد.(2017). **دور الأشطة الحديثة للمراجعة الداخلية في اتخاذ قرارات الاستثمار بالمصارف السودانية**. كلية التجارة. جامعة النيلين.

48. العويسي؛ سمير. (2010). **تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية**. كلية التجارة قسم المحاسبة والتمويل الجامعة الإسلامية غزة. فلسطين. ص:158

49. قصوري، اجر، وقوارطة، لبنى. (2013). **تأثير العوامل السلوكية في تقييم أداء المحافظ المالية دراسة حالة بورصة باريس للقيم المنقولة للفترة 2001 -2007**. جامعة 08 ماي 1945 قالمة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.

50. لطرش؛ سميرة. (2010). **كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية**. كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. جامعة منتوري – قسنطينة. الجزائر. ص:359.

51. بن لطرش؛ خالد.(2019). **اختبار مدى تنبؤية وربحية التحليل الفني للأوراق المالية في الأسواق المالية العربية**. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. جامعة فرحات عباس سطيف. الجزائر. ص:370.

52. المزيني، عماد الدين محمد. (2002) **سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها وآفاقها**. معهد البحوث والدراسات العربية الاقتصادية

53. نجم، أنور. (2006). **مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية**. الجامعة الاسلامية –غزة كلية التجارة قسم المحاسبة والتمويل.

1.3. الأبحاث العلمية:

54. الأحمد، زينة، وعزوز، كنان. (2016). **اختبار الأثر الشهري على عوائد الأسهم في عينة من الأسواق المالية العربية**. مجلة جامعة البعث؛ المجلد 83 العدد 52.

55. الإمام، صلاح الدين، وشهاب، شيماء. (2015). **أثر العوامل السلوكية للمستثمر في مؤشرات تداول الأسهم "دراسة استطلاعية تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية**. مجلة الإدارة والاقتصاد – السة الثامنة والثلاثون – العدد 103 /2015.

56. أعراب، جازية، وبلغيث، بشير. (2020). **نمذجة تقلبات العوائد اليومية لمؤشر DAX30 باستخدام نموذج EGARCH**. مجلة دراسات العدد الاقتصادي المجلد 11 العدد 2.

57. باغه، محمد. (2017). **اختبار كفاءة السوق المصري للأوراق المالية عند المستوي الضعيف.** لمجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية. مجلد 8. ملحق. ص:205-232.

58. بن حاسين، بن اعمر، وجديدين، لحسين، وبن بوزيان، محمد. (2012). **كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب**. مجلة أداء المؤسسات الجزائرية العدد 02.

59. بن قدور، أشواق. (2018). تطور النظريات المفسرة للدورات الاقتصادية. المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية. المجلد 1 العدد 5، ص68-80.

60. بوالكور، نورالدين.(2019).**تحليل الكفاءة السعرية لسوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.** ملفات أبحاث الاقتصاد والتسيير العدد السابع.

61. حسين، حسين، وخضير، ابتهال،وحافظ، عبد الناصر. (2013). **قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الأوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين**. مجلة دراسات محاسبية ومالية – المجلد الثامن – العدد 22 الفصل الأول.

62. حسيني، وسام، ومحمد، رتيعة. (2019). **دراسة سلوك سلسلة زمنية لمؤشر الأسعار العالمية للغذاء باستخدام نماذج GARCH.** مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة المجلد 4، العدد 2، ص57-70.

63. الحكيم، هشام، ومجرن، صلاح. (2015). **قياس تأثير قيم أسهم المصارف وفقاً لأسلوب الوسط الهندسي على تحقيق العوائد غير العادية / دراسة تحليلية لأسهم القطاع المصرفي في سوق العراق للأوراق المالية لمدة (2009-2013).** مجلة الإداراة والاقتصاد – السنة الثامنة والثلاثون – العدد 102.

64. الحيالي، سندية، والجعفر، ليث. (2015). **دور الحوكمة في دعم قرار الاستثمار" دراسة تطبيقية على عينة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية**. مجلة الأقتصاد والمالية. العدد00 ص: 10-26.

65. الدبوري، مهدي. (2014). **التمويل السلوكي ودوره في القرارات المالية.** مجلة جامعة بابل / العلوم الإنسانية / المجلد 22 العدد 4.

66. الربيعي، حاكم، والموسوي، حيدر ،ومحمد، حسن. (2018). **بناء وتقييم أداء محافظ الزخم النشطة في سوق العراق الأوراق المالية**. المجلة العراقية للعلوم الإدارية.المجلد14. العدد 55. ص109-144.

67. الزرير، رانيا، والدكي، رنيم. (2018). **دور سلوك المستثمر في دراسة خصائص سوق دمشق للأوراق المالية في ظل عدم التأكد**. مجلة العلوم الاقتصادية وإدارة الأعمال.

68. سانية، عبد الرحمن، ونعاس، صالح الدين،والضب، علي. (2017). **الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال**. مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد 1 عدد 2.

69. السحيباني، محمد. (2009). **المضاربة في الأسواق المالية مع الإشارة لحالة سوق الأسهم السعودية.** كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية – جامعة الإمام.

70. السحيباني، محمد. (2010). **التلاعب في الأسواق المالية: صوره وآثاره.** بحث مقدم للدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي. المجمع الفقهي الإسلامي رابطة العالم الإسلامي.

71. سحنون، مريم. (2014). **اختبار وجود الأثر الموسمي في أسواق المال الأوروبية**. مجلة المالية والأسواق.

72. سحنون، مريم، ورشاش، عباسية. (2015). **فعالية استخدام نموذج العوائد المتعددة في تفسير سلوك الأسواق المالية**. مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية عدد 1.

73. السلامي، قصي. (2017). **استخدام برمجة الأهداف للمساعدة في اتخاذ القرار الاستثماري في السوق المالية: دراسة تطبيقية**. مجلة جامعة جيهان – أربيل للعلوم الإنسانية والاجتماعية المجلد 1 العدد 1 2017.

74. السلماني، أنور. (2019). **استخدام نماذج GARCH للتنبؤ بمؤشر حجم التداول اليومي لسوق العراق للأوراق المالية للمدة 2013–2018**. كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة الأنبار.

75. صالح، مفتاح، ومعارفي، فريدة. (2010). **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية /دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها**. مجلة الباحث عدد 07/ 2009 – 2010.

76. الضب، علي، وبلقاسم، حليمة. (2015). **نموذج توازن الأصول الرأسمالية بين نظرية المالية السلوكية وكفاءة أسواق رأس المال دراسة تطبيقية لشركات صناعية مدرجة بالبورصة السعودية خلال الفترة من 2011 –2014.** معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير.

77. طلبة، عادل، وأحمد، علاش. (2014). **كفاءة أسواق الأوراق المالية المتطلبات والمعوقات**. جامعة البليدة.

78. العتيبي، محمود، وعناسوة، محمد،وحمدان، علام. (2009). **تطبيق إستراتيجية الزخم الاستثمارية في سوق عمّان للأوراق المالية؛ وأثرها في كفاءة السوق، والأرباح غير العادية.** المجلة العربية للعلوم الإدارية مجلد 16 عدد 3.

79. العشيبي، بدر الدين. (2016).**مدى إدراك المستثمرين للمحتوى المعلوماتى للتقارير المالية وأثرها على قرارات الاستثمار.** كلية الاقتصاد قسم المحاسبة. جامعة بنغازي.

80. العلي، أحمد. (2018). **دراسة سلوك المستثمر في سوق دمشق للأوراق المالية.** مجلة جامعة البعث المجلد 40 العدد 26 عام 2018.

81. عليان، محمود. (2019). **اختبار سلوك القطيع باستخدام أحجام التداول في سوق عمان للأوراق المالية**. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية.

82. القرعان، محمد. (2013). **كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية**. تنمية الرافدين المجلد 35 العدد 114 ص:137 – 153.

83. قنوش، مولود. ومزيود، ابراهيم (2020) **اختبار كفاءة بورصة الجزائر عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2016–2018)**. مجلد 11. العدد 1. الجزء 1. ص:282 – ٢٩٤

84. محمد، فراس، ويادكار، أحمد. (2015). **استخدام نماذج ARCH , GARCH في التنبؤ بسعر الإغلاق اليومي لمؤشر سوق العراق للأوراق المالية**. مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية المجلد (5) العدد (2).العراق.

85. محمد، سام. (2014). **عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمان للأوراق المالية**. مجلة العلوم الإدارية المجلد 2 العدد 41. الأردن

86. مزيود، إبراهيم، وبلحياني، خديجة. (2017). **اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية على المستوى الضعيف باستخدام طريقة الأنماط RUN TEST – حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2000–2015**. معارف (مجلة علمية دولية محكمة) قسم العلوم الاقتصادية السنة الثانية عشر العدد 22، ص306 – ص322.

87. مشرقي، حسن، والشهاب، أيمن. (2014). **اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية.** مجلة جامعة البعث المجلد 36 العدد 1 عام 2014.

88. موصلي، سليمان، والسمان، حازم. (2013). **دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية.** مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية – المجلد 29 – العدد2.

89. الناصر، عبد المجيد، وجمعة، أحلام. (2007). **مقارنة بعض الاختبارات الخاصة بنموذج الانحدار الذاتي الطبيعي غير المستقر من الرتبة الأولى.** المجلة العراقية للعلوم الإحصائية. 12. ص 1–33

90. الناصر، عبد المجيد، وجمعة، أحلام. (2007). **المقارنة طرائق تحديد رتبة نموذج الانحدار الذاتي الطبيعي.** المجلة العلوم الاقتصادية والإدارية. المجلد 13. عدد 48.ص: 251-272.

91. النجار، جميل. (2017). **العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد وأثرها في أداء المحفظة الاستثمارية "دراسة تحليلية من سوق فلسطين للأوراق المالية".** مجلة الجامعة العربية ألمريكية للبحوث، مجلد 3 العدد 2.

92. نطور، بلال، وبوالكور، نور الدين،وكعوان، سليمان. (2020). **اختبار كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية عند المستوى الضعيف.** مجلة دراسات وأبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة، المجلد 7، العدد: 1.

93. نشنش، سليمة. **دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ قرار الاستثمار المالي.**

94. وديع، أسامة. (2012). **كفاءة الأسواق المالية دراسة تطبيقية على بورصة نيويورك للأوراق المالية.** المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية عدد 2 2012.

95. .(2014) **خصائص الأسواق المالية العربية وأسباب تدني كفائتها.** مجلة الأبحاث الاقتصادية لجامعة البليدة 1 العدد 10.

2. المراجع والمصادر باللغة الأجنبية:

2.1. الكتب:

96. Ackert; Lucy.،and Deaves; Richard. (2010)**. BEHAVIORAL FINANCE Psychology, Decision-Making, and Markets**. Library of Congress.

97. Fabozzi, Frank J.(2009) **Finance Capital Markets Financial Management and Investment Management**. Library of Congress Cataloging-in-Publication Data.

98. Fosback; Norman G.(1976). **Stock Market Logic**. Institute for Econometric Research.

99. Harris; Larry. (2002**). TRADING AND EXCHANGES: Market Microstructure for Practitioners**.Oxford University. New York.

100. Harris; Larry. (2015). **TRADING AND ELECTRONIC MARKETS: WHAT INVESTMENT PROFESSIONALS NEED TO KNOW**. The CFA Institute Research Foundation.

2.2. رسائل ماجستير ودكتوراة:

101. Davidsson; Marcus.(2006). **Stock Market Anomalies A Literature Review and Estimation of Calendar affects on the S&P 500 index.** JÖNKÖPING INTERNATIONAL BUSINESs SCHOOL. Jönköping University

102. Haodong; Ren. (2017). **The TURN-OF-THE-MONTH Anoaly in the new zealand stock exchange**. auckland of technologe.

103. kolahi; Firoozeh. (2006). **Turn of the month effect for the european stock market.** simon fraser university.

104. MUSIMBI; JULIET. (2015). **TURN OF THE MONTH EFFECT ON STOCK RETURNS: EVIDENCE FROM THE NAIROBI SECURITIES EXCHANGE**. SCHOOL OF BUSINESS UNIVERSITY OF NAIROBI.

105. Pettersen; Arild. (2011). **An Investment Strategy Based on P/E ratios.** Ekonomihogskolan lunds universitet.

106. WILLIAMS; LEIGHTON. (2005)**. Information Efficiency in Financial and Betting Markets.** Cambridge University Press.

2.3. الأبحاث العلمية

107. A. Ariel; Robert. (1984). **A MONTHLY EFFECT IN STOCK RETURNS**. Sloan School of Management Massachusetts Institute of Technology.

108. AHARONY; JOSEPH.،and SWARY; ITZHAK. (1980). **Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis**. THE JOURNAL OF FINANCE VOL. 35, NO. 1.

109. Alatiyat, M., A. (2014). **Ramadan Effect on UAE Stock Market.** Retrieved December 15, 2015

110. Al-Ississ; Mohamad. (2010). **The Impact of Religious Experience on Financial Markets.** Harvard University.

111. Al-Jarrah; Idries.Khamis; Bashir،and Qutaishat; Hahem. (2011). **Anomaly of the Turn of the Month" in Amman Stock Exchange**. Journal of Finance, Investment and Banking Issue 21.

112. Arendas; Peter.،and Jana; Kotlebova. (2019). **The Turn of the Month Efect on CEE Stock Markets**. International Journal of Financial Studies.

113. Ariel, R. A. (1990). **High stock returns before holidays: existence and evidence on possible causes**. The Journal of Finance. 7. 1611–1626.

114. Balaban; Ercan.،and Bulu; Meliha. (1996). **Is there a monthly effect in the Turkish stock market.** Central Bank of the Republic of Turkey Research Department.

115. Banz.R (1981). **the relationship between return and market value of common stocks.** journal of financial economics. 3-18 north – holland publishing company p3

116. Białkowski; Jędrzej. Etebari; Ahmad. And Wisniewski; Tomasz.(2012). **Fast Profits: Investor Sentiment and Stock Returns during Ramadan**. Journal of Banking & Finance 36(3):835–845

117. Brusa, J., P. Liu and C. Schulman (2000). **The weekend effect, 'reverse' weekend effect, and firm size**, Journal of Business Finance and Accounting, 27, pp. 555-575

118. Bollerslev,Tim.(1987**). A conditional Heteroskedastic Time Series Model for Speculative Prices and Rates Return**، Review of Economics and Statistics,69,pp:542-547

119. Baumon; Sven.and Jacobsen; Ben.(2002). **The Halloween Indicator, "Sell in May and Go Away": Another Puzzle**. AMERICAN ECONOMIC REVIEW. VOL. 92, NO. 5. pp. 1618-1635)

120. Bondt, De. and thaler (1985). **Does the Stock Market Overreact?.** THE JOURNAL OF FINANCE. VOL. XL, NO.3. p804

121. Fluck, Zsuzsanna, Burton Malkiel and Richard Quandt.(1997).**The Predictability of Stock Returns: A Cross-Sectional Simulation**. Review of Economics and Statistics, 79, 2, 176-183.

122. Cao; XiaoLi.Gurmeet; S. Bhabra،and Tang; Yih Pin. (2009). **Firm Size and the Pre-Holiday Effect in New Zealand**. International Research Journal of Finance and Economics. ISSN 1450-2887. Issue 32.

123. CHAE, JOON.and WANGALBERT.(2004**). Who Makes Markets? The Role of Dealers and Liquidity Provision**.MIT Finance Seminar

124. Chaim. L: Jewish holidays and stock market returns(2012), Managerial Finance, Vol. 38 Iss 7 pp. 641 - 652.

125. CHAN K. C., CHEN. N-F (1991). **Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms.**(1991)THE JOURNAL OF FINANCE. VOL. XLVI, NO. 4. p 1468

126. Chandra, Maria.(2021**). Weather E eather Effects on St ects on Stock Mark ock Market Returns in the United States et Returns in the United States**. University of New Hampshire Scholars' Repository. P 44

127. Chong, Terence; Hou, Siqi.(2020). **Will Stock Rise on Valentine's Day?.** The Chinese University of Hong Kong. Department of Economics.

128. Chowdhury; T. S. & Mostari; S. (2015). **Impact of Eid-ul-Azha on Market Return in Dhaka Stock Exchange**, Journal of Business and Management, 17(2), pp. 25-29.

129. Ciuiu; Daniel. (2008). **on jarque – Bera normality test**. Technical University of Civil Engineering of Bucharest.

130. Clarke; Jonathan.Jandik; Tomas،and Mandelker; Gershon. (2000). **The Efficient Markets Hypothesis**. University of Arkansas.

131. Dallas; Samique.،and Hamid; Shahid. (2019). **Turn of the Month Effect across Equity Markets, Across Industries, and Across Extreme Market Conditions**. Journal of Business & Economic Policy vol.6 no.1.

132. Denis; O. Boudreaux. (1995). **THE MONTHLY EFFECT IN INTERNATIONAL STOCK MARKETS: EVIDENCE AND IMPLICATIONS.** Journal Of Financial And Strategic Decisions Vo 8 Num 1.

133. Desai; Jay.and Trivedi; Arti.(2012**). A Study of Day of the Month Effect in S&P CNX Nifty 50**. Shri Chimanbhai Patel Institutes

134. Desai; Hemang. Jain; Prem.(1997). **Long-Run Common Stock Returns Following Stock Splits and Reverse Splits**. The Journal of Business. 70(3):409-433

135. Domagoj; Sajter. (2012). **Monday and January Effects on Croatian, Serbian, and Slovenian Stock Exchanges.** Overcoming the Crisis: Economic and Financial Developments in Asia and Europe.

136. Engle, Robert.(1982). **Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation.**Econometrica. Volume 50. Issue 4). PP: 987-1008

137. Engle, Robert F. Ng Victor K.(1991). **MEASURING AND TESTING THE IMPACT OF NEWS ON VOLATILITY**. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. Working Paper No. 3681

138. Fama, E., (1965). **Random Walks in Stock Market Prices**. Financial Analysts Journal, 21(5), pp. 55-59.

139. Fama, E., (1970**). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work**. The Journal of Finance, 25(2), pp. 383-417.

140. .Fama, E., (1991). **Efficient Capital Markets: II. Journal of Finance**, 46(5), pp. 1575-1617.

141. Guo; Siqi.،and Wang; Zhiqiang. (2007). **Market efficiency anomalies A study of seasonality effect on the Chinese stock exchange**. Umeå University, Umeå School of Business.

142. Ikenberry, D. Rankine, G. Stice, K. **What do stock splits really signal?** Journal of Financial and Quantitative Analysis 31,pp. 357-376.

143. Jegadeesh , Narasimhan.and Titman, Sharidan.(1993).**Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for stock Market Efficiency** the Journal of finance. Vol.48 , No.1 , , PP 65-91

144. Harris; Larry. (1993). **The Winners and Losers of the Zero- Sum Game: The Origing of Trading Profits.**

145. Kalayaan; S Catherine. (2012). **TESTING FOR THE QUARTER-OF-THE-YEAR EFFECT IN TEN ASIAN STOCK INDICES**. University, Manila, Philippines.

146. Kamstra, M. J., Kramer, L. A., & Levi, M. D. (2003). **Winter Blues: A Sad Stock Market Cycle**. American Economic Review, 93(1), 324–343

147. Kelly F (1930). **Why you win or lose: the psychology of speculation**. Houghton Mifflin, Boston

148. KOHERS, T; PATEL, J. (1999). **A New Time of the Month Anomaly in Stock Index Marke**t. Applied Economic Letters, Vol. 6, Issue 2.

149. Kolb, R.W., Rodriguez, R.J. (1987). **Friday the thirteenth,** Journal of Finance, vol. 42, no. 5, pp. 1385-1387.

150. KÜÇÜKSİLLE; Engin. (2015). **Is There Ramadan Effect in Turkish Stock Market?**. International Journal of Alanya Faculty of Business. Vol:7, No:3, s. 105-110.

151. Kuria; Allan.and Riro, George (2013). **Stock Market Anomalies: A Study of Seasonal Effects on Average Returns of Nairobi Securities Exchange.** esearch Journal of Finance and Accounting.Vol.4, No.7.P: 207-215.

152. Kwiatkowski, D. Phillips, P. Schmidt, P. and Shin, Y., (1992). **Testing the Null Hypothesis of Stationarity against the Alternativeof a Unit Root**, Journal of Econometrics, 54, pp: 159-178, North -Holland

153. Lakonishok, J. & Smidt, S. (1988**). Are seasonal anomalies real? A ninety-year perspective**. The Review of Finan-cial Studies. 1 (4), pp. 403-425

154. Lan; Liu. (2013). **The Turn-Of-The-Month Effect In The S&P 500 (2001-2011)**. Journal of Business & Economics Research Volume 11, Number 6.

155. Marrett, George. and Worthington, Andrew.(2011). **The Month-of-the-year Effect in the Australian Stock Market: A Short Technical Note on the Market, Industry and Firm Size Impacts**, Australasian Accounting, Business and Finance Journal, 5(1), 117-123.

156. Marrett, G. J. & Worthington, A. C. (2009). **An empirical note on the holiday effect in the Australian stock market**, 1996-2006. Applied Economics Letters, 16 (17), 1769-1772.

157. McGowan; Carl. Jakob; Noor**.** (2010). **Is There An Eid al-Fitr Effect In Malaysia?**. International Business & Economics Research Journal Volume 9, Number 4.Pp:11-20.

158. McConnell; John.،and Xu; Wei. (2006). **Equity Returns at the Turn of the Month**. Purdue University.

159. Mehran, J. Meisami, A.and Busenbark, J.R. (2012). **L'Chaim: Jewish Holidays and Stock Market Returns.** Managerial Finance. Vol. 38 No. 7. pp. 641-652

160. Muindi; Nyumbu. (2015). **Investigation of day of the Week Effect on Stock Returns at the Nairobi Securities Exchange**. SCHOOL OF BUSINESS, UNIVERSITY OF NAIROBI.

161. Naik; m. Rama. (2014). **Study of Anomalies in Stock Market**. International Journal of Multidisciplinary Approach and Studies vol.01 no.06.

162. Nelson, D. B. (1991). **Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns: A New Approach**, Econometrica, Vol. 59, No. 2, pp:347-370.

163. Nikunj; R. Patel.Nitesh; Radadia،and Juhi; Dhawan. (2012). **Day of the Week Effect of Asian Stock Markets.** Journal of Arts, Science & Commerce Vol 3; Issue 3.

164. Ogden, J. P., (1990). **Turn-of-Month Evaluations of Liquid Profits and Stock Returns: A Common Explanation for the Monthly and January Effects.** The Journal of Finance, 45(4), pp. 1259-1272

165. P.; NAGESWARI.DR.; M. SELVAM،and DR. J.; GAYATHRI. (2011). **AN EMPIRICAL ANALYSIS OF SEMI-MONTH AND TURN OF THE**

MONTH EFFECTS IN INDIAN STOCK MARKET. International Journal of Research in commerce , economics and Management vol.1 no.3.

166. Patel. Jayen B.(2009). **Recent Evidence On Friday The Thirteenth**

167. **Effect In U.S**. Stock Returns. Journal of Business & Economics Research. Volume 7, Number 3. Pp. 55-58

168. Pär; Sjölander. (2011**). A stationary unbiased finite sample ARCH-LM test procedure**. Jönköping University.

169. Penman,S. H (1987). **The Distribution of Earnings news Over Timeand Seasonalities in aggregate Stock Returns**. Journal of Financial Economics, 18(2),199-288

170. Rabemananjara,R.and Zakoian, J.M.(1993). **Threshold arch models and asymmetries in volatility.** Journal of Applied Econometrics. Volume 8. Issue 1.p. 31-49

171. Rasundar; Shamman. (2008). **THE TURN OF THE MONTH EFFECT CONTINUED: A COMPARISON OF SMALL CAP STOCKS AND LARGE CAP STOCKS**. SIMON FRASER UNIVERSITY.

172. Rozeff, M. & Kinney, W., (1976). **Capital market seasonality: The case of stock returns**. Journal of Financial Economics, 3(4), pp. 379–402.

173. Sasikirono; Nugroho. Meidiaswati; Harlina.(2017). Holiday Effect in The Indonesian Stock Market**. International Conference on Organizational Innovation (ICOI 2017)**

174. Sawitri; N.N.and Astuty; Published. (2018). **Market Anomalies and Effect on Returns**. European Research Studies Journal.Volume XXI, Issue 2,.pp. 630-649.

175. Shakila; B.Prakash; Pinto،and Iqbal; Hawaldar. (2017). **Semi-monthly effect in stock returns: New evidence from Bombay Stock Exchange.** Investment Management and Financial Innovations, Volume 14, Issue 3.

176. Sharba; Tawfeeq.،and Abu-Rub; Nour. (2011). **Calendar Effects in the Palestine Securities Exchange (PSE): Analysis & Investigatio**. World Review of Business Research; Vol 1; No 5.

177. Skinner, Douglas J. and Sloan, Richard G.(2000). **Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns.** University of Michigan Business School.

178. Sudarvel; J.،and Velmurugan, R. (2016). **Semi Month and Turn of The Month Effect in Indian Stock Market with Reference to NSE Nifty Index**. International Journal of Advance Research in Computer Science and Management Studies.

179. TAN; Ömer. Ozlem; Sirin. (2018). **Ramadan Effect On Stock Markets.** Journal of Research in Business. Volume 3. Issue 1.pp. 77-98.

180. Tissaoui; Kais.(2012). **The intraday pattern of trading activity, return volatility and liquidity: Evidence from the emerging Tunisian stock exchange**. International Journal of Economics and Finance 4 (5), 156-176

181. Thaler, R., (1987). **Anomalies: Seasonal Movements in Security Prices II: Weekend, Holiday, Turn of the Month,and Intraday Effects**. The Journal of Economic Perspectives, 1(2), pp. 169-177.

182. Twain; M.(1981) Pudd'nhead Wilson,Toronto:bantam books.

183. Thushara S; C.،and Prabath; Perera. (2012). **Day of the Week Effect of Stock Returns: Empirical Evidence from Colombo Stock Exchange.** Kelaniya Journal of Management.

184. Tversky, amos. and Kahneman; Daniel.(1981).**The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. American Association for the advancement of science**. VOL. 211.Pp 453-458.

185. Wachtel, Sidney. B. (1942). **Certain observations on seasonal movements in stock prices**. Journal of Business, vol. 15. 184-193.

186. Wang, Qinan. Zhou, Yaomu. Shen, Junhao.(2021)**. Intraday trading strategy based on time series and machine learning for Chinese stock market.** Lyle School of Engineering. Methodist University. USA

187. Whittle, P.(1951). **Hypothesis Testing in Time Series Analysis.** Hafner, New Yourk.

188. Wong Mei; Kee Wong.Ho Chong; Mun،and Dollery; Brian. (2007). **An Empirical Analysis of the Monthly Effect: The Case of the Malaysian Stock Market. University of New England**; School of Economics.

189. Ziemba; William T. (1991). **Japan and the World Economy**, 1991, vol. 3, issue 2, 119-146.

3. المواقع الالكترونية:

190. https://www.investing.com

191. https://www.dse.sy

192. https://www.ase.com.jo

193. https://www.egx.com.eg
194. http://www.sgbv.dz/
195. https://www.boursakuwait.com.kw
196. http://www.bse.com.lb
197. http://www.amf.org.ae

الملاحق

الملحق (1)

اختبار Correlogram على سلاسل عوائد مؤشرات أسهم الأسواق موضع الدراسة:

دمشق				
Prob	Q-Stat	PAC	AC	
0	882.21	0.622	0.622	1
0	1202.6	-0.02	0.375	2
0	1360.7	0.062	0.263	3
0	1435.5	-0.004	0.181	4
0	1506.5	0.091	0.176	5
0	1565.8	0.015	0.161	6
0	1614.9	0.032	0.147	7
0	1667.3	0.047	0.151	8
0	1715.1	0.024	0.145	9
0	1753.8	0.012	0.13	10
0	1810.2	0.08	0.157	11
0	1894.1	0.073	0.191	12
0	1983.8	0.034	0.198	13
0	2049.7	-0.008	0.17	14
0	2085.8	-0.016	0.126	15
0	2105.8	-0.007	0.093	16
0	2123.4	0.016	0.088	17
0	2128	-0.063	0.045	18
0	2143.4	0.087	0.082	19
0	2179.9	0.046	0.126	20

عمان				
Prob	Q-Stat	PAC	AC	
0	93.505	0.182	0.182	1
0	105.8	0.034	0.066	2
0	109.71	0.02	0.037	3
0	110.75	0.007	0.019	4
0	110.76	-0.005	0.002	5
0	111.83	-0.021	-0.019	6
0	113.89	-0.021	-0.027	7
0	114.87	0.03	0.019	8
0	117.13	0.024	0.028	9
0	120.16	0.024	0.033	10
0	120.92	0.004	0.016	11
0	122.67	0.017	0.025	12
0	128.94	0.037	0.047	13
0	130.67	0.008	0.025	14
0	130.93	-0.019	-0.01	15
0	130.95	0.005	0.002	16
0	134.33	0.035	0.034	17
0	134.33	-0.015	-0.002	18
0	136.96	0.032	0.03	19
0	137.06	-0.005	0.006	20

مصر				
Prob	Q-Stat	PAC	AC	
0	127.31	0.214	0.214	1
0	129.43	-0.019	0.028	2
0	137.48	0.054	0.054	3
0	137.59	-0.017	0.006	4
0	137.67	-0.003	-0.01	5
0	138.19	-0.015	-0.01	6
0	139.41	-0.015	-0.02	7
0	139.45	0.005	-0	8
0	139.45	0.003	0.002	9
0	143.41	0.04	0.038	10
0	146.81	0.019	0.035	11
0	154.4	0.043	0.052	12
0	154.48	-0.02	0.005	13
0	154.65	0.009	0.008	14
0	158.08	-0.045	-0.04	15
0	159.89	-0.007	-0.03	16
0	160.58	-0.008	-0.02	17
0	162.16	-0.014	-0.02	18
0	162.19	0.015	0.003	19
0	162.66	0.009	0.013	20

جزائر				
Prob	Q-Stat	PAC	AC	
0.74	0.1121	-0.009	-0.009	1
0.18	3.4202	-0.05	-0.05	2
0.31	3.6237	0.012	0.012	3
0	16.569	0.098	0.1	4
0	19.097	0.048	0.044	5
0	20.436	0.043	0.032	6
0	22.075	0.039	0.035	7
0	27.782	0.061	0.066	8
0	28.737	0.024	0.027	9
0	28.964	0.011	0.013	10
0	30.903	0.03	0.038	11
0	31.262	0.002	0.017	12
0	31.29	-0.015	-0.005	13
0.01	31.374	-0.019	-0.008	14
0.01	32.316	0.011	0.027	15
0	36.576	0.046	0.057	16
0	55.602	-0.125	-0.12	17
0	55.909	0.014	0.015	18
0	56.008	-0.012	0.009	19
0	58.626	0.036	0.045	20

بيروت				
Prob	Q-Stat	PAC	AC	
0	18.716	-0.085	-0.085	1
0	21.544	0.026	0.033	2
0	21.85	0.016	0.011	3
0	21.97	0.008	0.007	4
0	26.954	-0.044	-0.044	5
0	38.305	0.059	0.066	6
0	39.01	0.03	0.016	7
0	39.191	0.01	0.008	8
0	40.994	-0.028	-0.026	9
0	44.531	0.029	0.037	10
0	47.489	0.046	0.034	11
0	71.219	0.1	0.095	12
0	73.678	0.043	0.031	13
0	74.251	0.011	0.015	14
0	78.602	0.045	0.041	15
0	80.179	-0.019	-0.025	16
0	80.226	-0.009	-0.004	17
0	80.964	0.004	0.017	18
0	82.059	0.017	0.02	19
0	83.89	-0.024	-0.026	20

كويت				
Prob	Q-Stat	PAC	AC	
0	48.102	0.13	0.13	1
0	50.756	0.014	0.03	2
0	55.345	0.035	0.04	3
0	58.148	0.022	0.031	4
0	64.426	0.039	0.047	5
0	73.919	0.045	0.057	6
0	75.594	-0.041	-0.02	7
0	83.595	-0.051	-0.05	8
0	85.314	0.034	0.024	9
0	85.315	-0.007	0	10
0	85.316	0.001	0.001	11
0	90.256	0.043	0.041	12
0	91.143	0.014	0.018	13
0	91.623	0.01	0.013	14
0	91.832	-0.021	-0.01	15
0	92.038	0.008	0.008	16
0	94.972	0.03	0.032	17
0	98.585	0.022	0.035	18
0	98.934	0.003	0.011	19
0	101.25	-0.029	-0.03	20

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

Abstract

This study aims to test the existence of turn of the month effect and semi-month effect, which are considered as calendar anomalies of the financial market efficiency hypothesis, for the following Arab countries: Syria, Jordan, Egypt, Algeria, Kuwait, and Lebanon. The turn of the month effect implies that the returns of the month's turnover period, (Starting from the last trading day to the first four days of the month) are higher than the returns of the rest of the month. The semi-month effect suggests that the returns of the first half of the month are higher than the returns of the second half. By using the returns of stock indices for the studied markets during the period extending from the beginning of 2010 until mid-2021, and finding the optimal model for the study from the following models (ARMA, GARCH/TARCH, EGARCH) to analyze the data. The results showed the inefficiency of all studied markets at the Weak-form Efficiency in addition to the presence of both Turn of the Month Effect and the Semi-Month Effect in the Egyptian and Algeria Stock Exchanges, and thus Traders can achieve gains by selling in the first half of the month, especially during the month's turnover period. The study also indicated that there is a negative semi-month effect in Damascus Stock Exchange, meaning that traders make profits by buying in the first half of the month and selling in the second half of the month, and a negative Semi-Month Effect in the second half of the month in the Amman Stock Exchange, and therefore the best time to buy in this market is in the second half of the month, in addition that there is a positive Semi-Month Effect in both half of the month in the Kuwait Stock Exchange, noting that the effect is stronger in the first half, i.e. profits can be achieved through selling at any time of the month, especially in the first half. The study also showed the absence of both effects in the Beirut Stock Exchange, and the absence of The Turn of the Month Effect in Damascus, Amman and Kuwait Stock Exchange markets. Therefore, Traders cannot achieve extraordinary profits by trying to exploit them.

Syrian Arab Republic
Damascus University
Faculty of Economic
Banking and Insurance Department

Turn of the Month and Semi-Month Effect on Stock Returns in Financial Markets

(An Empirical Study on selected Arab Financial Markets)

A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master in Financial Markets

By

Tala Mawed

Supervisor

Prof. Nawar Hashem

2022