# كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية: دراسة قياسية للفترة (2010-2020)

# THE EFFICIENT OF ARAB FINANCIAL MARKETS THROUGH THE PERIOD 2010-2020.

**د. أحمد عكاشة عزيزي [1]، *د. عبد السلام بلبالي [2] . د. أسماء بللعما[3].**

[1] أستاذ محاضر (أ)، جامعة أحمد دراية –أدرار-الجزائر- ahm.azizi@univ-adrar.edu.dz

[2] أستاذ محاضر (ب)، جامعة أحمد دراية –أدرار-الجزائر- ، abdessalam.belbali@univ-adrar.edu.dz

[3] باحثة، مخبر التكامل الاقتصادي الجزائري الإفريقي، جامعة أحمد دراية –أدرار-الجزائر- ، ayanessro@yahoo.com

تاريخ الاستلام: 2021/1/16 تاريخ القبول: 2021/5/24 تاريخ النشر: 2021/10/1

**ملخص:**

تعالج هاته الورقة البحثية كفاءة الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2010-2020؛ ولقياس الكفاءة تم استخدام بيانات شهرية للمؤشرات السوقية لعينة تتمثل في سوق دبي المالي، بورصة فلسطين، سوق السعودي المالي، بورصة عمان، بورصة الدار البيضاء وبورصة مصر، تم الاعتماد على طرائق منهج التحليل الكمي القياسي، المتمثلة في اختبارات التوزيع الطبيعي، الارتباط الذاتي وجذر الوحدة خلصت الدراسة إلى أن مؤشرات الأسواق المالية عينة الدراسة لا تتبع التوزيع الطبيعي، كما أنها مرتبطة ذاتياً إضافة لذلك غير مستقرة وتحتوي على جذر الوحدة حسب اختبار كل من ديكي فولر وفليبس وبيرون بحيث تمتاز بالسير العشوائي، وعليه نستنتج أن هاته الأسواق تتسم بالكفاءة عند المستوى الضعيف.

**كلمات مفتاحية:** : أسواق مالية عربية، سوق كفء، مؤشر السوق، اختبار جذر الوحدة.

**تصنيف JEL : C01, E47, F65, G15**

## Abstract

This paper concerns with the efficient of Arab financial markets through the period 2010-2020. To measure efficient, monthly data was used for sample market indicators on the Dubai Financial Market, the Palestine Exchange, the Saudi Financial Market, the Amman Stock Exchange, the Casablanca Stock Exchange and the Egyptian Stock Exchange.The methods of the quantitative analysis method, defined by tests of normal distribution, self-correlation and unit

*المؤلف المراسل

root, were used.The study concluded that the financial market indicators of the study sample do not obey the normal distribution, since they are sequentially related to themselves, except that they are unpredictable and include the root unit according to the Dickie Fuller, Phillips and Peron measures, so that they are defined by random moving, and thus we conclude that these markets are efficient at the same time.

**Keywords:** Arab financial markets, efficient market, market index, unit root test.
**Jel Classification Codes: C01, E47, F65, G15**

---

**المؤلف المرسل:** عبد السلام بلبالي ، **الإيميل:** abdessalam.belbali@univ-adrar.edu.dz

**1. مقدمة:** تعتبر الأسواق المالية من أهم الركائز التي تعتمد عليها معظم الدول سواء المتقدمة منها أو النامية، وهذا راجع لقدرتها على تحريك العجلة الاقتصادية من خلال تلبية مختلف حاجيات الأعوان الاقتصاديين، وهي أيضا أحد المؤشرات التي يمكن أن نقيس بها قوة اقتصاد معين، فنشاط السوق يدل على قوة الاقتصاد والعكس صحيح، ويستمد السوق نشاطه من خلال الكفاءة العالية والمتمثلة في سرعة المعلومات والبيانات المتدفقة إليه عن الأوراق المالية المتداولة في السوق، مما يسمح بالتعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية وبالتالي عدم تحقيق أرباح غير عادية للمستثمرين، ومستوى تدفق المعلومات يحدد مستوى كفاءة السوق فبطأ المعلومات ومحدوديتها يعني كفاءة ضعيفة للسوق المالي، هذا الأخير يسمح بتحقيق أرباح غير عادية للمستثمرين، مما يؤدي إلى عدم تدفق المستثمرين المحلين والأجانب في المدى الطويل إلى هذه السوق، هذا من جهة ومن جهة أخرى يراقب الأعوان الاقتصاديين تطور مؤشرات مختلف البورصات والتي تحسب من خلال أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، وهاته الأخيرة سبب تغيرها هو طبيعة المعلومات الواردة إلى السوق عن الشركة، وبالتالي هناك علاقة وطيدة بين هذه المتغيرات فالتغير في المؤشر سببه طبيعة المعلومات المتوفرة ووقت وصولها، لأن عامل الزمن مهم بالنسبة للمتعاملين في السوق.

**1 . 1 . الإشكالية:** تلعب التطورات التي تشهدها الأسواق المالية دوراً مهماً في التأثير على مستوى التقدم الذي تحرزه مختلف اقتصادات دول العالم، بحيث يعتبر وجود سوق أوراق مالية قادر على حشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة الأغراض المنتجة،كمسرِّع للنمو الاقتصادي للدول. وتتطلع الدول العربية كغيرها من الدول إلى تحديث وتقوية أسواقها المالية من أجل زيادة كفاءتها.

من خلال ما سبق يمكن صياغة إشكالية هذه الدراسة كالتالي:

**هل الأسواق المالية العربية كفؤة عند المستوى الضعيف؟**

**1. 2. فرضية الدراسة:**

- ✓ الأسواق المالية العربية تتمتع بالكفاءة العالية عند المستوى الضعيف

لاختبار فرضية الدراسة تم تقسيمها إلى مجموعة من الفرضيات الفرعية كما يلي:

- الفرضية الفرعية الأولى: سلسلة مؤشرات الأسواق المالية العربية للفترة (2010-2020) غير موزعة طبيعياً.
- الفرضية الفرعية الثانية: سلسلة مؤشرات الأسواق المالية العربية للفترة (2010-2020) تتبع السير العشوائي وفقا لاختبار الارتباط الذاتي.
- الفرضية الفرعية الثالثة: سلسلة مؤشرات الأسواق المالية العربية للفترة (2010-2020) غير مستقرة وفقا لاختبارات ADF & PP.

**1. 3. أهداف الدراسة**: دراسة مدى كفاءة الاسواق المالية العربية خصوصاً في الوقت الراهن حيث هناك تحرير مالي عالمي مما يشجع على زيادة الاستثمار غير المباشر، كذلك هدف الدراسة البحث في مجال الاقتصاد القياسي من خلال الاستعانة ببعض الاختبار لقياس استقرارية السلاسل الزمنية.

**1. 4 حدود الدراسة:** تتمثل الحدود الزمانية للدراسة للفترة مابين (2010/01/01-2020/11/30 )، اما الحدود المكانية فتمثلت في دراسة الاسواق المالية العربية وشملت عينة الدراسة ما يلي «سوق دبي المالي، سوق المالي السعودي، بورصة فلسطين، بورصة الدار البيضاء، بورصة مصر»

**1. 5 منهجية الدراسة**: تم استخدام المنهج الوصفي للإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والتطرق لأهم المفاهيم والأفكار المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية، أما المنهج الكمي استخدم لقياس كفاءة الأسواق المالية بالاخص استقرارية المؤشرات المالية للأسواق والتأكد من السير العشوائي للسلاسل الزمنية وهذا من خلال استخدام مجموعة من الاختبارات منها: اختبار التوزيع الطبيعي ،اختبار الارتباط الذاتي واختبارات الاستقرارية لكل من ديكي فولر وفيلبس وبيرون.

**1. 6 الدراسات السابقة:** في حدود الإطلاع على الدراسات السابقة والتي تتعلق بموضوع البحث نلاحظ أن هذه الدراسات تختلف حسب نظرة كل باحث ونذكر منها:

**زهير غراية (2015): « اختبار نموذج كفاءة الأسواق المالية: مدخل لتقييم أسعار المنتجات المالية دراسة لعينة من المؤشرات المالية العربية »** تطرقت هذه الدراسة إلى تحليل نموذج كفاءة الأسواق المالية في البورصات العربية الناشئة خلال الفترة (2008/01/01-2010/12/31) من خلال تقييم المؤشرات المالية في المغرب، السعودية، الكويت وقطر، حيث خلصت الدراسة إلى أن السلاسل الزمنية للمؤشرات المالية مستقرة عند الفروق من الدرجة الأولى وهو ما يفسر نموذج الأسواق المالية عند المستوى الضعيف.

**مسعداوي يوسف (2014): « كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من الجزائر، السعودية ومصر »** حيث ركزت الدراسة على الأسواق المالية العربية كجزء من الأسواق الناشئة من خلال الإحاطة بواقعها وسبل تنشيطها والشروط الواجب توفرها لتحقيق كفاءة من بينها مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر سيولة السوق ومؤشر رأس المال السوقي، أقرت هذه الدراسة على أن الأسواق المالية العربية ضعيفة وغير كفؤة نظراً لغياب متطلبات كفاءة الأسواق.

**خالد مصطفى (2018): «Efficiency in stock Markets: A Review of literature»**

تطرقت هذه الدراسة إلى الكفاءة في أسواق الأسهم للأسواق المالية المتقدمة والأسواق المالية الناشئة، وبدأت بالأدبيات وعلى رأسها ما قدمه (Fama, 1965) وتعتمد الكفاءة السوقية على دمج المعلومات المتاحة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي الكفاءة السوقية مرتبطة بشكل عام بالكفاءة المعلوماتية في الأسواق، وتوصلت الدراسة إلى أن للأسواق المالية المتقدمة أكثر كفاءة من الأسواق المالية الناشئة.

**عبد القادر بسبة (2020): «Testing Islamic stock market efficiency: The case of FTSE SHARIAH INDEXES»**، تناولت هذه الدراسة اختبار كفاءة سوق الأسهم الإسلامية لمؤشرات فاينانشال تايمز الإسلامية، حيث تم اختبار فرضية المستوى الضعيف لكفاءة مؤشرات الأسهم الإسلامية خلال الفترة (2018/08/2013-20/10/14)، وتم الاعتماد على مجموعة من الاختبارات، وتوصلت الدراسة إلى أن مجموعة من الاختبارات رفضت فرضية العدم المتمثلة في تميز المؤشرات بخصائص المستوى الضعيف للكفاءة، وبالتالي هذه الأسواق لا تتبع نموذج السير العشوائي وهذا ما يثبت أنها غير كفؤة.

**1. 7 . مميزات الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:** من خلال عرض الدراسات السابقة يتبين أن غالبيتها تطرقت إلى كفاءة الأسواق المالية او بعبارة أخرى اختبار السير العشوائي للأسواق، كما تعرض اغلبها الى دراسة سوق واحد او اثنين على الأكثر ثلاثة أسواق في شكل دراسة مقارنة، بحيث يوجد اختلاف مابين الدراسات في الأدوات المستخدمة في التحليل، الحيز الجغرافي والفترة المدروسة إلا أن اغلب الدراسات استخدمت اختبار او اختبارين للكشف عن السير العشوائي للسلاسل الزمنية وهذا لقياس كفاءة الأسواق المالية.

تتميز هاته الدراسة عن الدراسات السابقة إلى أنها تستخدم مجموعة من الأساليب والاختبارات المتعددة لقياس كفاءة الأسواق المالية، ومع أن هذا البحث يتواصل مع الدراسات السابقة مستفيداً منها ومستوعباً جوانب الضعف فيها لتعزيزها وتقويتها، بالإضافة لذلك أجريت الدراسة التطبيقة على مجموعة من الأسواق المالية العربية واستعملت بيانات شهرية بداية من 2010/01/01 الى 2020/11/30 بحيث تعتبر سلسلة زمنية كافية وحديثة.

**1. 8. محاور الدراسة**: لقد تم إنجاز هذا العمل بتقسيمه إلى محورين، المحور الأول بعنوان مدخل نظري لكفاءة أسواق الأوراق المالية، اما المحور الثاني تم التطرق فيه الى اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية للفترة (2010-2020)

## 2. مدخل نظري لكفاءة أسواق الأوراق المالية

### 2. 1. مواصفات ومعايير أسواق الأوراق المالية

#### 2. 1. 1. مفهوم أسواق الأوراق المالية

**أ. تعريف سوق الأوراق المالية:** يمكن تعريف سوق الاوراق المالية بأنها: سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، حيث يلتقي فيها طالبوا وعارضوا الأموال، فمن أجل تغطية وسد الحاجة للتمويل تقوم الدولة، الجماعات العمومية والمؤسسات بإصدار أوراق مالية طويلة

الأجل (أسهم وسندات) للحصول على مقابل من قبل الأعوان الاقتصاديين الذين يتميزون بفائض مالي، يوجد له في السوق المالي التوظيف المناسب له.

كما تعرف أيضاً بأنها السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية طويلة الأجل وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها عن السنة **(نور الدين، جانفي 2014، ص 61).**

**ب. هيكلة سوق الأوراق المالية:** تتكون سوق الاوراق المالية من سوقين متكاملين هما: **(عبد الغفار ، رسمية، 2008، ص 281)**

- السوق الأولية (سوق الإصدار): تختص هذه السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأس مالها أو مديونيتها، وهذا يعني أن المؤسسات التي تحتاج إلى الأموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية، وطرحها للاكتتاب سواء في اكتتاب عام أوخاص، وهذا يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة المشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال.
- السوق الثانوية (سوق التداول): تختص هذه السوق في التعامل في الأوراق المالية التي تم اصدارها في السوق الأولية، أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو عن طريق أحد المؤسسات المالية المتخصصة. ويطلق على هذه السوق اسم البورصة.

**2. 1. 2. مواصفات سوق الأوراق المالية الجيد:** لكي يطلق على سوق الأوراق المالية بأنه جيد يجب أن تتوفر فيه بعض السمات والمواصفات منها: **(نادية، 2006، ص 04).**

**- توافر المعلومات والبيانات:** أي يكون باستطاعة المشتركين في السوق الحصول على المعلومات حول حجم وأسعار التعاملات السابقة (البيع والشراء) في وقتها وبدقة تامة.

**- توفير السيولة:** وهي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة (تسمى أيضاً Maketability أي صلاحية الأسهم للعرض في السوق)، وبسعر محدد ومعروف أي عدم حصول تغير كبير وفجائي في سعر السوق الجاري.

**- العمق:** أي وجود عدد كبير من البائعين والمشترين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري.

**- انخفاض تكلفة التعاملات:** كلما كانت التكلفة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة، وتقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة، وتسمى الكفاءة الداخلية ويفضل المشاركون في السوق أن تتعدل الأسعار بسرعة وفقاً للمعلومات الجديدة الخارجية فيما يتعلق بالعرض والطلب على الأصول.

**2. 1. 3. معايير قياس تطور ونمو الأسواق المالية**

يتفق الاقتصاديون على مجموعة من المعايير لتقدير درجة تقدم ونضج السوق المالي نذكر منها: حجم السوق؛ درجة السيولة؛ درجة التركز. **(ريحان، الطاوس ، 2013، ص 52)**

**- حجم السوق:** يقاس حجم السوق بمؤشرين هما:

- معدل رسملة السوق: هو عبارة عن القيمة السوقية للأسهم في البورصة مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل رسملة السوق يرتبط مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر.

- عدد الشركات المدرجة في البورصة: زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة له دلالة هامة على التطور السريع للسوق المالية.

**- معيار سيولة السوق:** تعني سيولة السوق القدرة على شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية بسهولة، ونميز مؤشرين لقياس السيولة.

- معدل قيمة التداول: وهو مجموع الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية مقسوماً على الناتج المحلي الإجمالي، وهذا المؤشر يقيس التداول المنظم لأسهم الشركات المقيدة كنسبة من الناتج المحلي، إذن فهو يعكس ويعبر عن سيولة الاقتصاد بصفة عامة، وهذا المؤشر يكمل مؤشر رسملة السوق، إذ أنه بالرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيراً، وعليه يستدعي الأمر استخدام المؤشرين معاً لغاية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية.
- معدل الدوران: هو إجمالي الأسهم المتداولة مقسوماً على رسملة السوق، وهذا المؤشر يستخدم كمقياس لانخفاض تكلف المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق لتوضيح درجة نشاط السوق، إذ يمكن أن يكون هناك سوق كبيرة ولكنها غير نشطة إذا كانت رسملتها كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض. إن مؤشرات السيولة تقيس درجة التداول السيولة بالنسبة لحجم الاقتصاد ككل وبالنسبة لحجم سوق الأوراق المالية.

**- معيار درجة التركز:** يقصد بدرجة التركز ما إذا كان حجم التداول للسوق مركزاً في عدد محدود من الشركات المقيدة أو موزعاً على عدد كبير منها، ولقياس درجة التركيز نحسب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي أو إجمالي قيمة التداول.

**2. 2.كفاءة أسواق الأوراق المالية**

**2. 2. 1. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:**

يمكن تعريف السوق الكفء بأنه: " ذلك السوق الذي يتساوى فيه سعر كل ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في كل الأوقات". **(محمد صالح، 1997، ص 111)**

ويقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية، تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة والتي تتطلب: **(صالح، فريدة، 2010/2009، ص182).**

- وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق؛
- توفر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداول أدواتها في السوق؛
- الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

**2. 2. 2. أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية:** يمكن تصنيف كفاءة سوق الأوراق المالية كما يلي: **(رجاء، 2017، ص 145)**

**أ. الكفاءة الكاملة:** لكي يكون السوق في حالة كفاءة كاملة يقتضي ذلك توافر الشروط التالية:

- أن تكون المعلومات عن السوق متاح للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف؛
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها؛
- للمستثمر الحق في بيع وشراء الكمية التي يريدها من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر؛
- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم؛
- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

**ب. الكفاءة الاقتصادية:** في هذا النوع يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول العمليات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيراً إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً عير عادية على المدى الطويل.

**2. 2. 3. مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية:**

وضع هاري روبرت (Harry Roberts 1967) و يوجين فاما(Eugene Fama 1970)، ثلاثة مستويات لكفاءة السوق معتمدين في ذلك على المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية:

**أ. الصيغة ضعيفة الكفاءة:** تسمى أيضاً بـــ نظرية الحركة العشوائية للأسعار، ووفقاً لهذه الصيغة يفترض أن مجموعة المعلومات المتاحة للمتعاملين في السوق تتمثل فقط بالمعلومات التاريخية أو السابقة للأسهم، وبالتالي فهي لا تتضمن معلومات يمكن الاستفادة منها لتوقع حركة الأسعار في المستقبل. **(عبد الحسين، 2016، ص28)**

**ب. الصيغة متوسطة الكفاءة:** يقتضي هذا الفرض بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات حول الظروف الاقتصادية، ظروف الشركة، التقارير المالية وغيرها، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الاستجابة ضيفة في البداية لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر (ومنذ اللحظة الأولى) القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين.

**ج. الصيغة قوية الكفاءة:** وفقاً لهذه الصيغة يفترض أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، فهذه الصيغة أُختيرت بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين يفترض أن لها وسائلها الخاصة في

الحصول على معلومات لا تتاح لدى مستثمرين آخرين بذات السرعة، ويقوم بها المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، والمتخصصون في تحليل الأوراق المالية.

**2. 2. 4. متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:** إن السوق الكفء هي السوق التي تحقق تخصيصاً كفأ للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ووفقاً لمفهوم الكفاءة يفترض أن تؤدي دورين بارزين أحدهما مباشر، والآخر غير مباشر:

- **الدور المباشر:** يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم شركة ما، فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية وبالتالي فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

- **الدور غير المباشر**: يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالي من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع مؤسسات مالية وعادة تكون بسعر فائدة معقول.

ولتحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ينبغي تحقق سمتان أساسيتان تعدان بمثابة متطلبان أساسيان لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية وهما: **(صالح، فريدة، 2010/2009)**

- **كفاءة تشغيلية:** وهي قدرة سوق الأوراق المالية على أداء وظائفه التشغيلية بأقل تكلفة معاملات ممكنة.
- **كفاءة تسعيرية:** وهي أن أسعار الأوراق بحيث تعبر عن قيمتها الحقيقية، وهناك ثلاث مستويات للكفاءة التسعيرية هي: المستوى الضعيف للكفاءة، والمستوى نصف القوي للكفاءة، والمستوى القوي للكفاءة.

## 3. اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية للفترة (2010-2020)

**3. 1. توصيف البيانات:** لاختبار كفاءة الأسواق المالية العربية، تم جمع سلاسل زمنية شهرية تغطي الفترة مابين (2020/11/2010-30/01/01)، وتم استخدام مؤشرات الأسواق، تم جمع هاته البيانات الخاصة من الموقع (https://www.investing.com/)، بحيث تم ترميز المؤشرات كما يلي:

مؤشر سوق الأسهم السعودية ويرمز له بـــ: TASI ؛ مؤشر بورصة فلسطين ويرمز له بـــ: PLE

مؤشر بورصة المغرب ويرمز له بـــ: MASI؛ مؤشر البورصة المصرية ويرمز له بـــ: EGX30

مؤشر بورصة دبي ويرمز له بـــ:- ــDFM ؛ مؤشر سوق عمان ويرمز له بـــ : AMGNRLX

والجدول التالي يوضح توصيف بيانات الدراسة.

**الجدول رقم 01: توصيف بيانات الدراسة**

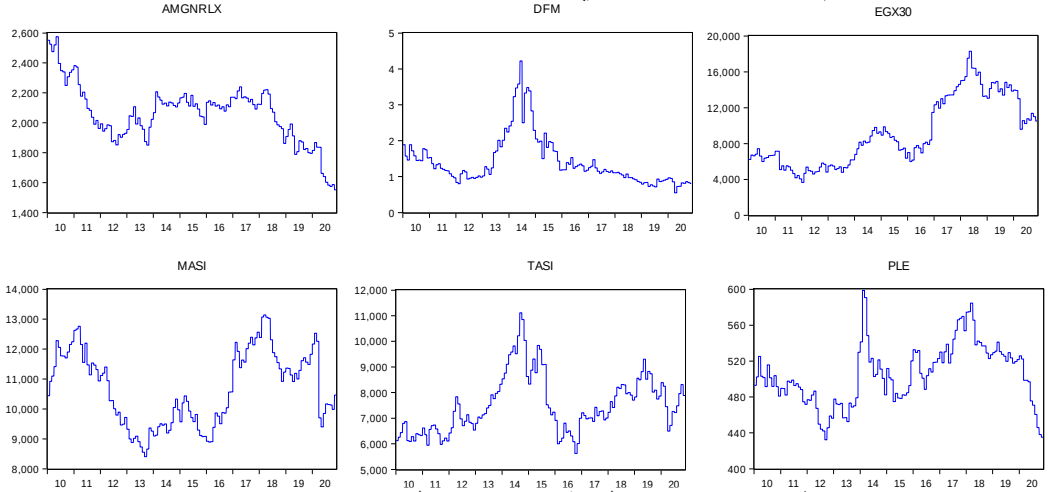
| | AMGNRLX | DFM | EGX30 | MASI | PLE | TASI |
|---|---|---|---|---|---|---|
| المتوسط | 2059.225 | 1.410725 | 9179.668 | 10700.65 | 504.9380 | 7512.834 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| اعلى قيمة | 2575.940 | 4.220000 | 18295.57 | 13142.71 | 598.6000 | 11112.12 |
| ادنى قيمة | 1551.240 | 0.551000 | 3661.690 | 8407.030 | 432.4200 | 5623.340 |
| الانحراف المعياري | 195.4129 | 0.673301 | 3754.605 | 1240.789 | 33.82935 | 1128.199 |
| عدد المشاهدات | 3987 | 3987 | 3987 | 3987 | 3987 | 3987 |

**المصدر:** من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eveiws.9

وفيما يلي التمثيل البياني للسلاسل الزمنية الخاصة لمتغيرات الدراسة:

**الشكل رقم 01: التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة للفترة 1995-2017**




**المصدر:** من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eveiws.9

## 3. 2. النتائج التطبيقية:

### 3. 2. 1. اختبار التوزيع الطبيعي:

**الجدول رقم 02: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي**

| | AMGNRLX | DFM | EGX30 | MASI | PLE | TASI |
|---|---|---|---|---|---|---|
| معامل الالتواء | 0.1171- | 1.8519 | 0.5175 | 0.06653 | 0.224 | 0.7960 |
| معامل التفلطح | 3.6562 | 6.5457 | 1.968 | 1.7926 | 2.90 | 3.224 |
| إحصائية Jarque-bera | 80.674 | 4367.74 | 354.884 | 245.09 | 35.044 | 429.48 |
| قيمة احتمال Jarque-bera | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |

**المصدر:** من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eveiws.9

✓ **معامل الالتواء:** يظهر من خلال الجدول أعلاه أن قيم معامل الالتواء بالنسبة ( DFM, EGX30, MASI, PLE, TASI) موجبة ما يعني أن التوزيع ملتوي نحو اليمين أي موجب الالتواء وعليه فإن مؤشر هاته الأسواق اقل من متوسط الحسابي في معظم فترة الدراسة، في حين كان الالتواء بالنسبة لمؤشر (AMGNRLX)سالب أي ملتوي نحو اليسار، ما يعني أن قيم كثيرة من البيانات تكون أعلاه من متوسطها الحسابي في معظم فترة الدراسة.

من الملاحظ أيضا أن قيمة معامل الالتواء لجميع المؤشرات الأسواق ما عدا سوق دبي لا تقترب من الصفر وعليه فإن السلاسل الزمنية لمؤشرات هاته الأسواق لا تتبع التوزيع الطبيعي.

- ✓ **معامل التفلطح:** بالنسبة لمؤشرات (EGX30, MASI, PLE) كان معامل التفلطح اقل من 3 ما يشير إلى شكل التوزيع مذبذب وهو يختلف عن التوزيع الطبيعي أما بالنسبة للمؤشرات (AMGNRLX , DFM, TASI) كان معامل التفلطح أكبر من 3 ما يدل على أن شكل التوزيع منبسط وهو يختلف بدوره على التوزيع الطبيعي.
- ✓ **معيار جاك بيرا Jarque-bera :** عموماً لتفسير إحصائية اختبار Jarque-bera لمؤشرات الأسواق ككل نلاحظ ان احتمال إحصائية في كل الأسواق تساوي Prob=0.000 مما يعني أن جميع السلاسل الزمنية لمؤشرات الأسواق المالية العربية لا تتبع التوزيع الطبيعي.

**2.3 .2. اختبار معنوية دالة الارتباط الذاتي:** تبين نتائج الاختبار الذاتي ملحق رقم 01، مع الأخذ 10 فترات إبطاء ومن خلال الشكل أن معاملات الارتباط الذاتي كلها خارج مجال الثقة والمعبر عنها بالخطين المتقطعين مما يعني أن السلسلة تختلف معنوياً عن الصفر ويؤكد ذلك قيم AC لكافة المؤشرات بحيث نلاحظ أن القيمة الأولى لا تساوي الصفر معنى ذلك أن السلاسل الزمنية لمؤشرات الأسواق المالية (عينة الدراسة) مرتبط ذاتياً أو تسلسليا مع نفسها من الدرجة الأولى مما يوضح عدم استقرارية السلاسل الزمنية لمؤشرات الدراسة.

**3 .2. 3. اختبار استقرارية السلاسل الزمنية :** يتم استخدام اختبار جذر الوحدة للتعرف على درجة تكامل السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة لمعرفة ما إذا كانت المتغيرات مستقرة أم لا، وسوف نعتمد على اختبار ديكي فولر الموسع واختبار فرضية العدم القائلة بوجود جذر الوحدة (أي عدم اسقرار السلاسل الزمنية )، ويوضح الجدول التالي نتائج اختبار جذر الوحدة.

- **اختبار ديكي فولر :**

**الجدول رقم 03: نتائج اختبار جذر الوحدة بطريقة (ADF)**

| At Level | UNIT ROOT TEST TABLE (ADF) | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | EGX30 | DFM | TASI | AMGNRLX | MASI | PLE |
| With Constant | t-Statistic | -1.2489 | -2.1213 | -2.2907 | -1.4896 | -1.8355 | -1.8967 |
| | Prob. | ***0.6552*** | ***0.2363*** | ***0.1751*** | ***0.5390*** | ***0.3635*** | ***0.3342*** |
| | | n0 | n0 | n0 | n0 | n0 | n0 |
| With Constant & Trend | t-Statistic | -1.6966 | -2.2918 | -2.2995 | -1.8825 | -1.8256 | -1.6861 |
| | Prob. | ***0.7529*** | ***0.4378*** | ***0.4336*** | ***0.6634*** | ***0.6923*** | ***0.7575*** |
| | | n0 | n0 | n0 | n0 | n0 | n0 |
| Without Constant & Trend | t-Statistic | -0.0078 | -1.2507 | 0.0240 | -1.7826 | -0.2082 | -0.4919 |
| | Prob. | ***0.6801*** | ***0.1945*** | ***0.6904*** | ***0.0710*** | ***0.6114*** | ***0.5032*** |
| | | n0 | n0 | n0 | * | n0 | n0 |

Notes: (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significant at the 1%. and (no) Not Significant

**المصدر:** من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eveiws.9

نلاحظ من الجدول أعلاه أن نتائج اختبار ADF الخاص بالسلاسل الزمنية لمؤشرات الأسواق المالية العربية (عينة الدراسة ) حيث نلاحظ ان الاحتمالات الحرجة المتحصل عليها في كل المؤشرات اكبر تماما من 0.05، وعليه نقبل الفرضية العدمية أي ان السلاسل غير مستقرة وتحتوي على جذر الوحدة وبالتالي نستنتج ان السلاسل الزمنية لم تستقر في المستوى I(0) (بثابت أو اتجاه مع ثابت أو من دون ثابت واتجاه عام).

- **اختبار فليبس وبيرون:** يأخذ هذا الاختبار بعين الاعتبار الأخطاء ذات التباينات غير متجانسة عن طريق التصحيح غير المعلمي لاحصائيات ديكي فولر، فهو يسمح بإلغاء التحيزات الناجمة عن المميزات الخاصة بالتذبذبات العشوائية، حيث اعتمد فليس وبيرون نفس التوزيعات المحدودة لاختبار ADF، وفيما يلي نتائج اختبار فليبس وبيرون:

**الجدول رقم 04: نتائج اختبار جذر الوحدة بطريقة (pp)**

| At Level | UNIT ROOT TEST TABLE (PP) | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | EGX30 | DFM | TASI | AMGNRLX | MASI | PLE |
| With Constant | t-Statistic | -1.2491 | -2.1250 | -2.2939 | -1.4896 | -1.8378 | -1.9038 |
| | Prob. | ***0.6551*** | ***0.2349*** | ***0.1740*** | ***0.5390*** | ***0.3624*** | ***0.3308*** |
| | | n0 | n0 | n0 | n0 | n0 | n0 |
| With Constant & Trend | t-Statistic | -1.6995 | -2.2977 | -2.3047 | -1.8827 | -1.8279 | -1.6919 |
| | Prob. | ***0.7516*** | ***0.4346*** | ***0.4307*** | ***0.6633*** | ***0.6911*** | ***0.7550*** |
| | | n0 | n0 | n0 | n0 | n0 | n0 |
| Without Constant & Trend | t-Statistic | -0.0078 | -1.2508 | 0.0240 | -1.7836 | -0.2082 | -0.4919 |
| | Prob. | ***0.6801*** | ***0.1945*** | ***0.6904*** | ***0.0708*** | ***0.6114*** | ***0.5032*** |
| | | n0 | n0 | n0 | * | n0 | n0 |

**المصدر:** من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eveiws.9

من خلال النتائج اختبار(PP) من الجدول أعلاه نلاحظ ان الاحتمالات الحرجة المتحصل عليها أكبر من 0.05 وعليه نقبل فرضية العدم$H_0$ والتي تقر بوجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية لمؤشرات الاسواق المالية العربية (عينة الدراسة)، وهذا يتفق مع نتائج الاختبار السابق(ADF).

من خلال النتائج اختبار(ADF) و (PP) يمكن القول ان السلاسل الزمنية لمؤشرات الأسواق المالية العربية غير مستقرة في المستوى وبالتالي هي تتبع حركة السير العشوائي مما يدل على أنها ذات كفاءة عند المستوى الطبيعي.

**4. خاتمة:** من خلال هاته الدراسة وبعد التطرق إلى العرض النظري لكفاءة الأسواق المالية تم استعمال مجموعة من الاختبارات لقياس كفاءة الأسواق المالية العربية للتأكد من السير العشوائي للسلاسل الزمنية المتعلقة بمؤشراتها، في البداية تم اختبار التوزيع الطبيعي ثم اختبار الارتباط التسلسلي واختبارات الاستقرارية كما تم عرض مفصل للنتائج في الأخير خلصت الدراسة إلى ما يلي:

- سلسلة مؤشرات الأسواق المالية العربية للفترة (2010-2020) غير موزعة طبيعياً حسب اختبار جاك بيرا للتوزيع الطبيعي وهو ما يثبت صحة الفرضية الفرعية الأولى؛

- سلسلة مؤشرات الأسواق المالية العربية للفترة (2010-2020) تتبع السير العشوائي وفقا لاختبار الارتباط الذاتي، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الفرعية الثانية؛
- سلسلة مؤشرات الأسواق المالية العربية للفترة (2010-2020) غير مستقرة وفقا لاختبارات ADF & PP، وهو ما يثبت صحة الفرضية الفرعية الثالثة.

وعليه نستنتج أن الأسواق المالية العربية عينة الدراسة تتبع فرضية السير العشوائي مما يعني أنها تتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف.

**5. المراجع:**

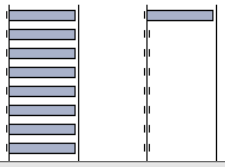

1) **عبد الغفار حنفي، رسمية قريافص،** الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية- مصر، 2008.
2) **محمد صالح الحناوي،** أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ط 2، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 1997.
3) **نادية أمين محمد علي،** تحليل أسواق الأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات- آفاق وتحديات، 6- 8 مارس 2006، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة.
4) **الشريف ريحان، الطاوس حمداوي،** بورصة الجزائر- رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 34، جوان 2013.
5) **كروش نور الدين،** سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- دراسة **حالة بورصة الجزائر**،الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 11، جانفي 2014.
6) **رجاء خضير عبود موسى الربيعي،** كفاءة أسواق المال في البلدان الخليجية مع إشارة خاصة للعراق- دراسة تحليلية للمدة( 2014-2007)، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، جامعة بابل، المجلد 9، العدد 1، 2017.
7) **عبد الحسين جليل الغالبي، محمد عودة عبود،** دراسة تحليلية لكفاءة سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد13، العدد 40، 2016..
8) **مفتاح صالح، معرفي فريدة،** متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية–دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، 2010/2009.
9) **Abdelkadir BESSEBA** (2020): «Testing Islamic stock market efficiency: The case of FTSE SHARIAH INDEXES» Revue des Sciences Humaines & Sociales
Volume 6, Numéro 1, Pages 520-534.
10) **Khalid Mustafa** (2018): «Efficiency in stock Markets: A Review of literature» International Journal of Economics, Commerce and Management, United Kingdom.


**6. الملاحق:**

**الملحق 01 : نتائج اختبار الارتباط الذاتي لمؤشرات الأسواق المالية العربية**

**Correlogram of EGX30**

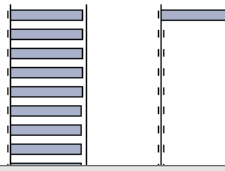
Date: 12/09/20 Time: 09:27
Sample: 1/01/2010 11/30/2020
Included observations: 3987



| | AC | PAC | Q-Stat | Prob |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 0.999 | 0.999 | 3984.0 | 0.000 |
| 2 | 0.999 | -0.000 | 7963.1 | 0.000 |
| 3 | 0.998 | -0.000 | 11937. | 0.000 |
| 4 | 0.997 | -0.000 | 15907. | 0.000 |
| 5 | 0.996 | -0.000 | 19871. | 0.000 |
| 6 | 0.996 | -0.000 | 23830. | 0.000 |
| 7 | 0.995 | -0.000 | 27784. | 0.000 |
| 8 | 0.994 | -0.000 | 31734. | 0.000 |

**Correlogram of AMGNRLX**

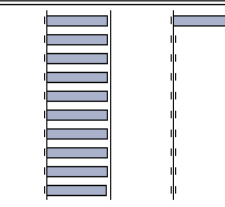
Date: 12/09/20 Time: 09:26
Sample: 1/01/2010 11/30/2020
Included observations: 3987



| | AC | PAC | Q-Stat | Prob |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 0.997 | 0.997 | 3967.2 | 0.000 |
| 2 | 0.994 | -0.001 | 7912.8 | 0.000 |
| 3 | 0.991 | -0.001 | 11837. | 0.000 |
| 4 | 0.989 | -0.001 | 15739. | 0.000 |
| 5 | 0.986 | -0.001 | 19620. | 0.000 |
| 6 | 0.983 | -0.001 | 23479. | 0.000 |
| 7 | 0.980 | -0.001 | 27317. | 0.000 |
| 8 | 0.977 | -0.001 | 31133. | 0.000 |

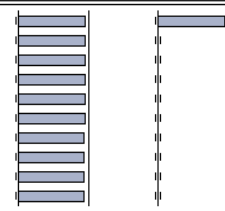
**Correlogram of MASI**

Date: 12/09/20 Time: 09:31
Sample: 1/01/2010 11/30/2020
Included observations: 3987



| | AC | PAC | Q-Stat | Prob |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 0.998 | 0.998 | 3976.5 | 0.000 |
| 2 | 0.997 | -0.001 | 7940.4 | 0.000 |
| 3 | 0.995 | -0.001 | 11892. | 0.000 |
| 4 | 0.993 | -0.001 | 15831. | 0.000 |
| 5 | 0.992 | -0.001 | 19757. | 0.000 |
| 6 | 0.990 | -0.001 | 23671. | 0.000 |
| 7 | 0.988 | -0.001 | 27573. | 0.000 |
| 8 | 0.986 | -0.001 | 31462. | 0.000 |
| 9 | 0.985 | -0.001 | 35339. | 0.000 |
| 10 | 0.983 | -0.001 | 39203. | 0.000 |

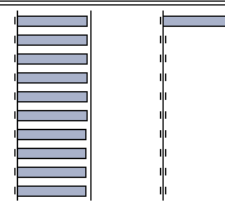
Date
Sam
Included observations: 3987



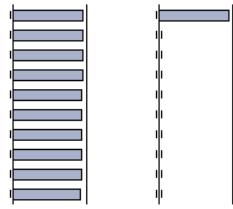
| | AC | PAC | Q-Stat | Prob |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 0.998 | 0.998 | 3970.3 | 0.000 |
| 2 | 0.995 | -0.001 | 7922.1 | 0.000 |
| 3 | 0.993 | -0.001 | 11855. | 0.000 |
| 4 | 0.990 | -0.001 | 15770. | 0.000 |
| 5 | 0.988 | -0.001 | 19666. | 0.000 |
| 6 | 0.985 | -0.001 | 23543. | 0.000 |
| 7 | 0.983 | -0.001 | 27403. | 0.000 |
| 8 | 0.980 | -0.001 | 31243. | 0.000 |
| 9 | 0.978 | -0.001 | 35066. | 0.000 |
| 10 | 0.975 | -0.001 | 38870. | 0.000 |

**Correlogram of DFM**

Date: 12/09/20 Time: 09:27
Sample: 1/01/2010 11/30/2020
Included observations: 3987



| | AC | PAC | Q-Stat | Prob |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 0.998 | 0.998 | 3970.1 | 0.000 |
| 2 | 0.995 | -0.001 | 7921.3 | 0.000 |
| 3 | 0.993 | -0.001 | 11854. | 0.000 |
| 4 | 0.990 | -0.001 | 15767. | 0.000 |
| 5 | 0.988 | -0.001 | 19662. | 0.000 |
| 6 | 0.985 | -0.001 | 23539. | 0.000 |
| 7 | 0.983 | -0.001 | 27396. | 0.000 |
| 8 | 0.980 | -0.001 | 31235. | 0.000 |
| 9 | 0.978 | -0.001 | 35055. | 0.000 |
| 10 | 0.975 | -0.001 | 38857. | 0.000 |



| | AC | PAC | Q-Stat | Prob |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 0.997 | 0.997 | 3963.8 | 0.000 |
| 2 | 0.993 | -0.002 | 7902.4 | 0.000 |
| 3 | 0.990 | -0.002 | 11816. | 0.000 |
| 4 | 0.987 | -0.002 | 15704. | 0.000 |
| 5 | 0.984 | -0.002 | 19568. | 0.000 |
| 6 | 0.980 | -0.002 | 23407. | 0.000 |
| 7 | 0.977 | -0.002 | 27221. | 0.000 |
| 8 | 0.974 | -0.002 | 31010. | 0.000 |
| 9 | 0.970 | -0.002 | 34774. | 0.000 |
| 10 | 0.967 | -0.002 | 38514. | 0.000 |