



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة كربلاء

كلية الإدارة والاقتصاد

القيمة العادلة للأسهم في إطار فرضية السوق الكفوءة

دراسة مقارنة بين أسواق (العراق و عمان و قطر) للأوراق المالية للمدة (2006-2009)

رسالة مقدمة

إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد بجامعة كربلاء

وهي جزء من متطلبات نيل درجة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية

من قبل

مروة عبد الستار جبار الساعدي

بإشراف الأستاذ الدكتور

حاكم محسن محمد الربيعي

2012

1433هـ

م

الاهداء

إلى من التجئ إليها في كل أموري
للتوسط لي عند خالقي إلى ذخري
وذخيري في الدنيا والآخرة إلى الروح
الطاهرة والنفس الأبية إلى مولاتي
وسيدي الصابرة أم البنين عليها السلام.
إلى من افتخرت دوماً إني ابنته عراق
الفخر والعزة وطني .

إلى أختي وصديقتي وتوأم روحي
وبئر أسراري ومن وقفت وسوف
تقف دائماً إلى جانبي في السراء
والضراء إلى من رفعت يدها وبكت
ودعت إلى ربها أن ينظر لي بعين
رحمته ويوفقني لأكون مصدر فخر
لها إلى أُمي

استجاب الله دعواتك .

إلى سندي في الدنيا ومن مجرد
وجوده في حياتي يشعري أنني بخير أبي
(أطال الله في عمره).

والى معنى الأخوة ورمز الحب
نبضات قلبي إخوتي الأعزاء
(كرار, ذوالفقار, حيدر).

إليكم اهدي جهدي
المتواضع.....

مروة

الشكر والتقدير

الحمد لله والشكر له على ما من به علينا من نعمة والصلاة والسلام على خير خلقه الأمين محمد وعلى اله الأظهر وأصحابه الغر الميامين .

أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى (الأستاذ الدكتور حاكم محسن محمد) على ما بذله من جهد ووقت للأشراف على رسالتي ومتابعتها بأرائه القيمة وأفكاره الخلاقة جزاه الله عني خير الجزاء .

كما و أتقدم بخالص الشكر والتقدير إلى الأساتذة رئيس وأعضاء لجنة المناقشة لفضلهم بقبول مناقشة هذه الرسالة وشكري وتقديري للأساتذة المقيم العلمي والمدقق اللغوي على جهودهم في إظهار الرسالة بشكلها اللائق وخالص شكري وتقديري إلى جميع أساتذة كلية الإدارة والاقتصاد وأخص بالذكر الأستاذ الدكتور الغويا وعلمي

(علاء فرحان طالب) عميد الكلية والى رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية الدكتور (حيدر يونس الموسوي) ومن كان لي الشرف أن ادرس على يديهم ومن ساعدني بالتوجيه والنصيحة والكلمة الطيبة الصادقة .

وأتقدم بشكر خاص وكبير إلى (الأستاذ المساعد الدكتور (ميثم ربيع هادي) المحترم من كان له الفضل في خروج رسالتي بهذا الشكل كما وأتقدم بخالص الشكر والامتنان إلى كل من

(أ. م. د. عامر المعموري , م. محمد علي جعفر , م. م. حسام حسين شياح , م. م. علي احمد فارس والزملاء محمد

كلية الإدارة والاقتصاد نفاثر وعباس فاضل) لمدهم لي يد العون جزأهم الله خيرا وأود أن اشكر جميع منتسبي

مكتبتي العتبة الحسينية والعباسية وكل من ساعد في إظهار هذه الرسالة بشكلها نوالمكتبة الجامعية ومنتسبي

علي بجهد أو معلومة واخص بالذكر (لمياء , هبة الله, محمد النهائي, وشكرا لجميع أصدقائي الذين لم يبخلو

مجيد , هدير, وسام, بلاسم, محمد جاسم) وجميع زملائي في الماجستير في أقسام (إدارة الأعمال والاقتصاد).

وكما بدأت اختتم شكري لله العلي التقدير

المستخلص

حاولت هذه الدراسة إبراز مفهوم القيمة العادلة للأسهم وكيفية تحققها في السوق المالية الكفوءة من خلال الاختبار والمقارنة بين أسواق العراق وعمان وقطر للأوراق المالية وذلك لان السوق المالية الكفوءة تحقق تخصيصا امثلا للموارد الاقتصادية أي انه إذا كانت السوق المالية كفوءة بالدرجة القوية فأن الموارد الاقتصادية سوف توجه للمجالات الأكثر ربحية وبذلك فأن الموارد سيتم تعبئتها بشكل صحيح والسوق سوف تعمل على تنمية الموارد المالية المستثمرة فيها من جميع القطاعات المالية والاقتصادية .

وقد اشتملت الدراسة على كيفية اختبار القيمة السوقية للأسهم إذا ما كانت عادلة وتعكس جميع المعلومات أم لا من خلال استخدام نسبة (السعر /العائد) وتضمنت اختبارات إحصائية لاختبار الشكل الضعيف للكفاءة ونموذج تسعير الموجودات (CAPM) لاختبار الشكل المتوسط (شبه القوي) لكفاءة الأسواق المالية عينة الدراسة وقد اعتمدت الدراسة على القوائم المالية للشركات المدرجة في الأسواق المالية عينة الدراسة والنشرات الشهرية الصادرة عن الأسواق لتحديد أسعار الإغلاق الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في أسواق العراق وعمان وقطر .

واعتمدت الدراسة على عدد من الفرضيات أهمها:

1. إن القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في أسواق العراق وعمان وقطر للأوراق المالية تمثل قيمة حقيقية (عادلة) تعكس كل المعلومات المتاحة عن الشركات المدرجة في السوق .
2. إن كانت القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة وتعكس جميع المعلومات ولا وجود لمطالعين داخلين على المعلومات فالسوق المالية كفوءة بالشكل القوي .

وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات أهمها :

1. إن تحليل قيم الأسهم الحقيقية ومقارنتها بالسوقية أثبتت وجود انحرافات بعضها سالبة والأخرى موجبة بنسبة (100%) في الأسواق الثلاثة عينة الدراسة وهي نسبة كبيرة جدا تدل على وجود أخطاء في تسعير الأسهم .
2. ظهور انحرافات في قيم الأسهم الحقيقية عن السوقية تثبت وبشكل قاطع وجود معلومات غير معلنة عن الأسهم أدت إلى ظهور الأسهم في السوق بقيمة اقل أو اكبر من قيمتها الحقيقية وهذا يعني أن بعض الشركات العاملة في الأسواق عينة الدراسة لاتفصح بشكل كامل عن جميع المعلومات وهذا بالنتيجة يؤدي إلى أخطاء في التسعير.

وتضمنت الدراسة عدة توصيات أهمها :

1. يتوجب على إدارات الشركات أن تضع موظفين مؤهلين وموثوق بهم في المواقع المهمة في الشركة وذلك لضمان عدم تسريب المعلومات المهمة المتعلقة بالشركة الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع أو هبوط أسعار الأسهم في السوق بسبب إن المطلعين الداخليين يستخدمون المعلومات لخدمة مصالحهم الشخصية وهذه المشكلة تظهر بشكل واضح في قيم الشركات عينة الدراسة التي ظهرت انحرافات في قيم أسهمها الحقيقية عن السوقية .

2. ضرورة قيام الشركات المدرجة في السوق المالية بتشكيل لجنة لإجراء البحوث خلال مدة زمنية معينة كأن تكون (6) أشهر تكون مهمتها تحليل قيم أسهم الشركة ومعرفة إذا ما كانت حقيقية (عادلة) تمثل ما يجب أن تكون عليه القيمة في السوق أم لا وفي حالة ظهور انحرافات يتوجب عليها البحث عن سببها والعمل على وضع حلول وإجراءات لجعل القيمة عادلة لان ذلك سيزيد من ثقة المستثمرين في الشركة ويجعلهم متأكدين من أن استثمارهم في أسهم هذه الشركة لن يتسبب لهم بخسائر مستقبلية لأنهم على علم بكل مجريات الأمور التي تحدث في الشركة كذلك أسهم الشركة مسعرة بشكل صحيح لا أعلى ولا أدنى من قيمتها الحقيقية.

المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ	الإهداء
ب	شكر وتقدير
ج- د	المستخلص
هـ	المحتويات
و- ز	قائمة الأشكال
ح- ط- ي- ك	قائمة الجداول
ل	قائمة الملاحق
2-1	المقدمة
21-3	الفصل الأول / منهجية الدراسة وبعض الدراسات السابقة
10-3	المبحث الأول - منهجية الدراسة
21-11	المبحث الثاني - بعض الدراسات السابقة
91-22	الفصل الثاني - الجانب النظري للدراسة
48-23	المبحث الأول - القيمة العادلة للأسهم
84-49	المبحث الثاني - السوق المالية الكفوءة
91-85	المبحث الثالث - وصف العينة المبحوثة
205-92	الفصل الثالث / الجانب التطبيقي للدراسة
124-93	المبحث الأول - تحليل قيم أسهم الشركات واختبار كفاءة سوق العراق للأوراق المالية
173-125	المبحث الثاني - تحليل قيم أسهم الشركات واختبار كفاءة سوق عمان للأوراق المالية
205-174	المبحث الثالث - تحليل قيم أسهم الشركات واختبار كفاءة سوق قطر للأوراق المالية
211-206	الفصل الرابع / الاستنتاجات والتوصيات
208-207	المبحث الأول - الاستنتاجات
211-209	المبحث الثاني - التوصيات
225-212	المصادر
	الملاحق
	المستخلص باللغة الانجليزية

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
59	أقسام الأسواق المالية وفقاً لأجل الاستحقاق الأدوات المتداولة فيها والتقسيمات الفرعية للأسواق	1-2
86	معاملات α و B لعوائد الأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لمدة من 2007- (2006)	2-3
88-87	القيم الحقيقية للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لعام 2008	3-3
89-88	القيم السوقية للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لعام 2008	4-3
90-89	الانحراف في القيم السوقية عن الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لعام 2008	5-3
91-90	القيمة الحقيقية للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لعام 2009	6-3
92	القيم السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق المالي لعام 2009	7-3
94-93	الانحراف في القيم السوقية عن الحقيقية للأسهم المدرجة في سوق العراق المالي لعام 2009	8-3
96-95	معاملات الارتباط الذاتي الشهرية لأسهم شركات سوق العراق للأوراق المالية	9-3
97	عدد معاملات الارتباط الموجبة والسالبة والصفرية إلى عدد معاملات الارتباط الكلي لأسهم شركات سوق العراق المالي	10-3
98	شركات العراق مرتبة ترتيباً تنازلياً بحسب أعلى قيمة مطلقة لمعاملات الارتباط الذاتي الشهرية	11-3
101	معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بمتوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لجميع الأسهم المدرجة في سوق العراق المالي	12-3
105-104	معامل Beta للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2007 لغاية حزيران 2008)	13-3
106	الأسعار الفعلية للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2007 لغاية حزيران 2008)	14-3
107	الأسعار المتوقعة للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2007 لغاية حزيران 2008)	15-3
109-108	العوائد الغير عادية للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2007 لغاية حزيران 2008)	16-3
111-110	معامل Beta للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2008 لغاية حزيران 2009)	17-3

112-111	الأسعار الفعلية للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (حزيران 2008 لغاية حزيران 2009)	18-3
113	الأسعار المتوقعة للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2008 لغاية حزيران 2009)	19-3
114	العوائد غير العادية للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2008 لغاية حزيران 2009)	20-3
119-117	معاملات (α, β) لعوائد الأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للمدة من (-2007 2006)	21-3
121-119	القيم الحقيقية للأسهم المدرجة في سوق عمان المالي لعام (2008)	22-3
123-121	القيم السوقية للأسهم المدرجة في سوق عمان المالي لعام (2008)	23-3
126-124	انحراف القيم السوقية عن الحقيقية للأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية لعام (2008)	24-3
128-127	القيم الحقيقية للأسهم المدرجة في سوق عمان المالي لعام (2009)	25-3
130-129	القيم السوقية للأسهم المدرجة في سوق عمان المالي لعام (2009)	26-3
132-131	انحراف القيم السوقية عن الحقيقية للأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية لعام (2009)	27-3
135-134	معاملات الارتباط الذاتي الشهرية لأسهم شركات سوق عمان للأوراق المالية	28-3
136	عدد معاملات الارتباط الذاتي الموجبة والسالبة والصفرية إلى عدد معاملات الارتباط الكلية لأسعار أسهم سوق عمان المالي	29-3
138-137	شركات سوق عمان المالي مرتبة ترتيباً تنازلياً بحسب أعلى قيمة مطلقة لمعاملات الارتباط الذاتي الشهرية	30-3
141	معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بمتوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لجميع الأسهم المدرجة في سوق عمان المالي	31-3
146-144	معامل (β) للأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2007 لغاية حزيران 2008)	32-3
184-147	الأسعار الفعلية للأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2007 لغاية حزيران 2008)	33-3
151-149	الأسعار المتوقعة للأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2007 لغاية حزيران 2008)	34-3
153-152	العوائد الغير عادية للأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2007 لغاية حزيران 2008)	35-3
156-154	معامل (β) للأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2008 لغاية حزيران 2009)	36-3

158-156	الأسعار الفعلية للأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2008 لغاية حزيران 2009)	37-3
160-159	الأسعار المتوقعة للأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2008 لغاية حزيران 2009)	38-3
162-161	العوائد الغير عادية للأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2008 لغاية حزيران 2009)	39-3
166	معاملات (α, β) لعوائد الأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية للمدة من (-2007 2006)	40-3
168-167	القيم الحقيقية للأسهم المدرجة في سوق قطر المالي لعام (2008)	41-3
169-168	القيم السوقية للأسهم المدرجة في سوق قطر المالي لعام (2008)	42-3
170-169	انحراف القيم السوقية عن الحقيقية للأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية لعام (2008)	43-3
171	القيم الحقيقية للأسهم المدرجة في سوق قطر المالي لعام (2009)	44-3
172	القيم السوقية للأسهم المدرجة في سوق قطر المالي لعام (2009)	45-3
173	انحراف القيم السوقية عن الحقيقية للأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية لعام (2009)	46-3
176-175	معاملات الارتباط الذاتي الشهرية لأسعار أسهم شركات سوق قطر للأوراق المالية	47-3
176	عدد معاملات الارتباط الذاتي الموجبة والسالبة إلى عدد المعاملات الكلية لأسعار أسهم سوق قطر المالي	48-3
177	شركات سوق قطر المالي مرتبة ترتيبا تنازليا بحسب أعلى قيمة مطلقة لمعاملات الارتباط الذاتي الشهرية	49-3
185	معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بمتوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لجميع الأسهم المدرجة في سوق قطر المالي	50-3
190	معامل (β) للأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2007 لغاية حزيران 2008)	51-3
191	الأسعار الفعلية للأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2007 لغاية حزيران 2008)	52-3
193-192	الأسعار المتوقعة للأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2007 لغاية حزيران 2008)	53-3
195	العوائد الغير عادية للأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2007 لغاية حزيران 2008)	54-3
197	معامل (β) للأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2008 لغاية حزيران 2009)	55-3

	حزيران 2009	
200-199	الأسعار الفعلية للأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2008 لغاية حزيران 2009)	56-3
202-201	الأسعار المتوقعة للأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2008 لغاية حزيران 2009)	57-3
204-203	العوائد الغير عادية للأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2008 لغاية حزيران 2009)	58-3
205	مقارنة بين الأسواق الثلاثة عينة الدراسة	59-3

قائمة الإشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1-2	تداول حق ملكية الشركة في سوق رأس المال	25
2-2	تداول النقد بين الشركة والسوق المالية وتأثير الحكومة على عملية التداول	27
3-2	اثر القرارات المالية على القيمة السوقية للسهم	29
4-2	خطوات تحقيق القيمة العادلة	32
5-2	العلاقة بين التضخم ونمو النقد	36
6-2	اختلاف أسعار الفائدة بين البلدان	38
7-2	المؤثرات على صافي القيمة الحالية	44
8-2	العلاقة بين صافي القيمة الحالية ومعدل الخصم	45
9-2	آلية طرح الإصدارات الجديدة وتداولها في السوقين الأولية والثانوية	54
10-2	تقسيم السوق وفقا لدرجة التنظيم	61
11-2	دور شركات الوساطة المالية وبنوك الاستثمار في تحويل الأموال بين وحدات الأعمال والمدخرين	67
12-2	العلاقة بين أشكال كفاءة السوق المالية	76
13-2	المعلومات وعلاقتها بتقييم الورقة المالية	79
14-2	رد فعل سعر السهم للمعلومات الجديدة في السوق الكفوءة والغير كفوءة	80
15-3	معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بتغيرات الأسعار الشهرية لشركات سوق العراق للأوراق المالية	109-1-8
16-3	معاملات الارتباط الخاصة بمتوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لجميع الأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية	111
17-3	السلسلة الزمنية لمتوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لأسهم سوق العراق للأوراق المالية	112
18-3	معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بتغيرات الأسعار الشهرية لشركات سوق عمان للأوراق المالية	150-149
19-3	معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بمتوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لجميع الأسهم المدرجة في سوق عمان المالي	152
20-3	السلسلة الزمنية لمتوسطات الأسعار الشهرية لأسهم سوق عمان للأوراق المالية	153
21-3	معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بتغيرات الأسعار الشهرية لشركات سوق قطر المالي	189-188
22-3	معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بمتوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لجميع الأسهم المدرجة في سوق قطر المالي	191
23-3	السلسلة الزمنية لمتوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لأسهم سوق قطر المالي	192

قائمة الملاحق

الملاحق	رقم الملحق
صافي الأرباح وعدد الأسهم المكتتب بها للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية	1
صافي الأرباح وعدد الأسهم المكتتب بها للشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية	2
صافي ربح السهم للشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية	3
القيم السوقية الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق وعمان وقطر للأوراق المالية لعامي (2006-2007)	4

المقدمة :

يعد هدف تعظيم ثروة المالكين وبالتالي تعظيم قيمة الشركة أحد الأهداف الرئيسية التي تسعى الإدارة المالية لتحقيقه لأنه يعبر عن ثروة المالكين من وجهة نظرهم إذ أن القيمة السوقية تحظى بالاهتمام لدى الإدارة والمالكين معا فيجب أن تكون هذه القيمة عادلة ومعنى عادلة ان تكون حقيقية وغير مبالغ فيها والهدف من ذلك أن يعرف المالكون حجم ثروتهم الحقيقية دون مغالاة أي أن لا تكون الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة والتي تمثل ثروة المساهمين مسعرة بأعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية وذلك يعتمد اعتمادا كبيرا على القرارات المالية للشركة (مثل توزيع الأرباح على المساهمين , عدم توزيعها والاحتفاظ بها لإقامة مشاريع مستقبلية , ونسبة توزيع الأرباح في حالة تقرر توزيعها) ولذلك فأن خبراء الاستثمار ينظرون للمعلومة الصحيحة على أنها أعلى سلعة استثمارية، إذ تعد المعلومة الصحيحة بدون شك أهم ركائز الاستثمار الناجح ولذلك فالخطوة الأهم التي يجب أن يقوم بها المستثمر قبل شروعه في الاستثمار هي البحث والتقصي عن المعلومات المتاحة عن الشركة التي ينوي الاستثمار فيها لأن ذلك سيساعده على فهم و تقييم الأداء المستقبلي لها فالمستثمر على سبيل المثال قبل أن يقبل على شراء الأسهم يرغب في معرفة ما إذا كانت هذه الأسهم عرضة لتقلبات سعرية محتملة أو أن لديه فرصة نمو مستمر ومستقر وتشكل القوائم المالية والتقارير المتخصصة منطلقاً جيداً للمستثمر للحصول على معلومات عن الشركة التي يفكر الاستثمار فيها وتلزم هيئة السوق المالية الشركات بالإعلان عن قوائمها المالية الأولية والسنوية وتقرير مجلس الإدارة ونشرها فور اعتمادها من مجلس الإدارة وتفصح الشركة فيها عن معلومات تفصيلية بشأن موقفها المالي مما يكسبها صفة المصداقية والشفافية كما تلزم الهيئة الشركات بالإفصاح عن أي تطورات جوهرية أخرى قد تؤثر على قيمة الأسهم كما وتؤثر على قيمة الأسهم العديد من العوامل التي قد تجعلها مسعرة بأقل أو أعلى من قيمتها الحقيقية منها اقتصادي (التضخم , سعر الصرف , الناتج المحلي الإجمالي GDP, معدل دخل الفرد , والنمو الاقتصادي) ومنها ما قد يكون غير اقتصادي مثل (العوامل السياسية و الاجتماعية , درجة الوعي المالي لدى أفراد المجتمع الذي يتواجد فيه السوق المالية) فضلا عن ذلك فأن هنالك العديد من العوامل الأخرى التي تؤثر في قيمة الأسهم مثل (العوامل المؤثرة على نفسية المستثمرين , التوقعات المستقبلية للعوائد , وعوامل خاصة بقطاع الصناعة العاملة فيها الشركة نفسها) وهذا الموضوع يحظى بالاهتمام من قبل الأطراف ذات العلاقة (الإدارة المالكون) المالكون لان القيمة موضع اهتمامهم كون انهم مالكيين والإدارة ليقال عنها انها إدارة كفوءة وقادرة على تنفيذ مهامها وتحمل المسؤوليات

المناطة بها والتي هي محل ثقة المستثمرين ,وسيما إن القيمة العادلة لا تتحقق إلا في السوق المالية الكفوءة فلا بد من التطرق إلى معرفة المقومات التي تجعل من السوق كفوءة وما عناصر الكفاءة التي يجري التركيز عليها ودرجة كفاءة السوق (ضعيف ,شبه قوي,قوي) وبالتالي انعكاس درجة الكفاءة على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فيها ولذلك جاءت هذه الدراسة لتتناول موضوع القيمة العادلة للأسهم بإطار السوق المالية الكفوءة في الأسواق المالية ذات الكفاءة المنخفضة أو السوق الكفوءة بشكل شبه قوي وفي خمسة فصول ركز الفصل الأول على المنهجية وبعض الدراسات السابقة في حين تناول الفصل الثاني الخلفية النظرية للدراسة وبمبشرين تطرق الأول الى القيمة العادلة للأسهم والعوامل المؤثرة فيها وكيفية تقييم الأسهم وتناول الثاني السوق المالية وأنواعها واهم مقوماتها ثم تم التركيز على أهم الخصائص للسوق المالية الكفوءة وأشكال الكفاءة وكيفية اختبار السوق المالية للحكم على درجة كفاءتها أما الفصل الثالث فتناول الجانب التطبيقي للدراسة عن طريق اختبار القيمة العادلة لأسهم الشركات المدرجة في الأسواق عينة الدراسة على وفق مدخل نسبة (السعر /العائد) (P/E) Ratio واختبار درجة كفاءة السوق على وفق اختبار الارتباط الذاتي وأنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)وقد جاء بثلاث مباحث تناول الأول سوق العراق للأوراق المالية والثاني سوق عمان للأوراق المالية والثالث سوق قطر للأوراق المالية .

الفصل الأول

منهجية الدراسة وبعض الدراسات السابقة

المبحث الأول: منهجية الدراسة

المبحث الثاني: بعض الدراسات السابقة

الفصل الأول

منهجية الدراسة والدراسات السابقة

المبحث الأول: منهجية الدراسة

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

المبحث الأول

منهجية الدراسة

1. مشكلة الدراسة :

تتمحور المشكلة في اتجاهين الأول: ابتعاد أسعار الأسهم العادية عن أقيامها العادلة بفعل الظروف الاقتصادية والسياسية أما الثاني: هو عدم انعكاس المعلومات (الخاصة والعامّة) بشكل كامل في الأسعار.

2. أهداف الدراسة :

تهدف الدراسة إلى التعرف على مايلي :

- (1) طبيعة ومفهوم ومقومات السوق المالية الكفوءة.
- (2) مدى تحقق القيمة العادلة للأسهم في السوق المالية الكفوءة بالشكل القوي وذلك لان أهم مقوم من مقومات السوق المالية الكفوءة هو أن المعلومات تتعكس على أسعار الاوراق المالية وان السعر السوقي هو سعر عادل .
- (3) المساهمة العلمية والفكرية في موضوع لم تتبلور محدداته وأسسها العلمية بشكل سليم بسبب قلة الدراسات النظرية على نطاق المكتبة المعرفية .

3. فرضيات الدراسة :

تقوم الدراسة على فرضية رئيسة مفادها (هناك علاقة ارتباط وتأثير بين مدى انعكاس المعلومات على أسعار الأسهم ودرجة كفاءة السوق في الأسواق المالية قيد الدراسة) ويتفرع من هذه الفرضية عدة فرضيات فرعية :

- (1) إن القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في أسواق العراق وعمان وقطر للأوراق المالية تمثل قيمة حقيقية (عادلة)تعكس كل المعلومات المتاحة عن الشركة في السوق .
- (2) بما أن القيمة السوقية للأسهم قيمة حقيقية فالمعلومات التي يعكسها السهم هي معلومات متاحة للجميع ويسهل الحصول عليها وبذلك فلا وجود لمعلومات داخلية (Insider) غير معلنة تكون متاحة للعاملين في الشركة او بعض المستثمرين نتيجة لعلاقات أو مصالح تربطهم مع المطلعين على المعلومات في الشركة وبذلك فإن فرص المستثمرين تكون متساوية بالحصول على المعلومات وتحليلها للوصول الى قرار بيع او شراء للأوراق المالية .

(3) إذا كانت القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة وعاكسة لجميع المعلومات (عامة وخاصة) فالسوق المالية كفوءة بالشكل القوي .

(4) عند وصول المعلومات إلى السوق تنعكس بسرعة في السعر لان الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة في السوق المالي الكفوءة بالدرجة القوية وبذلك فإن أي أزمات أو حالات عسر مالي قد تحصل لأي شركة نتيجة تأثيرات خارجية أو عمليات داخلية سوف تؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض أسعار الأسهم وبذلك فإن الأسعار تعدل بسرعة استجابة للمعلومات الواصلة إلى السوق وان المدة بين وصول المعلومات وعملية تعديل الأسعار قصيرة جدا ولذلك فلا وجود لأوراق مالية خاطئة التسعير في السوق المالية الكفوءة بالدرجة القوية .

(5) الأسعار في السوق المالية الكفوءة بالدرجة القوية تتخذ مساراً عشوائياً أي أن سعر اليوم غير مرتبط بسعر الأمس أو سعر السهم بعد أسبوع لان السعر يعتمد على المعلومات الجديدة الواصلة إلى السوق وما يطرأ على هذه المعلومات من تغييرات نتيجة للعوامل ذات التأثير المباشر عليها .

4. أهمية الدراسة :

ان كفاءة السوق المالية تعبر عن كونها تعمل في بيئة اقتصادية مستقرة وقادرة على تخصيص مواردها وتوزيعها توزيعاً مقبولاً , وان من أهم المؤشرات التي يمكن أخذها في الاعتبار للحكم على كفاءة السوق هو مستوى نشاط تداول الأوراق المالية ولاسيما الأسهم التي تعبر عن توزيع موارد المجتمع بين الأنشطة الاقتصادية المختلفة وانه في ظل السوق المالية الكفوءة تكون قيمة الأسهم قيمة حقيقية تعبر عن مايجب أن يكون عليه سعر السهم فعلا وعليه وبما إن هناك بعض الأسواق المالية غير كفوءة أو أنها كفوءة بشكل ضعيف ومنها الأسواق التي تم اختيارها كعينة للدراسة فلا بد من إجراء

دراسة تطبيقية لهذه الأسواق من خلال اختبار مجموعة من أسهم الشركات المدرجة في كل سوق ومن هنا جاءت أهمية الدراسة .

5. حدود الدراسة :

تمتد مدة الدراسة من شهر كانون الثاني عام 2006 الى شهر كانون الأول عام 2009 مستخدمة (48) مشاهدة شهرية لأسعار وقيم وعوائد بعض أسهم الشركات المدرجة في أسواق العراق وعمان وقطر للأوراق المالية وتم اختيار هذه المدة لتوفر البيانات اللازمة للبحث ولدقة بيانات هذه المدة .

6. مجال الدراسة :

عينة هذه الدراسة تضم جميع الأسهم العادية للشركات المدرجة في أسواق العراق وعمان وقطر للأوراق المالية من عام 2006 لغاية عام 2009 والبالغة (94) شركة مدرجة في سوق العراق و (205) شركة مدرجة في سوق عمان و (27) شركة مدرجة في سوق قطر للأوراق وتطلب إجراء الاختبارات الخاصة بهذه الدراسة اختيار عينة قصدية تضم بعض الشركات المدرجة التي تحقق الشروط التالية :

1. أن تكون الشركة مدرجة ضمن المدة المبحوثة (2006-2009) وان أسهم الشركة متداولة في السوق ومستمرة بالتداول حتى نهاية المدة الزمنية للدراسة وذلك لاستبعاد الشركات المدرجة وغير المتداولة الأسهم خلال المدة المبحوثة .
2. أن الشركة حققت أرباح خلال المدة المبحوثة .
3. أن يمتلك السهم على الأقل (25) سعر إغلاق شهري لضمان مصداقية نتائج الاختبارات التي سوف يتم إجراءها .

وبتطبيق هذه الشروط على سوق العراق للأوراق المالية فقد خضعت لهذه الشروط (22) شركة فقط لان الشركات المتبقية لم تحقق أرباحاً في سنة معينة أو في اكثر من سنة أو أن تداولاتها في السوق كانت ضعيفة بحيث أن مشاهداتها السعرية لم تصل إلى الشرط المطلوب أو أنها شطبت من السوق لعدم التزامها بمتطلبات الإدراج أو الإفصاح المالي بينما في سوق عمان للأوراق المالية كان عدد الشركات الخاضعة للشروط أعلاه (55) شركة أما سوق قطر للأوراق المالية فقد كانت الشركات الخاضعة للشروط (26) شركة .

7. أساليب جمع البيانات :

أ- الجانب النظري:

تم استخدام المصادر العربية والأجنبية ذات العلاقة بموضوع الدراسة من كتب علمية متخصصة وبحوث منشورة على شبكة المعلومات العالمية لاغناء الجانب النظري من الدراسة .

ب- الجانب التطبيقي:

تم الاعتماد على القوائم المالية التي تم الحصول عليها مباشرة من السوق وأيضا المنشورة من قبل سوق العراق وسوق عمان وسوق قطر المالي للحصول على العوائد الشهرية وعدد الأسهم المكتتب بها وأيضا تم الاعتماد على النشرات الشهرية للأسواق للحصول أسعار الإغلاق الشهرية .

8. الأساليب المالية والإحصائية :

تم استخدام مجموعة من الأساليب المالية والإحصائية في الجانب التطبيقي لهذه الدراسة وعلى النحو التالي :

أ- الأساليب المالية :

لحساب القيمة العادلة عدة مداخل أو طرق تم توضيحها بالتفصيل في الجانب النظري لكن تم اعتماد النموذج الآتي في حساب القيمة الحقيقية للأسهم:

$$P/E = \frac{P}{E}$$

إذ أن :

$$P/E = \text{نسبة (سعر السهم) ربحية السهم}$$

$$P = \text{سعر السهم}$$

$$E = \text{ربحية السهم.}$$

ويتم استخراج سعر السهم بضرب النسبة في العائد كما يلي :

$$\frac{P}{E} * E = P$$

وقد استخدمت هذه النسبة للسنتين (2006-2007) للنتيجة بنسبة (P/E) للسنتين (2008-2009) وفق المعادلة التالية: (Jonse,1998:p421)

$$P \setminus E(j) = \alpha + B * P \setminus E(m)$$

اذ ان :

$P \setminus E(j)$ = (نسبة السعر \الارباح) للسهم .

α = الثابت.

B = معامل بيتا السهم للسوق .

$P \setminus E(m)$ = (نسبة السعر / الأرباح) للسوق .

وتم استخدام هذا الأنموذج لعدة أسباب هي:

1. إن معظم النماذج الأخرى تعتمد على الأرباح التي توزعها الشركة (Dividend) على المساهمين وأكثر الشركات عينة الدراسة لم تقرر توزيع أرباح خلال المدة المبحوثة ومن غير المنطقي ان تكون قيمة أسهمها = صفرأ لأنها لم توزع أرباحاً.
2. إن الشركات التي قامت بتوزيع أرباحاً كانت معدلات النمو في أرباحها متذبذبة وغير ثابتة مما يؤدي إلى الخروج بنتائج غير دقيقة وغير منطقية .

كما وتم استخدام أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) لاختبار الشكل الشبه قوي (المتوسط) لكفاءة السوق المالية وفق المعادلة التالية :

$$R_i = R_f + B_i(RM - RF)$$

إذ أن:

R_i = معدل العائد المطلوب للسهم .

R_f = العائد الخالي من المخاطرة .

B_i = معامل بيتا .

R_m = عائد السوق .

كما وتم حساب العوائد غير العادية المتحققة نتيجة لإعلان الأرباح من قبل الشركات وفق الصيغة التالية :

$$ER = RJT - \bar{R}T$$

إذ أن :

ER = العائد الغير عادي (المتوقع) .

RJT = العائد الفعلي للسهم .

$\bar{R}T$ = العائد المتوقع للسهم .

ب- الأساليب الإحصائية :

تم استخدام نموذج الارتباط الذاتي (AUTO CORRELATION) لاختبار مستوى الكفاءة الضعيفة للأسواق عينة الدراسة وذلك لمعرفة مدى ارتباط واعتمادية أسعار الشهر الحالي بأسعار الشهر السابق وهو الأساس في نظرية السوق المالية الكفوءة بالشكل القوي وان معاملات الارتباط يتم حسابها وفق المعادلة التالية: (Fama,1965:p69)

$$RT = \frac{COV(UT_2, UT - 1)}{\sigma^2(UT)}$$

إذ أن :

$COV =$ التباين المشترك بين قيمة المتغير العشوائي في الوقت (T) وبين قيمته في المدة السابقة
 $(T-1)$.

$\alpha_2 (ut) =$ التباين في قيم المتغير العشوائي (ut).

كما وان حدود الثقة تم حسابها وفق الصيغة التالية :

$$s. e(rt) = \sqrt{1/(n - t)}$$

$$\text{Confidence Limits} = \pm 2s. e(rt)$$

إذ أن معامل الثقة يساوي ضعف الخطأ المعياري .

المبحث الثاني

بعض الدراسات السابقة

تناولت هذه الفقرة مراجعة لبعض الدراسات السابقة التي استطاعت الباحثة الحصول عليها واعتمدها في الدراسة الحالية بهدف الوقوف على النتائج التي توصلت إليها تلك الدراسات للاستفادة منها في تعزيز الجانب النظري ولإرساء المنهجية, ثم الاستفادة منها في تفسير نتائج التحليل التطبيقي وإيجاد السبيل المناسب لتطبيقها في الميدان المبحوث وقد تم اختيار مجموعة من الدراسات العربية المتعلقة بالكفاءة السوقية وكيف إنها تحقق القيمة العادلة للأسهم بسبب عدم توفر دراسات عربية تناولت موضوع القيمة العادلة للأسهم بشكل صريح أما الدراسات الأجنبية فقد كانت معظمها عن القيمة العادلة للأسهم .

أولاً- بعض الدراسات العربية :

1. دراسة (المشهداني 1995):

كانت هذه الدراسة بعنوان (تحليل وتقويم الاستثمار بالأسهم العادية - دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية) وقد حاول الباحث حصر مشكلة دراسته في إطار عام نظري وتطبيقي فالإطار النظري للمشكلة يختص بمدى توافق مؤشرات مدخلي التحليل الأساسي والفني للاستثمار بالأسهم العادية أما إطارها التطبيقي فهو يتعلق بمدى ابتعاد أو اقتراب قيمة الأسهم في السوق عن قيمتها الحقيقية وانطلاقاً من طبيعة المشكلة المطروحة والإحاطة بمكونات حلها فقد استنبط الباحث مخطط الدراسة واستطاع من خلاله تحقيق الربط الموضوعي المتكامل بين مدخلي التحليل الأساسي والفني وصولاً إلى آلية تقويم موحدة تأخذ بنظر الاعتبار مؤشرات المدخلين بخصوص الأسهم العادية لتحديد فيما إذا سمرت تسعيراً مضخماً أو منخفضاً لذا اعتمد الباحث في دراسته مؤشرات المدخلين لتقويم الاستثمار بالأسهم العادية لتغطي خمس سنوات شملت المدة من (1989-1993) لعينة تتكون من (36) شركة واعتمد الأسلوب الإحصائي في وصف بيانات العينة واختبر الفرضية التي تنص "قد يترتب على تباين المؤشرات الفنية على مستوى الشركة والقطاع الواحد تباين آلية تقويم الأسهم" لتعكس بذلك التفاوت لقيمة الأسهم العادية في السوق عن قيمتها الحقيقية وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات من أهمها والتي تدعم فرضيتها :

ان نتائج تقويم الأسهم العادية للشركات اظهر تفاوتاً بين القيمة الحقيقية للأسهم وقيمتها في السوق ولم يكن هذا التفاوت عند حدود الشركات فقط وإنما تعداه إلى القطاع والسوق المالية

إذ بلغت نسبة الشركات التي ابتعدت قيمة أسهمها في السوق عن قيمتها الحقيقية من مجموع عينة البحث (72%) إذ سعرت أسهمها تسعيراً مضخماً وهذه النتيجة تدعم وبشكل كبير فرضية الدراسة .

2. دراسة (أحسنأوي 1997):

كانت هذه الدراسة بعنوان "اختبار كفاءة السوق المالية - دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية" وقد تناولت هذه الدراسة نظرية السوق المالية الكفوءة التي تعد واحدة من أهم النظريات المعاصرة في الإدارة المالية والاستثمارات والأسواق المالية على وجه الخصوص وان مشكلة كفاءة السوق المالية مشكلة معرفية كانت وما تزال موضع اهتمام الباحثين ومع تطور ونمو وتعقد العلاقات الاقتصادية بين القطاعات الرئيسة للاقتصاد ظهرت الحاجة إلى مكونات جديدة أكثر تخصيصاً للأسواق المالية الكفوءة التي تكفل استمرار زيادة كفاءة أداء قطاعات الاقتصاد، لذا استهدفت هذه الدراسة اختبار كفاءة سوق بغداد المالية والذي يمثل البعد التطبيقي للمشكلة وهو البعد الأساس لهذه الدراسة ويتمثل هدف الدراسة بالاستدلال على شكل كفاءة سوق بغداد للأوراق المالية وقد غطت الدراسة المدة الممتدة من نيسان (1992) وحتى كانون الأول (1995) ولتحقيق هدف الدراسة اختيرت عينة ضمن (69) شركة توزعت بواقع (34) شركة صناعية، (6) شركات زراعية، (27) شركة خدمية وشركتين مالية وتناولت الدراسة الفرضيات التي هي الفرضيات الثلاث نفسها لنظرية السوق المالية الكفوءة التي طرحتها الأدبيات المالية والتي مازالت الدراسات التطبيقية تتناول صحتها بالتحليل والاختبار لذلك أعيد اختبار هذه الفرضيات في سوق بغداد للأوراق المالية بهدف معرفة ما إذا كانت السوق كفوءة أم غير كفوءة وإذا ما كانت كفوءة فعند أي شكل؟ واستخدم الباحث عدداً من الأساليب الإحصائية والمالية توصلت الدراسة إلى عدة استنتاجات أهمها :

- إن سوق بغداد للأوراق المالية غير كفوءة بالشكل الضعيف مادامت كذلك فهي غير كفوءة بالشكلين شبه القوي والقوي وهذا يتعارض مع فرضيات الدراسة الأولى والثانية والثالثة على التوالي .
- إن مدخل التحليل الفني يعد الإستراتيجية الأفضل (من حيث الكلفة - المنفعة) في تحليل وتقويم الاستثمار بأسهم سوق بغداد للأوراق المالية مادامت السوق غير كفوءة .
- إن الاستفادة من التحركات السعرية القصيرة الأمد تعود للمشارك في السوق بعوائد تفوق عموماً العوائد المتحققة من الاستثمار طويل الأمد (سنة فأكثر).

- أن أسعار أسهم سوق بغداد للأوراق المالية لاتعكس قيمتها الحقيقية وبالتالي فإن جزءاً من رأس المال يخصص بشكل غير صحيح .

3. دراسة (السعيدى 2002):

كانت هذه الدراسة بعنوان "أثر مؤشرات التحليل المالي في القيمة السوقية للأسهم" وقد جاءت كمحاولة للتعرف على مدى استفادة المستثمر العراقي من المعلومات المالية المتمثلة بمخرجات التقارير المالية من خلال التعرف على اثر مؤشرات التحليل المالي في القيمة السوقية للأسهم , وانطلقت الدراسة من ثلاث فرضيات رئيسة وهي : هنالك علاقة ايجابية ومعنوية بين بعض مؤشرات التحليل المالي والقيمة السوقية للأسهم ، في حين تمثلت الفرضية الثانية بعدم وجود تناسب بين العائد المطلوب والمخاطر المصاحبة للاستثمار بالأسهم أما الثالثة فتمثلت بوجود اختلاف في كل من انموذج (Walter) و (Gorden) و (Benz ion & Yagil) في تقدير القيمة الحقيقية للسهم . بلغ حجم عينة البحث (12) شركة صناعية مختلطة مدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية تمثلت المتغيرات المستقلة للبحث بـ (نسبة دوران السهم ، ربحية السهم العادي ، مقسوم الأرباح للسهم ، معدل العائد على الاستثمار ، معدل العائد على حق الملكية ، نسبة المديونية ، القيمة الدفترية للسهم) أما المتغير المعتمد فقد تمثل بـ (القيمة السوقية للسهم) وباستخدام أنموذج كل من الانحدار البسيط والمتعدد وتوصل الباحث إلى أن من بين هذه المتغيرات السبعة هنالك متغيراً ذا أثر ضعيف والمتمثل بنسبة المديونية أما نسبة دوران السهم فقد كانت العلاقة عكسية بينهما وبقية المؤشرات ذات علاقة ايجابية ومعنوية أما باستخدام الانحدار المتعدد فقد أظهرت النتائج إلى أن ربحية السهم هو المتغير الأكثر تأثيراً في القيمة السوقية للسهم و أهم الاستنتاجات التي توصل إليها الباحث بأن المستثمرين يعطون أهمية كبيرة لربحية السهم إذ يعد المتغير الأكثر تأثيراً في القيمة السوقية للأسهم أما أهم التوصيات هو قيام الشركات عينة الدراسة بإعادة النظر بسياساتها الإدارية والمالية والتشغيلية والاستفادة من النتائج لهذه الدراسة والارتقاء بمستوى الأداء وتحدي الظروف الجائرة.

4. دراسة (الزبيدي 2008):

كانت الدراسة بعنوان "كفاءة سوق العراق للأوراق المالية -دراسة تطبيقية على أسهم شركات القطاع المصرفي " وقد سعت الدراسة إلى التعرف على واقع سوق العراق للأوراق المالية وأثره في النشاط الاقتصادي بوصفه احد العوامل الأساسية في عملية التنمية الاقتصادية وتقييم أداء السوق والكشف عن التطورات التي حققها خلال مدة الدراسة كما وسعت الدراسة إلى اختبار كفاءة سوق العراق للأوراق المالية وذلك نظرا للأهمية التي يحتلها السوق ودوره المتميز في تنمية وتجميع المدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها نحو الاستثمارات في المشاريع التنموية والاقتصادية لان كفاءة سوق العراق للأوراق المالية تعبر عن كفاءة الاقتصاد الوطني في تخصيص موارده وتوزيعها توزيعا امثلا ومن أهم المؤشرات التي يمكن أخذها في الاعتبار للحكم على كفاءة السوق هو مستوى نشاط تداول الأوراق المالية ولاسيما الأسهم التي تعبر عن توزيع موارد المجتمع بين الأنشطة الاقتصادية المختلفة وبما يمثل عمليات إعادة تخصيص موارد المجتمع على الأنشطة الاقتصادية ذات الجدوى الاقتصادية ومن هنا جاءت أهمية الدراسة أما في الجانب العملي قد تم اختبار كفاءة سوق العراق للأوراق المالية من خلال التحليل الميداني والإحصائي والقياسي .

ثانياً- بعض الدراسات الأجنبية :

1. دراسة (Bowman & Buchanan 1995):

كانت هذه الدراسة بعنوان "نظرية السوق المالية الكفوءة -مناقشة للمؤسسات المختصة والوكالات والمؤسسات السلوكية " تناولت هذه الدراسة فرضية السوق المالية الكفوءة (Efficient Market Hypothes) وتعريفاتها من قبل علماء الاقتصاد والمالية أمثال (Fama),(Arbit) اللذان اجرا بحوث تطبيقية وتجارب عملية لدراسة هذه النظرية بعدها من أهم المفاهيم الاقتصادية في العصر الحديث وقدمت الدراسة ادلة تطبيقية على الأشكال الثلاثة للكفاءة السوقية وقد آمن (Fama,Arbit) بأن السوق المالية لا تكون كفوءة بالشكل القوي إذا لم تكن كفوءة بالشكلين الضعيف والشبه القوي كما وأطلق الباحثان على السوق المالية الكفوءة بالشكل القوي بالسوق الكاملة وهي السوق التي يتعامل بها مجموعة كبيرة من المستثمرين يحققون فوائد بشكل متساوي وذلك ما يعكس المفهوم الاقتصادي للكفاءة كما وناقشت الدراسة هيكل السوق والمؤسسات المالية العاملة فيه بعدها عنصراً أساسياً في السوق فإن كانت هذه المؤسسات تمارس أعمالها بكفاءة وتعرض المعلومات المتعلقة بعملياتها والتي تفيد المستثمرين بكفاءة فإن ذلك سوف يؤدي بالنتيجة الى كفاءة السوق .

2. دراسة (Horton & Richard 2000):

كانت الدراسة بعنوان "القيمة العادلة للأدوات المالية و عدم العمل وفق نظريتها يقود إلى مخالفة المعايير المحاسبية الدولية للأداء) تناولت هذه الدراسة أهمية ودور المعايير المحاسبية وان هذه المعايير واجبة التطبيق حتى في وقت الأزمات المالية والاضطرابات السياسية واحد أهم هذه المعايير هو معيار القيمة العادلة فقد تطرقت الدراسة إلى تعريف القيمة العادلة وأسس تطبيقها من قبل الشركات والمصارف واهم العوامل المؤثرة عليها وخاصة عامل التضخم إذ توسعت هذه الدراسة في تغطية جميع الجوانب المتعلقة بالتضخم وأسباب حدوثه وتأثيراته على القيمة العادلة للأسهم كما وضحت الدراسة الإستراتيجيات الاستثمارية التي يجب أن تتبع عند حدوث الأزمات وحالات الارتفاع في معدلات التضخم وقد توصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها إن للإدارة وإستراتيجياتها في تنظيم وإدارة الاستثمار ذات اثر كبير على القيمة العادلة وذلك لان أي قرار يتخذ من قبل الإدارة يؤثر في عملية تقييم الأسهم من قبل المقيمين والمستثمرين في السوق المالية فإذا كان هذا القرار يؤدي إلى تحقيق مكاسب مستقبلية حسب توقعات المستثمرين وتحليلاتهم سوف تؤدي إلى ارتفاع قيم الأسهم وبالعكس إذا اتخذت إدارة الشركة قرار سبب خسائر للشركة فإن المساهمين سوف يعمدون إلى بيع أسهمهم مما يؤدي بالنتيجة إلى انخفاض قيمة الأسهم

ونستنتج من هذا التحليل ان أي قرار تتخذه الإدارة له تأثير مباشر على القيمة العادلة للأسهم وتحققها .

3. دراسة (Malkiel 2003):

تناولت دراسة "نظرية السوق المالية الكفوءة واهم الانتقادات الموجهة لها " مفهوم الكفاءة السوقية بصورة واسعة وشاملة وقدمت تعاريف عدة للسوق المالية الكفوءة ومن أبرزها تعريف (Ugene Fama) عام 1970 بأنها السوق التي فيها تعكس أسعار الأدوات المالية كل المعلومات المتاحة ومن وجهة نظر الباحث في هذه الدراسة أن نظرية السوق المالية الكفوءة هي مشتقة أساسا من فكرة السير العشوائي للأسعار فالسوق المالية تكون كفوءة بشكل ضعيف عندما تسير الأسعار بصورة عشوائية دون تأثيرات خارجية إذا كان السعر يعكس كل المعلومات المتاحة في السوق عن الورقة المالية ولا وجود لمعلومات داخلية (خاصة) غير متاحة لجميع المستثمرين كما ذكرت الدراسة إن هناك حالات خاصة أو بمعنى آخر شاذة لا تخضع لنظرية السوق المالية الكفوءة مثل كفاءة شهر كانون الثاني وكفاءة الشركات الصغيرة وكفاءة اليوم في الأسبوع إذ ترتفع الأسعار في الحالات السابقة دون مبرر كما عرفت الدراسة قيمة الأسهم بأنها أما نسبة (السعر\العوائد) أو نسبة (السعر\القيمة الدفترية) وقد أشارت الدراسة إلى علاوة المخاطرة التي تدفع للتعويض عن أي مخاطرة قد يتعرض لها المستثمر نتيجة استثماره في نوع معين من الأوراق المالية دون غيره كما وقد تطرقت الدراسة إلى الانتقادات الموجهة لنظرية السوق المالية الكفوءة والمستنتجة من التجارب والأدلة التاريخية لأسعار السوق التي مرت بعدة انقلابات وانهيارات والتي لم تكن الأسعار فيها عادلة وحقيقية وأعطت الدراسة مثالا على ذلك أن الكثير من الأسواق المالية خسرت مايقارب (1%-3%) من قيمة أدواتها المالية عام 1987 على الرغم من ان التغيرات لم تكن كبيرة وجذرية في البيئة المالية في تلك المدة كما وناقشت الدراسة تأثيرات فقاعة الانترنت في أواخر التسعينات إذ أحدثت تغييرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية .

4. دراسة (Plantin&Sapra 2004):

كانت هذه الدراسة بعنوان "القيمة العادلة كمعيار للتقارير المالية والتقلبات السوقية " عرفت هذه الدراسة القيمة العادلة كواحدة من أهم المعايير المحاسبية المالية الواجب استخدامها من قبل المؤسسات المالية وخاصة المصارف وشركات التأمين فقد عرفت اللجنة المحاسبة المالية القيمة العادلة بأنها عبارة عن معيار محاسبي يتوجب إتباعه في تنظيم التقارير و القوائم المالية للشركات وذلك لتوفير المعلومات للعامّة بشكل دقيق يمكن فهمه خاصة من قبل المتعاملين في السوق المالية لغرض تحليل هذه المعلومات واتخاذ القرار الاستثماري الذي يضمن تحقيق الفائدة للمتعاملين لتوجيه الاستثمارات الى القطاعات الأكثر ربحية لتعظيم المنفعة كما وضحت الدراسة أن القيمة العادلة (الحقيقية) هي مقياس يعبر عن ظروف السوق وتقلباته فالقيمة العادلة تعكس القيمة الحقيقية التي يتوجب أن يكون عليها سعر السهم في السوق .

5. دراسة (Landsman 2006) :

كانت هذه الدراسة بعنوان "حساب القيمة العادلة للأدوات المالية "قدمت هذه الدراسة بعض التطبيقات على تنظيمات المصرف من منظور جديد للقيمة العادلة إذ يرى الباحث أن عملية حساب القيمة العادلة تؤثر على كل التنظيمات في المصرف فهي تؤثر على تنظيم رأس مال المصرف وتنظيم اتخاذ القرارات وتنظيم التقارير المالية.... الخ وتظهر الدراسة انه في الولايات المتحدة يتوجب ان تنظم التقارير المالية التي توضح الموجودات والمطلوبات للشركات والمصارف على أساس أن تظهر القيمة العادلة وفق ما ينص عليه القانون أي لا تظهر الموجودات والمطلوبات في القوائم المالية بكلفتها التاريخية أو قيمتها السوقية وقد وضع الباحث عدة خطوات رئيسة يتوجب على المنظم للقوائم المالية إتباعها للوصول إلى القيمة العادلة :

- المنظم يحتاج إلى توضيح الكيفية التي يظهر المديرون بها كل المعلومات المتعلقة بعملية تقدير قيمة الأدوات المالية أي أن قيمة أي أداة مالية تظهر في القائمة المالية لتعكس جميع المعلومات (العامّة والخاصة) المتعلقة بالشركة المصدرة للأداة المالية
- المنظم للقوائم المالية يجب ان يتبع طرق تؤدي إلى تقليص الأخطاء التي يقع بها في عملية قياس القيمة العادلة للأدوات المالية وذلك لتعظيم المنفعة لكل من المستثمرين والمقرضين عند اتخاذ القرار الاستثماري ولكي يكون مدير المصرف واثقا بان اختيار القرار الاستثماري سوف يرفع من الكفاءة الاقتصادية لنظام المصرف .

- يجب على المنظم مراعاة اختلاف القوانين المالية عبر البلدان وذلك لأنه يلعب دوراً مهماً في تحديد كفاءة استخدام معيار القيمة العادلة في التقارير المالية وتنظيم المصرف . من أعلاه تتضح الأمور الأساسية التي ركزت عليها هذه الدراسة فبالإضافة لتوضيح أهمية استخدام حساب القيمة العادلة في القوائم والتقارير المالية التي تعبر عن عمليات وصافي المركز المالي للمصرف أو للشركة فقد عرضت الدراسة خلفية نظرية عن القيمة العادلة وعرفتها وفقاً لهيأة المعايير المحاسبية الدولية (FASB) كما وقدمت دلائل على مقدار الفائدة التي يمكن الحصول عليها من تطبيق معيار القيمة العادلة من بحوث قام بها باحثون في سنوات مختلفة مثل (Eccher;Ramesh&Thiagarajan 1996) و (Barth&Beaver 2001).

6. دراسة (Nelson 2007):

كانت هذه الدراسة بعنوان "مقياس القيمة العادلة " وقد تناولت نموذج القيمة العادلة للاستثمارات المالية وفق ظروف السوق فأسعار الأوراق المالية يجب ان تعكس كل ظروف السوق لتكون أسعاراً عادلة وهذه الظروف من المستحيل أن تكون ثابتة لأنه من المستحيل تبات العوامل الاقتصادية والاستثمارية وعوامل العرض والطلب وبذلك فإن أسعار الأدوات المالية سوف تكون إما أعلى أو أدنى من القيمة الحقيقية وفقاً للتغيرات بهذه العوامل كما وحددت الدراسة المخاطر التي تكتنف تحقيق القيمة العادلة بما يأتي:

- مخاطر انتمانية .
 - مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية .
 - تقلبات مؤشرات الأسهم (أسعار أدوات الملكية) .
 - التقلبات (الارتفاع أو الهبوط) في الأسعار السوقية .
 - كلفة الصفقات للموجودات والمطلوبات المالية .
- كما حددت الدراسة مدخلات عملية التقييم وبينت أن عملية التقييم تكون غير فعالة في السوق التي تكون غير نشطة للتعامل بالأدوات المالية .

7. دراسة (Anaheim 2008):

كانت الدراسة بعنوان "تعلم تطبيق مقياس القيمة العادلة" وقد سعت الدراسة إلى تحديد وشرح مفصل لطرق تطبيق القيمة العادلة للموجودات والمطلوبات وناقشت أيضاً طرق تقييم الأوراق المالية والكيفية التي نتوصل بها لحساب القيمة العادلة بعدها أفضل مقياس يقيس مقدار الثروة للمساهمين وقيمة الشركة ككل وان حساب القيمة العادلة يعطي الميزانية العمومية للشركة وقائمة المركز المالي مصداقية أكثر وذلك لأنها سوف تعكس القيمة الحقيقية وبذلك تكسب ثقة جميع المتعاملين مع الشركة, أما أهم الأهداف التي ركزت الدراسة عليها :

- التركيز على تطبيق مقياس القيمة العادلة وتطويره من خلال المداخل المحاسبية .
 - التوصل إلى طرق وتقديم مقترحات لخفض كلف المعاملات بهدف الوصول الى تحقيق سوق كفوءة تطبق القيمة العادلة في إطاره بشكل متسلسل لكن ليس دفعة واحدة فأولا يتم تقييم الأدوات المالية المتداولة في السوق ومن ثم مناقشة هل هي مسعرة بصورة صحيحة أم لا وفقا للظروف السائدة في السوق .
 - مناقشة المستويات المحاسبية للقيمة العادلة .
 - التطرق إلى خلفية نظرية عن القيمة العادلة .
- وقد حددت الدراسة مفهوماً بسيطاً للقيمة العادلة وهو سعر الأسهم المتداولة في السوق تحت ظروف معينة وفي الجانب العملي تم استخراج القيمة العادلة باستخدام أنموذج خصم التدفقات النقدية (DCF) ولم تعتمد الدراسة على الأرباح الموزعة على شكل مقسومات في التقييم بل استخدمت صافي الربح التشغيلي ونموه في أوقات مختلفة .

8. دراسة (Stefan 2009):

كانت هذه الدراسة بعنوان "اختبار كفاءة السوق المالية – مدخل سلوكي للزامة الاقتصادية" اختبرت هذه الدراسة استجابة الأسواق المالية لازمة الرهون العقارية والتي حدثت بسبب عدم قدرة المقترضين على دفع مستحقات القروض عام (2008) وهدفت الدراسة الى اختبار الصيغة القوية لكفاءة السوق المالية من خلال إجراء التحليلات على أسهم 30 شركة لمؤشر (S&P500) وطرحت الدراسة سؤالاً مهماً هو هل أن تقلبات أسعار الأسهم تسببها التغيرات في المعلومات المتاحة في السوق عن الأسهم؟ للإجابة على هذا

السؤال تم تحليل البيانات الأسبوعية للشركات عينة الدراسة للمدة من (30 تموز 2008- كانون الثاني 2009) ومراقبة التغيرات الأسبوعية لكل سهم وقياس تأثيرات الأخبار عن الأزمة على ارتفاع وانخفاض الأسعار وحساسية الأسعار لعمليات البيع والشراء من قبل المستثمرين وقد استخدمت الدراسة الصيغة التالية لحساب مخاطرة الاسهم في السوق :

$$Bi = \frac{cov(RiRm)}{Var(Rm)}$$

إذ أن :

Bi = معامل البيتا (المخاطرة السوقية).

Cov = التباين المشترك بين عائد السوق وعائد الورقة المالية .

Var = تباين عائد السوق .

كما ويمكن استخدام أنموذج أو صيغة أخرى لحساب معامل (Bi) من خلال معادلة الانحدار البسيط لسلسلة زمنية معينة كما يلي:

$$Ri - Rf = \partial i + Bi * (Rm - Rf) + \epsilon i$$

إذ أن :

Ri = عائد الورقة المالية (i).

Rf = العائد الخالي من المخاطرة .

Rm = عائد السوق .

Ei = حد الخطأ .

∂ = معامل الثابت .

وبعد الاختبار والتحليل توصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن التقلبات في أسعار الأسهم سببها الرئيسي هو المعلومات الجديدة الواصلة إلى السوق لأن معامل الارتباط بين المعلومات الواصلة إلى السوق والتغيرات في أسعار الأسهم موجب ولذلك فإن أزمة الرهون العقارية عام (2008) كان لها تأثيرات قوية وكبيرة على سوق الأوراق المالية وأسعار الأسهم وذلك بسبب المعلومات عن المؤسسات المالية التي أعلنت إفلاسها أو التي واجهت عسر مالي بسبب القروض التي قامت بمنحها ولم تسترجعها .

وقد استفادت الباحثة من جميع هذه الدراسات العربية وتم الوقوف على جميع النتائج التي توصل إليها الباحثين للبدء من حيث انتهوا أما الدراسات الأجنبية فقد استخدمت في الجانب النظري للدراسة وجميع الدراسات العربية والأجنبية تناولت القيمة العادلة للأسهم ونظرية السوق المالية الكفاءة لكن ليس بشكل صريح فمنها من تناول القيمة العادلة للأسهم بشكل ضمني عند تناول نظرية السوق المالية الكفاءة والقسم الآخر من الدراسات تناول موضوع القيمة العادلة للأسهم بصورة مستقلة ولم يتم ربطها بنظرية السوق المالية الكفاءة أما الدراسة الحالية فقد تناولت القيمة العادلة للأسهم بشكل صريح بإطار نظرية السوق المالية الكفاءة وباستخدام أنموذج مكرر الأرباح والذي لم يستخدم في الدراسات السابقة في قياس القيمة العادلة للأسهم .

الفصل الثاني

الجانب النظري للدراسة

المبحث الأول: القيمة العادلة للأسهم

المبحث الثاني: السوق المالية الكفوءة

المبحث الثالث: وصف العينة المبحوثة

المبحث الأول

القيمة العادلة للأسهم

مفهوم وطبيعة القيمة

القيم المختلفة للسهم

العوامل الاقتصادية المؤثرة في قيمة الأسهم

مداخل عملية تقييم الأسهم

المبحث الأول

القيمة العادلة للأسهم

حظي موضوع تقييم الأوراق المالية بالاهتمام والتحليل والمتابعة وبالأخص تقييم الأسهم العادية للشركات المدرجة في بورصات الأوراق المالية، لذا فإن مفهوم قيمة الأسهم مفهوم معقد وغير واضح كما يتوقعه الكثير من المستثمرين وذلك لان تحديد مفهوم واضح للقيمة يعتمد على العديد من المفاهيم الأخرى والتي تؤثر بشكل مباشر على قيمة الأسهم ومن هذه المفاهيم (قيمة الشركة المصدرة للأوراق المالية، الظروف الاقتصادية العامة، التغيرات الحاصلة في الصناعة المنتمية لها الشركة) كما وان أية معلومات جديدة قد تصل إلى السوق عن تصرفات المساهمين او عن عمليات البيع والشراء للأسهم قد تؤثر بشكل سلبي او ايجابي على قيمة الأسهم لذلك سيتم تناول مفهوم القيمة وعملية التقييم والعوامل المؤثرة عليها في هذا المبحث لتوضيح ذلك .

2.1.1 مفهوم وطبيعة القيمة :

إن نجاح أو فشل أي فرد من وجهة نظر السيكولوجيون له مسببان هما البيئة التي يعيش فيها وجيناته الموروثة وبتطبيق هذه الفكرة على موضوع تقييم الأوراق المالية فإن أي عملية تحليل مالي يجب أن تبدأ بدراسة البيئة الاقتصادية العاملة فيها الشركة بغض النظر عن صفات أو قدرات الشركة وإدارتها فإن للبيئة الاقتصادية تأثيراً مباشراً على عمل الشركة والمخاطرة التي تتعرض لها والعائد الذي تحققه . (Hassan,etal,2006:p43) والهدف الأساس لأي شركة هو تعظيم ثروة المساهمين وهذا الهدف يتحقق من خلال تعظيم قيمة الشركة والذي ينعكس في أسعار الأسهم وهذا ما يفرض على الشركة أن تركز في اختياراتها الاستثمارية على الفرص التي تخلق وتعظم قيمة الأسهم . (Gitman,2009:p32) ويختلف مصطلح القيمة (Value) عن السعر (Price) فالسعر ما يجب أن يدفع والقيمة هي ما يجب أن يحصل عليه المستثمر عند استثمار أمواله في مجال معين فالسعر ما هو كائن لكن القيمة هي ما يجب أن يكون وقيمة أي شركة تقاس بقيمة موجوداتها ومطلوباتها كما هو موضح بالمعادلة التالية:

(Neale & McElroy, 2004:p290)

قيمة الشركة = (قيمة حق الملكية + قيمة الدين)

كما ويختلف مفهوم القيمة عن مفهوم الثروة (Wealth) فالثروة بالنسبة لشخص ما تضم فضلاً عن الأسهم الكلية التي يمتلكها أشياء مادية كالعقارات أو السيارات أو غير مادية مثل الصحة

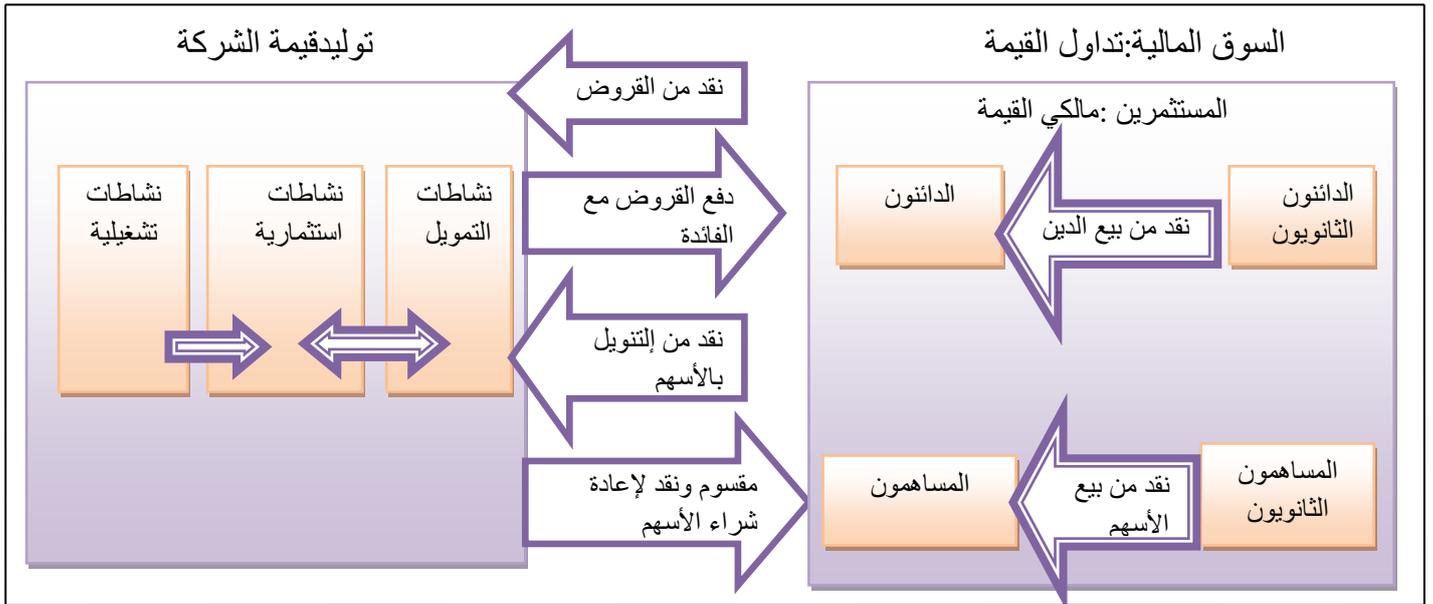
والسعادة أما القيمة فهي تمثل فضلاً عن الأسهم المملوكة الاستثمارات المالية والتي تتأثر عادة بقرارات الإدارة المالية. (Krishnamurti&Vishwanath,2009:p290)

وللقيمة مفاهيم وتعريف وتفسيرات عدة فالقيمة الاقتصادية يعبر عنها بأنها عبارة عن المبلغ الذي يدفع مقابل الحصول على أصل أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل. (Hirschey&Nofsinger,2010:p310) وان أهم ما يميز الموجودات المالية عن غيرها من الموجودات الأخرى هي أن هذه الموجودات تعمل على خلق الدخل الذي يكون غير ثابت وصعب القياس ولكن بصرف النظر عن هذه الصعوبات التي تعترض تقدير وقياس الدخل فإنه هو الذي يعطي القيم المالية لتلك الموجودات .

(Cohen,2005:p100)

شكل (1-2)

تداول حق ملكية الشركة في سوق رأس المال



Source(.Penman, Stephen H ,Financial statement Analysis and Security4th ed , NY : MCGrawHill, , 2010 ,p11)

وتعد القيمة احد المبادئ المهمة في التمويل لأي استثمار والتي يتم إيجادها بواسطة حساب قيمة التدفقات النقدية المتوقعة خلال العمر الاقتصادي للمشروع مثلا البنائيات التجارية تباع عند

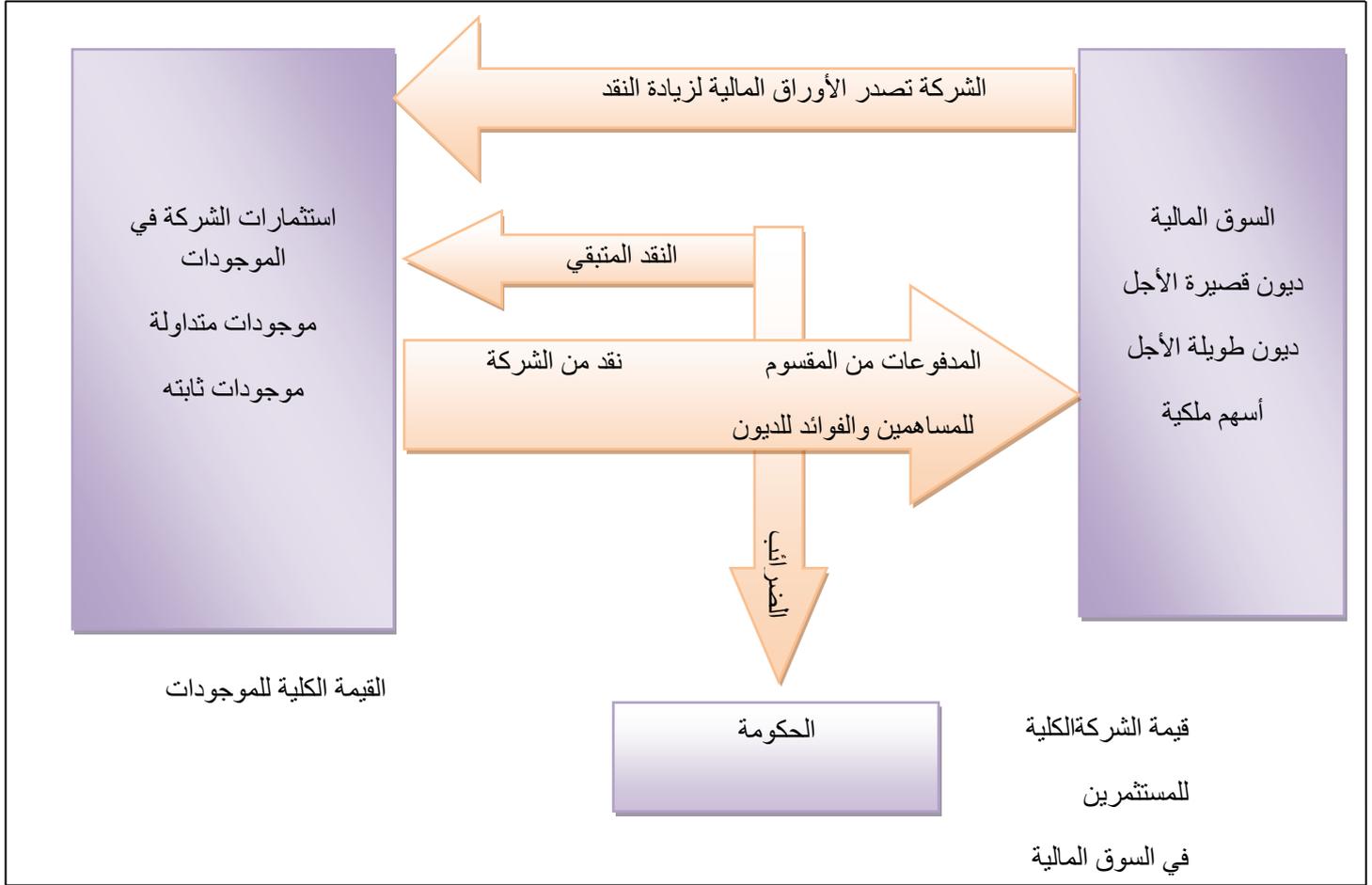
السعر الذي يعكس صافي التدفقات النقدية (الأجور-التكاليف) التي دفعت وتم الاستفادة منها طوال حياة المشروع وبصورة مشابهة نستطيع إيجاد قيمة الأسهم العادية .

(Mishkin&Stanley,2009:p265)

ولان سوق الأوراق المالية هي المكان الذي يتم فيه تداول الأسهم والسندات المصدرة من قبل الشركة والتي تحصل من خلالها (أي الشركة) على التمويل اللازم لتأسيسها وقيامها بنشاطاتها بعد التأسيس فعند تأسيسها تطرح الأسهم للاكتتاب وبعد التأسيس أيضا تطرح الأسهم للتداول في السوق المالية وذلك لزيادة رأس مالها لأغراض النمو والتوسع في نشاطاتها كما وان الشركة تصدر على نفسها الأوراق المالية التي تمثل الدين وتتعهد بالسداد مع الفوائد في أوقات معينة وبذلك يتم نقل النقد من الشركة إلى السوق وبالعكس ,وبما أن للحكومة وسياساتها المالية والنقدية وقراراتها أثرا كبيرا على الشركة وعلى السوق المالي وبالتالي لها تأثير كبير على قيمة الشركة وقراراتها التمويلية لان أي قرار تصدره الحكومة بزيادة الضرائب أو تقليلها أو أية أزمات قد تحصل للحكومة نتيجة أزمة أو ديون خارجية أو أية قرارات قد تتخذ من قبلها نتيجة لظروف استثنائية طارئة لها تأثير كبير على حجم التداول في السوق المالية والنشاط المالي وبالتالي على قيمة الأسهم وهذا ما يظهره الشكل(2-2):

شكل (2-2)

تداول النقد بين الشركة والسوق المالية وتأثير الحكومة على عملية التداول



Source:(Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. & Jaffe, Jeffrey ,Corporate Finance, , USA,McGraw-Hill, 2002,k:p8)

وكما يلاحظ من الشكل (2-2) إن لسياسة الدولة المتبعة في الضرائب ومقدار هذه الضرائب تأثيراً مباشراً على النقد المتبقي للشركة بعد عملياتها التشغيلية مما يؤثر على قرارات الشركة التمويلية وحجم الاقتراض الذي تحتاج إليه الشركة إذا حصل عجز في ميزانيتها بسبب سياسات الحكومة وهو ما يؤثر على قيمة الشركة ككل .

وهناك مفاهيم عدة لقيمة الأسهم وذلك اعتماداً على من يقوم بالتقييم والغرض من عملية التقييم والتوقيت وعدد آخر من العوامل سنتناولها بشكل مفصل وفقاً للاتي :

1. القيمة الاسمية (Face value):

وهي تلك القيمة التي تتحدد وفقا للقوانين العامة او الخاصة بكل شركة ,وتحدد أكثر الدول في قوانين الشركات والأسواق المالية قيمة اسمية للسهم العادي الواحد وتستخدم القيمة الاسمية لغرض تحديد نسبة الربح الموزع على المساهمين من حملة الأسهم العادية وان إصدار الأسهم العادية بقيمة اسمية صغيرة ربما يرجع إلى الرغبة في توفير قدر معقول من السيولة لتلك الأسهم على أساس إن ذلك من شأنه أن يجذب إليها جمهوراً كبيراً من المستثمرين من ذوي الدخول المحدودة (Revsine,etal,2005:p166) ويرى (Dias&Shah,2009:p433) إن القيمة الاسمية هي عبارة عن المبالغ التي يدفعها المستثمر للحصول على السهم الواحد والتي تحدد حسب سياسة الشركة .

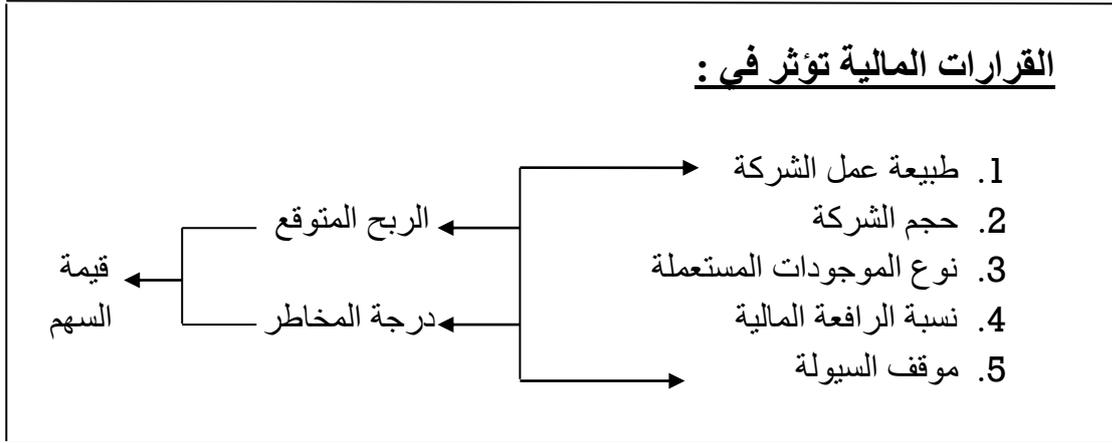
2. القيمة السوقية (Market value):

وهي سعر السهم خلال التداول في الأسواق المالية والذي يخضع لظروف العرض والطلب في تلك الأسواق, علما بأن هذه الظروف كثيرا ما تعكس البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية... الخ المحيطة وخاصة بالنسبة لظروف التبادلين الدولي والداخلي. (Kapoor,etal,2009:p81) وان القيمة السوقية للأسهم لا تساوي القيمة الدفترية , فالقيمة الدفترية تعتمد على القيمة التاريخية بينما القيمة السوقية تقاس بقيمة التداول للأسهم.(Brealey,etal,2007:p53)

وهناك مجموعة من العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم مبيّنة في الشكل (2-3):

شكل (2-3)

أثر القرارات المالية على القيمة السوقية للسهم



المصدر: (حمزة محمود , الزبيدي الإدارة المالية المتقدمة, ط2, 2008, الوراق للنشر والتوزيع, عمان: ص39)

3. القيمة الدفترية (Book value) :

وهي عبارة عن حق الملكية للمساهمين في الشركة والتي يمكن الحصول عليها اذا تم بيع جميع أصول الشركة بسعر مساوي تماما لقيمتها الدفترية وتم سداد جميع التزاماتها بما فيها الأسهم الممتازة وبسبب زيادة أسعار الأسهم فإن القيمة الدفترية للسهم تزداد عبر الزمن .
(Joehnk, 2009 : p385)

4. القيمة التصفوية (Liquidation Value) :

وهي قيمة سهم الشركة عند الشروع في تصفيتها وتساوي القيمة السوقية لموجوداتها مطروحا منها الديون التي عليها والناتج يقسم على عدد الأسهم .

(Smart&Megginson,2008:p225)

5. القيمة الأولية (Initial value) :

وهي القيمة التي تكون للأسهم عندما تقوم الشركة بإصدارها بعد حصولها على الترخيص الذي يخولها إصدار الأسهم والقيمة الأولية عادة اقل من السعر الذي يباع به السهم في البيع الأولي وفي بعض الأحيان تصدر الشركة أسهم بدون قيمة أولية .

(Alexander,etal,2001:p245)

6. القيمة الاستثمارية (Investment value):

وهي من أكثر المقاييس أهمية بالنسبة لحملة الأسهم إذ تشير إلى المبالغ التي يدفعها المستثمرون للحصول على الأسهم وعملية حساب القيمة الاستثمارية عملية معقدة تستند على العوائد المتوقعة ومخاطرة السهم إذ ان لكل سهم مصدرين للعائد الأول دفعات المقسوم السنوية و الأرباح الرأسمالية والتي تزداد بزيادة السعر السوقي .

(Gitman&Joehnk,2008:p269)

7. القيمة العادلة (Fair value):

عرفت لجنة المحاسبة والمعايير المالية (FASB) القيمة العادلة بأنها السعر الحقيقي للموجودات والمطلوبات الذي يتم به عقد الصفقات المالية بين المتعاملين في السوق من ذوي الخبرة وغيرهم ,كما وحددت الهدف الأساس من تحديد مقياس القيمة العادلة وهو تحديد سعر التبادل الحقيقي وبذلك فان الصفقات ستكون حقيقية وموثوق بها بين المتعاملين في السوق .(Landsman,2006:p2) كما عرفت لجنة المعايير المحاسبية الدولية (ISAB) القيمة العادلة بأنها المبلغ الذي يمكن ان يبادل به الموجودات او المطلوبات بين الراغبين بإجراء الصفقات (Roberts,etal,2008:p154) وان القيمة العادلة لا تتحقق إلا في السوق الكفوءة بالشكل القوي إذ تكون القيمة السوقية للسهم قيمته العادلة لأنها تعكس جميع المعلومات لكن القيمة السوقية للموجودات المالية لا تمثل دائما قيمة عادلة وبذلك فالقيمة العادلة قد تحتاج لتحديدها إلى خصم صافي التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة .(Lawrence,etal,2005:p164) كما أن القيمة العادلة يشار إليها بالقيمة الحقيقية (Intrinsic value) وهي القيمة التي تعطي نظريا فهماً كاملاً عن خصائص الاستثمار بالموجودات المالية (Stowe,etal,2002:p14) فالقيمة الحقيقية هي القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية المتوقعة من الأصل المالي وتسمى القيمة الحقيقية أيضا بالقيمة المنطقية أو المعقولة والتي تتحقق في السوق الكفوءة كما تنص عليه فرضية السوق المالية الكفوءة (EMH)(Gangadhar&Rameshbabun,2006:p28) وان فكرة ان للأوراق المالية قيمة حقيقية تجذب المستثمرين لاعتقادهم انه من خلال استخراج القيمة الحقيقية بأنهم يستطيعون تحقيق ثروات كبيرة وذلك عن طريق شراء الأوراق المالية ذات

الأسعار المنخفضة وبيع الأوراق ذات الأسعار المرتفعة والمقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية

(Madura,2008.p8) ويتم استخراج القيمة الحقيقية للسهم من خلال المقارنة بين قيمة السهم الاسمية وقيمة السهم في السوق والنسبة من الأرباح التي يحصل عليها المستثمر (Hirschey&Nofsinger,2010:p337) كما وتعد القيمة العادلة أهم مفهوم استثماري تؤسس عليه فكرة تحليل الاستثمارات بصورة عامة فهي تعد مقياساً معيناً ومحددًا للقيمة وذلك ليتمكن المستثمر أو محلل الاستثمارات من الحكم على سعر لأي شركة فيما إذا كان مرتفعاً أو هابطاً أو عادلاً لذلك أطلق على القيمة العادلة بالقيمة المركزية على اعتبار إنها المركز الذي تدور حوله الأسعار السوقية

(Enria,etal,2004:p6)

إذ أن محاولة إيجاد القيمة العادلة للسهم هي محاولة لإيجاد ماذا يجب ان يكون عليه سعر السهم في السوق وهو مفهوم متغير حسب مستوى القدرة الايرادية العادية للشركة ,هناك عوامل كثيرة تؤثر في تحديد القيمة السوقية للسهم مثل مستوى المنافسة في السوق والاتجاهات التحكيمية والنفسانية والتوقعات المستقبليةالخ من العوامل التي لا تجعل من القيمة السوقية قيمة عادلة. (Nelson,2007:p12)

واهم النماذج المستخدمة لحساب القيمة العادلة تعتمد على تحديد التدفق النقدي المستقبلي وتحديد العوامل المؤثرة عليه وخصمه بمعامل خصم مناسب

(Damooran,2011:p5)

وتحديد القيمة العادلة للأسهم يعتمد بشكل أساس على المعلومات المتاحة للمشاركين في السوق عن الشركة فهذه المعلومات يمكن ان ترفع من قيمة أسهم الشركة أو تخفضها حسب طبيعة المعلومات إذا كانت تشاؤمية أو تفاؤلية .

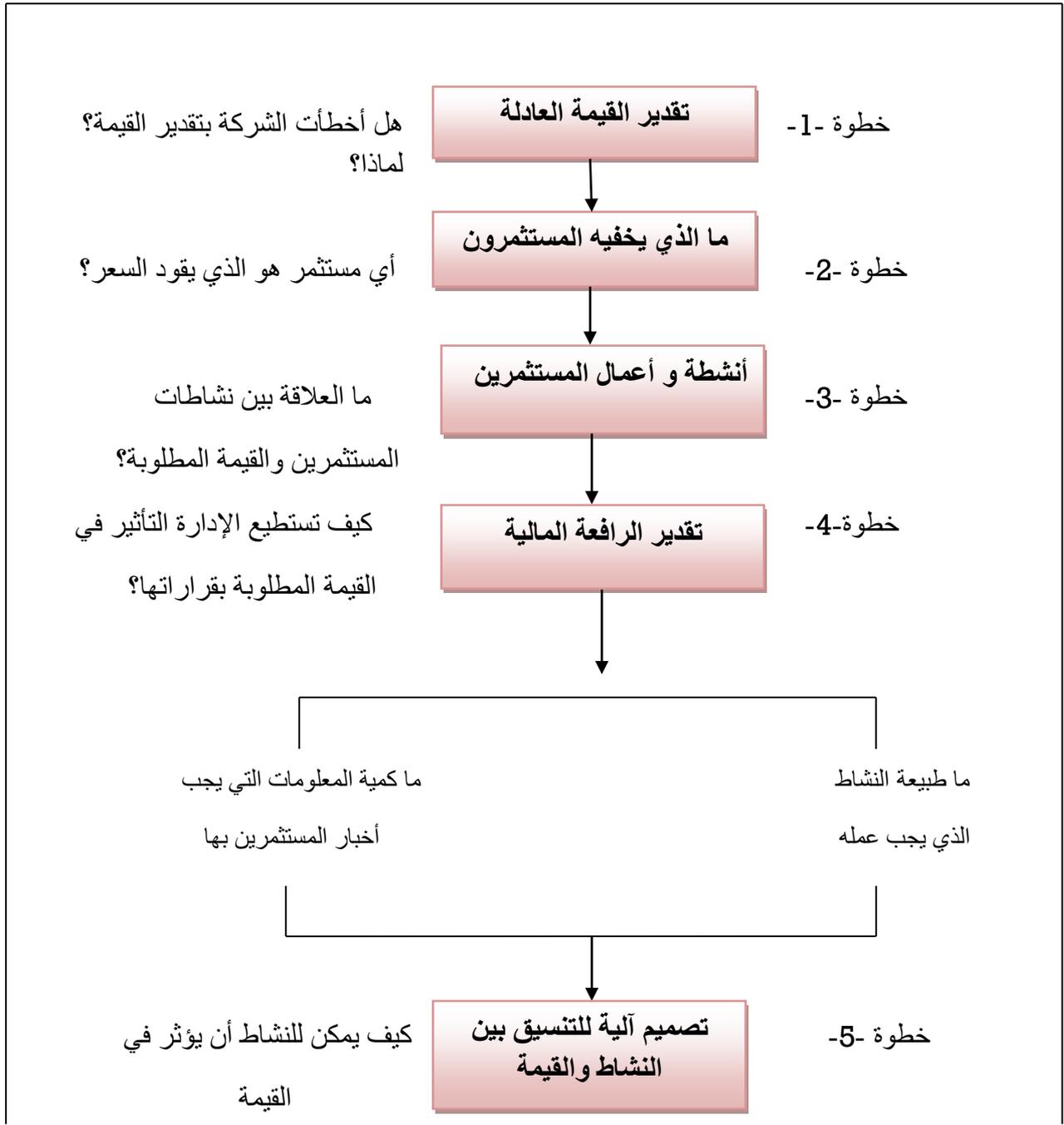
(Mishkin&Eakins,2006:p141)

إن القيمة العادلة للأسهم هي قيمة نظرية لأن تحقيقها يتطلب وجود سوق مالية كفوءة بالشكل القوي فلكي نقول عن القيمة السوقية للأسهم أنها عادلة يتوجب أولاً اختبار السوق ومعرفة درجة كفاءتها .

وهناك عدة خطوات تؤدي بالنهاية إلى تحقيق القيمة العادلة للشركة فإدارة الشركة تتخذ عدة قرارات وعمليات من الممكن ان تؤثر على قيمة الأدوات المالية وتجعلها غير عادلة هذه الخطوات موضحة في الشكل (2-4):

شكل (4-2)

يبين خطوات تحقيق القيمة العادلة للشركة



Sours(Scott, mark, , Achieving Fair value :managing life on public Markets,2005:p74)

وبذلك فإن أول خطوة من خطوات تحقيق القيمة العادلة هي تقدير ما يجب ان تكون عليه القيمة ومن ثم معرفة ما الذي يخفيه المستثمرون من خطط مستقبلية وأفكار, مشاريع أو قرارات يمكن

أن تؤثر على قيمة أسهم الشركة وعلى إدارة الشركة وان تحدد مقدار الرفع المالي أي الدين الذي عليها والتزاماتها تجاه الآخرين وبذلك فإن إدارة الشركة الناجحة هي التي تسعى إلى تعظيم ثروة المساهمين وفي الوقت نفسه إعطاء صورة واضحة للمجتمع الاستثماري عن مركز الشركة المالي والأنشطة والمشاريع التي تقوم بها ليكون تقييم أسهمها بصورة صحيحة في السوق وتسييرها بسعر عادل.

وقد قام العديد من الباحثين بإجراء دراسات واختبارات أكدت على ضرورة استخدام القيمة العادلة في عملية تقييم القرارات الاستثمارية منها:

قدمت دراسة (green and Reinstein1998) حججا منطقية على ضرورة التزام الشركات باستخدام مدخل القيمة العادلة كأساس للتقييم المحاسبي للأصول والالتزامات المالية ، ويرى (Rogerson2000) أن استخدام مدخل القيمة العادلة في المحاسبة يساعد الشركات الأوروبية على إعداد قوائم مالية مقبولة ومفهومة حول العالم ، وطالب الشركات الأوروبية التي ترغب في استخدام القيمة العادلة بتحديد الأصول والالتزامات التي تخضع لإعادة التقييم وعكس ذلك في قوائمها المالية. (Horton&Macve,2000:p3)وأكدت دراسة (Bradbury2001) على ضرورة قياس الأصول المالية بالقيمة العادلة والاعتراف بأي تقلبات في هذه القيم في قائمة الدخل بصرف النظر عن حقيقة تلك المكاسب أو الخسائر ، وقد أشارت دراسة الاتحاد الأوروبي إلى أهمية التوجه نحو استخدام المحاسبة عن القيمة العادلة كأداة لتطوير العمل المحاسبي في الشركات والمصارف ، مما يعطي تطبيقه أكثر دقة ووضوحاً للأوضاع المالية وأساليب أدائها أكثر من مفهوم التكلفة التاريخية ، وقد أوصى (Ebling2001) بضرورة استخدام مدخل القيمة العادلة في القياس والإفصاح المحاسبي للأصول والالتزامات بالشركات بدلاً من التكلفة التاريخية حتى لو كانت هناك أخطاء في القياس والتوقيت. (Plantin&Sapra,2004:p2)

2.1.2 بعض العوامل الاقتصادية المؤثرة على قيمة الأسهم:

تتأثر قيمة الأسهم بشكل كبير بالمتغيرات والظروف الاقتصادية المحيطة بها وذلك لان السوق المالية لاتعمل بشكل منعزل عن العالم الخارجي بل تؤثر وتتأثر به فالأزمات الحاصلة في السوق المالية وانهيارات أسعار الأسهم معظمها بسبب عوامل اقتصادية من أهمها:

1. العرض والطلب (*Supply and Demand*):

معظم المستثمرين يرغبون بشدة بالتأكد من ان قيمة استثماراتهم سوف تزداد في المستقبل وهذه الزيادة تتحقق بالإدارة الجيدة للاستثمار وتنظيم الأرباح وعملية توزيعها وهو مايجذب المستثمرين ويزيد من قيمة أسهم الشركة لكن في حالة إذا ما انخفض الطلب على الأسهم بسبب الإدارة الغير جيدة أو لأسباب أخرى فان قيمة الأسهم سوف تنخفض.

(*Dlabay&Burrow,2008:p8*)

2. سعر الصرف (*Exchange rate*):

سعر الصرف هو ببساطة سعر عملة واحدة مقابل عملة أخرى وهناك طريقتان للتعبير عن سعر الصرف:

أ- سعر العملة المحلية في أي دولة مقابل العملة الأجنبية فمثلا الباوند هو العملة المحلية في انكلترا بتاريخ 14 كانون الثاني من عام 2005 كان سعر تبادل الباوند /الدولار هو (0.5319) لكل 1 دولار.

ب- سعر العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية فمثلا وبافتراض ان الباوند هو العملة المحلية في 14 كانون الثاني من عام 2005 كان يدفع (1.88) دولار مقابل الباوند.

(*Pilbeam,2006:p5*) وان عائدات الأوراق المالية في السوق لاتعتمد فقط على ارتفاع وانخفاض أسعارها أو أسعار الفائدة عليها بل تعتمد أيضا على التغيرات في أسعار الصرف بين العملات او بمعنى اصح بين الدولار وباقي العملات على اعتبار أن الدولار أصبح مقياساً لكل العملات الأخرى وبذلك فان نجاح الاستثمار بالأوراق المالية وتحقيق العوائد المرغوب بها يعتمد على أداء السوق وسعر صرف العملات

(*Eun&Bruce,2007:p365*)

3. التضخم (*Inflation*):

التضخم عبارة عن زيادة في المستويات العامة للأسعار وان مستوى الأسعار هو المتوسط الموزون للأسعار لمختلف السلع والخدمات في الاقتصاد .

(Samulson&Nordltaus,2005:p667)

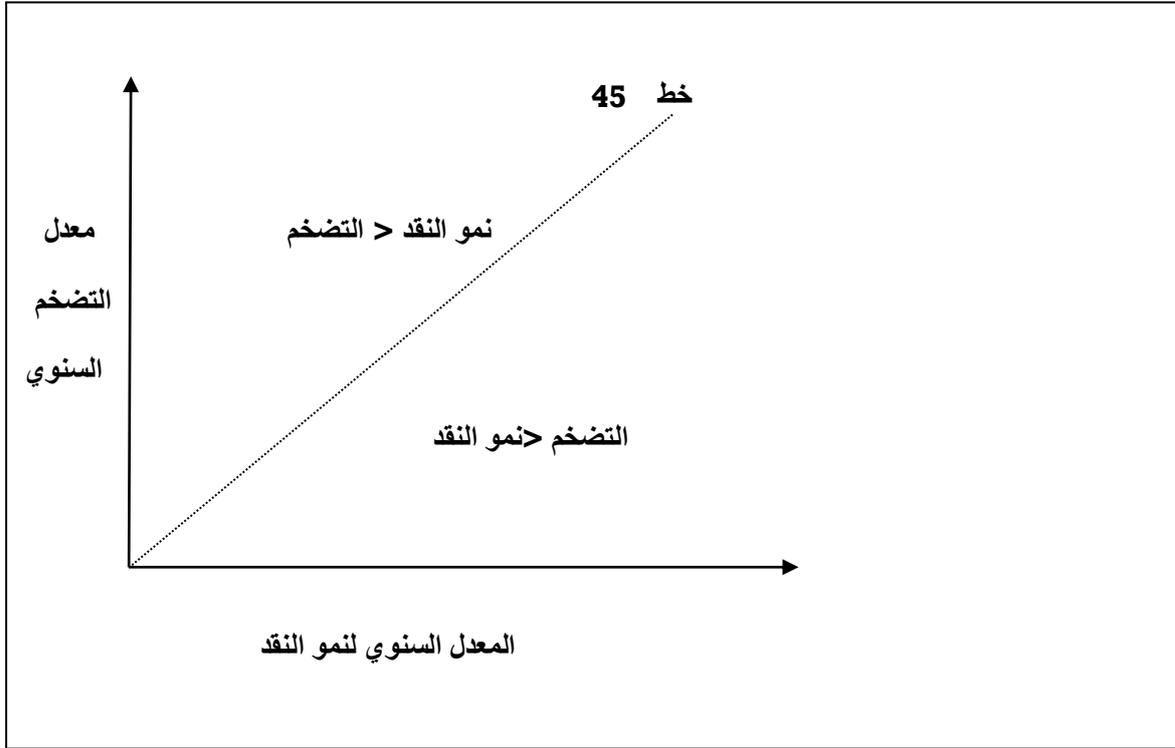
إذ أن ارتفاع معدل التضخم يكون تأثيره سلبيا على أسعار الأسهم لأنه يرفع من أسعار الفائدة وذلك لتحوط من أثار التضخم مما يقلل من قيمة الأسهم وان الاضطراب الذي يسود السوق المالي في ضل ارتفاع معدلات التضخم يؤدي إلى حالة من الهلع وبيع الأوراق المالية من قبل المستثمرين دفعة واحدة ما يزيد من عرضها ويقلل قيمتها

(Fradca,2009:p144)

وبالتالي فإن مخاطرة التضخم تجعل المستثمرين غير متأكدين من الأوراق المالية التي يمتلكونها ولاسيما طويلة الأجل إذا ما كانت مسعرة بأسعارها الحقيقية في المستقبل في حالة كون نسبة التضخم المتوقعة مرتفعة .(Cecchetti,2008:p137)وبذلك يرى المستثمرون انه يجب تعويضهم عن هذه المخاطرة بإضافة مبلغ إضافي على العائد الخالي من المخاطرة يسمى علاوة التضخم (*Inflation premium*)للتعويض عن الارتفاع المتوقع في معدل التضخم.(Besley&Brigham,2000:p52)وان زيادة العرض النقدي هو احد المسببات الاساسية للتضخم فالحكومة تصدر الديون على نفسها لسد العجز في ميزانيتها العمومية وعند عدم قدرتها على السداد لاستمرار العجز فإنها تلجأ إلى طبع المزيد من النقد وبذلك تزداد النقود في السوق مسببة زيادة في مستويات الأسعار بشكل عام (Brakman,etal,2007,p277) وهذا ما يوضحه الشكل(2-5):

شكل (2-5)

يوضح العلاقة بين التضخم ونمو النقد



Source (Cecchetti, Stephen G., *Money, Banking and financial markets*, 2nd ed, NY, McGraw-Hill, 2008: p484)

4. الناتج المحلي الإجمالي (*Gross Domestic product*):

يعرف الناتج المحلي الإجمالي (*GDP*) على أنه قيمة كل البضائع والخدمات المنتجة داخل البلد خلال سنة اقتصادية واحدة ويعد (*GDP*) أهم مقياس للمخرجات الكلية للاقتصاد لأنه يعبر عن القيمة السوقية الكلية للبضائع والخدمات المقدمة في الاقتصاد من قبل الشركات خلال مدة سنة (*Sullivan, etal, 2010: p102*) وكلما زاد النشاط الاقتصادي أدى إلى انتعاش وزيادة التفاؤل بالمستقبل بما يزيد حجم التعامل في جميع الأسواق ولجميع المنتجات بما فيها الأسواق المالية ونتيجة لذلك ترتفع الأسعار إما في حالة حدوث العكس أي انخفاض حجم الناتج فأن ذلك يؤدي بالنتيجة إلى هبوط الأسعار (*Weil, 2009: p56*)

ويتكون الناتج المحلي الإجمالي من جانبين الأول قيمة المبيعات في الأسواق المحلية والآخر قيمة المشتريات من السوق المحلية ويجب إن يكون الجانبين متساويين .

(*Feens & Taylor, 2008: p606*).

5. معدل دخل الفرد (*National Income per Capital*):

يعرف دخل الفرد على انه التدفقات النقدية التي يحصل عليها الفرد من العمل أو من ممتلكاته الخاصة في نقطة زمنية معينة فالدخل الذي يتم الحصول عليه من العمل يكون على شكل رواتب أو أجور فضلاً عن أي مبالغ أخرى مثل العلاوات, الحوافز, الخصومات, أما الذي يتم الحصول عليه من الممتلكات فهو عبارة عن الإيجارات والإرباح الرأسمالية نتيجة ارتفاع أسعار الممتلكات عن سعر شراءها (*Mcconell&Brue,2005:p24*) ويتناسب الدخل طردياً مع طلب الأفراد على البضائع والخدمات حيث كلما زاد الدخل ارتفع الطلب على البضائع والخدمات لان الفرد عندما يغطي احتياجاته الضرورية ويكون لديه أموال فائضة عن حاجته يتجه لشراء الحاجات الكمالية أو لاستثمارها أي يقسم دخله بين الإنفاق والادخار ومن ثم استثمار هذه المدخرات بأوجه الاستثمار المختلفة.

(*Krugman &Wells,2009:p15*)

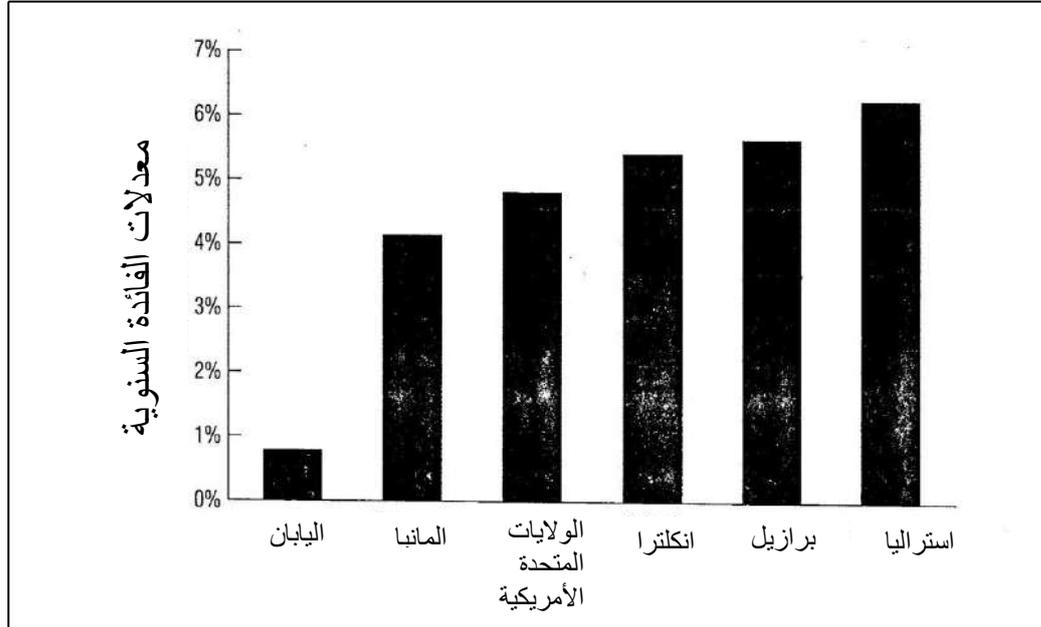
وان الأسهم بعدها وجه من أوجه الاستثمار فإنها تتأثر بدخل الفرد اذ عندما يكون الدخل عالياً يتجه الفرد لاستثمار مايفيض عن حاجته إي يزيد الطلب على الأسهم فترتفع أسعارها (حسب قانون العرض والطلب)بينما عند انخفاض الدخل فان الطلب سوف يقل على الأسهم وبذلك تنخفض أسعارها.

6. سعر الفائدة (*Interest rate*):

سعر الفائدة هو المبلغ المدفوع على الدين كجزء منه خلال مدة زمنية معينة وهناك أنواع مختلفة من سعر الفائدة تتحدد وفقاً (لتاريخ الاستحقاق, المخاطر المرتبطة بالدين وسهولة تداول الأوراق المالية في السوق).(*Mcaleese, 2004:p306*) وأسعار الأسهم تتأثر بشكل عكسي بتحركات أسعار الفائدة وذلك لان قيمة الورقة المالية هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية وان سعر الفائدة هو معامل الخصم الذي يستخدم لخصم هذه التدفقات فعند ارتفاع سعر الفائدة تنخفض أسعار الأسهم والحالة بالعكس وأكثر الأوراق المالية تأثراً بانخفاض أو ارتفاع أسعار الفائدة هي السندات طويلة الأجل ذات الدخل الثابت.

(*Copeland,2008:p100*)

وقد تختلف أسعار الفائدة من بلد لآخر تبعا لعدة عوامل ومؤثرات كالانتعاش أو الكساد الاقتصادي أو السياسة المتبعة من قبل البنك المركزي أو مستوى دخل الفرد والشكل (2-6) يوضح أسعار الفائدة في بلدان مختلفة



شكل (6-2)

اختلاف أسعار الفائدة بين البلدان

Source(Madura ,Jeff ,International corporate finance, 10th edition,south-western,2010 :p67)

7. النمو الاقتصادي (*Economic growth*):

إن الزيادة المتوقعة في النمو الاقتصادي تزيد من الطلب على المنتجات والخدمات المقدمة من قبل الشركات وبذلك تزداد التدفقات النقدية للشركة وبالتالي القيمة, ولذلك فإن المشاركين في السوق المالية يراقبون عن كثب المتغيرات الاقتصادية مثل *GDP* والمبيعات والدخل الشخصي لأنه إي معلومة عن هذه المتغيرات قد تعني إن هناك نمواً اقتصادياً وتؤثر في التدفقات النقدية. (Madura,2010:p270)

هذه العوامل لأتمثل سوى جزءاً بسيطاً من جملة العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم ولكن قد تكون الأكثر تأثيراً لأنها تعد ذات تأثير مباشر وقوي على عمل الأسواق بشكل عام والأسواق المالية بشكل خاص فهي التي تحدد الكيفية التي يعمل وفقها السوق في الظروف العادية وأيضاً في الأزمات المالية التي تتعرض لها معظم الاقتصادات في العالم بدون تمييز بين

اقتصاد الدول المتقدمة أو النامية وهذه العوامل تحدد أيضا سياسة وطريقة تعامل الحكومة في السوق المالية ممثلة بالبنك المركزي.

2.1.3 تقييم الأسهم:

بعد التعرف على الأنواع والمفاهيم المختلفة لقيم الأسهم يتوجب التطرق إلى الطرق التي يتم فيها إيجاد هذه القيم والأساس المعتمد في هذه الطرق بداية يجب التعرف على ماهية عملية التقييم والتي هي عبارة عن مجموعة من العمليات التي يقوم بها المستثمرون لغرض التنبؤ بالثروة التي يتوقعون الحصول عليها من الاستثمار بالأوراق المالية عن طريق حساب العائد والمخاطرة لعملية الاستثمار.

(Gitman&Joehnk,2008:p356) وعملية تحليل عائد ومخاطرة الأسهم يعد امرا صعباً وغير دقيق في بيئة أعمال لاتنسم بالإفصاح المعلوماتي و التي تكون المعلومات فيها متاحة لعدد قليل من المطلعين (Insider)

(Bodie,etal,2007,p247)

أما خطوات عملية تقييم الأسهم فهي:(CFA,2007:P14)

- 1) تحليل الصناعة العاملة فيها الشركة ومركزها بالنسبة للمنافسين وإستراتيجية الشركات الأخرى من خلال المعلومات المنشورة في القوائم المالية لغرض معرفة بيئة الاعمال التي تعمل بها الشركة .
 - 2) التنبؤ بأداء الشركة, التنبؤ بالمبيعات, العوائد والمركز المالي.
 - 3) اختيار نموذج تقييم مناسب .
 - 4) تحويل التنبؤ للتقييم.
 - 5) صنع القرار الاستثماري .
- إن عملية اختيار نموذج تقييم مناسب تختلف حسب الجهة التي تقوم بهذه العملية وحسب الغرض من عملية التقييم هل لمعرفة القيمة الكلية للشركة أم هل لاتخاذ قرار بشأن الأوراق المالية المصدرة من قبلها وهل هذا القرار هو قرار بيع أم شراء لكن بشكل عام هناك أربعة أنماذج للتقييم هي :

(Palepu&Healy,2008:p1) (Gibson,2009,p465)

أ- أنموذج خصم المقسوم (*Discounted dividends model*):

هذا الأنموذج يعتبر قيمة حق ملكية الشركة كقيمة حالية للتنبؤ بالمقسوم المستقبلي .

$$v = \frac{D}{(1 + k)}$$

إذ أن:

V=قيمة الورقة المالية .

D=مقسوم الأرباح.

k=معدل الخصم .

ب- أنموذج خصم العوائد غير الطبيعية

(*Discounted abnormal Return model*):

وفق هذا المدخل قيمة حق ملكية الشركة تعد كالقيمة الدفترية والقيمة الحالية للتنبؤ بالعوائد

الغير طبيعية المستقبلية والمعادلة المستخدمة لحساب قيمة السهم وفق هذا المدخل هي :

$$V = \frac{R}{(1 + k)}$$

إذ أن :

V=قيمة الورقة المالية .

R=العوائد غير طبيعية .

k=معامل الخصم .

ت- أنموذج التقييم المستند إلى مضاعف السعر (*Price multiples*):

وفقا لهذا المدخل فإن مقياس الأداء أو التنبؤ بالأداء هو مضاعف السعر أي نسبة

(السعر / العوائد) للتنبؤ بالعوائد المستقبلية للشركة والاستخدام الأخر للمضاعف هو نسبة

(السعر / القيمة الدفترية) و نسبة (السعر / المبيعات) والمعادلة المستخدمة لحساب قيمة

السهم وفق هذا الأنموذج هي :

$$P/E = \frac{P}{E}$$

إذ أن :

P/E =نسبة مضاعف السعر .

P =سعر الورقة المالية .

E =العوائد (الأرباح) المتحققة للشركة خلال السنة المالية.

ث- أنموذج خصم التدفقات النقدية (*Discounted cash flow*):

هذا الانموذج يتطلب تقدير التدفق النقدي المحتمل لعدد من السنوات وخصمه بكلفة رأس المال ليصل الى القيمة المحددة وفق المعادلة التالية :

$$V = \frac{D1}{(1+k)} + \frac{D2}{(1+k)^2} \dots \dots \dots + \frac{Dt}{(1+k)^t}$$

وان أنموذج خصم التدفقات النقدية هو من أكثر النماذج استخداما لاستخراج قيم الأسهم وعلى وفق هذا المدخل فان محلي الأسهم يقدرون عائدات ومقسومات الشركة المستقبلية وهذه التقديرات تختلف عن تقديرات باقي المحللين ولكنها تبدو أكثر دقة فمن وجهة نظر المحلل المالي يوجد خطأ في تسعير الاسهم وإذا ظهر بان سعر السهم في السوق سوف يعدل ليعكس هذه التقديرات الدقيقة فان الاسهم سوف ينتج عنها عائدات غير طبيعية, من هذا المبدأ فان المستثمرين والمحللين وحتى شركات الوساطة المالية يكون هدفهم الأول من التحليل المالي هو معرفة الاسهم المسعرة بشكل خاطئ واتخاذ القرار المناسب بشأنها هل تباع ام تشتري لتحقيق أرباح كبيرة والتميز عن باقي العاملين في السوق فالسهم يعطي نوعين من التدفقات النقدية الأول هو مقسوم الأرباح والذي يدفع بشكل منظم والآخر هو ما يستلمه حامل السهم عندما يبيع السهم (أرباح رأسمالية) .

ولكي نقيم الأسهم بشكل صحيح يجب الإجابة عن سؤال مهم أي من التالي تمثل قيمة

السهم؟ (Ross,2009:p136)

1. القيمة الحالية لمجموع المقسوم للمدة التالية + سعر السهم في المدة التالية.

2. القيمة الحالية المخصومة لكل المقسومات المستقبلية .

والجواب هو أن كلا الإجابتين صحيح .

بما أن أنموذج خصم التدفقات النقدية يعتمد على أسلوب التنبؤ بالتدفق النقدي المتوقع الحصول عليه لذلك يجب التركيز على سياسة الشركة لتوزيع الأرباح وتنبأين هذه السياسات بين توزيع مقسوم أرباح ثابت للسهم أو توزيع مقسوم أرباح ينمو بمعدل ثابت أو بمعدلات مختلفة كما وان جودة القيمة المحسوبة كقيمة عادلة تعتمد على دقة التنبؤ بسياسة توزيع الأرباح المعتمدة من قبل الشركة المصدرة للسهم العادي .

ومقسوم الأرباح :هو عبارة عن جزء من العائد على حق الملكية المستثمر والذي يمثل قيمة المستثمرين ,ان المحللين الأساسيين كانوا يعتقدون انه إذا كان المقسوم مرتفعاً فهذا يعني ارتفاع القيمة لكن نظرية التمويل الحديثة تختلف مع هذه الفكرة فالمقسوم لايعني القيمة لكن جزء من معادلة حساب القيمة .(Penman,2010:p94) وان أهم محدد لمقسوم الأرباح هو تحقق صافي ربح للشركة وما هو حجم هذا العائد (Weaver&Weston,2008,p537).

والمقسوم الذي توزعه الشركة على المساهمين يتخذ احد الشكلين الآتيين :

(Gitman&Joehnk,2008:p267272)

أ مقسوم نقدي (Cash dividend):

وهو عبارة عن مبالغ نقدية تقرر إدارة الشركة توزيعها على حملة الأسهم وفق نسبة المساهمة .

ب مقسوم أسهم (Stock dividend):

في بعض الأحيان قد تقرر الشركة توزيع مقسوم على شكل أسهم وليس نقدي وذلك وفقاً لسياسة الشركة أو ظروف معينة قد تمر بها الشركة أو ظروف الاقتصاد العاملة فيه الشركة .

والمعادلة التالية توضح كيف يتم استخراج المقسوم لكل سهم :

المقسوم لكل سهم = المقسوم السنوي المدفوع ÷ عدد الأسهم

وهناك عاملان يؤثران على قرار توزيع المقسوم هما:(Emery,etal,2007:p124)

1. صافي الربح المتحقق للشركة خلال السنة المالية .

2. سياسة توزيع المقسوم التي تتبعها الشركة .

وأنموذج خصم التدفقات النقدية (DCF) يتخذ احد الشكلين الآتيين:

1. صافي القيمة الحالية (net present value):

تعد صافي القيمة الحالية احد طرق حساب التدفق النقدي المخصوم وتعرف صافي القيمة الحالية بأنها وسيلة لحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة لأي استثمار وتأخذ صافي القيمة الحالية القيمة الزمنية للنقود بعين الاعتبار

(Gangadhar&Rameshbabu,2006:p408)

وتستند طريقة صافي القيمة الحالية (NPV) على تقدير القيمة السوقية للتدفقات النقدية المتوقع استلامها في المستقبل من الاستثمار الذي تقوم به الشركة وخصم هذه القيمة بكلفة رأس المال وهذه الكلفة تكون مساوية لمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين .

(Moore,etal,2008:p590)

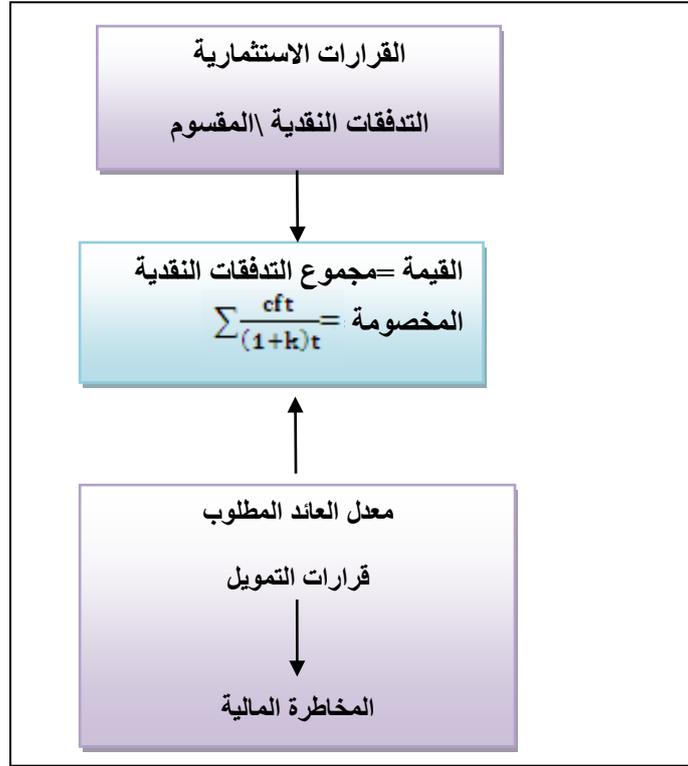
ومن ذلك يمكن تحديد خطوات احتساب صافي القيمة الحالية :

(Stowe,etal,2002:p40)

- أ- تحديد التدفقات النقدية الداخلة والخارجة .
 - ب- احتساب القيمة الحالية لكل تدفق نقدي باستخدام معدل الخصم المناسب (معدل العائد المطلوب).
 - ت- احتساب صافي القيمة الحالية والتي هي عبارة عن الفرق بين مجموع التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة .
- والقرارات الاستثمارية التي تتخذها إدارة الشركة تؤثر بشكل مباشر في التدفقات النقدية وبالتالي على المقسوم وبذلك سوف تتأثر صافي القيمة الحالية كما إن معدل العائد المطلوب يؤثر بشكل مباشر في صافي القيمة الحالية وهو بدوره يتأثر بقرارات التمويل والمخاطرة المالية وهذا ما يوضحه الشكل (2-8) :

شكل (2-7)

المؤثرات في صافي القيمة الحالية

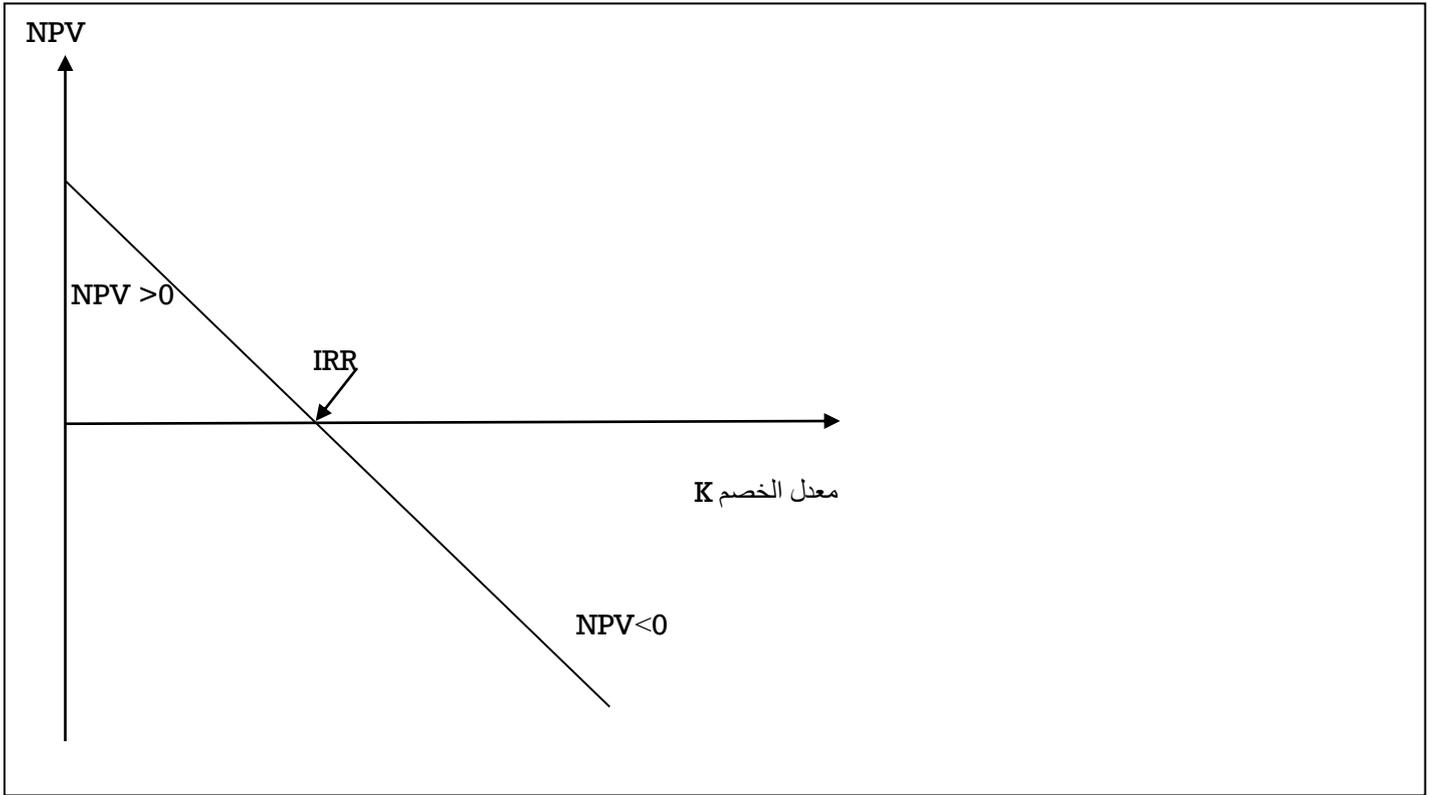


Source(Neal, Bill, & McElroy, Trefor , , Business finance Value-Added Approach, 1st ed, 2004, Prentice Hall:p33)

ويلاحظ من الشكل عند تطبيق طريقة (NPV) انه إذا زاد معدل الخصم (معدل العائد المطلوب لخصم التدفقات النقدية المستقبلية) فإن (NPV) للاستثمار سيتجه نحو الانخفاض ومع استمرار زيادة معدل الخصم فإن صافي القيمة الحالية سيصبح صفرًا عندئذ فإن معدل العائد المطلوب يساوي معدل العائد الداخلي (IRR), ويصبح صافي القيمة الحالية للاستثمار اقل من الصفر عندما يكون معدل كلفة رأس المال المستخدم يزيد من معدل العائد الداخلي للاستثمار والشكل (2-10) يوضح ذلك:

شكل (8-2)

يوضح العلاقة بين صافي القيمة الحالية ومعدل الخصم



Source(Ross, Stephen ,Westerfield,Randolph W.& ,

Bradford D ,Joeda., Fundamentals of corporate

finance,5th ed,USA,mcGrawHill.Inc.2000:p260)

2. معدل العائد الداخلي (*internal rate of return*):

يعد معدل العائد الداخلي (*IRR*) المعدل المتوقع ان تحققه الشركة على الاستثمار لذلك فهو يعرف على انه معدل الخصم الذي يحقق تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة مع نفقات الاستثمار او الكلفة ومن ثم فإن معدل العائد الداخلي ما هو الا معدل الخصم الذي يجعل صافي القيمة الحالية مساوية للصفر ,ويسمى معدل العائد الداخلي لانه يعتمد اساسا على عوائد وتكاليف المنشأة وليس على معدل يتم تحديده من خارج المنشأة

(Ross,etal,2009:p101)

وفق هذه الطريقة يتم استخراج قيمة التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها في المستقبل من خلال طرح القيمة الأولية للاستثمار من صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة.

(Alexander,etal,2001:p335)

والمعادلة العامة لحساب قيمة السهم العادي هي :

$$v = \frac{D1}{1+K} + \frac{D2}{(1+K)^2} + \frac{D3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{D\infty}{(1+K)^\infty}$$

إذ أن

$V =$ قيمة السهم

$D =$ مقسوم الأرباح المقرر توزيعه

$K =$ معامل الخصم

هذه المعادلة تمثل أنموذج عاماً وقابلاً للتطبيق لأنها لا تأخذ بالاعتبار معدلات النمو المتوقعة في مقسوم الأرباح المقرر توزيعه. (CFA,2007:P171) لكن يمكن تبسيط الأنموذج العام إذا كانت الشركة تتبع سياسات مختلفة في توزيع المقسوم وكالاتي:

أ- أنموذج النمو الصفري (Zero growth):

وفق أنموذج النمو الصفري مقسوم الأرباح المتوقع توزيعه في المستقبل يبقى ثابتاً أي أن معدل النمو في مقسوم الأرباح يساوي صفراً وهذا ما تمثله المعادلة التالية :

$$V = \frac{D}{K}$$

وذلك لان ($D1=D2=...=D\infty$) وهذه الحالة تتشابه الأسهم العادية مع الممتازة باستلام حاملها

مبلغاً ثابتاً. (Megginson,etal,2010:p133)

ب- أنموذج النمو المستقر (Constant Growth):

قد لا يتفق الكثير على ان التدفقات النقدية لمقسوم الأرباح التي يحصل عليها السهم العادي تبقى ثابتة إلى الأبد والسبب يعود إلى ما تحققه الشركة من أرباح عبر الزمن لذلك لابد من صياغة أنموذج آخر المقسوم ينمو فيه لكن بنسبة ثابتة (g) للأبد ويسمى هذا الأنموذج (Gordon growth model) معادلة إيجاد القيمة تصبح كالتالي :

$$V = \frac{D1}{K - g}$$

(Smart&Megginson,2009:p216)

ت- أنموذج النمو المتعدد (*Anon-constant growth version*):

إن الأنموذج الأكثر عمومية من (*DCF*) لتقييم الأسهم العادية هو أنموذج النمو المختلف أو المتعدد (*multiple*) ومع هذا الأنموذج يكون التركيز على الدفعات المستقبلية ويرمز لها (*T*) يتم بعده ثبات نسبة المقسوم والمستثمر رغم ذلك يبقى مهتماً بموضوع التنبؤ بالمقسوم وعلى وفق هذا الأنموذج المعادلة المستخدمة لإيجاد القيمة هي :

$$V = \sum_{t=1}^N \frac{D0(1+g1)(1+g2) \dots (1+gn)}{(1+K)^t} + \frac{Dn(1+g)}{(K-g)} * \frac{1}{(1+K)^n}$$

(Pilbeam,2010:p218)

من النماذج التحليلية السابقة تتضح عدة أمور تكون مهمة للمستثمرين في الأوراق المالية وأهمها إن أسعار الأسهم العادية تتغير وفقاً للتغير في معدلات النمو في مقسوم الأرباح فترتفع بزيادة معدل النمو وتنخفض بانخفاضه .

من الناحية النظرية فإن طريقة تقييم الأسهم وفق مدخل خصم المقسوم هي أفضل طريقة لكن في بعض الأحيان تكون صعبة التطبيق لأنه في حالة إذا ماكانت الشركة لاتدفع مقسوم لكنها في الوقت نفسه تحقق أرباحاً فليس من المنطقي ان تكون قيمة أسهمها تساوي صفراً وأن المقسومات الموزعة من قبلها تنمو بنسب غير منتظمة فالنتائج التي نتوصل إليها تكون غير مقنعة وغير دقيقة.

والمقياس الأخر المستخدم على نطاق واسع هو نسبة السعر إلى الأرباح (*P/E Ratio*) وهو مقياس يقيس استعداد السوق للدفع مقابل (*I*) دولار من الأرباح التي تحققها الشركة أي يقيس مقدار الزيادة في القيمة السوقية للأسهم كلما ارتفعت أسعارها.

(Mishkin &Eakins,2009:p268)

وتقسم نسبة (P/E) إلى حقيقية و متوقعة (غير حقيقية) تستخدم للتنبؤ بما سوف يكون عليه السعر في المستقبل أما الفعلية فقد وضحت مسبقا في هذا المبحث وتحسب نسبة (P/E) المتوقعة (المنتبأ بها) وفقا لأنموذج الانحدار حسب المعادلة التالية : (*Jonse,1998:p421*)

$$P/E(j) = \alpha + B * P/E(m) + e_i$$

اذ أن :

$P/E(j)$ = (نسبة السعر \الارباح) للسهم .

α = الحد الثابت.

B = معامل بيتا السوق .

$P/E(m)$ = (نسبة السعر /الأرباح) للسوق .

وفي بعض الاحيان تظهر نسبة (P/E) مرتفعة ولهذا الارتفاع تفسيران هما :

(*Mishkin &Eakins,2006:p141*)

1. إن الارتفاع في نسبة (P/E) قد يعني أن هناك توقعات في السوق بزيادة أرباح الشركة في المستقبل .

2. أو قد يعني أن مخاطرة الشركة المصدرة للأوراق المالية مرتفعة والمستثمرين سيدفعون علاوة لأسهم الشركة .

المبحث الثاني

السوق الماليه الكفوءة

السوق المالية المفهوم والاهمية

مقومات نجاح السوق المالية

السوق المالية الكفوءة المفهوم والاهمية

اختبارات كفاءة السوق المالية

المبحث الثاني

السوق المالية الكفوءة

يتناول هذا المبحث مفهوم وأهمية السوق المالية ومن ثم فرضية السوق المالية الكفوءة وذلك لان وجود سوق ماليه كفوءة يعتمد بشكل أساس على كيان وطبيعة السوق المالية بشكل عام وهو الذي سيحدد اذ كانت كفوءة أم لا وماهي درجة الكفاءة التي وصلت اليها .

2.2.1 نشأة ومفهوم السوق المالية :

أ- نشأة الأسواق المالية:

إن نشوء الأسواق المالية لم يأتي من فراغ بل جاء وليد الحاجة المتزايدة لمكان أو إليه لتعبئه المدخرات والعمل كوسيط لنقل الأموال من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي (Bodie,etal,2005:p15) وقد كان لتوسع الأنشطة وقطاعات الأعمال والتطورات الحاصلة في الصناعة والظروف الاقتصادية والمالية الأثر الكبير في تطور الأسواق المالية وذلك بسبب ظهور الحاجة إلى تبادل الأوراق المالية بيعا وشراء لأسباب عدة وأهمها المساهمة في تمويل المشاريع المختلفة وتوفير السيولة للأوراق المالية . (Greif,1997:p2) وبالرغم من أن أسواق كثيرة سبقت نشأت بورصة نيويورك الا ان هذه البورصة أصبحت اليوم واحدة من أشهر البورصات العالمية ويتم التداول داخلها بأكبر الصفقات وقد أثبتت الأبحاث والدراسات التي اختبرت كفاءتها أنها أكثر سوق مالية تعكس أسعار أسهمها المالية كل المعلومات المتاحة .

(Dupuis&Tessier,2003:p5)

سوق الأوراق المالية بحكم الوظائف والأدوار المتعددة التي يلعبها في اقتصاد إي دولة وتأثره الكبير بأي إحداث أو تطورات قد تطور بشكل كبير إلى إن أصبح على الصورة التي نراه عليها اليوم فمن التعاملات البدائية إلى التعاملات الالكترونية ومن ضرورة وجود مكان مادي يجمع البائعين والمشتريين إلى الاكتفاء بوجود أجهزة اتصال فعالة فيما بينهم هذه التحولات إن دلت على شيء فهي تدل وتثبت بأنها أي السوق المالية هي البارومتر الذي يقيس مدى تطور اقتصادات البلدان ومرآة تعكس بصدق حقيقة الظروف الحاصلة فيها سواء أكانت اقتصاديه أم سياسية أم اجتماعية

ب- مفهوم السوق المالية:

يعرف السوق بشكل عام على انه المؤسسة أو الميكانيكية (mechanism) التي تجمع المشترين والذين يمثلون الطلب والبائعين الذين يمثلون العرض معا في وقت معين لتبادل البضائع, الخدمات أو الثروات (McConnell&Brue;2005:p39) والسوق بمفهوم بسيط هو طريقه لتبادل الأموال (funds) والذي يتم من خلاله دفع النقد مقابل شيء ذي قيمة وقد يكون هذا الشيء الذهب أو الماس أو أوراق ماله وليس بالضرورة وجود مكان رئيس لحصول هذه التعاملات (Block&Hirt;2006:p29) ويرى (Taylor&Weerapana,2010:p3) أن السوق ما هو إلا اتفاقيات بين البائعين والمشترين لتبادل البضائع والخدمات فيما بينهم .

ولا يختلف مفهوم السوق المالية عن مفهوم السوق كثيرا فالمفهومان متطابقان تقريبا باستثناء ان أدوات التعامل أو الأصول التي يتم تبادلها ضمن السوق المالية هي أدوات وأصول ماله وليست حقيقية ولقد قام العديد من الكتاب والباحثين بإعطاء تعاريف للسوق المالية فقد عرفها (Facler;2006:p2) بأنها أي مكان يتم فيه تداول (trade) الأدوات المالية والسوق المالية هو الهيكل الذي من خلاله تتدفق الأموال (Saunders;2009;p2) وفي السوق المالية تتجمع رغبات وطلبات البيع والشراء للأدوات المالية إذ أن عملية تنفيذ الأوامر تؤدي إلى تحريك عمليات التداول في السوق (Besley&Brigham,2000:p35) ويرى (Madura,2010:p3) ان السوق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين وهذا النظام يمكن المستثمرين من بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق السماسرة والوسطاء العاملين في هذا المجال كما تعد الأسواق المالية جوهر النظام الاقتصادي واحد القطاعات المهمة التي تعمل على توفير السيولة للأموال المستثمرة على شكل أدوات ماله (أسهم,سندات) فهي تمثل الجهاز الذي يتم عن طريقه تمويل رأس المال وذلك عن طريق تحويل الأوراق المالية بسهولة وسرعه إلى نقد.

(Ceccheti,2008:p2-6)

2.2.2 تصنيف الأسواق المالية:

الأسواق المالية تطورت منذ إنشاء أول سوق مالي والى اليوم وتعددت إشكالها وصورها حتى تم ابتكار أسواقا جديدة لإشكال جديدة من الأوراق المالية تماشيا مع الحاجة ولضروريات الحياة وللتكيف مع الظروف والأزمات الحاصلة ويمكن تقسيم الأسواق وفق الأسس التالية .

أ طبيعة التداول إلى:

أولاً- السوق الأولية (Primary Market):

السوق الأولية يمكن ان تميز بواسطة تدفقات الأموال بين المشتركين في السوق فالمشتركين في السوق الأولية يبيعون الأوراق المالية المصدرة لأول مره بصوره مباشرة إلى المستثمرين بدون وساطة إذ تتم عملية الاتفاق بين الشركات المصدرة وبنوك الاستثمار للاكتتاب بالأوراق المالية وتولي عملية طرحها في السوق (Hirt&cmm:2006:p30-31) لأول مرة والتي يطلق عليها (IPOs) اختصارا ل (Initial Public Offering) (Megginson,etal:p6)

وهناك طريقتان لذلك : (Schiller,2006,359)

1. الأسلوب المباشر:

تقوم الجهة المصدرة للأوراق المالية بالاتصال مباشرة بعدد من المستثمرين والمؤسسات المالية للاتفاق على شراء الأوراق المالية المصدرة .

2. الأسلوب غير المباشر (المزاد):

ويمثل أسلوب الخزانة المركزية لبيع الأوراق المالية المصدرة من قبلها ويتم بدعوة المستثمرين لتقديم عطاءات تتضمن كميات الأوراق المالية الراغبين بشراءها وسعر الشراء إذ يتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى .

ثانياً- السوق الثانوية (Secondary Market):

بعد أن تتم عملية طرح الأوراق المالية (IPOs) في السوق الأولية يتم تداول الأوراق المالية بين المستثمرين في السوق الثانوية وذلك لتوفير السيولة للأوراق المالية و السرعة في التداول وبدون خسائر تذكر في قيمة الأوراق المالية عند تحويلها إلى نقد أوالى نوع آخر من الأدوات المالية. (Haugen;2001:p21)

وعملية التداول بين المستثمرين في السوق الثانوية قد تتم:

1. مباشرة بين مستثمر وآخر .
2. غير مباشر عن طريق الوسيط المالي (Broker) الذي ينظم الصفقة بين المستثمرين .
3. مع تاجر الأوراق المالية (Dealer) الذي يكون بمثابة مركز لبيع وشراء الأوراق المالية من وإلى المستثمرين.(Jordan & Millar;2009:p137)

وآلية العمل في السوق الثانوية تكون عن طريق إصدار الأوامر من قبل المستثمرين إلى الوسطاء الماليين لبيع وشراء الأوراق المالية وهذه الأوامر عبارة عن تعليمات للسماح تتضمن نوع الورقة المالية والكمية والسعر ووقت التنفيذ وهل يبيع أم شراء أوراق مالية.

أما أنواع الأوامر فهي:

(Frasca,2009:p257-258)(Madura,2010:p303-304)

(1) أوامر السوق (Market Orders):

عندما يرغب المستثمر ببيع أو شراء الأوراق المالية فإنه يقوم بتوجيه السمسار الذي يتعامل معه والسمسار بدوره يلتزم بالعمل على أساس أفضل العروض للحصول على أفضل الأسعار الممكنة والمستثمر يمكنه ان يكون متأكدًا من ان الأمر سوف ينفذ لكن لا يمكنه التأكد من سعر التنفيذ.

(2) الأوامر المحدودة (Limit Orders):

يتم وفق هذا الأمر تحديد السعر أو حدود السعر من قبل المستثمر فإذا كان الأمر لشراء الأوراق المالية فإن السمسار ينفذ الأمر بسعر مساوي أو اقل من السعر المحدد أما إذا كان الأمر بيع فيتم تنفيذ الأمر بسعر مساوي أو أكثر من السعر المحدد وهنا المستثمر يكون متأكدًا من السعر وليس التنفيذ .

(3) أوامر التوقف (Stop Orders):

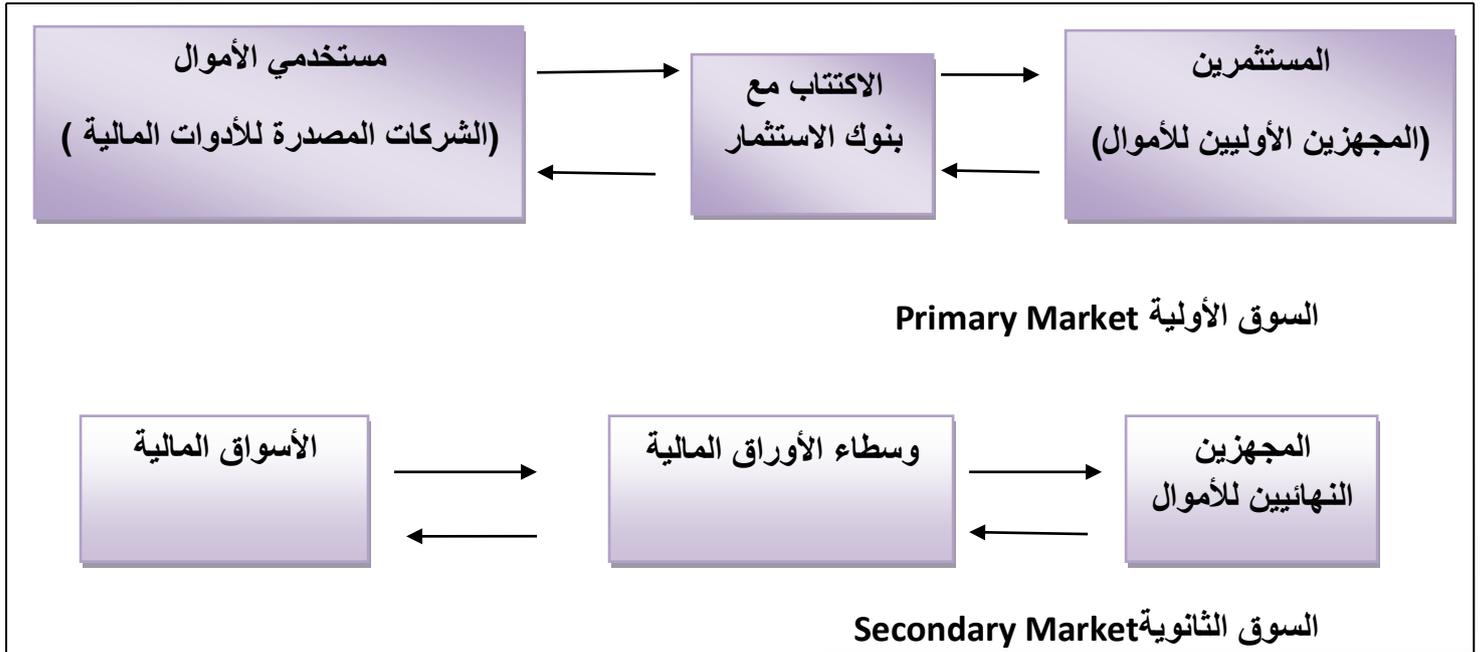
في هذا النوع من الأوامر فإن المستثمر يجب ان يقوم بتحديد سعر التوقف فإذا كان أمر بيعاً فإن سعر التوقف يجب ان يكون اقل من سعر السوق عندما يتم وضع الأمر بالمقابل إذا كان أمر شراء يجب ان يكون سعر التوقف أعلى من سعر السوق عند تنفيذ الأمر .

(4) أوامر التوقف المحدودة (Limit Stop Orders):

في هذا النوع من الأوامر المستثمر يحدد سعرين وليس سعراً واحداً وهما سعر التوقف والسعر المحدد فإذا تم الوصول إلى سعر التوقف فإن التنفيذ سوف يكون مضموناً أما إذا تم الوصول إلى سعر التوقف المحدد فالتنفيذ غير أكيد لكن السعر محدد .

شكل (2-9)

آلية طرح الإصدارات الجديدة وتداولها في السوقين الأولية والثانوية



Source(Saunders, Anthony& Cornet, MaeciaMillon, Financial Markets

And institutions,4th ed,NY: McGraw-Hill, 2009:p4)

ب حسب السبولة إلى :

1) سوق النقد (Mony Market):

وهو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق أو الأدوات المالية قصيرة الأجل والتي لا يتجاوز استحقاقها سنة واحدة أو أقل (Dlabay&Burrow,2008:p51) ولذلك فإن الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدية تكون اقل مخاطره من الأدوات المالية طويلة الأجل وذلك لسهولة تحويلها إلى نقد بمدة زمنية قصيرة يتم إصدارها من قبل الدولة أو الشركات والتي تطرح إصداراتها من الأوراق المالية في هذا السوق.(Cornet,etal;2009:p258)

و أبرز خصائص سوق النقد: (Mishkin&Eakins,2009:p212)

1. يكون الطلب على الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق عالياً.
2. مخاطرة الأوراق المالية منخفضة كون أمدتها قصير .
3. أجل الاستحقاق هو سنة واحدة أو أقل من تاريخ الإصدار وأكثر الأوراق المالية في سوق النقد لها تاريخ استحقاق اقل من 120 يوماً.

أما الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد فهي :

1. أدونات الخزينة (Treasury Bills):

وهي عبارة عن أوراق مالية قصيرة الأجل تكون مصدرة من قبل الحكومة باستحقاقات يوم واحد او 182 يوماً أو 12 شهراً وتسمى أيضاً بالسندات الأذنية.

2. اتفاقيات إعادة الشراء (Repurchase Agreements):

هذه الأوراق المالية تسمى أيضاً (repose) وآلية العمل بها هي عن طريق امتلاك إحدى الشركات للأوراق المالية وهي بحاجة إلى بيعها إلى شركة أخرى تكون راغبة بشرائها مع الاتفاق على إعادة بيعها إلى الشركة الأولى في تاريخ استحقاقها والذي يتراوح عادة بين (3-14) يوماً مع ملاحظة أن هذه الاتفاقيات لها سعر فائدة منخفض.

(Howells&Bain,2008:p304-308)

3. شهادات الإيداع القابلة للتعديل

:(NegotiableCertificates of Deposit)

وهي عبارة عن أدوات مالية لها تاريخ استحقاق معين تصدرها المصارف التجارية بفئة (\$100000) أو أكثر هذه الأوراق المالية تسمى اختصاراً CDs وسعر الفائدة عليها يكون قابلاً للتعديل بالاتفاق بين المصرف المصدر لها وبين الزبون .

4. الأوراق التجارية (CommercialPaper):

هي تعهدات غير مضمونة تصدرها الشركات بتاريخ استحقاق اقل من (270) يوماً وهي تصدر فقط من قبل الشركات الكبيرة الموثوق بمركزها المالي ويختلف سعر الفائدة على هذه الأوراق حسب درجة مخاطرتها أي قوة أو ضعف المركز المالي للشركة المصدرة لها وتباع هذه الأوراق مباشرة إلى المشتري بدون وسيط مالي.

5. القبولات المصرفية (Banker's Acceptances):

وهي أداة مهمة للتجارة الدولية وتعرف على أنها سحبات مصرفية يستخدمها المستوردون المحليون لاستيراد بضاعة أجنبيه على الحساب تكون هذه الأوراق المالية قصيرة الأجل مما يخفض مخاطرتها لسهولة وسرعة تسيلها. (Mishkin,etal;2006:p117)

6. اليورو دولار (Eurodollars):

المقصود باليورو دولار هو ودائع الدولار الأمريكي في المصارف الأجنبية تستخدم هذه الودائع لمنح القرض إلى الشركات في البلدان الأخرى التي ترغب باقتراض الدولار أكثر من رغبتهم بعملتهم المحلية. (Rugman,etal,2006:p207)

(2) سوق رأس المال (Capital Market):

سوق رأس المال هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل أي الأوراق المالية التي لها تاريخ استحقاق سنة فأكثر. (Bodie,etal,2009:p36)

والأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال على نوعين :

أولاً- أدوات الملكية (الأسهم):

السهم عبارة عن ورقة مالية يترتب على امتلاكها حق ملكية للمشاركة في الدخل والموجودات للشركات المصدرة لها وليس بالضرورة ان تتشابه الأسهم المصدرة من قبل جميع الشركات فالأسهم تختلف من شركة إلى أخرى.

(Pankow,2005:p1)

والشركات تقوم بإصدار الأسهم عادة أما عند التأسيس لتكوين رأس المال أو عند حاجتها إلى التوسع في الاستثمار أو عند حدوث عجز في ميزانيتها فتحتاج إلى تمويل لسد هذا العجز.

(Thomas,2006,p150)

ولإصدار الأسهم من قبل الشركة عدة مميزات (Dias&Shah,2009,p434):

1. بعدهم مالكين للشركة فان المساهمين لن يكونوا مجبرين على إعادة دفع مبالغ أو فوائد من أجل ان تبقى الأسهم ملكهم .
2. لا يوجد إلزام قانوني لدفع مقسومات الأرباح إلى المساهمين حتى يتحقق الدخل (أرباح محتجزة وموزعة)ويقرر توزيع الأرباح.
3. بيع الأسهم يحسن من وضع الميزانية العمومية للشركة وذلك لان مداولة الأسهم يؤدي إلى تقليل الديون في الميزانية .

والأسهم عادة تكون على نوعين :

أ- الأسهم العادية (Common Stock):

يمثل السهم العادي حق ملكيه أو حصة في رأس مال الشركة وتقدم للمكتتبين بها حصة من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها على شكل مقسومات , والسهم الواحد يمثل حصة واحدة في رأس مال الشركة والتي تمنح حاملها حق التصويت في الاجتماع السنوي للمساهمين للتصويت على اختيار مجلس الإدارة أو أية قضايا تخص الشركة

(Smart&Megginson,2009:p197)

وان دخل مالكي الأسهم العادية يكون مرتبطاً بتحقيق الأرباح للشركة وقرار الإدارة بتوزيع كل الأرباح او توزيع جزءاً منها على المساهمين واحتجاز الباقي ولان الشركة لاتستطيع التحكم بمسألة تحقيق الأرباح فمالكي الأسهم العادية يتعرضون لمخاطرة أكبر من مالكي الأوراق المالية الأخرى.

(Emery,etal;2007:p122)

ب- الأسهم الممتازة (Preferred Stock):

السهم الممتاز هو عبارة عن أداة من أدوات حق الملكية لأنها تعد نوعاً هجيناً يجمع بين خصائص الأسهم العادية والسندات, فحاملي الأسهم الممتازة يملكون وعد باستلام مقسوم ثابت ومعين وهم بذلك يتشابهون مع مالكي السندات ولهم الأفضلية على مالكي الأسهم العادية باستلام المقسوم لكنها حق ملكيه .

(Gitman ,2006:p25)

فمقسوم الأرباح المدفوع لحاملي الأسهم الممتازة ثابت ويدفع بصورة منتظمة كل مدة معينة ولايزيد أو يقل مع العائد المتحقق للشركة. (Saunders&Cornett,2001:p225)

ثانياً-أدوات المديونية (السندات):

تعد السندات أداة من أدوات المديونية والذي يمثل التزام طويل الأجل على المقرض المصدر لهذا النوع من الأوراق المالية إلى المقرض المستثمر بها خلال مدة (سنة أو ستة أشهر حسب الاتفاق) إلى تاريخ الاستحقاق إذ تدفع الدفعة الأخيرة والتي هي عبارة عن مبلغ الكوبون +المبلغ الأصلي المستثمر .

(Megginson,etal,2010:p389)

وتقسم السندات إلى الأنواع الآتية: (Saunders&cornet;2009:p7)

أ- سندات الخزينة (Treasury Bonds):

وهي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل تصدر من قبل الحكومة .

ب- سندات الشركات (Corporate Bonds):

هي سندات مصدرة من قبل الشركات الكبيرة الموثوق بمركزها المالي والتي لها صلة بمجال عملها بسبب حاجة هذه الشركات إلى تمويل طويل الأجل.

ت- سندات الولايات والحكومات المحلية**:(State and Local Government Bonds)**

هي سندات طويلة الأجل تصدرها حكومة الولايات أو الحكومة المحلية وذلك لغرض تمويل نفقاتها.

ث- سندات الوكالات الحكومية في الولايات المتحدة

:(U.S Government Agencies)

هي عبارة عن سندات طويلة الأجل تكون مضمونه بموجودات عينية تصدر عن طريق الوكالات الحكومية في الولايات المتحدة.
وان كلاً من سوق النقد ورأس المال ينقسم إلى عدة أسواق فرعية وهي موضحة بالجدول التالي:

جدول (1-2)

أقسام السوق المالي وفقاً لأجل استحقاق الأدوات المالية المتداولة فيه والتقسيمات الفرعية

سوق رأس المال	سوق النقد
• سوق السندات	• سوق الخصم
• سوق حق الملكية	• السوق ما بين المصارف
• سوق الرهن العقاري	• سوق شهادات الإيداع
• سوق سندات اليورو	• سوق العملة الأوروبية

Source(Howells&Bain;2007:p19)

ج- حسب طبيعة التشريعات القانونية إلى :

1. السوق المنظمة(Organized Market):

هذه السوق تتميز بوجود مكان مادي ملموس يجمع البائعين والمشتريين لبيع وشراء الأوراق المالية وهذه الأسواق تحكمها الأنظمة والتشريعات والقوانين المنظمة والتي يتوجب على كلاً من الشركات والمؤسسات وجميع المتعاملين في السوق الالتزام بها, و لا يتعامل في هذه السوق إلا بالأوراق المدرجة بالسوق.

(Frasca,2009:p237)

2. السوق الغير منظمة (Over The Counter):

تتعامل في هذه السوق الشركات التي لا ترغب بالإفصاح عن المعلومات الخاصة بها عند إصدار الأسهم وبسبب متطلبات الإفصاح في السوق المنظمة تلجأ هذه الشركات للتعامل بهذا السوق وأيضاً يتعامل بهذا السوق الشركات الصغيرة الغير مستوفيه لشروط الإدراج في السوق المنظمة. (Brigham&Ehardt,2005:p252)

وتقسم السوق الغير منظمه إلى :

أ- السوق الثالث(Third Market):

السوق الثالث عبارة عن شبكه من الوسطاء والتجار الذين يمثلون المصدر الرئيس للمعلومات ويعملون على توفير الطرق المناسبة لتنفيذ أوامر المشتركين في السوق ومن الممكن ان تكون الأوراق المالية مدرجه في السوق المنظمة وأيضاً يتم تداولها في السوق الغير منظمه (OTC) وعمليات التداول في هذه الأوراق تكون مايسمى بالسوق الثالث .

(Fabbozzi,etal,2010:p185)وبذلك فالسوق الثالث هي أسواق غير منظمه تجري داخلها عمليات البيع والشراء الكبيرة من خلال سماسرة غير أعضاء في الأسواق المنظمة لحساب غيرهم من المستثمرين بتكاليف منخفضة نسبياً فالغرض الأساس من السوق الثالث هو خفض تكاليف التعامل التي تكون مرتفعه عادة في السوق المنظمة .

(Fabozzi,etal,2003:p237)ومنذ إلغاء تحديد العمولة في السوق المنظمة وجعلها قابله للتفاوض بين المتعاملين في السوق أصبح سماسرة السوق المنظمة يتعاملون أيضاً في السوق الثالث. (Alexander,etal,2001:p47).

ب- السوق الرابع (Fourth Market):

وهو سوق التعامل المباشر بين المالك والمستثمر بدون وجود وسطاء ماليين والأطراف المتعاملة في هذا السوق هم المؤسسات الكبيرة وليس الأفراد والغرض الأساسي من التعامل في هذا السوق هو للتخلص من عمولة الوساطة المالية لان التعامل في السوق الرابع يكون بين المؤسسات الكبيرة وكبار التجار فالصفقات تكون بأحجام كبيرة لذلك تسعى هذه المؤسسات إلى استبعاد شركات الوساطة المالية لخفض تكاليف التعامل.

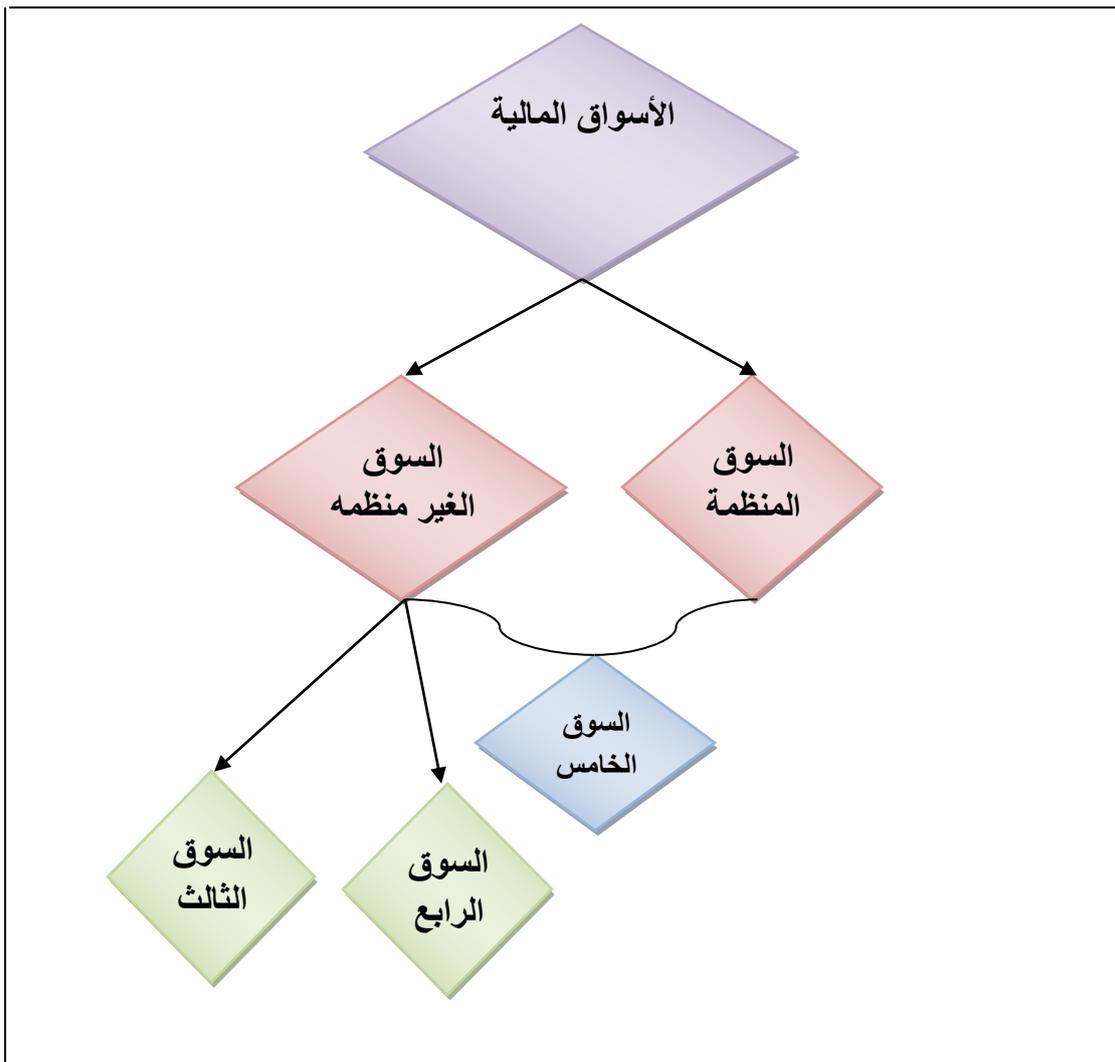
(Charles&Jordan,2000:p129)

وهناك من يضيف سوقاً خامسة (Fifth Market) أوجدتها الظروف والمستجدات الحاصلة في القطاع المالي للدول المتقدمة إذ يتميز السوق الخامس بإمكانية وصفه سوقاً مالياً منظماً أو غير منظم حسب طبيعة الصفقة المالية المنجزة فيه إذ يسمح لسماسرة السوق الموازي والسوق المنظم بالعمل داخل هذا السوق بدون أي إجراءات تمييزية وبذلك فالسوق الخامس يمثل حلقة الوصل بين السوق المنظمة وغير منظمه ويطلق عليه أيضاً بالسوق الداخلية أي سوق التعامل ما بين السماسرة.

(Hirschey&Nofsinger,2010:p34)

شكل (2-10)

تقسيم السوق المالية وفقاً لدرجة التنظيم



المصدر: الشكل من إعداد الباحثة بالاعتماد على التصنيفات الآتفة الذكر.

ت- زمن حدوث الصفقة إلى :

(1) الأسواق الفورية (Spot Market):

وهي تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية المختلفة وتتعقد فيها الصفقات للتنفيذ بشكل فوري وهي بذلك تتميز بنوع من التأكد اليومي لظروف السوق المالية ويتم التعامل داخل هذا السوق بالأدوات المالية المختلفة الأجل فمنها الطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات ومنها قصيرة الأجل مثل أنونات الخزينة و القبولات المصرفية وغيرها من الأوراق المالية القصيرة الأجل. (Brigham&Ehrharpt,2005:p12)

(2) الأسواق المستقبلية (Future Market):

نشأت هذه الأسواق كنتيجة للتطورات التي شهدتها أسواق المال والذي قدم مجموعه من الأدوات والوسائل المالية التي توفر المزيد من المرونة والسيولة والتغطية للمتعاملين في السوق فقد استخدمت هذه الأدوات المالية للتحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار ويتم الاتفاق في ظل هذه السوق بين المتعاملين على إتمام الصفقات في وقت لاحق بسعر متفق عليه سابقا. (Hull,2008:p1-2)

ث- حسب استمرارية التداول إلى:

(1) السوق المستمرة (Continuous Market):

في هذا النوع من الأسواق يكون التداول بالأوراق المالية في أي وقت فالسوق يكون مفتوحاً للتعامل إذ أن الأسهم تكون مسعرة من قبل تجار الأوراق المالية أو عن طريق المزاد العلني وهذا السوق يكون غير فاعلاً من دون وجود الوسطاء لان المتعاملين سوف يدفعون أموالاً كثيرة للبحث عن المعلومات الخاصة بالأوراق المالية المراد شراءها فوجود الوسطاء تقلل من كلفة الحصول على المعلومات.

(Brown&Reilly;2009:p100)

(2) السوق المتقطعة (Call Market):

عملية التداول في هذا السوق مسموح بها في أوقات محددة فعندما يتم طلب الأوراق المالية يتم جمع الأفراد المهتمين (البائعين أو المشترين) أو قد يكون هنالك مزاد علني حيث يعلن عن الأسعار حتى تقفل الطلبات بكميات مساوية قدر الإمكان لكميات العرض وقد تترك الأوامر لدى السمسار ويتم مراجعة المبادلة بشكل دوري .

(Alexander,etal,2001:p45)

2.2.3 أهمية الأسواق المالية:

السوق المالية هي قطاع حيوي ومهم بالنسبة لاقتصاد أي دولة سواء أكانت نامية أم متقدمة وهذه الأهمية تأتي من الدور الفعال والكبير الذي يلعبه السوق المالي والوظائف المتعددة التي يؤديها والتي تعود بالفائدة على جميع الجهات المتعاملة فيه وهذه الوظائف هي :

(Brealey,etal;2007:p38-39)

1. نقل النقد من مدة زمنية إلى أخرى:

السوق المالية بحكم عملها قدمت أفكاراً جديدة للأفراد للاحتفاظ بالنقود الزائدة عن الحاجة إلى وقت لاحق لسد نفقات من المحتمل أن تواجههم في المستقبل وذلك بالاستثمار بالأوراق المالية المختلفة.

2. التنوع وتحويل المخاطر:

السوق المالية توفر الحماية للمستثمرين و وحدات الأعمال العاملة بها وذلك لأنها تسمح بتخفيض وإعادة توزيع المخاطرة فعن طريق المعلومات التي توفرها مؤشرات السوق مثل مؤشر (S&P500) يستطيع المستثمر معرفة أي الأوراق يجب بيعها وأيها يجب شراءها.

3. السيولة :

السيولة بمفهوم بسيط هي القدرة على تحويل الأوراق المالية إلى نقد وقت الحاجة فالسوق المالية هي آلية تجمع أصحاب الأموال وحاملي الأوراق المالية لتبادلها .

4. توفير آليات للدفع:

السوق المالية توفر أيضاً آليات جديدة للدفع بدل النقد مثل بطاقات الدفع الالكترونية (Credit Cards) والتحويلات الالكترونية للأموال وتدقيق الحسابات الكترونياً مما سمح للأفراد والشركات بإرسال واستلام المدفوعات بسرعة وسهولة عبر مسافات بعيدة.

ويضيف (Madura,2010,p3) للوظائف السابقة:**5. زيادة المصادر المالية :**

إن عملية شراء الأسهم أو السندات المصدرة من قبل الشركات وطرحها في السوق المالية يكون بهدف الحصول على تمويل من المستثمرين والسوق بصفته حلقة الوصل بين البائعين والمشتريين فهو يوفر آلية لجذب المستثمرين وتوفير المصادر المالية .

6. توجيه مدخرات الأفراد:

السوق المالية يمثل مصدراً مهماً من مصادر المعلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية وذلك عن طريق أسعار أسهمها فيتوجه الأفراد إلى الشركات الأكثر نجاحاً لاستثمار مدخراتهم فيها.

7. عدالة تحديد أسعار الأسهم :

إن أسعار الأسهم في السوق المالية لا يتحدد عن طريق الوسطاء أو تجار الأسهم أو المفاوضات بل عن طريق المزاد العلني وبالتالي فهي تعكس صورته اقرب إلى الدقة في تحديد الأسعار.

2.2.4 خصائص السوق المالية:

للسوق المالية عدة خصائص تميزها وهي:

(Giorgio,eta,2000:p10)

1. المرونة الكافية في التعامل بصورة تضمن انتقال ملكية الأوراق المالية بين البائعين والمشتريين بسرعة وسهولة.
2. اعتماد التقنيات وشبكات الاتصال الالكترونية المناسبة لربط الأسواق المالية مع بعضها بصوره تجعل عملية تبادل المعلومات سهلة وسريعة.
3. تحقق التوازن بين الطلب والعرض للأوراق المالية من خلال المنافسة .
4. الشكل العلني أي التزام الجهات المصدرة للأوراق بإصدار نشرات دوريه تبين فيها البيانات المتعلقة بالأسعار اليومية وحركة وحجم التداول.
5. وجود مجموعه متخصصة من الوسطاء الماليين (Intermediaries) تعمل على تصريف الإصدارات نيابة عن الشركات المصدرة للأوراق المالية.

2.2.5 مقومات السوق المالية :

هنالك عدد من المقومات أو الشروط الأساسية التي يستند إليها السوق ويجب توافرها حتى يؤدي سوق الأوراق المالية دوره بفاعلية ونجاح:

(Consultative report,2011:p1)

1. مناخ استثماري مستقر يضمن توزيع عادل للثروات.
2. وعي اقتصادي وثقافة مالية بين أفراد المجتمع وهنا يبرز دور الصحافة ووسائل الإعلام .
3. الانفتاح على الأسواق الدولية وهو ما يرتبط بتطور تكنولوجيا الاتصالات من جهة مع مواكبة للمخرجات الحديثة في تلك الأسواق من جهة أخرى .
4. الأطر التشريعية والتنظيمية لأنها تمثل القاعدة التي يستند عمل السوق المالية عليها للقيام بالأنشطة المالية.
5. وفرة البنى التحتية اللازمة لقيام السوق المالية وأنظمة التداول واليات الدفع والمقاصة والتسوية وأجهزة الحفظ المركزي وأنظمة المعلومات وخدمات المتعاملين .

2.2.6 الجهات المتعاملة في السوق المالية:

ذكر سابقا ان السوق المالي هو المكان الذي تلتقي فيه رغبات البائعين والمشتريين للأوراق المالية وبصوره أكثر دقة وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي وهذه الجهات :

1. البنك المركزي (Central Bank):

يعد البنك المركزي مشترك أساس في السوق المالية فهو يتولى عملية إصدار وبيع الأوراق المالية الحكومية (أذونات الخزينة,سندات الخزينة) أو أية إصدارات حكومية أخرى كما يؤدي دورًا فعالاً في إدارة وتنظيم عمليات السوق المفتوحة عن طريق بيع الأوراق المالية عندما يرغب بتخفيض العرض النقدي وشراء الأوراق المالية عندما يرغب بزيادة العرض النقدي وهو المسيطر والمنظم الأساسي للأوراق المالية الحكومية وعمليات الاقتراض بين المصارف .

(Casu,etal,2006:p110)

2. المصارف التجارية (Commercial Banks):

المصارف التجارية هي مؤسسات مالية وسيطة تقبل الودائع وتمنح القروض فضلاً عن الخدمات الأخرى التي تقدمها للمتعاملين معها.(Rose,2002:p4)

والمصارف التجارية من أقدم المتعاملين في الأسواق المالية إذ تعمل على استثمار جزءاً مما يتجمع لديها من الودائع والأموال من المصادر الأخرى في الأوراق المالية المتداولة في السوق كالأسهم والسندات أو الأنواع الأخرى الأوراق المالية .

(Sethi&Bhatia,2007:p22)

3. شركات الوساطة المالية (Financial Intermediary Company):

هي عبارة عن شركات ومؤسسات تلعب دور الوساطة المالية بين المتعاملين في السوق المالية لبيع وشراء الأوراق المالية مقابل عمولة (Commission) تتقاضاها هذه الشركات لقاء الخدمات التي تقدمها وأهمها جمع البائعين والمشتريين للأسهم والسندات.

(Emerey,etal,2007:p4)

4. شركات التأمين (Insurance Company):

تقدم هذه الشركات الحماية والضمان للشركات والأفراد عن طريق توفير بوليصة التأمين للتحوط لبعض الأحداث الغير متوقعه مثل الحريق والحوادث والفيضانات وهذه البوليصة تستخدم للتأمين على (الحياة, الممتلكات, الصحة, السيارات ... الخ).

(Levy&post ,2005:p97)

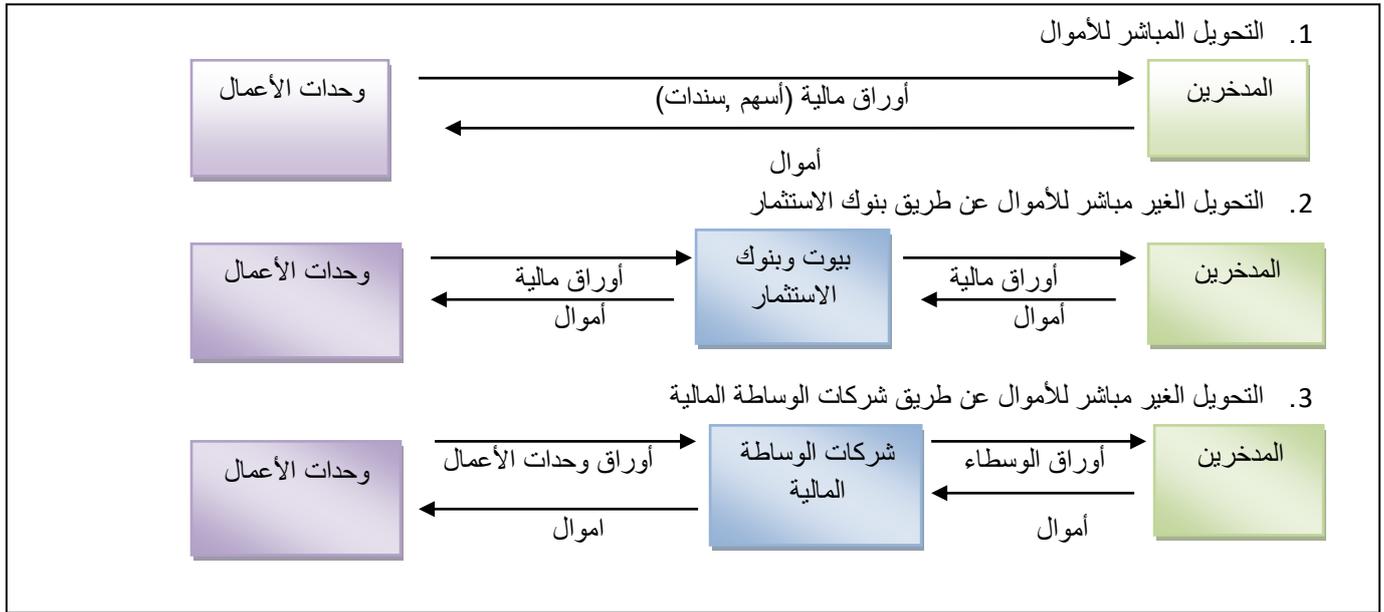
5. بنوك الاستثمار (Investment Banks):

وهي مؤسسات مالية وسيطة متخصصة ببيع الاصدارات الجديدة من الأوراق المالية إلى جمهور المكنتبين وتعمل هذه المؤسسات أيضا على تقديم النصح والمشورة المالية للشركات إذ أن النشاط الرئيسي لبنوك الاستثمار هو الاكتتاب (Under Writing) هذه العملية تتضمن قيام بنوك الاستثمار بشراء الأوراق المالية من الشركات المصدرة بخضم من سعرها وبيعها إلى المستثمرين بهدف تحقيق الربح مع تحمل مخاطرة تقلب الأسعار .

(Gitman&Joehnk,2008:p66-67)

شكل (2-11)

دور شركات الوساطة المالية وبنوك الاستثمار في تحويل الأموال بين وحدات الأعمال والمدخرين .



Source(Besley, Scott & Brigham, Eugene F , Essentials of Managerial Finance, 12th ed,USA,Harcourt collge, 2000,P39)

2.2.7 مفهوم وطبيعة السوق المالية الكفاءة :

هنالك عدة مفاهيم مختلفة تتعلق بمفهوم الكفاءة (Efficiency) في علم الاقتصاد ومنها الكفاءة الانتاجية (Productive Efficiency) والتي يقصد بها عدم هدر الموارد الطبيعية، وكفاءة باريتو (Paretro Efficiency) والمقصود بها عدم هدر المنفعة والكفاءة المعلوماتية (Informational Efficiency) وهي عدم هدر المعلومات المستخدمة في السوق المالية لتحديد أسعار الأوراق المالية (Hyman,2008:p80-83-98) وفرضية كفاءة الاسواق التي تناولها Fama عام (1970) تشير إلى ان السعر العادل هو الذي يعكس جميع المعلومات المتاحة (Grinblatt&Titman,2002:p75) وتستند فرضية السوق المالية الكفاءة على ان جميع المعلومات المتاحة في السوق يجب ان تنعكس على سعر السهم وذلك لكي تكون القيمة الحقيقية للسهم هي قيمته السوقية (Mishkin,etal,2006:p87) ويرى (Ackert&Deaves,2010:p28) انه من خلال الكفاءة والأداء الجيد للسوق المالية فانه سوف تخصص الموارد المالية للاستخدامات الأفضل وبذلك فان كفاءة السوق المالية تؤدي إلى كفاءة التخصيص وان المعلومات في السوق المالية الكفاءة يجب ان تكون متاحة للمستثمرين جميعاً ويمكن الوصول إليها بسهولة وبكلف منخفضة وبذلك فمن المستحيل ان يحقق أي مستثمر

عوائد غير طبيعيه (Abnormal Retain) من خلال استثماره بالأسهم (Cohen,2005:p29) كما أن أي معلومة جديدة تنعكس فوراً وبصورة تامة في الأسعار وذلك لأن كل المعلومات المتاحة في السوق هي أساساً منعكسة في سعر الأوراق المالية والجديدة الغير متوقعة هي فقط التي من الممكن ان تسبب تغييراً في السعر المستقبلي (Solnik&Mcleavey,2009:p118) وهناك مضمونان مهمان لفرضية السوق المالية الكفاءة الأول انه ليس من السهل تحقيق مكاسب غير طبيعيه والأخر هو ان السعر يعكس كل المعلومات المتاحة في السوق والمضمون الأخير هو أهم من الأول حيث يقدم دلالات عقلانية عن الجهة التي يتم استثمار الأموال فيها (Lamont,2002:p265) وأن فرضية السوق المالية الكفاءة (EMH) تستند على فرضية أن الأسعار تتحرك بصورة عشوائية وأية أخبار اقتصادية مثل التغيرات في أسعار النفط أو في قانون الضرائب سيؤثر بصورة ايجابية أو سلبية على القيمة السوقية للأسهم لذلك فإن المستثمرين الباحثين عن تحقيق أرباح غير طبيعية يركزون في بحثهم على هذه المعلومات. (Kapoor,etal,2009:p462) وليس كل المستثمرين في السوق المالية هم من المدافعين عن نظرية كفاءة الأسواق إذ ان بعض المستثمرين يرون ان هناك فائدة من البحث عن الأوراق المالية المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية أو بأكثر من قيمتها الحقيقية للتداول بها وتحقيق أرباح من عدم كفاءة السوق وبالرغم من أن نظرية السوق المالية تفترض إن أي مستثمر لا يستطيع تحقيق أرباح غير طبيعية ويرى (Lo,2007:p11) أن درجة كفاءة السوق المالية هي التي تحدد جهود المستثمرين المبذولة للحصول على المعلومات لأنه في السوق المالية الكفاءة بالشكل القوي لن تفيد المعلومات مالكها وبذلك فلن يجد المستثمرين فائدة من السعي للحصول على المعلومات لأنها بالأساس منعكسة وبشكل تام في أسعار الأسهم كما أن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة عن الشركة المصدرة لها وان سعر السهم هو سعر عادل إلا ان هنالك بعض المشاهدات التي لاينطبق عليها مضمون الكفاءة السوقية ومنها:

تأثير الشركات الصغيرة (Small_FirmEffect) والتي تشير الى ارتفاع عوائد أسهم الشركات الصغيرة نسبة إلى أسهم الشركات الكبيرة (Brooks,2002:p536) وتأثير شهر كانون الثاني (January Effect) إذ أن أسعار الأسهم تميل إلى الارتفاع في نهاية شهر كانون الأول وبداية شهر كانون الثاني ويعتقد بأن هذه الارتفاعات بسبب دفع الضرائب نتيجة البيع في شهر كانون الاول كما ان هناك ردود فعل للمستثمرين على بعض المعلومات المبالغ فيها كالاندفاع في بيع الأسهم مما يسبب هبوط الأسعار. (Mishkin,2007,p166)

كما ان هنالك بعض الانتقادات أو المحددات الموجهة لفرضية السوق المالية الكفاءة منها :

(Chew,2001,p25)

1. إن نظرية السوق الكفاءة (EMH) فشلت في تفسير ظاهرة سلوك أسعار الأسهم التي يشار إليها بتقلبات أسعار الأسهم غير المبررة أو التي لا ترتبط بالمعلومات الواصلة للسوق .
2. الخلل في تطبيق الكفاءة كأنموذج للسوق .
3. المشاكل التي يواجهها المحللين الماليين عند اختبار درجة كفاءة السوق .

2.2.8 الشروط التي تحقق كفاءة السوق المالية:

هنالك مجموعة من الشروط والمكونات التي يجب أن تكون متوفرة في السوق المالية لكي تصبح سوقاً كفوءة: (Neale&Mcelroy,2004:p38)

1. أن تكون السوق المالية في حالة المنافسة التامة ويتحقق هذا الشرط بتوفر عدد كبير من البائعين والمشتريين وان يكون لهم حرية الدخول والخروج من السوق بسهولة.
2. كلف المعاملات يجب أن تكون منخفضة ولا تعيق عملية التداول .
3. أن تكون المعلومات في السوق متاحة لجميع المتعاملين وهو ما يعرف بمبدأ الشفافية (Transparency) وعدم احتكار المعلومات من قبل قلة من المستثمرين .

بينما يرى (Block&Hirt,2009:p425) أن السوق المالية تكون كفوءةً عندما:

1. تعدل الأسعار بشكل فوري عند وصول معلومات جديدة.
2. وجود سوق مستمرة يكون فيها استجابة الأسعار للمعلومات الجديدة سريع والاختلافات صغيرة في تغيرات الأسعار.
3. السوق تكون قادرة على استيعاب أحجام كبيرة من الأوراق المالية دون ان يكون لها تأثير على أسعارها.

2.2.9 افتراضات كفاءة الأسواق:

لنظرية السوق المالية الكفوءة أساسيات تستند عليها وتعد الأساس في كفاءة السوق هي :

(Jordan & Miller ,2009:p208)(Ross,etal,2007:p394)

(1) رشد وعقلانية المستثمرين :

هي صفة خاصة بالمستثمرين بحيث أن المستثمر الذي يتصف بالرشد يستطيع تحديد الموجودات المالية التي تمتلك قيمة أعلى من قيمتها الحقيقية (Over Price) أقل من قيمتها (Under Price) وذلك حسب المعلومات المتاحة للمستثمر .

(2) الانحرافات عن مبدأ الرشد:

مع افتراض أن كل المستثمرين في السوق عقلانيون و لديهم الاستجابة نفسها للمعلومات الجديدة وبذلك فإن السوق المالية ستكون كفوءة لكن حتى وان اتصف المستثمرين جميعاً بالرشد فإن اعتقاداتهم وطريقة تفكيرهم مختلفة فالمعلومات الجديدة عن الشركة مثلا قد يستجيب لها مستثمر ببيع أسهمها او شراءها بينما مستثمر آخر قد يعدها مجرد إشاعة ولا يستجيب لها وبذلك فالسوق تقترب من الكفاءة في هذه الحالة.

(3) المراجعة:

إن المستثمرين المتصفين بالرشد يستطيعون دراسة أسعار الأسهم وفق المعلومات المتاحة ومعرفة أيها مسعره بشكل صحيح أو بشكل خاطئ ففرصة تحقيق الربح في عملية المراجعة تعتمد أساسا على الأوراق المالية الخاطئة التسعير حيث يقوم المستثمر ببيع الأوراق المسعرة بأعلى من قيمتها الحقيقية وشراء المسعرة بأقل من قيمتها , هذه العملية لا تستمر سوى دقائق قليلة وتعديل الأسعار فيحصل المستثمر على الأرباح نتيجة هذه العملية .

2.2.10 أهمية السوق المالية الكفاءة:

إن لكفاءة السوق المالية بالشكل القوي أهمية كبيرة لكل من له العلاقة بالسوق (المستثمرين الاقتصاد) ويمكن إيضاح هذه الأهمية بالنقاط الآتية :

(Brown&Reilly,2009:p15)(Stefan&Thesle,2009:p15)

1. المعلومات في السوق المالية متوفرة ومتاحة لجميع المتعاملين وهي أيضا منعكسة على أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق فان القيمة السوقية لهذه الأوراق تساوي قيمتها الحقيقية وبذلك فالفرص ستكون صحيحة أمام المستثمرين لتحديد خياراتهم الاستثمارية .
2. يتم الاستفادة من المعلومات بشكل كامل في تقييم الأوراق المالية وتحديد أسعارها فالمعلومات لا تتبدد.
3. القيمة السوقية للأوراق المالية في السوق الكفاءة تساوي قيمتها الحقيقية لذا فإن سعر هذه الأوراق هو سعر عادل فالمستثمر يتوقع دفع سعر عادل لشراء الأوراق وبالمقابل فالبائع يتوقع استلام سعر عادل لقاء بيعه الأوراق وبذلك فلا توجد فرصة لتحقيق عوائد غير طبيعيه لأي مستثمر اي ان فرصة المراجعة في هذا النوع من الاسواق تكون معدومة .
4. تكاليف التعامل داخل السوق الكفاءة منخفضة جدا وبما يضمن انسيابية تدفق أوامر البيع والشراء للأوراق المالية وبذلك فان رأس المال يتحرك نحو المجالات الأكثر إنتاجا.
5. تماثل المعلومات حيث لا يوجد مشتركين مطلعين في السوق المالية يمتلكون معلومات خاصة وغير متاحة للمشاركين الآخرين.
6. عدم وجود مضاربة لان الكفاءة تحقق التوازن للسوق المالية وتدفع به باتجاه التوازن المستمر وتحذ من حالات المضاربة المالية حيث أن الاستجابة للمعلومات الجديدة والصحيحة فقط وليس للمعلومات الغير صحيحة وبالتالي لاتوجد فرصه لأي مضارب لتحقيق عوائد غير طبيعيه .

2.2.11 متطلبات الكفاءة السوقية :

يمكن التمييز بين نوعين من المتطلبات لتحقيق الكفاءة:

1. الكفاءة التشغيلية (Operational Efficiency):

يستطيع المستثمرون في السوق ذات الكفاءة التشغيلية عقد الصفقات بأقل تكلفه ممكنه إذ لا يستطيع الوسطاء الماليين تحقيق أرباح غير عادية لان السوق هو الذي يخلق التوازن بين العرض والطلب ويسمى هذا النوع من الكفاءة أيضا بالكفاءة الداخلية (Internal Efficiency) وعمولة الوسطاء تكون جزءاً من كلفة الصفقة (Fabozzi&Modigliani,2003:p116) وان أهمية صناعة السوق قد تزايدت كونها تشكل احد الأركان الرئيسية لمفهوم كفاءة التشغيل وعملية صناعة السوق تكون من خلال مجموعة الخدمات التي يقدمها صناع السوق (Market Makers) والتي يمكن إيجازها بالآتي : (Dimson &Mussavian,1998:p91)

أ توفير المعلومات عن أفضل الأسعار إلى المشاركين في السوق.

ب العمل كمنظم مزاد يؤمن استمرار السوق وعدالته .

ج توفير قواعد الحماية للأسعار في حالة عدم التوازن المؤقت في السوق.

2. كفاءة التسعير (Pricing Efficiency):

يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة الى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير وبدون ان يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس المعلومات المتاحة كافه والفرصة متاحة للمستثمرين جميعاً للحصول على تلك المعلومات و مستوى الأرباح نفسه إلا انه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق ارباح غير عادية ويتوقف ذلك على كيفية تحليل المعلومات. (Fabozzi,etal,2010:p289)

ويضيف (Pilbeam,2010:p237) متطلبين آخرين من الكفاءة :

3. كفاءة التخصيص (Allocational Efficiency):

وهي تعتمد على توجيه الأموال المتاحة إلى الأوراق المالية التي يكون لها أعلى قيمة صافيه مقارنة بالأخرى وذلك توافقاً مع هدف المستثمر في الحصول على أدوات ماليه ذات أسعار أعلى وبيعها عند هبوط الأسعار أو بشراء أدوات ذات أسعار منخفضة قبل ان تبدأ هذه الأسعار بالارتفاع .

4. كفاءة المعلومات (Information Efficiency):

وتتحقق هذه الكفاءة من خلال إعداد وتحليل وتطوير المعلومات المتمسمة بالدقة والشمولية إن المعلومات المطلوبة لضمان شفافية السوق تتطلب الكشف عن كل البيانات المتعلقة بالحقائق الاقتصادية للأدوات المالية وللجهات المصدرة لهذه الأوراق وللظروف السائدة في السوق والاقتصاد.

2.2.12 أنواع الكفاءة السوقية:

إن كفاءة السوق المالية على نوعين أساسيين:

1. الكفاءة الكاملة (Perfectly Efficiency):

هناك مجموعه من الشروط التي يجب توافرها لكي تكون السوق المالي كفاءة بشكل كامل أهمها ان تكون المعلومات متاحة في السوق ورخيصة وعدم وجود قيود للتعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب وغيرها وان تكون عمليات البيع والشراء بدون شروط وبسهولة ويسر ووجود عدد كبير من المستثمرين المتصفين بالرشد مع عدم وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات واستجابة سعر السهم لهذه المعلومات. (Malkiel,2003:p9)

2. الكفاءة الاقتصادية (Economic Efficiency):

يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على سعر السهم ويعني هذا ان القيم السوقية قد تكون أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية لوقت قصير غير انه بسبب تكاليف المعاملات والضرائب لن يكون هناك فارق بين سعر السهم وقيمه الحقيقية . (Samitas,2004:p6)

2.2.13 أشكال السوق المالية الكفاءة :

للسوق المالية الكفاءة ثلاث أشكال أو صيغ مصنفه وفقا لنوعية المعلومات المتوفرة في السوق :

1. الشكل الضعيف لكفاءة السوق (Weak form Efficient Market):

وفقا للشكل الضعيف للكفاءة فان السعر السوقي للأسهم يعكس وبشكل تام كل معلومات السوق لسلسلة الأحداث التاريخية مثل نسبة العائد ,بيانات حجم التداول وأية معلومات أخرى يولدها السوق مثل عمليات المتاجرة بالجملة وصفقات البورصة الخاصة وباختصار فانه وفقا لهذه الصيغة فان التعامل في السوق المالية لبيع وشراء الأوراق المالية يكون بالاعتماد على البيانات والمعلومات والعوائد السابقة (Copeland,2008:p325) وان

بعض قواعد الاستثمار تستند على الأسعار التاريخية وكمثال على ذلك احد هذه القواعد تنص على انه يجب شراء الأسهم التي أسعارها بقيت منخفضة لمدة 52 أسبوعا ,لقد أجريت العديد من الدراسات لاختبار الشكل الضعيف للكفاءة الدراسات الأولية قدمت أدلة تؤيد الشكل الضعيف لكن الدراسات الحديثة أيدت فكرة حدوث أحداث أو وصول معلومات إلى السوق غير متوقعة تمنح المستثمرين فرصة لتحقيق أرباح غير طبيعية.

(Levy&post,2005:p389)

2. الشكل شبه القوي لكفاءة السوق (Semi strong form Efficient Market):

يكون السوق ذو كفاءة شبه قوية في حالة إذا كان السعر السوقي للسهم يعكس كل المعلومات العامة متاحة بصورة علنية وليست المعلومات الخاصة و تتضمن هذه المعلومات النشرات الدورية المحاسبية للشركات. (Charles&Jordan,2000:p218) وهناك بعض الطرق والأساليب لاختبار الشكل شبه القوي للكفاءة السوقية

وهي كالآتي: (Brown&Reilly,2009:p156)

أ اختبار التنبؤ بالعوائد المستقبلية باستخدام المعلومات العامة المتاحة للجميع مع التنبؤ بالمعلومات الخاصة التي تكون خلف المعلومات المعلنة مثل سعر وحجم التداول هذه الدراسات تتطلب تحليل عوائد الأسهم لسلسلة زمنية معينة او كيفية توزيع العوائد على قطاع معين وتحدد مشكلة هذا الاختبار انه لايمكن استخدام المعلومات الماضية للتنبؤ بالعوائد المستقبلية.

ب اختبار دراسة الأحداث الذي يختبر سرعة استجابة أو تعديل أسعار الأسهم للأحداث الاقتصادية المهمة والمؤثرة إذ يختبر إمكانية الاستثمار بالأوراق المالية بعد الإعلان عن المعلومات المهمة (العوائد,تجزئة السهم ,الأحداث الاقتصادية) ووفقا للشكل شبه القوي للكفاءة لا يحصل أي مستثمر على اي عوائد غير طبيعية نتيجة بذله لجهود إضافية أو دفعه أموال أكثر للحصول على المعلومات وتحليلها بالشكل الصحيح لان العوائد التي سيحصل عليها قد دفعها مسبقا للحصول على المعلومات وتحليلها.

(Malkiel,2010,p131)

كما وان نظرية (EMH)تستند بالأساس على ان كل المعلومات متاحة للجميع ولا توجد فرصة لأي مستثمر لتحقيق عوائد غير طبيعية وحتى المعلومات غير المعلنة لن تحقق لأي مستثمر أرباح غير طبيعية وذلك لأنه سيدفع تكاليف عالية للحصول عليها.

3. الشكل القوي لكفاءة السوق (Strong form Efficient) Market:

فيما يتعلق بالشكل القوي لكفاءة السوق فإن العوائد غير المتوقعة غير مرتبطة بأية معلومات سواء تلك المتوفرة للجمهور أو للخاصة (تكون عشوائية)

(Vanhorne,2004:p50)

وهذا ما يؤكد عليه (Krugman&Obstfeld,2006:p357) انه في الشكل القوي للكفاءة لا توجد سرية في المعلومات لأنها سرعان ماتتكشف لكن حتى اكبر المناصرين للشكل القوي للكفاءة لن يتفاجئوا إذا وجدوا أن السوق غير كفوء بالصورة القوية لأنه مجرد امتلاك فرد ما معلومات لايمتلكها غيره وغير منعكسة في أسعار الأسهم قد تحقق له أرباحاً غير اعتيادية , أن احد المجموعات التي اختبرت الشكل القوي للكفاءة بحثت في التداولات الداخلية داخل الشركة ووجدت ان هناك معلومات غير متاحة بشكل عام وهو مايتعارض مع ماينص عليه الشكل القوي للكفاءة (Ross,etal,2008:p382) وبالرغم من ان نظرية السوق المالية الكفوءة تنص على ان جميع المعلومات المتعلقة باي سهم يجب ان تكون متاحة لجميع المستثمرين وان السعر يجب أن يعكس قيمة السهم العادلة الا انه هنالك حالات تكون الأسهم مسعرة بأعلى أو أدنى من قيمتها السوقية والأمر غير متعلق بالمعلومات أي لاتؤثر عليها معلومات داخلية (Inside) غير معلنة وهي ماتسمى بفقاعة السوق (MarketBubbles) الناتجة من إقبال المستثمرين على بيع أسهم معينة أو شراءها مما يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض مفاجئ في الأسعار غير متصل بالمعلومات وذلك نتيجة تصرف المستثمرين وفقا لإشاعة معينة داخل السوق أو أحداث اقتصادية أو سياسية يقرأ البعض حصولها ويتصرف على أساسها.

وأن سلسلة الانهيارات الحاصلة في الأسواق هي أمثلة جيدة على عدم كفاءة السوق أو عدم

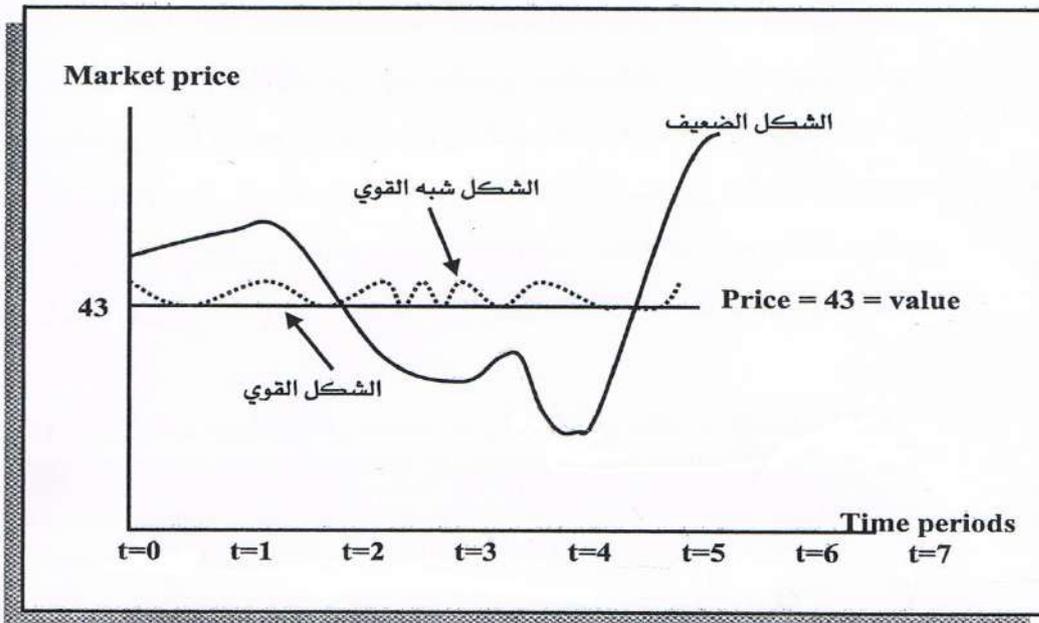
وصوله للشكل القوي للكفاءة. (Hirschey&Nofsinger,2010:p176-177)

ويلاحظ أن الشكل القوي للكفاءة المالية يعتمد على كل من الشكل الضعيف والشكل الشبه القوي وذلك لأنه من متطلبات قيام سوق ماليه كفوءة بشكل قوي هو توافر معلومات تاريخيه وحاليه (عامه وخاصة) عن أسعار الأسهم وهكذا فان الشكل القوي للكفاءة يضم كلا من الشكل الضعيف والشكل شبه القوي وبالمقارنة مع الشكل شبه القوي للكفاءة فانه يتطلب لقيامه توافر المعلومات التاريخية والحالية (العامه فقط) وبالنتيجة فهو يعتمد على الشكل الضعيف للكفاءة وهذا يظهر الترابط والتداخل الكبير بين الأشكال الثلاثة لكفاءة السوق فلكي يكون السوق كفوءاً بشكل شبه

قوي يجب أن يكون ضعيفاً ولكي يكون كفوءاً بشكل قوي يجب ان يكون كفوءاً بشكل شبه قوي وضعيف وهذا ما يظهره الشكل (2-15) :

شكل (2-12)

العلاقة بين أشكال الكفاءة السوقية



Source(Francis,JackClark, Management of Investments,
Japan:McGraw-Hill,Inc,1983,p465)

2.2.14 خصائص السوق المالية الكفاءة:

للسوق المالية الكفاءة عدة خصائص منها:

1. توفر السيولة (Liquidity):

يقصد بالسيولة أن يستطيع البائع والمشتري إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على الورقة المالية نفسها وذلك على فرض عدم وصول أي معلومات جديدة إلى السوق أي انتظام الأسعار واستقرارها وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة هذا يعني ان السيولة تتطلب فضلاً عن سهولة التسويق توفر سمة الانتظام

(VanHorn,2004:p429).(Orderly Market)

2. استمرارية السعر (Price Continuity):

تعد استمرارية السعر احد المكونات الرئيسية للسيولة وتعني ان أسعار الأوراق المالية لاتتعرض لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هنالك معلومات جديدة ومهمة

يجب على أساسها تغيير الأسعار والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار كثيراً من صفقة إلى أخرى هي سوق تتميز بالسيولة. (Findings,2009:p8)

3. توفر المعلومات (Availability OF Information):

يشير إلى كمية ونوعية المعلومات التي يجب ان تكون متوفرة للمشاركين في السوق. (Howells&Bain,2008:p374)

4. عمق السوق (Market Depth):

ويعني وجود عدد كبير من المستثمرين بائعين ومشتريين مستعدين للبيع والشراء فإذا حدث أي اختلال في التوازن بين العرض والطلب دخل هؤلاء إلى السوق فوراً لأحداث التوازن (Stefan,2009:p5)

5. انخفاض عمولات الوساطة (Low Transaction Costs):

عندما يرغب مستثمر ما ان يبيع أو يشتري أوراق مالية في السوق فإن العملية صعبة جداً ان يجد بنفسه مشترياً للأوراق التي يرغب ببيعها أو بائعاً للأوراق التي يرغب بشرائها و بالشروط والأسعار نفسها التي يعرضها لذلك فالعملية تتطلب وجود وسيط مالي يقوم بالتنسيق بين المتعاملين في السوق ويوفر المعلومات عن الأدوات المالية لكل طرف حتى تكون الصفقة عادلة هذا الوسيط يأخذ عمولة عالية لقاء خدماته ، لكن في السوق الكفوءة هذه العمولات يجب ان تكون منخفضة لان المعلومات تكون متاحة للجميع وبشكل مجاني والوصول لها سهل جداً (Ceccheti,2008:p48).

2.2.15 الدروس الستة للكفاءة:

في السوق الكفوءة يكون سعر السهم عادلاً وذلك لأن المعلومات تنعكس وبصورة تامة عليه وهذا الافتراض يقودنا إلى الدروس الستة للكفاءة :

(Brealey&Myers,2000:p368-369-370) (Brealey,etal,2001:p360-361)

1. الأسواق لا تملك ذاكرة (Market have no MeMory):

الشكل الضعيف للكفاءة المالية ينص على أن التغيرات في الأسعار الماضية للأوراق المالية لا تتضمن معلومات تستخدم للتنبؤ بالأسعار المستقبلية وقد اكتشف علماء الاقتصاد الفكرة نفسها لكن بصورة أكثر إيجازاً عند القول ان الأسواق المالية لا تملك ذاكرة فأن

المديرين الماليين قد يملكون في بعض الأحيان معلومات داخلية لم تصل إلى السوق بعد عن أسهم شركة معينة عندما تصل هذه المعلومات إلى السوق قد يرتفع السعر إلى مرتين مما كان عليه مما يعني انه لا يمكن استحداث بيانات الماضي للتنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لاتجاهات حركة أسعار الأسهم .

2. الثقة بالأسعار (Trust Market Prices):

في السوق الكفوءة يمكن للمستثمرين الوثوق بالأسعار وذلك لان كل المعلومات تكون متاحة عن قيمة الورقة المالية وهذا يعني انه في السوق الكفوءة لا يمكن لبعض المستثمرين تحقيق عوائد غير عاديه لأنه لتحقيق العوائد الغير طبيعیه لا يحتاج المستثمر للمعرفة أكثر من أي شخص فقط بل يحتاج إلى المعرفة أكثر من الجميع ولان كل شخص يستجيب للمعلومات أو التغيرات في الأسعار بصوره مختلفه فوحده الذكي هو الذي يعرف أي المعلومات صحيحة وأيها إشاعات ويتصرف وفق ذلك.

3. لا وجود للخداع المالي (There are no Financial Illusions):

في السوق المالية الكفوءة لا يوجد وهماً أو تضليلاً للمستثمرين بشأن التدفقات النقدية للشركة وحصتهم من تلك التدفقات وأن المدير المالي لن يكون قادرا في التأثير على السعر السوقي للسهم من خلال إتباع أساليب غير سليمة لان المستثمرين يفسرون بحكمه وعقلانية ماتفعله الشركة وما تتخذه من قرارات مثل قرارات توزيع المقسوم أو تجزئة السهم وبذلك لا يكون هنالك تضليل أو وهم مالي.

4. البديل المتمثل ب قم بالشيء بنفسك

:(TheDo-ityourselfAlternative)

الكفاءة المالية للسوق تساعد المستثمرين في عملية اتخاذ قراراتهم بصوره اقل تعقيدا وذلك لقلة الحاجة إلى محللين وخبراء لأنه في السوق المالية الكفوءة يتوفر التوازن والإفصاح المالي فالمستثمرون لا يقومون بدفع شيء للآخرين مقابل خدمات التحليل وترشيح البديل الأفضل للاستثمار.

5. انظر إلى سهم واحد ترى كل الأسهم

:(Seen one Stock ,Seen ThemAll)

إن الطلب الكبير على أسهم شركة معينة يرفع من أسعارها (حسب قانون العرض والطلب) وبذلك فإن المستثمر الذي ينظر إلى سهم واحد من هذه الأسهم ينظر إلى جميع الأسهم .

6. قراءة الأمور المخفية (Read The Entrails):

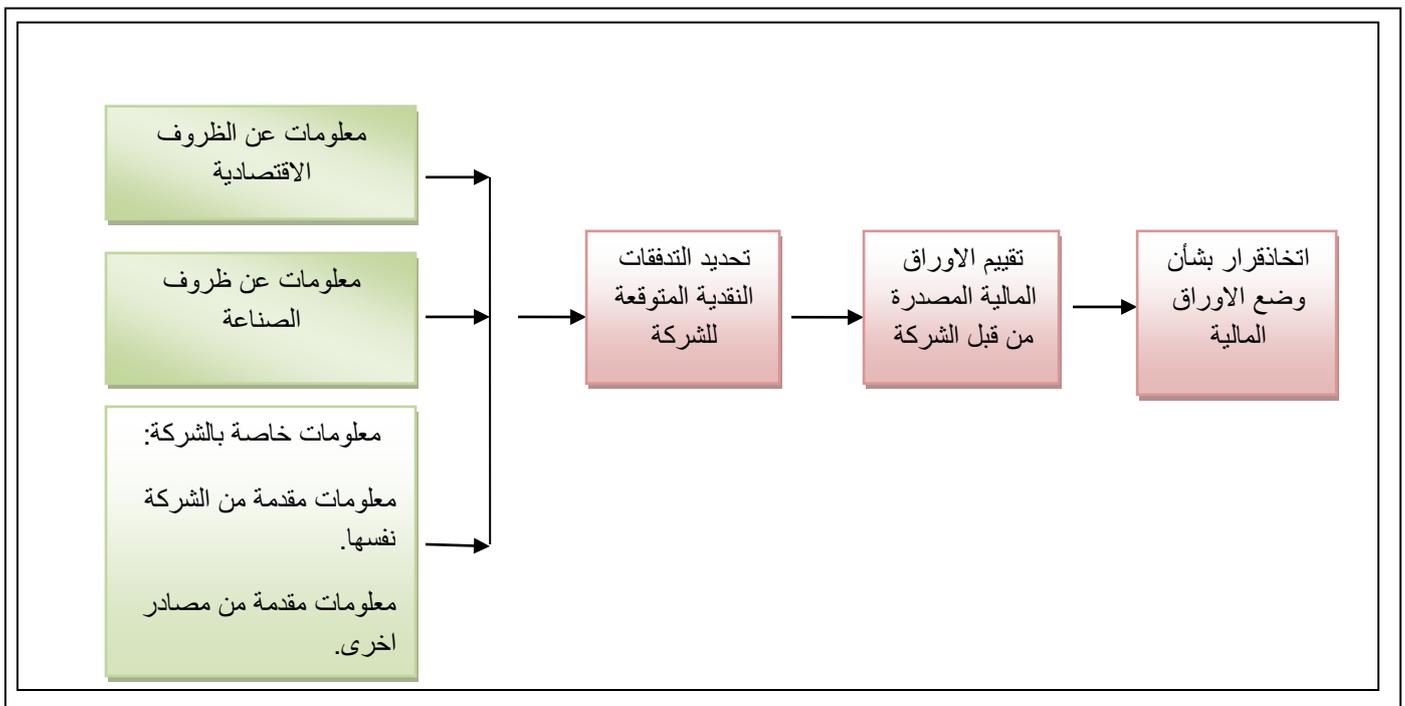
إذا كانت السوق كفوءة فإن السعر سوف يعكس كل المعلومات المتوفرة في السوق لذلك إذا تعلم المستثمرون كيفية قراءة البواطن لأسعار الأوراق المالية يمكن ان تخبرهم الكثير عن المستقبل وكمثال اذا قدمت شركة مصدرة للسندات عائداً أقل من المعدل يمكن ان يستنتج من ذلك ان الشركة في مأزق وهذا مايسمى بقراءة المعلومات الغير معلنه للشركة من خلال أسعار أوراقها المالية .

2.2.16 العلاقة بين المعلومات وكفاءة السوق:

تتوقف كفاءة السوق المالية على مدى توافر البيانات والمعلومات للمستثمرين من حيث السرعة والدقة وانخفاض تكاليف الحصول عليها وعدالة فرص الاستفادة منها وتقوم المعلومات بدور مهم في سوق الأوراق المالية إذ تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات البيع والشراء للأوراق المالية وتساعد أيضا على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية . (Neale&Mcelroy,2004:p41) والشكل التالي يظهر كيف ان للمعلومات الأثر الرئيسي والدور الأساسي في عملية تقييم الأوراق المالية :

شكل(2-13)

المعلومات وعلاقتها بتقييم الورقة المالية

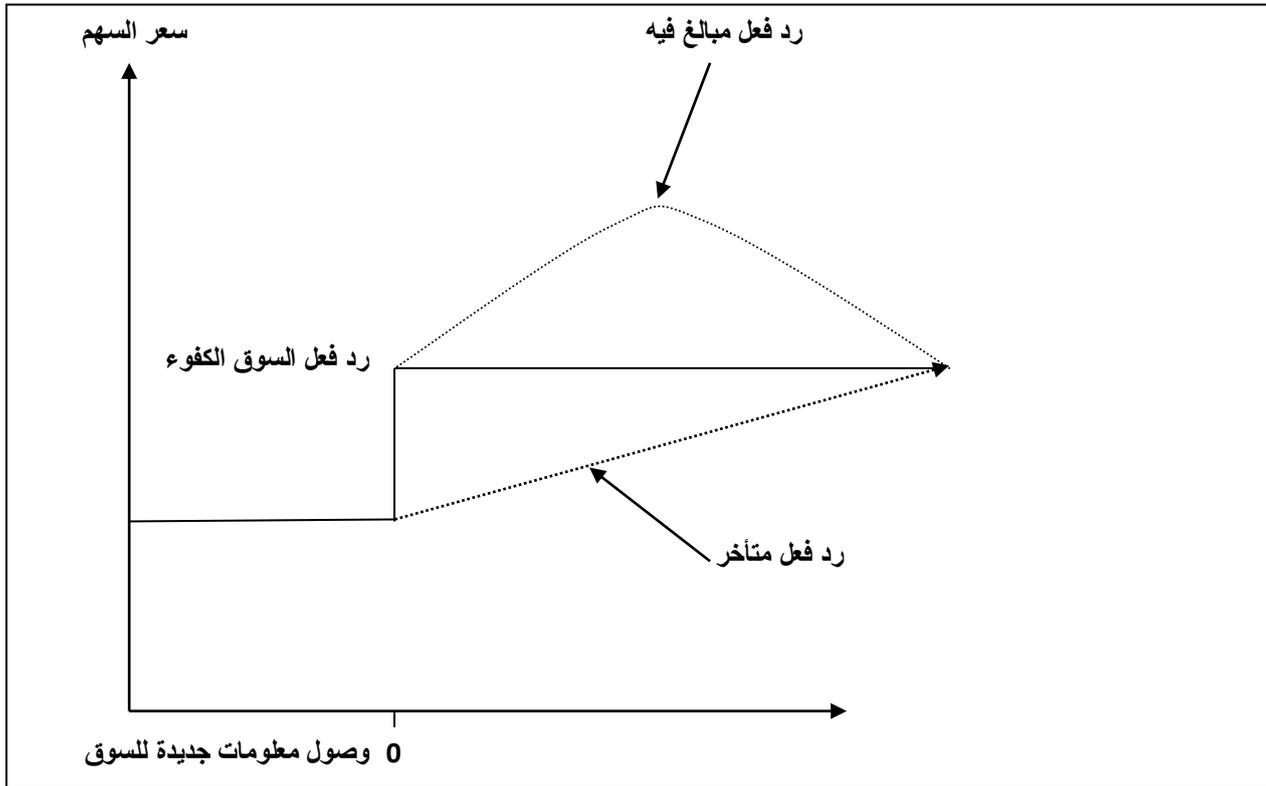


Source(Madura,jeff, Financialinstitution and Markets,9th ed , south-western,2010:p9)

في ظل السوق المالية الكفوءة تكون المنافسة شديدة بين المستثمرين والكثير منهم يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر اقل من قيمتها الحقيقية ,وفي حقيقة الأمر ان تقلب الأسعار ليس له علاقة بكفاءة السوق بل يتعلق بالمعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق بصورة يومية وبناءً على هذه المعلومات يتحدد سعر الورقة الماليه وذلك من خلال رد فعل السوق على هذه المعلومات سواء أكانت سارة أم غير ذلك . (Ackert&Deaves,2010,p29)

شكل(2-14)

رد فعل سعر السهم للمعلومات الجديدة في السوق المالية الكفوءة وغير الكفوءة.



Surce(Ross Stephen A.,Westerfield, Randolph W.& Jeffrey, Jaffe,
Corporate Finance, 6thed ,Mc Graw-Hill Irwin, 2002:p344)

إذ أن الخط المستقيم يمثل السعر قبل وصول المعلومات الجديدة وبعد الوصول عند النقطة (0)بدأ السعر بالارتفاع وهذا يمثل السوق الكفوءة لأن السعر استجاب للمعلومات مباشرة بدون فاصل زمني أما الخطان المنقطان فيمثلان الاستجابة للمعلومات بشكل مبالغ فيه أو متأخر وهذا ما يمثل السوق غير الكفوءة ,وهناك بعض الرسائل المتعلقة بالاقتصاد في سوق الأوراق المالية والتي تخص المستثمرين وليس غيرهم هذه الرسائل يجب ان يكون لها تأثير مباشر في المخاطرة والعوائد المستقبلية للأوراق المالية لتكون مفيدة للمستثمرين فمثلا إذا غيرت الشركة

نظام تقديم التقارير المالية فهذه لاتعد معلومة مفيدة للمستثمرين لأنها ليس لها تأثير في العائد والمخاطرة. (Guigan,etal,2009:p40) وحتى تقسيم كفاءة الأسواق المالية إلى عدة مستويات (الضعيف ,الشبه القوي,القوي) يعتمد بالدرجة الأساس على المعلومات المتوفرة في السوق وبذلك فإن كفاءة السوق وأشكالها تعتمد اعتمادا كبيرا على المعلومات بل ان المعلومات هي المفصل الأساس الذي تقوم عليه السوق الكفوءة. (Bernhard,etal,2006:p6)

و تقسم المعلومات الواصلة للسوق إلى أربعة مجاميع: (Ross&Marquis,2008 :p56)

1. أسعار أوراق الدين وعوائدها.
2. أسعار الأسهم وعوائد المقسوم عليها .
3. معلومات عن مصدري الأوراق المالية .
4. الظروف المالية والاقتصادية العامة .

2.2.17 نماذج سعر الورقة المالية :

1. فرضية السير العشوائي (Random walk):

إن فرضية السير العشوائي تفترض إن سعر السهم يتحرك بعشوائية تامة دون إتباع أسلوب أو اتجاه منتظم ونتيجة لذلك لايمكن استخدام الأسعار الماضية للتنبؤ بأسعار الأسهم في المستقبل فعند وصول معلومات جديدة إلى السوق تنعكس بشكل فوري على أسعار الأسهم أي إن سعر اليوم يعكس معلومات اليوم وليس الماضي .

(Hirschey&Nofsinger,2010:p170)

ومن وجهة نظر أخرى يرى (Kapoor,etal,2009:p462) أن فرضية السوق المالية الكفوءة تستند بالأساس على افتراض ان تحركات أسعار الأسهم عشوائية بشكل تام ففي ظل السوق الكفوءه تعكس الأسعار وبشكل تام المعلومات الجديدة فأبي معلومات عن تغيرات أسعار النفط أو الأوضاع السياسية أو التغيرات في قانون الضرائب سوف تكون معكوسة على أسعار الأسهم ولا يوجد أي ارتباط من أي نوع بين الأسعار وهذا هو مضمون فرضية السوق المالية الكفوءة ونظرية السير العشوائي هي تطبيق لفرضية السوق المالية الكفوءة(Lo,2007:p3) وبذلك ففرضية السير العشوائي تتضمن عدة فرضيات تشكل

الأساس لمضمونه في القياس والاختبار: (Brealey&Myers,2000:p355)

أ تكون المعلومات عشوائية .

ب يكون ورود المعلومات إلى السوق بشكل عشوائي .

- ج يؤدي إلى تغيرات عشوائية في أسعار الأوراق المالية.
د تغيرات السعر المتعاقبة هي تغيرات مستقلة و متوزعة توزيعاً احتمالياً متماثلاً.

2. نموذج اللعبة العادلة (Fair Game Model):

إن عمليات المنافسة بين المشاركين في السوق لها فرص متساوية بالحصول على المعلومات وبالتالي لها الفرص نفسها للنجاح إذ أن السوق يجب ان يسمح لكل المتعاملين بالتنافس على أساس متوازن فإذا كانت أسهم شركة معينة مسعرة بأعلى أو أدنى من قيمتها فان مضمون ذلك أن آلية تسعير الأسهم خاطئة لان السعر في السوق الكفاءة يعكس جميع المعلومات المتاحة والقيمة تكون عادله ومن المستحيل أن يحقق أي مستثمر أرباحاً غير عادية باستثناء الحظ. (Pike&Neal,2006:p34) أن سعر التداول في السوق المالية يعكس كل المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية ويتلاءم مع مستوى مخاطرة الاستثمار فيها ويعتمد سعر الورقة المالية وفقاً لهذه الصيغة على كل المعلومات المتاحة في النقطة الزمنية (t) ويتغير السعر عند وصول معلومات جديدة بين النقطتين (Q) و (P+1) ليصل السعر إلى (pQ+1) الذي يعكس تأثير المعلومات الجديدة .

(Jensen,2002:p3)

2.2.18 اختبارات كفاءة السوق:

السوق الكفاءة تخضع لاختبارات عدة لتحديد ما اذا كانت السوق كفاءة بشكل قوي أو شبه قوي أو ضعيف أو غير كفاءة وهناك عدة منهجيات متوفرة لذلك ولكن أهمها هي ثلاثة :

1. اختبار الارتباط (Correlation Test):

يقصد به اختبار العلاقة الخطية بين عوائد اليوم والعوائد السابقة ومدى الانحراف في بينها كما في المعادلة التالية :

$$R_i = a + bR_i(t-1) + e_t$$

إذ أن :

a = مقياس العوائد المتوقعة وهو غير مرتبط بالعوائد السابقة ويجب ان تكون موجبة .

b = مقياس العلاقة بين عوائد اليوم والعوائد السابقة فإذا كانت (t=0) فالعلاقة تكون بين

عوائد اليوم واليوم السابق له أما إذا كانت (t=1) فالعلاقة ستكون بين عوائد اليوم

ومدتين سابقتين .

$$et = \text{حد الخطأ} .$$

وإذا ما اتضح في نتائج تحليل الارتباط وجود نمطا للتغير في الأسعار فان هذا يعد رفضا لفرضية السير العشوائي للأسعار او ما يطلق عليه بالصيغة الضعيفة لكفاءة السوق .

(Elton&Gruber,1995:p414)

2. دراسة الاحداث (Events study):

أن خلاصة منهج دراسة الأحداث هو النظر إلى الأرقام الكبيرة للأحداث المتشابهة (مثل تجزئه السهم ,تغيرات عائد المقسوم ,العوائد المعلنةالخ)وتحديد مدى سرعة تفاعل أسعار الأوراق المالية مع المعلومات المتوفرة فهل الاستجابة تكون ببطيء أم بسرعة؟ويمكن استخدام أنموذج تسعير الموجودات (CAPM)كاختبار للسوق الكفاءة لذلك فإن دراسة الأحداث هي اختبارات مشتركة تتضمن اختبارات لصلاحيه أنموذج تسعير الموجودات وكفاءة السوق (Ackert&Deaves,2010:p61) ومعادلة أنموذج (CAPM)هي:(Lasher,2008:p401)

$$R_i = R_f + B_i(R_M - R_F)$$

إذ أن:

R_i = عائد السهم .

R_f =العائد الخالي من المخاطرة .

B_i =معامل بيتا .

R_m =عائد السوق.

وتمثل بيتا مقياسا يقيس حساسية التغير في العائد على السهم أو المحفظة نسبة إلى التغير في السوق ككل الذي يحدث نتيجة للمخاطرة النظامية التي يتعرض لها السوق والعوائد الغير عادية التي يمكن تحقيقها قبل وأثناء وبعد تاريخ الإعلان عن الأرباح يتم حسابها وفق الصيغة التالية:(Stefan,2009:12)

$$ER = RJT - \bar{R} \bar{J}T$$

إذ أن :

$ER =$ العائد الغير عادي للسهم في زمن معين (t).

$RJT =$ العائد الفعلي للسهم في زمن معين (t).

$\bar{R}T =$ العائد المتوقع للسهم في زمن معين (t).

وكمثال على سرعة استجابة أسعار الأسهم للمعلومات في عام 1998 قامت شركتنا (Gillette, Coca-cola) بتجزئة الأسهم المصدرة من قبلها اثنان مقابل واحد وذلك لان العوائد المتحققة لهذه الشركات ارتفعت في عام 1998 بشكل كبير هذا ما أدى إلى ارتفاع أسعار أسهمها بصورة كبيرة قياسا بما كانت عليه من قبل ولعدة سنوات

(Block&Hirt,2000:p537) ويرى (Bodie,etal) ان سعر السهم يستجيب وعلى نطاق واسع للتغيرات في الأخبار الاقتصادية مثل الارتفاع في الناتج المحلي الإجمالي (GDP) أو نسبة التضخم أو أسعار الفائدة وان بعض أسعار الأسهم تستجيب لحدث معين بالذات لان تأثيره يكون مباشراً عليها ولمعرفة مدى استجابة أسعار الأسهم لأي حدث يجب أولاً تحديد عوائد ما قبل الحدث وما بعد الحدث للتوصل الى نسبة الاستجابة للحدث .

(Bodie,etal2008:p366)

3. البحث عن الأنماط (Looking For Patterns):

الأسلوب الآخر لاختبار السوق الكفوءة هو استكشاف ما إذا كان هناك نماذج لحركات سعر الورقة المالية مشابهة لما يتوقعه الشخص فالأوراق المالية يتوقع ان تعطي نسبة عائد خلال مدة محددة حسب أنموذج تسعير الموجودات وبعض النماذج تقول بان العائد المتوقع للورقة المالية هي نسبة العائد الخالية من المخاطرة مضافا لها علاوة المخاطرة في الأعوام الأخيرة تم تعريف العديد من النماذج التي تسمى (النماذج الشاذة)واحد أشهر هذه النماذج هو ارتفاع عوائد الأوراق المالية في شهر كانون الثاني وليس هناك تفسير لهذه الظاهرة.

4. اختبار الأداء (Examining Performance):

المدخل الآخر لاختبار كفاءة السوق هو اختبار سجلات الاستثمار للمستثمرين المحترفين فهل يحقق اغلبهم عائدات أعلى من الطبيعي؟ وهل سوف يحققون عائدات أعلى من الطبيعي بعد

فتره من الزمن في السوق الكفوءة ؟هنالك صعوبة في تنظيم هذا الاختبار بسبب تطلبه لتحديد العائدات غير الطبيعية والتي بدورها تتطلب تحديد ما العائدات الطبيعية؟.

(Alexander,2001:p79-81-82)

المبحث الثالث

وصف العينة المبحوثة

لمحة عن سوق العراق للأوراق المالية

لمحة عن سوق عمان للأوراق المالية

لمحة عن سوق قطر للأوراق المالية

لمحة عن سوق العراق للأوراق المالية :

في بداية التسعينات عام 1991 تم إنشاء سوق بغداد للأوراق المالية وفقاً للقانون المرقم 24 لسنة 1991, وبلغ عدد الشركات المدرجة فيه 113 شركة مساهمة ومختلفة وبتاريخ 18 نيسان 2004 صدر القانون المؤقت المرقم 74 وبموجبه تم تأسيس مؤسستين مهمتين هما سوق العراق للأوراق المالية وهيأة الأوراق المالية العراقية وقد صدرت الموافقة من هيأة الأوراق المالية العراقية على مزاوله سوق العراق للأوراق المالية لنشاطه بتاريخ 14 حزيران 2004 كهيئة حكومية مستقلة أهم أهدافها المساهمة بتحقيق التنمية الاقتصادية المستقرة والمستدامة في العراق من خلال تقوية البنية الاستثمارية وتشجيع عملية تكوين رأس المال بما تمارسه من منح التراخيص ومراقبة المشاركين في أسواق رأس المال بهدف ان تتسم بالشفافية والإفصاح والكفاءة والعدالة بين المتعاملين وذلك لحماية المتعاملين في أسواق المال والسلع من الاحتيال والغش والخداع واستعمال أساليب الاستغلال عند طرح أو تداول الأوراق المالية إضافة إلى السعي لخفض المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية في الأسواق وتحقيقاً لذلك تعمل الهيئة على رفع الوعي الاستثماري بمستوى عام من توعية وتنوير المستثمرين في الأوراق المالية بكيفية الحفاظ على حقوقهم بهذا المجال وتنميتها ضمن أسواق المال في العراق .

عقدت أولى جلسات التداول الالكتروني في سوق العراق يوم الأحد الموافق 19\4\2009 واعتباراً من 5\7\2009 أصبحت جميع جلسات التداول تنفذ بالية التداول الالكتروني وعددها ثلاث جلسات أسبوعياً ثم زيد عدد الجلسات الأسبوعية إلى خمسة جلسات اعتباراً من نوفمبر 2009 لأول مرة في تاريخ البورصة العراقية .

الانتقال إلى آليات التداول الالكتروني :

في الوقت الذي كان فيه السوق ينظم انعقاد جلسات التداول اليدوي وينظم تداولاتها اليومية بواقع ثلاث جلسات أسبوعياً إلى جانب الشركات المساهمة وشركات الوساطة والمستثمرين وهيأة الأوراق المالية العراقية كان السوق يعمل بنشاط من اجل استحداث آليات التداول الالكتروني التي تعتبر غير معروفة على بيئة الاستثمار بالأوراق المالية في العراق .

ويمكن أن نوجز متطلبات هذا العمل الذي استمر منذ عام 2007 لغاية 18\4\2009 كمشروع تحت الانجاز ومن 19\4\2009 لغاية يومنا هذا كتطبيق فعلي تستمر آليات تطويره اليومية بعد أتمتة السوق 100 % :

1. إقرار نظام *Horizon & Equator* من شركة *OMX Technology* المطبق في معظم البورصات العربية وعدد من البورصات الأوروبية عام 2006 والبحث عن مصادر التمويل اللازمة لشراء النظام وشراء المعدات وبناء الشبكات المرتبطة به داخل وخارج السوق وفي مواقع شركات الوساطة وموقع هيئة الأوراق المالية العراقية وبدء التدريب على الأنظمة الحديثة لموظفي السوق ومركز الإيداع وشركات الوساطة .
2. من أهم ما يميز هذا النظام عن الأنظمة الالكترونية المختلفة هو الترابط والمحاكاة بين نظام التداول *Horizon* ونظام الإيداع *Equator* والذي يتيح القابلية لنظم الرقابة من التحقق من وجود أسهم البائع قبل بيعها والتحقق من وجود قيمة الأسهم المشتراة قبل شراءها وبالتالي يقضي على حالات الإلغاء نتيجة العسر المالي او عجز الأسهم من تلبية طلبات الشراء وعروض البيع كما انه يحقق ميزة إضافية هي تمكين المستثمر من بيع الأسهم التي اشتراها في نفس الجلسة وهذا يعني تحقيق مبدأ السيولة العالية للأسهم المتداولة .
3. استمر التدريب واختبار الوسطاء وبناء الشبكات واختبار المحطات واختبار تحميل الأنظمة وتحميل سجلات المساهمين وتحقيق جلسات تجريبية طويلة عامي 2007 و 2008 خصوصا بعد وصول المعدات إلى سوق العراق في شهر تموز 2007 وبناء قاعة التداول الالكتروني التي يضم 50 محطة خصصت محطة واحدة لكل شركة وساطة في السوق وأكثر من محطة لموقع شركة الوساطة خارج السوق.
4. تسجل الشركات المساهمة في وكالة التقييم الدولية للحصول على رمز لكل شركة في النظام *ISIN* وهو جزء من متطلبات بناء ملفات الشركات المساهمة على النظام الالكتروني .
5. استحداث مركز الإيداع العراقي الذي نظمت أعماله بموجب النظام الخاص لمركز الإيداع والتسوية والتفاسد عام 2008.
6. استحداث تعليمات وقواعد التداول الالكتروني التي توصف أنواع الأوامر وتوقيتات الجلسات وأنواعها والتزامات وحقوق المتعاملين بالأوراق المالية عام 2007 وبدء التدريب على أساسها.
7. عقد لقاءات مستمرة بمعدل لا يقل عن خمسة لقاءات سنويا عامي 2007 و2008 مع المستثمرين في مبنى السوق وفي اتحاد وسطاء أوراق المال في العراق لغرض شرح تفاصيل انجاز المشروع من جهة وشرح تعليمات التداول الالكتروني من جهة أخرى وكأساس لشرح أسلوب التداول الالكتروني وواجبات المساهمين في إيداع أسهمهم قبل

افتتاح التداول الالكتروني في السوق وانعقاد لقاءات مهمة عام 2009 من قبل رئيس وأعضاء دورة المجلس الخامسة والسادسة بعد انطلاق التداول الالكتروني فعليا.

8. تنظيم سياقات العمل مع مصرف المقاصة بموجب أسلوب تسوية يومي $T+1$ مما يقلل من مخاطر عدم التسديد ومخاطر عدم وجود أموال لازمة معدة للاستثمار والتدريب على تنفيذ آلية محددات التداول (*CapFormula*) التي تعني قيام الوسيط بالشراء على قدر الأموال المتاحة له والتي تتضمن رأسمال شركة الوساطة وخطاب الضمان المقدم لأمر السوق والنقد المتاح في مصرف المقاصة (مصرف الاستثمار العراقي) ويجري تحديث هذه البيانات يوميا قبل جلسة التداول كأرصدة افتتاحية وأثناء جلسة التداول عند قيام شركات الوساطة بتعزيز أرصدها في بنك المقاصة عند تلقيها لأوامر تداول جديدة من المستثمرين

9. وضع خطة لغرض نقل الشركات المساهمة من التداول اليدوي إلى التداول الالكتروني اخذين بنظر الاعتبار التأكد من توقيتات انعقاد الهيئات العامة لهذه الشركات حتى يستطيع السوق دعوة المساهمين إلى إيداع أسهمهم في مركز الإيداع العراقي، إن الغاية التي يحققها التداول الالكتروني من خلال مركز الإيداع هي تحويل شهادات الأسهم الورقية إلى أرصدة الكترونية على أنظمة تتيح للمساهمين والمستثمرين التداول بسهولة ويسر ومن دون عوائق تأخر إصدار شهادات الأسهم .

كانت دراسة واختبار أدق التفاصيل الفنية تجري من خلال مطابقة ما ورد من تعليمات وضوابط عمل على أداء التطبيقات الالكترونية التي تنتج عن إقامة الجلسات التجريبية في عام 2009 درس مجلس المحافظين وهيئة الأوراق المالية العراقية كافة سبل الإقدام على افتتاح جلسات التداول بعد اختبار قاعدة البيانات نهاية عام 2008 ومطلع عام 2009.

بعد استقرار جلسات التداول الالكتروني وتسجيل أكثر من 20 شركة مساهمة في مركز الإيداع وقابليتها للتداول الالكتروني قرر مجلس المحافظين وبعد الاتفاق مع هيئة الأوراق المالية بان يكون العمل بانعقاد ثلاث جلسات للتداول الالكتروني أسبوعيا استمر السوق في تنظيم ثلاث جلسات تداول أسبوعيا لغاية شهر تشرين الأول 2009 واعتبارا من شهر تشرين الثاني 2009 شهد سوق العراق لأول مرة انعقاد خمسة جلسات تداول أسبوعيا في ظل تطبيقات التداول الالكتروني، إذ لم يكن السوق ولا الشركات المساهمة قادرة على زيادة جلسات التداول إلى أكثر من ثلاث جلسات أسبوعياً في ظل التداول اليدوي باستخدام المعاملات الورقية وصعوبة إصدار الشهادات التي كان زمن إصدارها يستمر لفترة تتراوح ما بين أسبوع إلى ثلاثة أسابيع. (www.isx-iq.net)

لمحة عن سوق عمان المالي :

أنشأت سوق عمان المالي بموجب القانون رقم (3) لسنة 1976 وتم افتتاحها رسمياً بتاريخ 1978/4/1 وقد صدر قانون عمان المالي رقم (1) لسنة 1990 ثم تبعه في عام 1997 قانون الأوراق المالية المؤقت رقم (23) ليوضح كافة الأمور والقضايا المتعلقة بالسوق ويفصل بين الدورين الرقابي والتشريعي من ناحية والجانب التنفيذي من ناحية أخرى ، ونتج عن ذلك إنشاء ثلاث مؤسسات منفصلة : بورصة عمان ، وهيئة الأوراق المالية، ومركز إيداع الأوراق المالية . فبالنسبة لهيأة الأوراق المالية تهدف إلى توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية وتنظيم وتطوير ومراقبة سوق الأوراق المالية وسوق رأس المال وحماية حملة الأوراق المالية والمستثمرين فيها والجمهور من أي تعامل غير سليم وفي سبيل تحقيق هذه الأهداف تقوم بالأعمال التالية :

1. تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها .
2. تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.
وهذه الجهات هي:
أ- بورصة عمان (سوق الأوراق المالية).
ب- مركز ايداع الاوراق المالية.
ت- الشركات المساهمة العامة .
ث- صناديق الاستثمار.
ج- معتمدو المهن المالية .
3. تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها .
4. تنظيم عمليات البيع المكشوف للأوراق المالية .
5. تنظيم العروض العامة لشراء أسهم الشركات المساهمة العامة .

وتكمن أهمية دور الهيئة كمؤسسة رقابية في فصل الدور الرقابي والتشريعي عن الدور التنفيذي وفي تحقيق سلامة التداول والاستثمار وكذلك سلامة التعامل بالأوراق المالية لحماية للمستثمرين المحليين والعرب والأجانب ضمن مناخ جاذب وآمن كما تقوم الهيئة بتوفير مناخ الإفصاح والشفافية اللازمين في سوق الأوراق المالية ومن أجل ذلك هناك دائرة الإصدار والإفصاح .

أما مركز إيداع الأوراق فيعد أهم مؤسسات سوق رأس المال الذي يوكل إليه التعاون مع بورصة عمان لإحداث نقلة نوعية على مستوى عالمي لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية وإيجاد مناخ ملائم للاستثمارات المالية وتخفيض كلفة الاستثمار ورفع كفاءة تسوية أثمان الأوراق المالية في المملكة أما بالنسبة للإفصاح في سوق عمان المالي فيتم الإفصاح عن المعلومات عن طريق الصحف اليومية وذلك من خلال تصريح أو إعلان من قبل الجهة صاحبة العلاقة ويكون الإفصاح على شكلين :

1. إفصاح دوري ويتم خلال مدد محددة مرتبطة بالسنة المالية للجهة صاحبة العلاقة.
2. إفصاح فوري ويتم عند حدوث المعلومة وبأسرع وقت ممكن.(www.ase.com.Jo)

لمحة عن بورصة قطر للأوراق المالية :

أسست بورصة قطر (سوق الدوحة للأوراق المالية سابقاً) بموجب القانون رقم (14) لسنة 1995 وباشرت أعمالها في السادس والعشرين من مايو 1997. وفي 14 سبتمبر 2005، صدر القانون رقم (33) لسنة 2005 والمعدل بالمرسوم بقانون رقم 14 لسنة 2007 بشأن هيئة قطر للأسواق المالية وشركة سوق الدوحة للأوراق المالية الذي يقضي بإنشاء كل من الهيئة والسوق. وبموجب هذا القانون، تتولى الهيئة الجانب التشريعي والرقابي، بينما يكون دور السوق تنفيذياً فيما يتعلق بتداول الأسهم ونقل ملكيتها وإجراء التسويات المالية بين الوسطاء ودخلت السوق مرحلة جديدة بدأت بصدور القانون رقم (33) للعام 2009 الذي أسفر عن تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى شركة مساهمة تحت مسمى (بورصة قطر) بهدف إحداث نقلة جديدة في بنيتها من شأنها أن تحولها إلى بورصة عالمية تعمل وفق أحدث النظم . ولتنفيذ تلك الرؤية كان القرار بدخول نايسي يورونكست شريكا استراتيجيا بنسبة 20 % لتبدأ بورصة قطر نشاطها تحت المسمى الجديد اعتباراً من 2009/6/21.

ويمكن تلخيص الأهداف التي أنشئت البورصة من أجلها بما يلي:

- 1- إتاحة الفرصة لاستثمار مدخرات المواطنين في الأوراق المالية بما يخدم الاقتصاد الوطني.
- 2- تطوير السوق المالي على نحو يخدم جهود التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة.
- 3- تشجيع إنشاء شركات جديدة، وتطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية وتحديد المتطلبات الواجب توافرها في نشرة الإصدار.
- 4- إصدار النشرات والتقارير التي تتضمن جميع المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم اليومية والأسبوعية والشهرية والسنوية ، وجميع البيانات الأخرى التي من شأنها أن توضح للمستثمرين الأوضاع المالية للشركات. (www.mubasher.info)

الفصل الثالث

الجانب التطبيقي للدراسة

المبحث الأول: تحليل قيم أسهم الشركات واختبار كفاءة
سوق العراق للأوراق المالية

المبحث الثاني: تحليل قيم أسهم الشركات واختبار
كفاءة سوق عمان للأوراق المالية

المبحث الثالث: تحليل قيم أسهم الشركات واختبار
كفاءة سوق قطر للأوراق المالية

المبحث الأول

تحليل قيم أسهم الشركات واختبار كفاءة سوق العراق للأوراق المالية

أولاً-تحليل قيم أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية:

تناولت الدراسة تحليل القيم العادلة لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وتمت مقارنتها مع القيم السوقية للأسهم لتحديد الانحرافات في القيم وما يترتب على ذلك من قبول أو رفض لفرضية الدراسة الرئيسية والفرضيات الفرعية وقد تم حصر العينة ب(22) شركة من مجموع الشركات المدرجة في السوق انطبقت عليها الشروط وتم استخدام طريقة المكرر التي تمثل نسبة (السعر\الأرباح) لاستخراج القيم الحقيقية (العادلة) للأسهم وفق الصيغة التالية :

$$P/E = \frac{P}{E}$$

$$P/E * E = P$$

إذ أن :

P/E = نسبة (السعر\الأرباح).

E = الأرباح (العوائد).

P = السعر الحقيقي (العادل).

إذ استخدمت نسبة (P/E) الفعلية الشهرية لعامي (2006,2007) للتنبؤ بما يجب أن تكون عليه هذه النسبة في عامي (2008,2009) ومن ثم استخراج القيمة الحقيقية (العادلة) ومقارنتها بالسوقية لمعرفة هل تتطابق القيمتين أم أن هنالك انحرافات في القيم الحقيقية للأسهم عن السوقية وذلك لان معظم الشركات قد حققت أرباحاً ضمن مدة الدراسة لكنها لم توزعها كمقسوم أرباح على المساهمين كذلك فأن بعض الشركات لم تكن نسب النمو في أرباحها مستقرة ولذا فان استخدام أي أنموذج آخر يعتمد على مقسوم الأرباح كأساس لاستخراج قيمة الأسهم سوف تكون نتائجه غير منطقية وغير دقيقة .

وقدتم حساب نسبة (P/E)المتوقعة (المتنبأ بها)لعامي (2009-2008) وفقا لأنموذج الانحدار
حسب المعادلة التالية :

$$P\backslash E(j)=\alpha+B*P\backslash E(m)$$

اذ ان :

$$P\backslash E(j)=\text{نسبة السعر / الأرباح} \text{ للسهم .}$$

$$\alpha=\text{الثابت.}$$

$$B=\text{معامل بيتا.}$$

$$P\backslash E(m)=\text{نسبة (السعر / الأرباح) للسوق .}$$

والجدول التالي يوضح (B , α) لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية
لعامي (2007-2006) المستخدمة في استخراج P\ E للأسهم لعامي (2009-2008):

جدول (2-3)

معاملات (B, α) لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة
من (2006,2007)

2007		2006		السنة
معامل α	معامل $Beta$	معامل α	معامل $Beta$	الشركة والقطاع
				قطاع المصارف
0.886	11.47	-0.109	-0.187	1. المصرف التجاري العراقي
0.459	0.146	-0.293	-0.017	2. مصرف الشرق الأوسط
0.466	1.92	-0.179	-0.005	3. مصرف الائتمان
-0.760	1.46	-0.058	-0.006	4. مصرف سومر
0.450	0.253	-0.364	-0.014	5. مصرف بغداد
-0.478	-0.030	-0.598	-0.038	6. مصرف الاقتصاد
0.569	0.314	-0.364	-0.12	7. مصرف الخليج
0.333	0.394	-0.635	1.340	8. مصرف الموصل
0.654	1.48	0.677	0.303	9. مصرف كردستان
0.708	3.74	-0.195	-0.09	10. مصرف الوركاء
0.575	0.460	0.990	2.39	11. مصرف بابل
				قطاع التأمين
0.276	0.89	-0.713	-0.040	12. شركة الأمين للتأمين
				قطاع الاستثمار
0.260	0.010	-0.264	-0.253	13. الخير للاستثمار
0.374	0.001	-0.331	-0.12	14. الزوراء للاستثمار
-0.256	0.217	0.460	-0.84	15. الباتك للاستثمار
				قطاع الخدمات
0.027	0.003	-0.740	-0.004	16. الموصل لمدن الألعاب
-0.170	0.263	0.147	2.62	17. البادية للنقل
				قطاع الصناعة
0.521	0.330	-0.283	-0.003	18. العراقية للسجاد
0.605	0.006	-0.136	-0.091	19. الكندي لصناعة اللقاحات
-0.068	0.270	-0.002	-3	20. العراقية للصناعات الهندسية
				قطاع الزراعة
0.291	0.002	-0.403	-0.010	21. الأهلية الزراعية
0.383	-0.069	-0.402	-0.002	22. الشرق الأوسط للأسماك

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على أنموذج الانحدار بين P/E للسهم و P/E للسوق.

وتم استخراج القيمة الحقيقية الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بتعويض قيم معاملات (α, β) في معادلة حساب (P/E) المتنبأ بها ثم ضرب الناتج في العائد الشهري للسهم والقيم موضحة في جدول (3-3) :

جدول (3-3)

القيم الحقيقية الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لعام(2008)بالدينار العراقي

ك1 Dec	ت2 Nov	ت1 Oct	أيلول Sep	أب Aug	تموز July	حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	ك2 Jan	تسلسل الشركة
												أولاً: المصرفية
800	800	900	900	900	900	900	1000	900	1000	1000	1000	1
3.208	3.234	3.343	3.389	3.426	3.381	3.449	3.475	3.408	3.600	3.611	3.517	2
2.726	2.747	2.842	2.879	2.910	2.873	2.931	2.953	2.895	3.060	3.07	2.990	3
0.155	0.156	0.162	0.164	0.165	0.163	0.167	0.168	0.165	0.173	0.174	0.17	4
1.383	139	1.442	1.459	1.473	1.445	1.487	1.487	1.459	1.556	1.556	1.515	5
0.684	0.690	0.717	0.717	0.731	0.724	0.731	0.738	0.724	0.766	0.766	0.745	6
1.782	1.796	1.859	1.883	1.904	1.877	1.916	1.931	1.892	2.000	2.006	1.432	7
1.746	1.758	1.819	1.844	1.864	1.839	1.877	0.189	1.854	1.958	1.965	1.159	8
1.451	1.463	1.513	1.531	1.549	1.529	1.560	1.571	1.540	1.628	1.633	1.591	9
1.999	1.999	2.075	2.097	2.116	2.097	2.136	2.156	2.097	2.234	2.234	2.156	10
0.146	0.146	15.227	15.33	15.476	15.403	15.622	15.768	15.476	16.352	16.352	9.052	11
												ثانياً: التأمين
2.174	2.192	2.269	2.299	2.324	2.293	2.339	2.357	2.311	2.44	2.449	2.388	12
												ثالثاً: الاستثمارية
5.677	5.722	5.918	6.001	6.061	5.986	6.106	6.152	6.031	6.370	6.392	6.227	13
3.720	3.748	3.878	3.930	3.95	3.922	3.989	4.029	3.95	4.147	4.187	4.068	14
4.948	4.987	5.1624	5.225	5.281	5.217	5.321	5.360	5.257	5.551	5.574	5.424	15
												رابعاً: الخدمية
1.251	1.260	1.304	1.321	1.335	1.318	1.345	1.356	1.328	1.403	1.409	1.373	16
2.177	2.195	2.269	2.298	2.324	2.295	2.340	2.359	2.311	2.443	2.451	1.805	17
												خامساً: الصناعية
1.874	1.890	1.956	1.981	2.003	1.978	2.015	2.031	1.990	2.103	2.110	2.056	18
2.238	2.254	2.333	2.362	2.389	2.360	2.407	2.423	2.376	2.510	2.521	2.455	19

4.104	4.138	4.281	4.336	4.384	4.329	4.418	4.446	4.104	4.603	4.623	4.500	20
												سادسا:الزراعية
1.324	1.333	1.377	1.390	1.404	1.390	1.417	1.431	1.404	1.485	1.485	1.444	21
2.020	2.035	2.106	2.130	2.151	2.130	2.172	2.172	2.151	2.256	2.275	2.214	22

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية

والجدول (4-3) يوضح القيم السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية:

جدول (4-3)

القيم السوقية الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لعام (2008) بالدينار العراقي

ك1	ت2	ت1	أيلول	اب	تموز	حزيران	أيار	نيسان	آذار	شباط	ك2	تسلسل الشركة
Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	July	June	May	Apr	Mar	Feb	Jan	
												أولا: المصرفية
1.150	1.200	1.200	1.400	1.400	1.350	1.350	1.400	1.350	1.500	1.450	1.400	1
2.150	2.100	2.100	2.250	2.150	2.400	2.300	2.950	2.900	2.850	2.950	2.700	2
2.850	2.650	2.700	4.450	4.450	4.450	4.650	4.400	3.900	4.100	4.000	3.800	3
0.900	0.900	0.900	0.900	0.900	0.900	0.900	0.900	0.900	1.000	1.000	1.000	4
2.200	2.150	2.100	2.450	2.450	2.500	3.200	3.200	2.900	2.900	2.950	2.950	5
2.000	2.000	2.000	2.050	2.150	2.100	2.300	2.250	2.200	2.050	2.150	2.000	6
1.450	1.450	1.450	1.450	1.450	1.400	1.250	1.250	1.200	1.250	1.250	1.250	7
1.050	1.050	1.050	1.150	1.200	1.150	1.150	1.150	1.150	1.200	1.200	1.100	8
1.600	1.600	1.600	1.900	1.950	1.950	1.800	1.600	1.550	1.700	1.750	1.750	9
1.300	1.350	1.350	1.450	1.450	1.400	1.450	1.450	1.450	1.450	1.500	1.450	10
1.150	1.050	1.050	1.100	1.250	1.250	1.150	1.250	1.150	1.250	1.200	1.100	11
												ثانيا: التامين
1.050	1.050	1.000	1.000	1.050	1.050	1.050	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	12
												ثالثا: الاستثمارية
0.550	0.550	0.500	0.500	0.500	0.550	0.550	0.600	0.600	0.800	0.700	0.500	13
1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	14
2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	1.500	1.500	15
												رابعا: الخدمية
9.150	9.150	8.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	16

3.100	3.000	2.650	2.650	3.000	3.500	3.400	3.000	2.900	3.000	2.750	2.850	17
												خامسا: الصناعية
3.500	3.400	3.250	3.350	3.400	3.350	3.150	3.400	3.300	3.050	2.950	3.100	18
2.500	2.500	2.500	2.500	2.450	2.100	1.600	1.750	1.800	1.750	1.700	1.750	19
2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.050	2.000	2.000	20
												سادسا: الزراعية
0.800	0.700	0.750	0.700	0.800	0.800	0.800	0.800	0.750	0.750	0.750	0.750	21
3.000	3.000	2.500	2.500	2.000	1.950	1.950	1.950	1.750	1.500	1.500	1.500	22

المصدر : النشرات الشهرية الصادرة من سوق العراق للأوراق المالية لعام 2008

وكما يلاحظ أن هنالك انحرافات لقيم الأسهم الشهرية السوقية عن الحقيقية والجدول(5-3) يوضح الفرق بين القيم السوقية والحقيقية أي القيمة الكائنة وما يجب ان تكون عليه في السوق :

جدول (5-3)

انحراف القيم السوقية عن الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لعام(2008) بالدينار العراقي

ك1 Dec	ت2 Nov	ت1 Oct	أيلول Sep	أب Aug	تموز July	حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	كانون Jan	تسلسل الشركة
												أولاً: المصرفية
-350	-400	-300	-500	-500	-450	-450	-400	-450	-500	-450	-400	1
1.058	1.134	1.243	1.139	1.276	0.981	1.149	0.525	0.508	0.75	0.661	0.817	2
-0.124	0.097	0.142	-1.571	-1.54	-1.577	-1.719	-1.447	-1.005	-1.04	-0.93	-0.81	3
-0.744	-0.743	-0.737	-0.735	-0.734	-0.736	-0.732	-0.731	-0.734	-0.826	-0.825	-0.83	4
-0.817	1.368	-0.658	-0.991	-0.977	-1.055	-1.713	-1.713	-1.441	-1.344	-1.394	-1.435	5
-1.315	-1.309	-1.282	-1.332	-1.418	-1.375	-1.568	-1.511	-1.475	-1.283	-1.383	-1.254	6
0.332	0.346	0.409	0.433	0.454	0.477	0.666	0.681	0.692	0.75	0.756	0.182	7
0.696	0.708	0.769	0.694	0.664	0.689	0.727	-0.961	0.704	0.758	0.765	0.059	8
-0.149	-0.137	-0.087	-0.369	-0.401	-0.421	-0.24	-0.029	-0.01	-0.072	-0.117	-0.159	9
0.699	0.649	0.725	0.647	0.666	0.697	0.686	0.706	0.647	0.784	0.734	0.706	10
-1.004	-0.904	14.171	14.23	14.226	14.153	14.472	14.518	14.326	15.102	15.152	7.952	11
												ثانياً: التأمين
1.124	1.142	1.269	1.299	1.274	1.243	1.289	1.357	1.311	1.44	1.449	1.388	12
												ثالثاً: الاستثمارية
5.127	5.172	5.418	5.501	5.561	5.436	5.556	5.552	5.431	5.57	5.692	5.727	13
2.72	2.748	2.878	2.93	2.95	2.922	2.989	3.029	2.95	3.147	3.187	3.068	14
2.948	2.987	3.162	3.225	3.281	3.217	3.321	3.36	3.257	3.551	4.074	3.924	15
												رابعاً: الخدمية
-7.899	-7.89	-6.696	-4.679	-4.665	-4.682	-4.655	-4.644	-4.672	-4.597	-4.591	-4.627	16
-0.923	-0.805	-0.381	-0.352	-0.676	-1.205	-1.06	-0.641	-0.589	-0.557	-0.299	-1.045	17

خامسا:الصناعية												
18	-1.044	-0.84	-0.947	-1.31	-1.369	-1.135	-1.372	-1.397	-1.369	-1.294	-1.51	-1.626
19	0.705	0.821	0.76	0.576	0.673	0.807	0.26	-0.061	-0.138	-0.167	-0.246	-0.262
20	2.5	2.623	2.553	2.104	2.446	2.418	2.329	2.384	2.336	2.281	2.138	2.104
سادسا:الزراعية												
21	0.694	0.735	0.735	0.654	0.631	0.617	0.59	0.604	0.69	0.627	0.633	0.524
22	0.714	0.775	0.750	0.401	0.222	0.222	0.18	0.151	-0.37	-0.394	-0.965	-0.98

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على القيم الحقيقية والسوقية لقيم الأسهم

وكما يظهر من الجدول (3-5) أن الفرق بين القيمة الحقيقية والسوقية للأسهم يكون في أغلب الأحيان موجب مما يدل على أن القيمة الحقيقية للسهم أعلى من القيمة السوقية وان السهم مسعر بأقل من قيمته الحقيقية وفي حالة واحدة فقط ظهر الفرق سالباً و لثلاثة أشهر فقط لشركة الموصل لمدن الألعاب مما يدل على أن السهم مسعر بأقل من قيمته الحقيقية هذه الأخطاء في تسعير الأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية كانت بنسبة (100%) إذ أن كل قيم الأسهم أظهرت انحرافات في قيمها الحقيقية عن السوقية لعام 2008 هذه الأخطاء في تسعير الأسهم يؤدي بالنتيجة إلى توزيع رؤوس الأموال بشكل غير متوازن وغير صحيح لان الأسهم مسعرة بأقل أو أعلى من قيمتها الحقيقية وأي عملية تصحيح للأسعار ستؤدي بالنتيجة إلى أما تحقيق أرباح طائلة أو خسائر فادحة .

والجدول (3-6) يبين القيم الحقيقية للأسهم لعام (2009) والتي تم حسابها بالطريقة نفسها التي تم بها حساب القيمة الحقيقية للأسهم لعام (2008):

جدول (3-6)

القيم الحقيقية الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لعام 2009 بالدينار العراقي

ك1	ك2	ك3	أيلول	أب	تموز	حزيران	أيار	نيسان	أذار	شباط	ك2	تسلسل الشركة
Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	July	June	May	Apr	Mar	Feb	Jan	أولاً:المصرفية
380	400	550	500	1200	1000	900	1000	600	900	1000	1600	1
3.903	4.132	4.296	4.690	5.805	5.576	5.543	5.576	5.182	5.674	5.051	3.129	2
0.134	0.141	0.148	0.161	0.200	0.191	0.190	0.191	0.177	0.196	0.173	0.162	3
0.271	0.287	0.299	0.323	0.403	0.387	0.384	0.387	0.358	0.393	0.348	0.301	4
2.093	2.216	2.309	2.517	3.124	2.978	2.978	2.978	2.785	3.036	2.712	2.330	5
0.236	0.249	0.260	0.283	0.350	0.338	0.336	0.338	0.314	0.343	0.306	0.262	6

3.248	3.438	3.588	3.904	4.853	4.663	4.628	4.663	4.324	4.743	4.209	3.616	7
0.043	0.045	0.047	0.052	0.064	0.062	0.061	0.062	0.057	0.063	0.056	0.296	8
1.307	1.385	1.445	1.572	1.955	1.877	1.862	1.877	1.740	1.908	1.693	1.717	9
5.712	6.038	6.324	6.854	8.527	8.200	8.160	8.200	7.588	8.364	7.425	4.610	10
7.366	7.794	8.127	8.853	11.007	10.579	10.495	10.579	9.805	10.745	9.543	8.199	11
												ثانيا: التامين
3.233	3.446	3.599	3.904	4.849	4.666	4.636	4.666	4.331	4.758	4.209	3.629	12
												ثالثا: الاستثمارية
4.725	5.008	5.218	5.680	7.066	6.783	6.730	6.783	6.289	6.898	6.121	1.470	13
1.818	1.924	2.007	2.180	2.702	2.605	2.586	2.605	2.412	2.644	2.354	2.007	14
5.263	5.57	5.792	6.294	7.853	7.519	7.463	7.519	6.962	7.630	6.795	4.762	15
												رابعا: الخدمية
7.261	7.686	8.012	8.724	10.769	10.374	10.275	10.374	9.662	10.571	9.405	8.081	16
2.171	2.295	2.385	2.610	3.240	3.105	3.082	3.105	2.880	3.150	2.812	2.407	17
												خامسا: الصناعية
1.229	1.302	1.363	1.484	1.837	1.764	1.752	1.764	1.642	1.801	1.594	1.375	18
2.548	2.697	2.813	3.062	3.777	3.645	3.612	3.645	3.380	3.711	3.300	2.836	19
1.597	1.689	1.762	1.917	2.385	2.290	2.273	2.290	2.125	2.329	2.069	1.778	20
												سادسا: الزراعية
1.377	1.458	1.525	1.660	2.052	1.971	1.957	1.971	1.836	2.011	1.782	1.539	21
9.16	8.66	1.011	1.101	1.369	1.315	1.305	1.315	1.218	1.336	1.187	1.020	22

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

ولغرض مقارنة القيمة الحقيقية للسهم مع السوقية وتحديد الانحرافات فالجدول (7-3) يبين القيم

السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق لعام 2009 :

جدول (7-3)

القيم السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لعام 2009 بالدينار العراقي

ك1 Dec	ت2 Nov	ت1 Oct	أيلول Sep	أب Aug	تموز July	حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	ك2 Jan	تسلسل الشركة
												أولاً: المصرفية
1.550	1.550	1.540	1.760	2.010	1.410	1.380	1.400	1.550	1.450	1.450	1.400	1
1.920	1.980	2.010	2.050	2.040	2.040	1.850	2.600	2.600	2.700	2.350	2.300	2
2.350	3.000	3.400	3.400	3.400	3.400	3.400	3.450	3.500	3.300	2.950	2.800	3
0.990	0.950	0.950	0.900	0.900	0.900	0.900	0.900	0.900	0.900	0.950	0.850	4
1.920	2.000	2.090	2.120	2.060	2.450	2.450	2.450	2.450	2.600	2.450	2.300	5
1.850	2.000	2.190	2.260	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	3.000	2.000	6
1.200	1.190	1.310	1.370	1.360	1.420	1.800	1.800	1.800	1.750	1.450	1.450	7
1.110	1.210	1.210	1.550	1.550	1.550	1.550	1.550	1.550	1.700	1.700	1.700	8
1.850	1.850	1.850	1.850	1.850	1.850	1.850	1.850	1.850	1.950	1.800	1.700	9
1.390	1.570	1.490	1.450	1.380	1.370	1.390	2.300	2.300	2.300	1.600	1.400	10
1.300	1.130	1.300	1.350	1.750	1.750	1.750	1.750	1.750	1.600	1.350	1.200	11
												ثانياً: التأمين
1.100	1.100	1.200	1.200	1.400	1.400	1.400	1.400	1.400	1.250	1.100	1.050	12
												ثالثاً: الاستثمارية
0.850	0.850	0.850	0.850	0.550	0.550	0.550	0.550	0.550	0.550	0.550	0.550	13
0.900	1.000	1.000	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.000	1.000	1.000	1.000	14
1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	15
												رابعاً: الخدمية
14.4	12	12.05	12.05	12.05	12.05	12.05	12.05	12.05	10.25	10	9.15	16
8.250	8.750	8.000	5.250	6.000	6.000	6.000	6.000	5.100	5.000	4.750	3.300	17
												خامساً: الصناعية
4.600	4.650	4.000	3.250	3.900	3.900	3.900	3.900	4.000	4.200	3.650	3.450	18
2.150	2.300	1.700	1.740	1.550	1.600	1.600	1.550	2.050	1.850	1.850	1.850	19
2.410	2.410	2.410	2.800	2.800	2.800	2.800	2.750	2.650	2.500	2.250	2.050	20
												سادساً: الزراعية
1.140	0.950	1.000	0.850	0.850	0.850	0.850	0.900	0.900	1.000	0.950	0.950	21
5.500	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	4.000	3.500	3.500	3.150	22

المصدر: النشرات الشهرية الصادرة من سوق العراق للأوراق المالية لعام 2009

جدول(3-8)

انحراف القيم السوقية عن القيم الحقيقية للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لعام 2009 بالدينار العراقي

ك1 Dec	ت2 Nov	ت1 Oct	أيلول Sep	أب Aug	تموز July	حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	ك2 Jan	تسلسل الشركة
												أولاً: المصرفية
-1.170	-1.150	-990	-1.260	-810	-410	-480	-400	-950	-550	-450	200	1
1.983	2.152	2.286	2.64	3.765	3.536	3.693	2.976	2.582	2.974	2.701	0.829	2
-2.216	-2.859	-3.252	-3.239	-3.2	-3.209	-3.21	-3.259	-3.323	-3.104	-2.777	-2.638	3
-0.719	-0.663	-0.651	-0.577	-0.497	-0.513	-0.516	-0.513	-0.542	-0.507	-0.602	-0.549	4
0.173	0.216	0.219	0.397	1.064	0.528	0.528	0.528	0.335	0.436	0.262	0.03	5
-1.614	-1.751	-1.93	-1.977	-3.65	-3.662	-3.664	-3.662	-3.686	-3.657	-2.694	-1.738	6
2.048	2.248	2.278	2.534	3.493	3.243	2.828	2.863	2.524	2.993	2.759	2.166	7
-1.067	-1.165	-1.163	-1.498	-1.486	-1.488	-1.489	-1.488	-1.493	-1.637	-1.644	-1.404	8
-0.543	-0.465	-0.405	-0.278	0.105	0.027	0.012	0.027	-0.11	-0.042	-0.107	0.017	9
4.322	4.468	4.834	5.404	7.147	6.83	6.77	5.9	5.288	6.064	5.825	3.21	10
6.066	6.664	6.827	7.503	9.257	8.829	8.745	8.829	8.055	9.145	8.193	6.999	11
												ثانياً: التأمين
2.133	2.346	2.399	2.704	3.449	3.266	3.236	3.266	2.931	3.508	3.109	2.579	12
												ثالثاً: الاستثمارية
3.875	4.158	4.368	4.83	6.516	6.233	6.18	6.233	5.739	6.348	5.571	0.92	13
0.918	0.924	1.007	1.08	1.602	1.505	1.486	1.505	1.412	1.644	1.354	1.007	14
4.263	4.57	4.792	5.294	6.853	6.519	6.463	6.519	5.962	6.63	5.795	3.762	15
												رابعاً: الخدمية
-7.139	-4.314	-4.038	-3.326	-1.281	-1.676	-1.775	-1.676	-2.388	0.321	-0.595	-1.069	16
-6.079	-6.455	-5.615	-2.64	-2.76	-2.895	-2.918	-2.895	-2.22	-1.85	-1.938	-0.893	17
												خامساً: الصناعية
-3.371	-3.348	-2.637	-1.766	-2.063	-2.136	-2.148	-2.136	-2.358	-2.399	-2.056	-2.075	18
0.398	0.397	1.113	1.322	2.227	2.045	2.012	2.095	1.33	1.861	1.45	0.986	19
-0.813	-0.721	-0.648	-0.883	-0.415	-0.51	-0.527	-0.46	-0.525	-0.171	-0.181	-0.272	20
												سابعاً: الزراعة
0.237	0.508	0.525	0.81	1.202	1.121	1.107	1.071	0.936	1.011	0.832	0.589	21
3.66	4.66	-2.989	-2.899	-2.631	-2.685	-2.695	-2.685	-2.782	-2.164	-2.313	-2.13	22

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على القيم الحقيقية والسوقية للأسهم

وكما يلاحظ من الجدول (3-8) إن كل القيم للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية أظهرت انحرافات لقيمتها السوقية عن الحقيقية لعام 2009 أي إن نسبة الخطأ في تسعير الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية هي (100%) وهذا ما يثبت أن هنالك معلومات داخلية غير معلنة متاحة لمطلعين داخليين فقط أدت إلى ظهور الانحرافات في القيم السوقية عن الحقيقية وهو ما يتعارض مع الفرضية الرئيسية والفرضيات الفرعية للدراسة.

ثانياً-تحليل واختبار معنوية معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بتغيرات أسعار الأسهم الشهرية:

إن اختبار الارتباط الذاتي هو اختبار إحصائي يستخدم لاختبار الاستقلالية في تغيرات أسعار الأسهم المتعاقبة وبالتالي معرفة ما إذا كانت أسعار الأسهم تتبع السير العشوائي (Kutner,etal,2005,p48) وفي ضوء ذلك يتم معرفة ما إذا كانت السوق المالية كفوءة بالشكل الضعيف وقد ركزت هذه الفقرة على التغيرات في الأسعار الشهرية فقد تم حساب معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بهذه التغيرات لجميع الشركات عينة البحث وللتخلفات (Lags=1,2,.....10) وفق المعادلة التالية :

$$RT = \frac{COV(UT_2, UT - 1)}{\sigma^2(UT)} \dots\dots\dots (1)$$

ولغرض اختبار معنوية معاملات الارتباط الذاتي فقد تم حساب حدود الثقة وفق المعادلة التالية :

$$Confidence\ Limits = \pm 2s. e(rt) \dots\dots\dots (2)$$

إذ أن اختراق معامل الارتباط الذاتي (قيمه تساوي أو تفوق ضعف الخطأ المعياري) لحد الثقة الأعلى أو الأدنى يشير إلى وجود اعتمادية معنوية إحصائياً بمستوى ثقة (95 %) وأن نتائج معاملات الارتباط الذاتي مبينة في جدول (5) .

جدول (3-9)

يبين معاملات الارتباط الذاتي الشهرية للتخلفات (T=1,2,.....,10)

التخلفات (lags)										تسلسل الشركة
10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	
										أولاً:المصرفية
-0.11	000	-0.12	0.10	-0.02	-0.28	-0.43	0.23	-0.22	-0.20	1
-0.15	-0.33	0.18	-0.09	-0.54	0.11	-0.15	0.29	-0.24	0.02	2
-0.03	-0.29	0.27	-0.04	-0.91	-0.13	0.06	000	-0.20	-0.27	3
0.05	-0.37	0.10	0.07	-0.13	-0.03	-0.02	0.12	-0.15	-0.13	4
-0.09	000	0.07	-0.23	0.03	-0.16	-0.45	0.43	-0.31	-0.15	5
0.04	0.02	0.04	0.05	-0.02	000	-0.17	-0.16	-0.14	-0.27	6
-0.03	-0.03	-0.03	-0.09	0.09	-0.23	-0.19	0.06	-0.29	-0.11	7

0.04	000	000	-0.13	-0.51	0.22	-0.24	0.24	-0.38	-0.15	8
0.04	-0.13	-0.05	0.62	-0.08	000	-0.20	0.07	000	-0.69	9
0.08	0.02	-0.21	-0.11	-0.15	-0.08	-0.26	0.06	-0.19	-0.11	10
-0.18	-0.04	000	-0.07	0.07	-0.24	-0.29	0.23	-0.21	0.02	11
-0.03	-0.10	0.02	000	-0.19	-0.07	-0.35	0.14	-0.21	-0.18	المتوسط
										ثانياً: الاستثمارية
000	-0.04	-0.04	000	-0.43	0.02	000	-0.10	000	-0.22	12
0.20	0.36	000	-0.28	-0.51	0.05	000	0.05	0.25	-0.35	13
-0.04	000	-0.08	-0.04	000	000	000	-0.33	000	0.15	14
000	000	000	000	000	0.28	000	000	000	0.26	15
0.04	0.08	-0.03	-0.08	-0.23	0.08	000	-0.09	0.06	-0.04	المتوسط
										ثالثاً: الخدمية
000	000	000	000	000	000	-0.28	000	0.06	000	16
0.07	0.08	-0.22	-0.12	0.12	000	000	000	000	-0.23	17
0.19	0.02	-0.04	-0.06	-0.25	-0.04	000	000	0.02	-0.07	المتوسط
										رابعاً: الصناعية
0.01	-0.09	-0.05	0.17	0.11	-0.59	0.12	0.08	0.09	000	18
0.02	-0.13	-0.08	0.19	000	0.07	0.17	-0.19	0.05	-0.30	19
0.18	-0.03	0.06	-0.10	0.13	-0.07	-0.06	0.03	-0.06	0.06	20
0.07	-0.08	-0.02	0.08	0.08	-0.19	0.07	-0.02	0.02	0.03	المتوسط
										خامساً: الزراعية
0.06	-0.13	-0.22	000	000	-0.22	0.12	-0.31	000	-0.03	21
-0.03	-0.07	000	-0.06	-0.06	-0.03	000	000	0.03	-0.19	22
0.01	-0.1	-0.11	-0.03	-0.03	-0.12	0.06	-0.15	0.01	-0.11	المتوسط

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد مخرجات الحاسبة الالكترونية

ويلاحظ من الجدول بأن قيم معاملات الارتباط الذاتي لجميع التخلفات هي صغيرة المقدار بشكل عام إذ أن أعلى قيمة لها بلغت (0.62) وهي تخص مصرف كوردستان (شركة مالية) كما أن (77.27%) من معاملات الارتباط الذاتي للتخلف الأول ($lag=1$) هي معنوية إحصائياً (اصغر من ضعف الخطأ المعياري) وهذه النسبة تشير إلى أن الاعتمادية في سلسلة تغيرات أسعار الأسهم الشهرية لسوق العراق للأوراق المالية قليلة كما ويلاحظ من الجدول أن (17) معاملاً ارتباط من أصل (22) معاملاً إشارته سالبة وان هناك (3) معاملات فقط موجبة و(2) من المعاملات تساوي (0) للتخلف الأول أما بالنسبة للتخلفات الأخرى فهي مبينة في الجدول

: (6)

جدول (10-3)

عدد معاملات الارتباط الذاتي الموجبة والسالبة والتي تساوي صفر إلى الكلية للتخلفات
(T=2,.....10)

التخلف	الموجبة /الكلية	السالبة/الكلية	الصفر/الكلية
2	22/4	22/11	22/7
3	22/12	22/5	22/5
4	22/4	22/12	22/6
5	22/6	22/11	22/5
6	22/6	22/11	22/5
7	27/6	22/12	22/4
8	22/6	22/10	22/6
9	27/4	22/12	22/6
10	22/11	22/8	22/3

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على جدول معاملات الارتباط الذاتي للأسعار الشهرية للأسهم

يتبين من الجدول بأن الاعتمادية سالبة وصفرية بشكل عام في سلسلة تغيرات الأسعار الشهرية في التخلفات (T=2,.....,9) باستثناء التخلف (T=3) فان الاعتمادية فيه موجبة وتعبير آخر أن التغيرات في أسعار الأسهم غير مرتبطة مع بعضها فان الارتفاع في سعر سهم معين هذا الشهر قد لا يؤدي بالضرورة إلى ارتفاعه في الشهر القادم ولا بعد أشهر لان الاعتمادية بشكل عام سالبة وأحيانا صفرية أي أن الاعتمادية في تغيرات أسعار الأسهم الشهرية قليلة جدا وفي بعض الأحيان لا توجد اعتمادية من الأساس وهذا ما يلاحظ بشكل عام في معاملات الارتباط الذاتي على مستوى كل شركة فالإشارة السالبة لمعاملات الارتباط الذاتي هي الأكثر ظهورا وهذا ما يؤكد بأن أسعار الأسهم تسلك مسارا عشوائياً .

ويتضح من الجدول(9-3) أن أعلى قيمة مطلقة لمتوسط معاملات الارتباط الذاتي بلغت (0.35) لشركات القطاع المصرفي و(0.23) لشركات قطاع الاستثمار و(0.25) لشركات القطاع الخدمي و(0.19) لشركات القطاع الصناعي و(0.15) في شركات القطاع الزراعي وهذا يشير إلى أن مقدار الاعتمادية لسلسلة تغيرات الأسعار الشهرية كبير بالنسبة لأسهم الشركات المصرفية ثم شركات القطاع الخدمي ومن ثم شركات قطاع الاستثمار وتليها الشركات الصناعية وأخيرا شركات القطاع الزراعي .

ومن الجدول (9-3) وباستخدام المعلومات الخاصة بكل شركة فان جدول (11-3) يبين الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية مرتبة تنازليا بحسب أعلى قيمة مطلقة لمعاملات الارتباط الذاتي الخاصة بكل واحدة منها :

جدول (11-3)

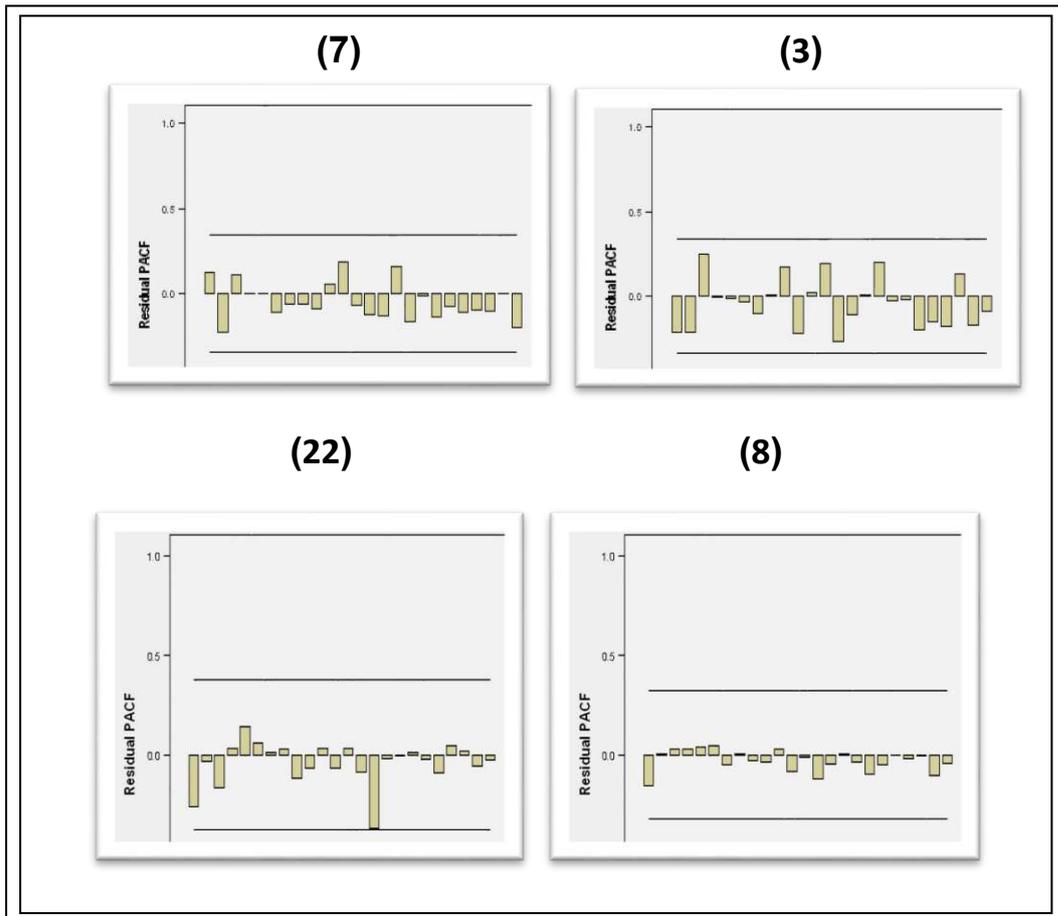
الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية مرتبة تنازليا بحسب أعلى قيمة مطلقة لمعاملات الارتباط الذاتي الشهرية

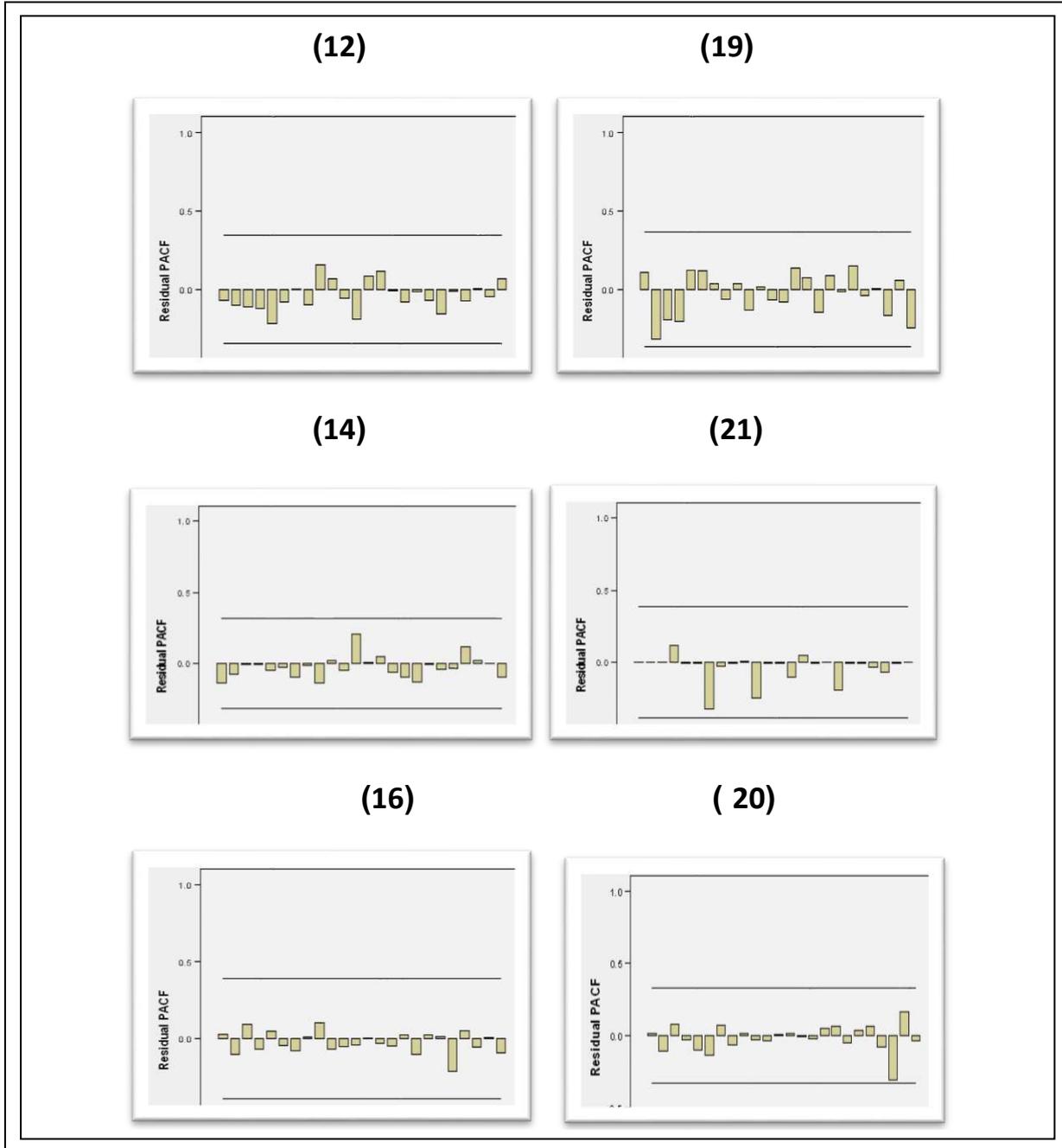
أعلى معامل ارتباط ذاتي (قيمة مطلقة)	تسلسل الشركة	أعلى معدل ارتباط ذاتي (قيمة مطلقة)	تسلسل الشركة
0.29	11	0.91	3
0.29	7	0.69	9
0.28	15	0.59	18
0.28	16	0.54	2
0.26	10	0.51	8
0.23	17	0.51	13
0.19	22	0.45	5
0.18	20	0.43	1
0.17	6	0.43	12
		0.37	4
		0.33	14
		0.31	21
		0.30	19

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معاملات الارتباط الذاتي الشهرية للأسهم

ويلاحظ من الجدول أن مصرف الائتمان يمتلك أكبر معامل للارتباط الذاتي (0.91) وهذا يعني أنه يمتلك أكبر اعتمادية موجودة مقارنة بالشركات الأخرى ويليها في الاعتمادية شركة البادية للنقل العام (0.88) وتستمر قيمة معامل الارتباط الذاتي بالانخفاض إلى أن تصل قيمته إلى أدناها (0.17) في مصرف الاقتصاد وعلى العموم فإن جميع معاملات الارتباط الذاتي هي منخفضة القيمة وتدل على عدم وجود اعتمادية بين أسعار الأسهم الشهرية ولقد تم اختيار (10) شركات بشكل عشوائي من بين الشركات عينة الدراسة وذلك لغرض إظهار معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بكل واحدة منها بيانياً في الشكل (3-19) وقد توزعت الشركات العشر بواقع (3) شركات من القطاع المصرفي وهي: مصرف الائتمان (3)، مصرف الخليج (7)، مصرف الموصل

(8) وشركتان استثماريتان هما: شركة الخير للاستثمار (13)، وشركة الباتك للاستثمار (15)، وشركة خدمية واحدة هي: الموصل لمدن الألعاب (16)، وشركتان صناعيتان هما: الكندي لإنتاج اللقاحات (19)، العراقية للصناعات الهندسية (20) وشركة واحدة زراعية هي: الشرق الأوسط للأسماك (22):





شكل (19-3)

معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بتغيرات الأسعار الشهرية للشركات العشر المختارة
(اعتمادية معنوية إحصائية)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

وكما هو مبين في الشكل فان كل جزء منه يصور بيانيا معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بكل شركة المحور العمودي من كل رسم بياني يمثل مقدار معامل الارتباط الذاتي , أما المحور الأفقي يمثل عدد التخلفات (Lags), والخطان يمثلان حدي الثقة الأعلى والأدنى ونلاحظ من الشكل بان معاملات الارتباط الذاتي لم تخترق حدود الثقة لكن مست الحد الأدنى له معاملان ارتباط واحد في الشركة العراقية للصناعات الهندسية والآخر في مصرف الموصل ويتبين من الشكل أن الاعتمادية في سلسلة تغيرات أسعار الأسهم الشهرية قليلة وفي بعض الأحيان غير موجودة حتى لومس معاملان ارتباط حد الثقة الأدنى في الشركة العراقية للصناعات الهندسية ومصرف الموصل ولكنه مقارنة بعدد المعاملات التي لم تمس حدود الثقة يعد قليلاً جدًا ولتأكيد ذلك سيتم عرض وتحليل واختبار معنوية معاملات الارتباط الذاتي على مستوى السوق ككل بجميع قطاعاته وذلك من خلال استخراج متوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لجميع الأسهم عينة الدراسة ووفقا لذلك فقد تم حساب قيمة معاملات الارتباط الذاتي لعشرة تخلفات كما مبين في جدول (3-12) :

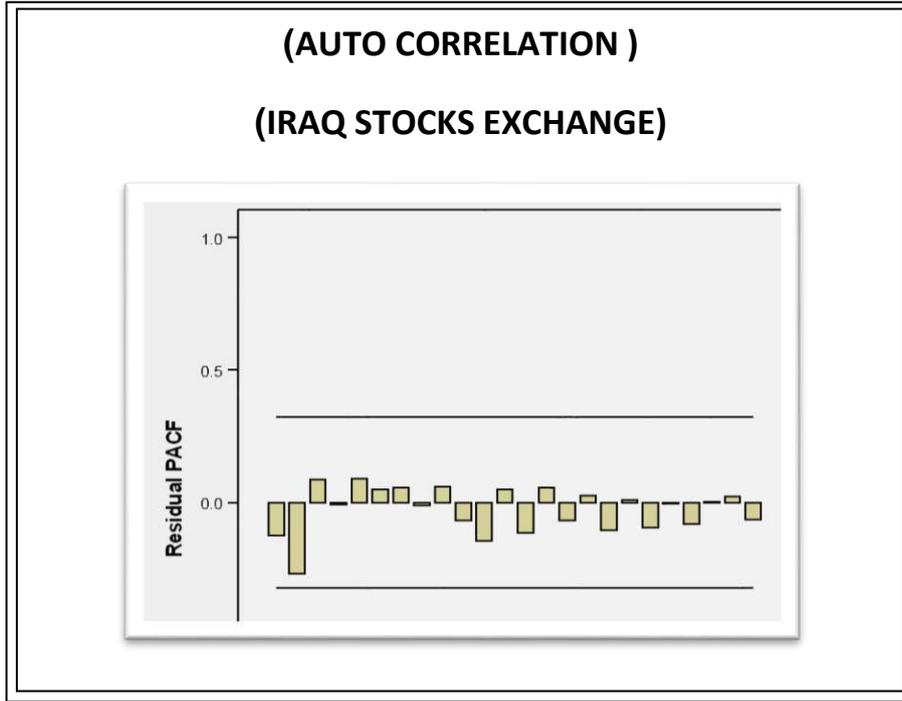
جدول (3-12)

معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بمتوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لجميع الأسهم عينة الدراسة وللتخلفات (10,.....,1) (T=1)

التخلفات (Lags)										السوق
10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	
0.01	-0.03	-0.04	0.00	0.20	-0.02	-0.16	-0.09	-0.11	-0.11	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

ويظهر من قيم معاملات الارتباط الذاتي في الجدول إنها صغيرة بشكل عام وفي التخلف (7) كانت تساوي (0) والرسم البياني لهذه النتائج في الشكل (3-20) :

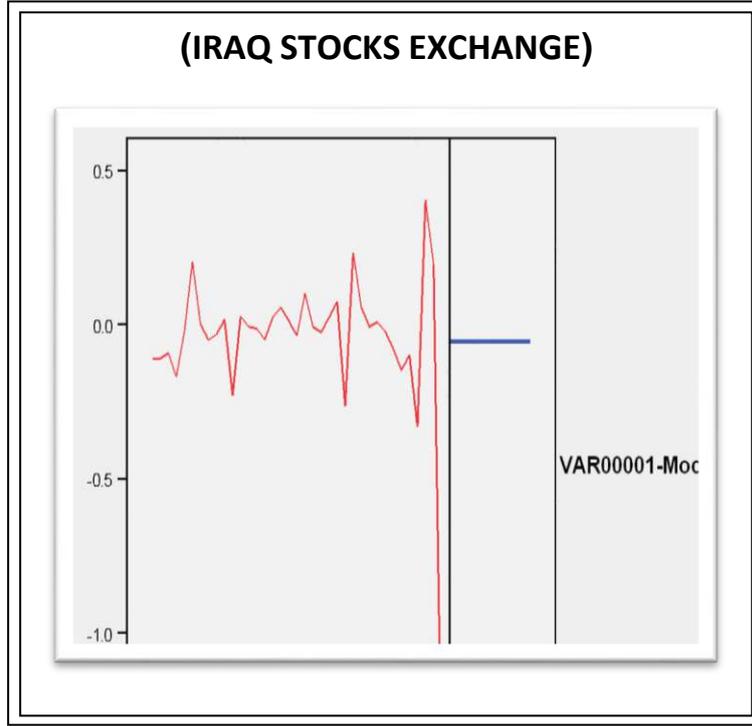


شكل (20-3)

معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بمتوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لجميع الأسهم عينة الدراسة

ويتبين من الشكل انه لم يخترق حدود الثقة أي معامل من معاملات الارتباط الذاتي ونستج من الجدول (3-12) والشكل (3-20) بأن الاعتمادية قليلة جدا وأحيانا معدمة في سلسلة متوسطات الأسعار اليومية لأسهم سوق العراق للأوراق المالية .

كما ويلاحظ بان إشارة المعاملات سالبة في سبعة من التخلفات وموجبة في اثنين فقط وهي توحي بأن الارتباط ضعيف بين تغيرات أسعار الأسهم الشهرية مما يدل على أن حركة الأسعار عشوائية وتعتمد على المعلومات الجديدة الواصلة إلى السوق بخصوص السهم نفسه وليس على التغيرات في الأسعار للمدد القادمة أو المدد الماضية ولاختبار ذلك فقد تم رسم السلسلة الزمنية لمتوسطات تغيرات الأسعار الشهرية للأسهم عينة الدراسة (السوق) بيانيا والشكل (3-21) يوضح ذلك:



شكل (21-3)

السلسلة الزمنية لمتوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

ويلاحظ من الشكل ببساطة ووضوح حركة السير العشوائي لأسعار الأسهم فهي ترتفع وتنخفض بعشوائية تامة دون الارتباط بالتغيرات الحاصلة أو التي ستحصل في المستقبل للأسعار المستقبلية .

وعليه فإن هذه التحركات تجعل من غير الممكن التنبؤ بشكل جيد بتغيرات الأسعار المستقبلية ولذلك فإن متابعة حركة تغيرات الأسعار الشهرية لأسهم سوق العراق للأوراق المالية لا تمكن أي مستثمر من التنبؤ بالأسعار المستقبلية وبالتالي لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير طبيعية ومن ذلك نستنتج أن سوق العراق للأوراق المالية قد وصل إلى درجة الكفاءة الضعيفة وهو ما يتفق مع الفرضية الفرعية (5) واختبار الكفاءة المتوسطة لسوق العراق للأوراق المالية استخدم أنموذج تسعير الموجودات (CAPM) والذي يحدد بموجبه سعر السهم بعد إعلان الشركة لحدث ما ومعرفة مقدار الاستجابة لهذا الحدث والمقارنة مع الأسعار السوقية

لتحديد العوائد الغير طبيعية التي يمكن تحقيقها نتيجة الإعلان عن الأرباح من قبل الشركات ومعرفة هل السوق وصل إلى الدرجة المتوسطة من الكفاءة أم لا .

وصيغة الأنموذج هي كالتالي:

$$R_i = R_f + B_i(R_M - R_F)$$

إذ إن:

R_i = معدل عائد السهم .

R_f = العائد الخالي من المخاطرة .

B_i = معامل بيتا .

R_m = عائد السوق .

والحدث الذي سوف يجري اختبار استجابة أسعار الأسهم له هو إعلان تحقيق الأرباح من قبل مجالس إدارة الشركات فالشركة التي أعلنت عن تحقيقها لأرباح عام (2007) يلاحظ أسعار أسهمها قبل (6) أشهر من تاريخ الإعلان أي شهر حزيران من عام (2006) واختبار التغيرات التي حصلت على السعر ل(6) أشهر بعد إعلان الحدث بواسطة أنموذج التسعير ثم مقارنة النتائج مع الأسعار السوقية لمعرفة ما إذا كانت الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة في السوق والأسعار تستجيب للمعلومات الجديدة أم لا وهل هنالك عوائد غير طبيعية يمكن أن يحققها المستثمر جراء حصوله على المعلومة والجدول (3-13) يوضح معامل Beta للأسهم ل(13) شهرا :

جدول (3-13)

معامل Beta للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة
(من حزيران 2007 لغاية حزيران 2008)

معامل Beta	الشركة والقطاع
	قطاع المصارف
0.922	1. المصرف التجاري العراقي
0.337	2. مصرف الشرق الأوسط
0.705	3. مصرف الائتمان

0.838	4. مصرف سومر
0.577	5. مصرف بغداد
0.184	6. مصرف الاقتصاد
0.856	7. مصرف الخليج
0.380	8. مصرف الموصل
0.830	9. مصرف كردستان
0525	10. مصرف الوركاء
0.908	11. مصرف بابل
	قطاع التأمين
0.385	12. شركة الأمين للتأمين
	قطاع الاستثمار
0.235	13. الخير للاستثمار
0.830	14. الزوراء للاستثمار
-0.337	15. الباتك للاستثمار
	قطاع الخدمات
-0.337	16. الموصل لمدن الألعاب
0.058	17. البادية للنقل
	قطاع الصناعة
0.365	18. العراقية للسجاد
0.442	19. الكندي لصناعة اللقاحات
0.389	20. العراقية للصناعات الهندسية
	قطاع الزراعة
0.287	21. الأهلية الزراعية
-0.231	22. الشرق الأوسط للأسماك

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

والجدول (3-14) يبين الأسعار السوقية ل(13) شهرا (6) أشهر قبل إعلان الأرباح و(6) أشهر بعد الإعلان وشهر الإعلان:

جدول (14-3)

الأسعار السوقية للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية
للمدة (من شهر حزيران 2007 لغاية حزيران 2008) بالدينار العراقي

حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	كانون Jan	كانون Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	سبتمبر Sep	أغسطس Aug	تموز July	حزيران June	تسلسل الشركة
													أولاً: المصرفية
1.350	1.400	1.350	1.500	1.450	1.400	1.350	1.350	1.450	1.650	1.750	2.500	1.400	1
2.300	2.950	2.900	2.850	2.950	2.700	2.500	2.200	2.300	2.850	2.850	2.850	2.450	2
4.650	4.400	3.900	4.100	4.000	3.800	3.600	3.500	3.700	3.750	3.900	5.250	4.000	3
900	900	900	1.000	1.000	1.000	900	900	900	1.050	1.150	1.350	950	4
3.200	3.200	2.900	2.900	2.950	2.950	3.100	2.300	2.750	2.600	2.800	3.450	2.350	5
2.300	2.250	2.200	2.050	2.150	2.000	3.000	3.000	3.000	3.000	2.700	2.500	2.300	6
1.250	1.250	1.200	1.250	1.250	1.250	1.500	1.500	1.500	1.450	1.550	2.100	1.150	7
1.150	1.150	1.150	1.150	1.200	1.100	1.050	1.050	1.050	1.200	1.200	1.200	1.200	8
1.800	1.600	1.550	1.700	1.750	1.750	1.750	1.800	2.400	2.500	2.850	3.000	1.600	9
1.450	1.450	1.450	1.450	1.500	1.450	1.400	1.400	1.500	1.600	1.650	1.700	1.700	10
1.150	1.250	1.150	1.250	1.200	1.100	1.250	1.150	1.200	1.350	1.450	1.750	1.000	11
													ثانياً: التأمين
1.050	1.050	1.000	1.000	1.000	1.000	950	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	12
													ثالثاً: الاستثمارية
550	600	600	800	700	500	600	850	800	800	800	650	450	13
1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	14
1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	15
													رابعاً: الخدمية
6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	6.000	16
3.400	3.000	2.900	3.000	2.750	2.850	2.850	3.100	3.150	3.150	2.700	2.500	1.500	17
													خامساً: الصناعية
3.150	3.400	3.300	3.050	2.950	3.100	3.100	3.100	2.950	2.500	3.550	4.000	4.000	18
1.600	1.750	1.800	1.750	1.700	1.750	1.800	1.800	1.800	1.800	2.000	2.050	2.050	19
2.000	2.000	2.000	2.050	2.000	2.000	2.200	2.000	2.000	2.000	2.250	2.150	2.150	20
													سادساً: الزراعة
800	800	750	750	750	750	800	800	700	800	800	800	800	21
1.950	1.950	1.950	1.750	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.250	1.300	1.250	22

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الشهرية الصادرة من سوق العراق للأوراق المالية

وبتطبيق معادلة أنموذج CAPM على بيانات أسهم الشركات نتوصل إلى القيمة التي يجب أن يكون عليها السهم في السوق (المتوقعة) وبمقارنتها بالقيمة السوقية (الفعلية) نستخرج العوائد

الغير عادية التي يحققها المستثمرين نتيجة استجابة السعر للمعلومة الجديدة وهي إعلان توزيع الأرباح وان العائد الخالي من المخاطرة يمثل سعر الفائدة الذي يفرضه البنك المركزي على ودائع المصارف وقد بلغ في العراق (6%) للمدة المبحوثة وهذا ما يوضحه الجدول(3-15) :

جدول (3-15)

الأسعار المتوقعة للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية
للمدة (من شهر حزيران 2007 لغاية حزيران 2008) بالدينار العراقي

حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	ك2 Jan	ك1 Dec	ت2 Nov	ت1 Oct	أيلول Sep	أب Aug	تموز July	حزيران June	تسلسل الشركة
													أولاً: المصرفية
1.500	1.650	1.700	1.630	1.900	1.640	1.450	1.800	1.600	1.750	1.800	2.750	1.870	1
2.500	3.116	3.000	2.900	3.164	3.850	2.660	1.161	1.805	2.832	1.250	2.600	2.756	2
3.000	2.330	2.900	3.850	3.500	4.000	2.205	1.870	3.450	3.340	3.850	1.500	1.456	3
1.349	1.800	1.550	2.980	1.700	2.880	2.200	1.750	1.900	2.650	2.200	2.400	1.710	4
1.450	2.000	3.000	2.908	3.100	3.000	2.905	2.900	2.100	2.500	3.000	1.650	1.213	5
1.500	1.890	3.900	2.750	3.760	3.900	2.208	1.200	1.400	2.600	2.900	1.750	464	6
1.900	2.000	4.120	3.800	4.000	4.809	2.250	1.130	1.800	1.990	1.900	2.850	1.744	7
1.021	2.750	4.098	3.500	3.950	3.740	3.300	1.900	1.850	1.800	1.650	1.600	837	8
2.000	2.670	3.800	2.900	2.750	2.750	2.600	2.098	3.100	3.000	3.117	1.400	1.694	9
1.700	1.690	4.150	2.800	2.960	3.800	1.900	1.790	1.900	2.000	1.830	3.100	1.114	10
2.670	2.005	3.200	3.000	3.400	4.001	2.250	1.600	2.110	2.300	2.870	1.500	1843	11
													ثانياً: التامين
2.770	2.908	4.900	2.094	3.650	3.940	1.800	1.700	1.800	1.990	1.905	1.200	114	12
													ثالثاً: الاستثمارية
3.800	4.000	5.009	2.600	4.800	5.000	2.120	1.670	1.900	2.100	1.150	900	847	13
2.180	2.000	4.780	2.890	3.200	3.980	2.000	1.500	1.900	2.850	1.980	500	114	14
1.349	1.800	5.411	2.988	3.164	4.400	2.205	2.000	1.800	4.200	5.760	6.504	5.614	15
													رابعاً: الخدمية
1.500	1.650	4.511	3.900	3.995	5.100	2.300	1.161	1.770	1.990	3.000	2.450	1.694	16
1.487	1.890	5.500	3.180	3.590	2.700	2.900	1.210	1.507	2.900	2.800	5.500	4.114	17
													خامساً: الصناعية
2.000	2.905	4.012	2.900	3.308	4.609	3.100	2.000	2.076	3.090	4.000	3.600	2.242	18
1.890	2.294	5.000	3.000	3.006	3.000	2.740	1.150	1.250	1.560	1.560	1.400	1.161	19
2.100	3.020	4.870	4.650	4.000	4.090	2.500	1.703	2.000	2.780	2.730	1.750	1.098	20
													سادساً: الزراعية
3.201	4.180	5.140	3.100	3.250	3.209	1.090	2.220	1.095	3.000	1.000	1.600	1.954	21
1.005	2.907	4.500	4.000	4.001	5.109	3.030	3.100	3.005	2.901	2.900	1.700	1.855	22

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

والجدول (16-3) يوضح العوائد الغير عادية قبل وأثناء وبعد تاريخ الإعلان عن الأرباح والتي تم حسابها وفق الصيغة التالية:

$$ER = RJT - \bar{R}T$$

إذ أن :

ER = العائد الغير عادي .

RJT = العائد الفعلي للسهم.

$\bar{R}T$ = العائد المتوقع للسهم.

جدول (16-3)

الفرق بين الأسعار المتوقعة و السوقية (العوائد الغير عادية) لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (من شهر حزيران 2007 لغاية حزيران 2008) بالدينار العراقي

تسلسل الشركة	حزيران	تموز	أب	أيلول	1ت	2ت	ك1	ك2	شباط	آذار	نيسان	أيار	حزيران
أولا: المصرفية	June	July	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	June
1	-470	-250	-50	-100	-150	-450	-100	-240	-450	-130	-350	-250	-150
2	-306	250	1.600	18	495	1.039	-160	-1.150	-214	-50	-100	-166	-200
3	2.544	3.750	50	410	250	1.630	1.395	-200	500	250	1000	2.070	1.650
4	-760	-1.050	-1.050	-1.600	-1000	-850	-1.300	-1.880	-700	-1.980	-650	-900	-440
5	1.137	1.800	-200	100	650	-600	195	-50	-150	-8	-100	1.200	1.750
6	1.836	750	-200	400	1.600	1.800	792	1.900	-1.610	-700	1.700	360	800
7	594	751	-350	-540	-300	370	-750	-3.559	-2.550	-2.920	-750	-650	-700
8	363	-400	-450	-600	-800	-850	-2.250	-2.600	-2.350	-2.948	-1.610	290	200
9	-94	1.600	-267	-500	-700	-298	-850	-1000	-1000	-1.200	-2.250	-1.700	-200
10	486	-100	1.020	500	500	10	-150	-2.050	-1.210	-1.100	-2.600	-90	100
11	1.842	250	1.420	-950	-910	-450	-1.000	-2.900	-2.200	-1.751	-2.050	-755	-1.570
ثانيا: التامين	June	July	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	June
12	986	-100	-805	-890	-700	-600	948	-2.650	-1.094	-3.900	-1.858	-1.720	-800

ثالثا:الاستثمارية													
13	253	200	-50	-1000	-800	-570	1.170	-4000	-3.800	-1.600	-4.009	-2.950	-2.750
14	886	500	-980	-1.850	900	-500	-1000	-2.980	-2.200	-1.890	-3.780	-1000	-1.800
15	-4.114	-5.004	-4.260	-2.700	-300	-500	-705	-2.900	-1.664	-1.488	-3.911	-300	150
رابعا:الخدمية													
16	4.306	3.550	3000	4.010	4.230	4.839	3.700	900	2.005	2.100	1.489	4.350	4.500
17	2.614	-3000	-100	250	1.693	1.890	-50	150	-840	-180	-2.600	1.110	1.913
خامسا:الصناعية													
18	1.758	400	-450	-590	870	1.100	0	-1.509	-357	150	-712	495	1.150
19	889	650	440	240	550	650	-0.94	1.250	1.306	-1.250	-3.200	-544	-290
20	1.052	400	-480	-780	0	297	-300	-2.090	-2000	-2.600	-2.870	-1.020	-100
سادسا:الزراعية													
21	1.154	-800	-200	-2.200	395	1.420	-290	-2.459	-2.500	-2.350	-4.390	-3.380	-2.401
22	-605	-400	1.650	1.401	1.505	-1.600	-1.530	-3.609	-2.501	-2.250	-2.55	-957	945

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على جداول الأسعار الفعلية والمتوقعة

من الجدول (3-16) يمكن تحديد استجابة الأسعار السوقية لإعلان الأرباح من قبل الشركات بتاريخ (31/12/2007) ويلاحظ أن المصرف التجاري العراقي كانت عوائده الغير عادية سالبة قبل وأثناء وبعد إعلان الأرباح مع أن المعلومة هي توزيع أرباح مقدارها (2,407,306,991) دينار عراقي والأرباح التي أعلن عن تحققها عام 2006 كانت (1,072,636) دينار وهي اقل من أرباح 2007 أي إن المعلومة ايجابية (مؤاتية) وكان من المفروض أن تكون العوائد الغير عادية موجبة أثناء وقبل تاريخ الإعلان وصفر بعد تاريخ الإعلان لكن العوائد كانت سالبة بالنسبة للمصرف التجاري العراقي أما بالنسبة لمصرف الشرق الأوسط فقد كانت استجابة السعر للمعلومة بشكل متذبذب فالأرباح المعلنة عام 2007 هي (144,513,76) دينار بينما أرباح عام 2006 كانت (5,154,522) دينار اقل من صافي الأرباح 2007 إذن فالمعلومة مؤاتية (في مصلحة الشركة) لكن نلاحظ أن الأرباح الغير عادية كانت سالبة لشهر حزيران 2006 بينما كان يجب أن تكون موجبة وفي شهر الإعلان أيضا سالبة بينما كان من المفترض أن تكون موجبة وبعد إعلان الحدث كان هنالك بعض العوائد السالبة لعدة أشهر كما ويلاحظ من الجدول أعلاه أن هناك ثلاثة أشهر بعد إعلان الحدث موجبة مما يعني ان المستثمر مازال يحقق أرباحاً من المعلومة المعلنة أما مصرف الائتمان فقد استجاب السعر بشكل سريع غير متحيز لإعلان الحدث لان الأرباح الموزعة 2007 كانت

أعلى من مما موزع 2006 والأرباح الغير عادية كانت موجبة قبل وأثناء الإعلان وهذا مؤشر جيد أما الأشهر بعد الإعلان كانت سالبة للشهر الأول والباقي موجبة وهذا ما يتعارض مع فكرة الشكل المتوسط لنظرية السوق المالية الكفاءة, ويلاحظ أن مصرف سومر أيضا أعلن عن توزيع أرباح عام 2007 بمقدار (1,421,802) دينار بينما الأرباح المعلنة عام 2006 كانت (10,757,14) دينار مما يعني ان المعلومة مؤاتية وكان يجب ان تكون العوائد موجبة قبل وأثناء الإعلان لكن الملاحظ من الجدول ان الاستجابة كانت متحيزة بشكل عكسي أما مصرف بغداد فالأرباح المعلنة عام 2007 كانت أكثر من 2006 بمقدار (113,449,19) دينار لكن الاستجابة لهذه المعلومة كانت غير مستقرة فهناك أشهر قبل الإعلان استجابت بشكل عكسي كما ان هناك أشهر بعد الإعلان كانت موجبة وهكذا وكما هو موضح في الجدول أعلاه ان الشركات أعلنت عن الأرباح عام 2007 بمقدار يزيد عن 2006 فالمعلومة ايجابية والاستجابة كان من المفترض ان تكون ايجابية لكن أكثر الاستجابات كانت عكسية والباقي لم يستجب بشكل كامل للمعلومة بل الاستجابة كانت متذبذبة وغير مستقرة هذا بالنسبة للأرباح المعلنة عام 2007 .

ولغرض الحكم بدقة وموضوعية أكثر على درجة كفاءة سوق العراق للأوراق المالية نأخذ إعلان الأرباح من قبل الشركات لعام 2008 ونلاحظ الاستجابة لهذا الحدث قبل وأثناء وبعد الإعلان والجدول التالي يوضح قيمة معامل (Beta) لكل شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من حزيران (2008) لغاية حزيران (2009) والتي تم استخراجها عن طريق أنموذج الانحدار البسيط بين عائد السهم وعائد السوق والذي هو عبارة عن متوسط عوائد الأسهم المدرجة في السوق:

جدول (3-17)

**معامل Beta للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة
(من حزيران 2008 لغاية حزيران 2009)**

الشركة والقطاع	معامل Beta
قطاع المصارف	
1. المصرف التجاري العراقي	0.613
2. مصرف الشرق الأوسط	0.490
3. مصرف الائتمان	-0.204
4. مصرف سومر	0.165

0.096	5. مصرف بغداد
0.975	6. مصرف الاقتصاد
0.911	7. مصرف الخليج
0.769	8. مصرف الموصل
0.340	9. مصرف كوردستان
0.823	10. مصرف الوركاء
0.966	11. مصرف بابل
	قطاع التأمين
0.954	12. شركة الأمين للتأمين
	قطاع الاستثمار
0.430	13. الخير للاستثمار
-0.228	14. الزوراء للاستثمار
-0.342	15. الباتك للاستثمار
	قطاع الخدمات
0.881	16. الموصل لمدن الألعاب
0.954	17. البادية للنقل
	قطاع الصناعة
0.933	18. العراقية للسجاد
-0.816	19. الكندي لصناعة اللقاحات
0.965	20. العراقية للصناعات الهندسية
	قطاع الزراعة
0.754	21. الأهلية الزراعية
0.90	22. الشرق الأوسط للأسماك

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

جدول (3-18)

الأسعار السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة

(من حزيران 2008 لغاية حزيران 2009) بالدينار العراقي

حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	كانون Jan	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	سبتمبر Sep	أغسطس Aug	تموز July	حزيران June	تسلسل الشركة أولاً: المصرفية
1.380	1.400	1.550	1.450	1.450	1.400	1.150	1.200	1.200	1.400	1.400	1.350	1.350	1
1.850	2.600	2.600	2.700	2.350	2.300	2.150	2.100	2.100	2.250	2.150	2.400	2.300	2
3.400	3.450	3.500	3.300	2.950	2.800	2.850	2.650	2.700	4.450	4.450	4.450	4.650	3

900	900	900	900	950	850	900	900	900	900	900	900	900	4
2.450	2.450	2.450	2.600	2.450	2.300	2.200	2.150	2.100	2.450	2.450	2.500	3.200	5
4.000	4.000	4.000	4.000	3.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.050	2.150	2.100	2.300	6
1.800	1.800	1.800	1.750	1.450	1.450	1.450	1.450	1.450	1.450	1.450	1.400	1.250	7
1.550	1.550	1.550	1.700	1.700	1.700	1.050	1.050	1.050	1.150	1.150	1.200	1.150	8
1.850	1.850	1.850	1.950	1.800	1.700	1.600	1.600	1.600	1.900	1.950	1.950	1.800	9
1.390	2.300	2.300	2.300	1.600	1.400	1.300	1.350	1.350	1.450	1.450	1.400	1.450	10
1.750	1.750	1.750	1.750	1.600	1.350	1.200	1.150	1.250	1.150	1.250	1.200	1.100	11
													ثانيا:التامين
1.400	1.400	1.400	1.250	1.100	1.050	1.050	1.050	1.000	1.000	1.050	1.050	1.050	12
													ثالثا:الاستثمارية
550	600	550	500	550	550	550	550	500	500	500	550	550	13
1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	14
1.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	15
													رابعا:الخدمية
1.2050	1.2050	1.2050	1.0250	1.0000	9.150	9.150	9.150	8.000	6.000	6.000	6.000	6.000	16
6.000	6.000	5.100	5.000	4.750	3.300	3.100	3.000	2.650	2.650	3.000	3.500	3.400	17
													خامسا:الصناعية
3.900	3.900	4.000	4.200	3.650	3.450	3.500	3.400	3.250	3.350	3.400	3.350	3.150	18
1.600	1.550	2.050	1.850	1.850	1.850	2.500	2.500	2.500	2.500	2.500	2.450	2.100	19
2.800	2.750	2.650	2.500	2.250	2.050	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	20
													سادسا:الزراعية
850	900	900	1000	950	950	800	700	750	700	700	700	700	21
4.000	4.000	4.000	3.500	3.500	3.150	3.000	3.000	2.500	2.500	2.000	1.950	1.950	22

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الشهرية الصادرة من سوق العراق المالي

وبتطبيق معادلة أنموذج CAPM على بيانات أسهم الشركات لعام (2008-2009) نتوصل إلى القيمة التي يجب أن يكون عليها السهم (المتوقعة) وبمقارنتها بالقيمة السوقية (الفعلية) نستخرج العوائد الغير عادية التي يحققها المستثمرين نتيجة استجابة السعر للمعلومة الجديدة وهي إعلان توزيع الأرباح وان العائد الخالي من المخاطرة يبلغ (6%) بالنسبة لهذه المدة وهذا ما يوضحه الجدول (3-19) :

جدول (3-19)

الأسعار المتوقعة لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة
(من حزيران 2008 لغاية حزيران 2009) بالدينار العراقي

حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	كانون Jan	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	سبتمبر Sep	أغسطس Aug	تموز July	حزيران June	تسلسل الشركة
													أولاً: المصرفية
3.291	3.195	3.749	3.476	3.326	2.987	3.004	2.779	737	1.521	2.510	2.617	2.756	1
3.090	3.000	3.900	3.500	2.980	2.300	2.140	1.770	950	1.680	1.900	2.100	1.500	2
2.590	2.960	2.980	2.990	3.700	2.720	2.300	1.900	1.000	2.460	2.750	2.900	3.190	3
4.001	2.305	2.600	2.950	3.200	3.500	4.000	2.200	1.900	2.100	2.560	3.000	1.980	4
2.680	4.001	2.470	3.500	4.000	3.560	2.110	1.779	750	3.120	2.910	2.008	2.700	5
2.840	1.909	1.900	2.900	2.890	3.001	3.117	3.000	2.110	2.890	1.119	1.990	1.750	6
2.200	3.887	2.900	2.660	3.000	2.997	1.003	1.000	1.700	2.300	2.150	2.100	2.330	7
4.047	2.900	1.200	2.000	2.990	1.907	2.657	2.090	1.400	3.509	2.560	3.012	3.008	8
3.342	3.879	2.007	3.890	2.970	2.870	2.800	1.190	870	2.370	2.400	1.900	1.890	9
2.465	2.104	2.785	3.390	3.500	2.260	2.000	1.003	930	1.780	2.530	2.670	2.034	10
1.320	1.890	1.903	1.570	1.480	1.506	3.100	2.000	1.500	3.901	3.780	2.340	2.903	11
													ثانياً: التأمين
3.560	2.650	2.460	3.000	3.620	2.100	3.020	4.000	1.109	2.000	1.300	2.590	1.309	12
													ثالثاً: الاستثمارية
1.908	1.789	3.021	1.450	2.120	3.500	4.098	1.789	2.490	2.700	1.340	2.200	1.700	13
2.890	2.470	2.560	1.760	2.890	1.490	2.890	3.675	989	3.100	1.730	2.900	3.004	14
3.790	2.000	2.600	2.100	1.920	1.390	1.100	2.004	1.890	2.220	3.770	1.390	2.900	15
													رابعاً: الخدمية
1.340	3.112	1.600	3.704	3.901	3.800	2.470	1.670	900	1.093	2.034	3.500	3.000	16
3.001	3.123	2.780	3.408	1.200	2.890	3.039	1.490	1.000	2.267	1.576	2.800	1.759	17
													خامساً: الصناعية
2.450	1.900	1.670	2.000	2.911	3.000	2.900	2.675	1.300	3.650	3.333	1.450	3.250	18
2.789	2.012	3.109	1.098	3.760	1.993	3.008	3.670	2.500	2.901	4.119	3.100	2.490	19
1.005	1.798	2.187	2.210	3.637	1.980	2.004	1.110	1.000	1.161	1.200	2.409	1.340	20
													سادساً: الزراعية
3.120	3.128	1.050	3.907	1.309	2.126	1.890	2.890	2.576	3.001	3.490	3.001	3.800	21
3.000	1.789	2.740	1.102	2.890	2.760	1.230	1.458	2.309	2.089	1.340	2.000	2.101	22

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

جدول (20-3)

الفرق بين الأسعار المتوقعة و الفعلية(العوائد الغير عادية) لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (من شهر حزيران 2008 لغاية حزيران 2009)بالدينار العراقي

شركة	حزيران June	تموز July	أب Aug	أيلول Sep	1ت Oct	2ت Nov	1د Dec	2د Jan	شباط Feb	آذار Mar	نيسان Apr	مايار May	حزيران June
أولاً: المصرفية													
1	-1.406	-1.267	-1.110	-121	-7.358	-1.579	-1.854	-1.587	-1.876	-2.026	-2.199	-1.795	-1.911
2	800	300	250	570	1.150	330	10	0	-630	-800	-1.300	-400	-1.240
3	1.460	1.550	1.700	1.990	1.700	750	550	80	-750	310	520	490	810
4	1.080	2.100	-1.660	-1.200	-1.000	-1.300	-3.100	-2.650	-2.250	-2.050	-1.700	-1.405	-3.101
5	500	492	460	670	1.350	371	90	-1.260	-1.550	-90	-20	-1.551	-230
6	-457	-517	-360	529	126	-779	-1004	-987	-326	524	251	805	709
7	-1.507	-1.217	-1.060	-71	713	-1.329	-1.554	-1.537	-1.876	-1.726	-1.949	-1.395	-149
8	-1.607	-1.417	-1.360	-371	313	-1.729	-1.954	-1.287	-1.626	-1.776	-2.199	-1.645	-174
9	-957	-667	-560	379	863	-1.179	-1.404	-1.287	-1.526	-1.526	-1.899	-1.345	-144
10	-1.307	-1.217	-1.060	-71	613	-1.429	-1.704	-1.587	-1.726	-1.176	-1.449	-895	-190
11	-1.657	-1.417	-1.260	-371	513	-1.629	-1.804	-1.637	-1.726	-1.726	-1.999	-1.445	-154
ثانياً: التأمين													
12	-1.707	-1.567	-1.460	-521	263	-1.729	-1.954	-1.937	-2.226	-2.226	-2.349	-1.795	-189
ثالثاً: الاستثمارية													
13	-2.207	-2.067	-2.010	-102	-237	-2.229	-2.454	-2.437	-2.776	-2.976	-3.199	-2.595	-274
14	-1.756	-1.617	-1.510	-521	263	-1.779	-2.004	-1.987	-2.326	-2.476	-2.749	-2.195	-229
15	-756	-617	-510	479	1.263	-779	-1.004	-987	-1.326	-1.476	-1.749	-1.195	-229
رابعاً: الخدمية													
16	3.243	3.383	3.490	4.479	7.263	6.371	6.146	6.163	6.674	6.774	8.301	8.855	8.759
17	643	883	490	1.129	1.913	221	96	313	1.424	1.524	1.351	2.805	2.709
خامساً: الصناعية													
18	393	733	890	1.829	2.513	621	496	463	324	724	251	705	609
19	-657	-167	-10	979	1.763	-279	-504	-1.137	-1.476	-1.626	-1.699	-1.645	-169
20	-757	-617	-510	479	1.263	-779	-1.004	-937	-1.076	-976	-1.099	-445	-491
سكساً: الزراعة													
21	-2.057	-1.917	-1.810	-821	13	-2.079	-2.204	-2.037	-2.376	-2.476	-2.849	-2.295	-244
22	-807	-667	-510	979	1.763	221	-4	163	174	24	251	805	709

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على جداول الأسعار الفعلية والمتوقعة للأسهم

وكما يلاحظ من الجدول (20-3) إن الاستجابات لإعلان الأرباح تكون معظمها سالبة قبل وأثناء الإعلان وبعد الإعلان وبعض الشركات كانت استجابتها موجبة للحدث قبل وأثناء الإعلان واستمر تحقيق الأرباح غير العادية إلى ما بعد الإعلان وهو ما يتعارض مع ما ينص عليه الشكل المتوسط للكفاءة كل هذا يدل على إن سوق العراق للأوراق المالية لم يصل إلى الدرجة المتوسطة (الشبه قوي) من الكفاءة والإثبات الأخر لهذه النتيجة هو في الفقرة أولاً من هذا المبحث إذ إن نسبة انحراف القيمة الحقيقية عن القيمة السوقية لأسهم الشركات كانت (100%)

مما يدل على إن القيمة السوقية لا تعكس كل المعلومات وهي غير عادلة, وبما انه السوق لم يصل إلى الشكل الشبه قوي للكفاءة فهو لم يصل إلى الشكل القوي للكفاءة وهو ما يتعارض مع الفرضيات الفرعية للدراسة (1,2,3,4) .

المبحث الثاني

تحليل قيم أسهم الشركات واختبار كفاءة سوق عمان للأوراق المالية

أولاً-تحليل قيم أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية :

تناولت الدراسة تحليل القيم العادلة لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية وتمت مقارنتها مع القيم السوقية للأسهم لتحديد الانحرافات في القيم وما يترتب على ذلك من قبول أو رفض لفرضية الدراسة الرئيسية والفرضيات الفرعية وقد اختيرت المدة أيضا من (2006-2009) كمدة يقع ضمنها التحليل والمقارنة أما العينة التي تم تحليل أسهمها فهي كل الشركات المدرجة في سوق عمان المالي والتي تنطبق عليها المعايير والشروط المذكورة في منهجية الدراسة وقد تم حصر العينة ب(55) شركة من مجموع الشركات المدرجة في السوق انطبقت عليها الشروط والجدول (3-21) يوضح (α, B) لأسهم الشركات المدرجة في عمان للأوراق المالية للمدة (2006-2007) المستخدمة في استخراج $(P \setminus E)$ للأسهم لعامي (2008-2009):

جدول (3-21)

معاملات (B , α) لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للمدة

(2007,2006)

2007		2006		السنة	الشركة والقطاع
معامل Beta	معامل α	معامل Beta	معامل α	القطاع المالي	
074.5	0.328	0.925	0.839	1.	البنك العربي
-0.282	-0.079	0.904	0.637	2.	البنك الأهلي الأردني
-0.148	-0.036	0.963	0.059	3.	بنك الأردن
-0.187	-0.046	0.889	1.550	4.	بنك القاهرة عمان
0.325	0.320	-0.529	-0.255	5.	بنك سوسيتة جنرال
0.218	0.091	0.957	0.527	6.	بنك المال الأردني
-0.571	-0.400	0.974	1.014	7.	البنك الاستثماري
-0.311	-0.093	0.895	0.495	8.	بنك المؤسسة العربية
-0.311	0.093	0.981	1.472	9.	بنك الاتحاد
-0.082	0.33	0.795	0.240	10.	بنك الأردن دبي الإسلامي
0.166	0.033	0.927	0.882	11.	بنك الاستثمار العربي
-0.446	-0.778	0.918	2.459	12.	بنك الإسكان للتجارة
0.480	0.081	0.811	0.304	13.	البنك الإسلامي الأردني
0.758	0.307	0.932	0.692	14.	البنك الأردني الكويتي
0.902	0.125	0.975	0.471	15.	البنك التجاري
					قطاع الصناعة
					الصناعات الكيماوية
0.285	0.035	0.837	0.066	16.	شركة الصناعات الكيماوية
-0.351	-0.042	0.934	0.276	17.	الوطنية لصناعة الكلورين
-0.576	-0.279	0.878	0.793	18.	العربية لصناعة المبيدات
0.626	-0.063	0.753	0.304	19.	العربية للصناعات الكهربائية
-0.096	-0.011	0.778	0.244	20.	العربية لصناعة المواسير
					الصناعات الغذائية
0.135	0.007	0.840	3.016	21.	الألبان الأردنية
0.133	-0.293	0.374	0.776	22.	العالمية الحديثة للزيوت
0.603	0.008	-0.30	-0.001	23.	الوطنية للدواجن

-0.613	-0.823	0.829	2.104	24. دار الغذاء
				الصناعات الاستخراجية والتعدينية
0.979	4.456	0.478	0.025	25. مناجم الفوسفات الأردنية
-0.632	-0.004	0.011	0.002	26. مصانع الاسمنت الأردنية
0.842	3.241	0.564	0.259	27. البوتاس العربية
0.842	0.024	0.0285	0.027	28. الدولية لصناعات السيليكا
-0.685	-0.979	0.026	0.014	29. الاتحاد للصناعات المتطورة
0.341	0.957	0.907	0.653	30. مصانع الاجواخ
-0.497	-0.026	0.892	0.16	31. مصانع الاتحاد
				الصناعات الدوائية
-0.396	-1.993	0.848	0.019	32. دار الدواء للتنمية
-0.230	-0.006	0.812	0.048	33. الأردنية لإنتاج الأدوية
-0.452	-0.031	0.516	0.340	34. الحياة للصناعات الدوائية
-0.536	-0.192	0.931	0.677	35. البلاد للخدمات الطبية
				قطاع الاستثمار
0.283	0.011	0.826	0.946	36. الإقبال للاستثمار
-0.565	-0.127	-0.689	-0.494	37. الأسواق الحرة الأردنية
-0.443	-0.021	0.505	0.039	38. البحر المتوسط للاستثمارات
0.500	0.037	0.840	17.741	39. الشرق للمشاريع الاستثمارية
0.650	4.755	0.929	2.595	40. الأردن لتطوير المشاريع
0.692	0.552	-0.221	-0.603	41. المركز الأردني للتجارة
0.361	1.350	0.689	0.220	42. التسهيلات التجارية الأردنية
0.202	0.066	0.205	0.031	43. الأردنية للاستثمارات
-0.004	-0.016	-0.763	-1.598	44. بندارة للتجارة والاستثمار
				قطاع التعليم
-0.216	-0.126	0.801	0.285	45. الزرقاء للتعليم والاستثمار
0.3428	0.027	-0.426	-0.083	46. البتراء للتعليم
-0.400	-0.079	0.791	1.040	47. فيلادلفيا للاستثمارات التعليمية
				قطاع السياحة والفنادق
0.202	3.147	-0.189	-0.076	48. الفنادق والسياحة الأردنية
-0.234	-0.017	0.576	0.209	49. العربية الدولية للفنادق
-0.389	-0.070	-0.270	-0.149	50. الدولية للفنادق
				النقل والمواصلات
0.205	-0.028	0.704	0.807	51. السلام للنقل

0.156	0.440	-0.233	-0.351	52. المقايضة للنقل
0.028	0.103	-0.013	0.158	53. مسافات للنقل المتخصص
				قطاع الخدمات
11.400	0.861	1.671	0.804	54. المؤسسة الصحفية الأردنية
0.782	0.592	0.236	0.781	55. الأردنية للصحافة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج نموذج الانحدار بين P/E للسهم و P/E للسوق.

وتم استخراج القيمة الحقيقية الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية بتعويض قيم معاملات (α, β) في معادلة استخراج (P/E) المتوقعة وضرب الناتج في العائد الشهري المتوقع لكل شركة والقيم موضحة في الجدول (3-22):

جدول (3 - 22)

القيم الحقيقية الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية لعام (2008) بالدينار الأردني

ك1	ك2	ك1	أيلول	أب	تموز	حزيران	أيار	نيسان	آذار	شباط	ك2	تسلسل الشركة
Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	July	June	May	Apr	Mar	Feb	Jan	أولاً: المصرفية
59.30	60.36	56.44	61.48	62.88	60.59	60.59	68.48	632	73.52	73.52	94.13	1
13.45	13.70	12.80	13.94	14.26	13.74	13.74	14.36	16.39	16.67	16.73	21.35	2
28.51	29.02	27.16	29.56	30.24	29.13	29.13	32.94	34.74	35.34	35.45	45.27	3
22.49	22.89	21.42	23.31	23.83	22.97	22.97	25.97	27.40	27.88	27.97	35.7	4
6.95	7.08	6.61	7.20	7.36	7.10	7.10	8.03	8.47	8.61	8.69	11.04	5
9.69	9.86	9.22	10.04	10.27	9.9	9.9	11.17	11.81	12.01	12.05	15.39	6
14.6	14.9	13.9	15.2	15.5	14.9	14.9	16.9	17.8	18.1	18.2	23.24	7
12.55	12.78	11.95	13.02	13.30	12.82	12.82	14.50	15.3	15.56	15.61	19.93	8
52.75	53.7	50.25	54.7	55.95	53.9	33.9	60.95	64.3	65.4	65.6	83.75	9
10.7	10.9	10.19	11.09	11.35	10.94	10.94	12.36	13.05	13.27	13.31	16.99	10
9.60	9.78	9.15	9.96	10.18	9.81	9.81	11.09	11.70	11.91	11.94	15.25	11
3.12	3.18	2.97	3.24	3.31	3.19	3.19	3.61	3.81	3.87	3.89	4.96	12
33.58	34.2	31.96	34.81	35.60	34.30	34.30	38.77	40.93	41.61	41.76	53.31	13

38.05	38.73	36.25	39.45	40.35	38.88	38.88	43.95	46.40	47.19	47.34	60.44	14
6.05	6.16	5.76	6.27	6.41	6.18	6.18	6.98	7.37	7.50	7.52	9.60	15
												ثانياً:الصناعية
12.85	13.09	12.23	13.32	13.62	13.13	13.13	14.84	15.66	15.93	15.97	20.41	16
8.73	8.89	8.32	9.05	9.26	8.92	8.92	10.08	10.64	2.83	10.85	13.86	17
22.92	23.34	21.82	23.76	24.31	23.43	23.43	26.46	27.94	28.42	28.51	36.38	18
5.28	5.38	5.03	5.47	5.6	5.4	5.4	6.1	6.44	6.55	6.57	8.39	19
19.70	20.06	18.77	20.42	20.9	20.14	20.14	22.76	24.01	24.43	24.49	31.29	20
9.41	9.58	8.96	9.75	9.98	9.62	9.62	10.87	11.47	11.67	11.7	14.94	21
6.94	7.08	6.62	7.21	7.36	7.10	7.10	8.02	8.47	8.61	8.65	11.04	22
4.99	5.07	4.75	5.17	5.29	5.1	5.1	5.76	6.08	6.18	6.20	7.92	23
3.63	3.69	3.45	3.76	3.85	3.71	3.71	4.19	4.42	4.50	4.51	5.70	24
20.56	20.95	19.60	21.32	21.81	12.03	21.03	23.76	25.09	25.50	25.58	32.65	25
42.02	42.77	40.05	43.58	44.60	42.97	42.97	48.55	51.27	52.15	52.29	66.77	26
24.30	24.73	23.12	25.17	25.76	24.83	24.83	28.05	29.60	30.13	30.19	38.56	27
1.69	1.72	1.61	1.75	1.79	1.73	1.72	1.95	2.06	2.1	2.28	2.69	28
17.09	17.39	16.26	17.72	18.11	17.45	17.45	19.73	21.02	21.18	21.25	27.12	29
25.94	26.4	24.69	26.88	27.50	26.49	26.49	29.95	31.60	32.16	32.25	41.18	30
13.36	13.62	12.74	13.86	14.18	13.66	13.66	15.44	16.3	16.58	16.62	21.22	31
0.656	0.668	0.624	0.68	0.696	0.676	0.670	0.757	0.8	0.813	0.816	1.04	32
4.08	4.15	3.88	4.23	4.32	4.17	4.17	4.71	4.97	5.06	5.07	6.48	33
1.85	1.88	1.76	1.92	1.96	1.89	1.89	2.14	2.26	2.3	2.30	2.94	34
3.16	3.21	3.01	3.27	3.35	3.23	3.23	3.65	3.85	3.92	3.93	5.01	35
												ثالثاً:الاستثمارية
32.30	32.89	30.75	33.48	34.25	33.01	33.01	37.29	39.37	40.05	40.17	51.27	36
12.50	12.78	11.93	12.40	13.25	12.78	12.78	14.47	15.32	15.51	15.60	19.92	37
3.93	4	3.74	4.07	4.17	4.02	4.02	4.54	4.79	4.87	4.89	6.24	38
8.55	8.71	8.14	8.86	9.07	8.74	8.74	9.88	10.43	10.61	10.63	13.59	39
14.50	14.77	13.81	15.03	15.38	14.82	14.82	16.75	17.68	17.99	18.04	23.04	40
3.42	3.49	3.26	3.55	3.63	3.5	3.5	3.96	4.17	4.25	4.26	5.44	41
5.47	5.12	5.57	5.70	5.49	5.49	5.49	6.21	6.55	6.67	6.69	8.54	42
1.15	1.17	1.09	1.19	1.22	1.17	1.17	1.33	1.40	1.42	1.43	1.82	43
0.024	0.025	0.023	0.026	0.026	0.025	0.025	0.028	0.030	0.030	0.031	0.039	44

												رابعاً:التعليمية
20	20.38	19.06	20.74	21.22	20.44	20.44	23.12	24.36	24.8	24.88	31.76	45
4.57	4.66	4.36	4.74	4.85	4.67	4.67	5.29	5.58	5.68	5.69	7.28	46
17.39	17.71	16.57	18.03	17.78	17.78	17.78	20.09	21.19	21.57	21.62	27.62	47
												خامساً:السياحية
18.64	18.98	17.76	19.31	40.14	19.05	19.05	21.53	92.71	23.12	23.19	29.6	48
10.31	10.65	9.43	10.98	31.80	10.73	11.49	13.63	15.41	16.92	15.97	21.13	49
1.99	2.02	1.89	2.06	4.96	2.03	2.03	2.4	2.42	2.47	2.47	3.16	50
												سادساً:المواصلات
11.85	12.07	11.29	12.3	12.57	12.12	12.12	13.70	14.46	14.71	14.74	18.82	51
11.94	12.16	11.36	12.37	12.65	12.20	12.20	13.79	14.56	14.81	14.85	18.95	52
0.23	0.23	0.21	0.23	0.24	0.23	0.23	0.26	0.28	0.28	0.28	0.36	53
												سابعاً:الخدمية
9.49	9.67	9.04	9.84	10.07	9.71	9.71	9.64	11.58	11.78	11.81	15.08	54
6.49	6.61	6.18	6.73	6.88	6.63	6.63	7.99	7.91	8.05	8.07	10.3	55

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

والجدول (23-3) يوضح القيم السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية لعام (2008):

جدول (23-3)

القيم السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية لعام (2008)
بالدينار الأردني

ك1 Dec	ت2 Nov	ت1 Oct	أيلول Sep	اب Aug	تموز July	حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	ك2 Jan	تسلسل الشركة أولاً:المصرفية
15.16	13.80	17.00	19.65	21.83	23.02	21.67	19.79	18.10	26.53	30.68	29.95	1
16.50	17.00	19.50	22.40	23.10	26.40	24.70	23.30	24.50	26.20	27.30	29.00	2
22.40	22.40	22.00	22.90	23.70	26.60	29.00	29.70	27.20	23.90	25.90	26.80	3
25.20	26.00	28.70	32.90	34.70	37.50	32.10	33.20	31.00	29.50	34.50	34.10	4
25.00	21.70	25.20	27.90	25.20	25.20	25.20	27.50	32.50	32.50	33.50	34.00	5
20.70	21.70	18.00	18.40	20.10	21.40	23.00	22.70	23.90	23.70	23.40	22.60	6

19.00	18.40	24.30	26.00	26.00	24.80	26.40	26.60	27.20	28.00	27.40	28.10	7
14.50	14.60	15.40	17.00	19.90	20.00	21.50	22.00	21.40	21.90	21.00	22.40	8
26.70	27.60	29.40	30.00	26.40	31.10	34.40	34.60	35.10	35.70	33.90	38.10	9
22.00	22.90	34.10	38.90	42.70	43.60	40.90	36.60	33.50	36.40	33.60	34.00	10
17.00	18.00	18.60	19.10	18.50	18.90	19.00	18.60	18.40	18.60	17.90	18.90	11
8.33	8.95	9.09	9.3	9.35	8.66	8.58	8.11	7.95	7.7	8.45	8.55	12
37.00	41.40	43.60	50.60	52.50	62.00	86.10	63.00	64.70	67.50	60.40	53.40	13
45.10	46.90	53.40	62.70	69.60	70.00	73.00	74.00	73.50	66.70	83.50	90.50	14
2.27	2.11	2.47	2.57	2.45	2.6	2.54	2.66	2.6	2.56	2.69	2.9	15
												ثانياً:الصناعية
28.50	28.90	29.70	26.50	29.50	31.50	31.20	30.00	28.50	25.20	33.10	31.50	16
11.40	11.40	11.40	11.20	14.00	11.80	12.80	13.10	25.00	12.50	12.10	12.10	17
16.10	15.00	16.70	18.10	23.60	16.40	12.50	12.50	13.40	14.00	14.90	13.90	18
0.77	0.83	0.70	0.70	0.65	0.69	0.81	1.16	1.37	1.2	1.14	1.16	19
21.40	24.50	22.	25.40	19.30	18.50	22.20	26.10	22.50	20.	20.60	22.40	20
20	20	20.1	20	20	18.6	20	18.6	19	20	20	20.10	21
11.2	11.6	11	11.5	14.8	16.6	15.6	16.1	13.2	12.1	13.8	13	22
2	2	2	2	2	2	2	2.2	2.1	2.1	2.1	2	23
1.78	1.61	1.35	1.59	1.68	1.78	1.71	1.52	1.95	1.98	1.8	1.51	24
16.31	18	16.40	19.50	19.50	19.30	21.49	48.50	61.58	34.39	33.72	26.25	25
26	69.80	64.50	65	64.50	64.10	73.70	10.95	10.85	10.70	12.25	10.21	26
41.8	32	37.52	35.99	36.55	35.15	30.97	34.96	52.92	81.25	74.58	67.61	27
4.35	4.19	4.4	4.4	5.4	4.89	4.7	3.55	3.39	3.02	3.18	2.97	28
25.5	24	25.6	26.5	26	24.6	24.6	25.5	25	24.6	24.6	29	29
51	50	50	52.3	50.7	44.1	60.8	61	67.5	78	77.4	80	30
23	18.7	19.2	20.2	21.4	25.4	28.8	30.5	33.3	36.1	30.5	34.8	31
3.51	3.54	3.65	3.67	3.76	3.57	3.8	4.19	4.55	4.82	4.7	4.71	32
1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.35	1.31	1.39	1.44	33
1.21	1.32	1.35	1.36	1.36	1.39	1.37	1.12	1.09	1.22	1.37	1.27	34
1.11	1.17	1.11	1.19	1.05	1.03	1.07	1.05	1.11	1.26	1.25	1.25	35

ثالثاً:الاستثمارية												
26.9	23.2	22.3	26.4	24.4	20.9	24	27	28.3	26	25.7	24.8	36
9.29	9.09	8.7	8.5	8.8	8.8	7.93	8.29	8.90	9.03	2.6	8.91	37
1.95	1.94	2.21	1.97	2.1	2.1	2.3	2.13	2.19	2.1	2.14	2.17	38
2.38	2.65	2.15	1.84	1.9	2	2.02	2.15	1.9	1.98	2.09	2.15	39
26.9	23.2	22.3	26.4	24.4	20.9	24	27	28.3	26	25.7	24.8	40
3.65	3.64	3.74	3.35	3.27	2.93	3.35	3.49	2.38	2.62	2.4	2.75	41
1.45	1.57	1.9	2	2.05	2.09	2.12	2.12	2.55	2.45	2.45	2.3	42
3.23	3.48	3.68	4.05	3.13	2.85	3.31	3.54	3.69	3.68	3.6	3.68	43
2.5	2.3	1.54	1.98	1.86	1.96	1.78	2.88	2.85	3.1	2.92	3.37	44
رابعاً:التعليمية												
31.5	33	36	32	35	37.6	30.5	27.6	28.7	30	30	33	45
3.1	2.95	3.36	3.05	3	3.03	3	3	3	3	2.95	3.05	46
32.8	35	34.5	35.4	32	33.6	34.5	31.4	31.9	29.3	33.5	32	47
خامساً:السياحية												
8.33	8.33	8.33	8.33	8.34	8.32	7.56	7.9	7.3	6.2	7.22	8.47	48
25.2	25	25	25.5	24.2	25.9	26.6	25.5	26.9	26	26.7	26.8	49
1.25	1.39	1.47	1.28	1.41	1.62	1.63	1.4	1.22	1.22	1.2	1.2	50
سادساً:المواصلات												
18.5	18.9	18.7	21.2	23.5	24.3	25.1	24.7	26.7	25.4	26.6	25.6	51
14.1	13.3	12.4	11.8	16.6	23	27.1	21.2	20.5	18.9	21.1	23.4	52
0.70	0.72	0.72	0.99	1.2	0.95	0.80	0.89	1	0.98	1.08	1.24	53
سابعاً:الخدمية												
14.04	14	15.5	14	16.14	15.75	17.75	19.4	20.33	19.37	19.5	20.88	54
1.98	2.17	2.19	2.25	2.29	2.34	2.97	3.29	3.89	3.66	4.15	4.04	55

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الإحصائية الصادرة من سوق عمان للأوراق

وكما يلاحظ من الجدول (3-23) أن القيم السوقية انحرقت عن الحقيقية بنسب مختلفة والفرق

بين القيمتين موضح في الجدول (3-24):

جدول (24-3)

انحراف القيم السوقية عن الحقيقية للأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية لعام
(2008) بالدينار الأردني

ك1 Dec	ت2 Nov	ت1 Oct	أيلول Sep	اب Aug	تموز July	حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	ك2 Jan	تسلسل الشركة
												أولاً: المصرفية
44.14	46.56	39.44	41.83	41.05	37.57	38.92	48.69	614	46.99	43.07	64.18	1
-3.04	-3.29	-6.69	-8.45	-8.83	-12.65	-10.95	-8.93	-8.10	-9.52	-10.56	-7.64	2
6.11	6.62	5.16	6.66	6.54	2.53	0.13	3.24	7.54	11.44	9.55	18.47	3
-2.70	-3.11	-7.28	-9.59	-10.86	-14.52	-9.12	-7.22	-3.59	-1.61	-6.52	1.6	4
-18.04	-14.62	-18.58	-20.69	-17.83	-18.09	-18.09	-19.46	-24.02	-23.88	-24.86	-22.96	5
-11	-11.83	-8.77	-8.35	-9.82	-11.5	-13.1	-11.52	-12.08	-11.68	-11.34	-7.21	6
-4.4	-3.5	-10.4	-10.8	-10.5	-9.9	-11.5	-9.7	-9.4	-9.9	-9.2	-4.86	7
-1.94	-1.82	-3.44	-3.98	-6.59	-7.17	-8.67	-7.49	-6.1	-6.33	-5.38	-2.46	8
26.05	26.1	20.85	24.7	29.55	22.8	-0.5	26.35	29.2	29.7	31.7	45.65	9
-11.3	-12	-23.91	-27.81	-31.35	-32.66	-29.96	-24.24	-20.45	-23.13	-20.29	-17.01	10
-7.39	-8.21	-9.44	-9.13	-8.31	-9.08	-9.18	-7.50	-6.69	-6.68	-5.95	-3.64	11
-5.20	-5.76	-6.11	-6.05	-6.03	-5.46	-5.38	-4.49	-4.13	-3.82	-4.55	-3.58	12
-3.41	-7.2	-11.63	-15.78	-16.89	-27.69	-51.79	-24.22	-23.76	-25.88	-18.64	-0.084	13
-7.04	-8.16	-17.14	-23.24	-29.24	-31.12	-34.12	-30.04	-27.09	-19.50	-36.16	-30.05	14
3.78	4.05	3.29	3.7	3.96	3.58	3.64	4.32	4.77	4.94	4.83	6.70	15
												ثانياً: الصناعية
-15.64	-15.81	-17.46	-13.17	-15.87	-18.36	-18.06	-15.16	-12.83	-9.26	-17.12	-11.08	16
-2.66	-2.50	-3.08	-2.14	-4.73	-2.87	-3.87	-3.01	-14.35	-9.66	-1.24	1.76	17
6.82	8.34	5.12	5.66	0.71	7.03	10.93	13.96	14.54	14.42	13.61	22.48	18
4.51	4.55	4.33	4.77	4.95	4.71	4.59	4.94	5.07	5.35	5.43	7.23	19
-1.69	-4.43	-3.22	-4.97	1.6	1.64	-2.06	-3.33	1.51	4.43	3.89	8.89	20
-10.58	-10.41	-11.13	-10.24	-10.01	-8.97	-10.37	-7.72	-7.52	-8.32	-8.3	-5.16	21

-4.25	-4.52	-4.37	-4.28	-7.43	-9.49	-8.49	-8.07	-4.72	-3.48	-5.14	-1.96	22
2.99	3.07	2.75	3.17	3.29	3.1	3.1	3.56	3.98	4.08	4.10	5.92	23
1.85	2.08	2.10	2.17	2.17	1.93	2	2.67	2.47	2.52	2.71	4.25	24
4.25	2.95	3.20	1.82	2.31	1.73	-0.45	-24.7	-36.4	-8.88	-8.13	6.40	25
16.02	-27.02	-24.44	-21.41	-19.89	-21.12	-30.72	37.60	40.42	41.45	40.04	56.56	26
-17.49	-17.26	-14.39	-10.81	-10.78	-10.31	-6.13	-6.90	-23.31	-51.11	-44.38	-29.04	27
-2.65	-2.46	-2.78	-2.64	-3.60	-3.15	-2.97	-1.59	-1.32	-0.92	-0.89	-0.27	28
-8.40	-6.60	-9.33	-8.77	-7.88	-7.14	-7.14	-5.76	-3.97	-3.41	-3.34	-1.87	29
-25.05	-23.6	-25.30	-25.42	-23.19	-17.60	-34.30	-31.04	-35.89	-45.84	-45.14	-38.81	30
-9.64	-5.08	-6.46	-6.34	-7.22	-11.74	-15.14	-15.06	-17	-19.52	-13.88	-13.58	31
-2.85	-2.87	-3.02	-2.99	-3.06	-2.89	-3.12	-3.43	-3.75	-4	-3.88	-3.66	32
2.70	2.77	2.50	2.85	2.94	2.79	2.79	3.33	3.62	3.75	3.68	5.04	33
0.64	0.56	0.41	0.56	0.60	0.50	0.52	1.02	1.17	1.08	0.93	1.67	34
2.05	2.04	1.90	2.08	2.30	2.20	2.16	2.60	2.74	2.66	2.68	3.76	35
												ثالثاً:الاستثمارية
5.40	9.69	8.45	7.08	9.85	12.11	9.01	10.29	11.07	14.05	14.47	26.47	36
3.21	3.69	3.23	3.90	4.45	3.98	4.85	6.18	6.42	6.48	13	11.01	37
1.98	2.06	1.53	2.10	2.07	1.92	1.72	2.41	2.60	2.77	2.75	4.07	38
6.17	6.06	5.99	7.02	7.17	6.74	6.72	7.73	8.53	8.63	8.54	11.44	39
-12.39	-8.43	-8.48	-11.36	-9.01	-6.07	-9.17	-10.24	-10.61	-8.01	-7.65	-1.75	40
-0.23	-0.15	-0.48	0.2	0.36	0.57	0.15	0.47	1.79	1.63	1.76	2.69	41
3.93	3.90	3.22	3.57	3.65	3.40	3.37	4.09	4	4.22	4.24	6.24	42
-2.07	-2.30	-2.58	-2.85	-1.91	-1.67	-2.13	-2.21	-2.28	-2.25	-2.16	-1.85	43
-2.47	-2.27	-1.51	-1.95	-1.83	-1.93	-1.75	-2.85	-2.81	-3.06	-2.88	-3.33	44
												رابعاً:التعليمية

-11.5	-12.62	-16.94	-11.26	-13.78	-7.16	-10.06	-4.48	-4.32	-5.2	-5.12	-1.24	45
1.47	1.71	1	1.69	1.85	1.64	1.67	2.29	2.58	2.68	2.74	4.23	46
-15.40	-17.28	-17.92	-17.36	-14.21	-15.81	-16.71	-11.30	-10.70	-7.72	-11.87	-4.37	47
												خامساً:السياحية
10.31	10.65	9.43	10.98	31.80	10.73	11.49	13.63	15.41	16.92	15.97	21.13	48
-15.85	-15.48	-16.09	-15.8	-18.86	-16.34	-17.04	-14.7	-15.5	-14.4	-15.07	-11.95	49
0.74	0.63	0.42	0.78	3.55	0.41	0.40	1	1.20	1.25	1.27	1.96	50
												سادساً:المواصلات
-6.64	-6.82	-7.40	-8.9	-10.92	-12.18	-12.98	-10.99	-12.24	-10.68	-11.85	-6.77	51
-2.15	-1.13	-1.03	0.57	-3.94	-10.7	-14.8	-7.41	-5.94	-4.08	-6.24	-4.44	52
-0.47	-0.49	-0.51	-0.76	-0.96	-0.72	-0.57	-0.63	-0.72	-0.7	-0.8	-0.88	53
												سابعاً:الخدمية
-4.55	-4.33	-6.46	-4.16	-6.07	-6.04	-8.04	-9.76	-8.75	-8.75	-7.69	-5.8	54
4.51	4.44	3.99	4.48	4.59	4.29	3.66	4.70	4.02	4.39	3.92	6.27	55

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على جداول القيمة الحقيقية والسوقية

يظهر من الجدول (3-24) أن الفرق بين القيمة الحقيقية والسوقية للأسهم يكون في بعض الشركات موجب مما يدل على أن القيمة الحقيقية للسهم أعلى من القيمة السوقية وان السهم مسعر بأقل من قيمته الحقيقية وفي بعض الأحيان يكون الفرق بين القيمة الحقيقية والسوقية للأسهم سالباً مما يدل على أن السهم مسعر بأعلى من قيمته الحقيقية ونسبة هذه الأخطاء في تسعير الأسهم كانت (100%) لأنه لم تتساو مع القيمة الحقيقية لسهم أي شركة من الشركات الأردنية عينة الدراسة مع القيمة السوقية له لعام (2008) ولزيادة الثقة في الاختبار الجدول (3-25) يبين القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية لعام(2009):

جدول (25-3)

القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالي لعام (2009)
بالدينار الأردني

ك1 Dec	ت2 Nov	ت1 Oct	أيلول Sep	أب Aug	تموز July	حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	ك2 Jan	تسلسل الشركة
												أولاً: المصرفية
30.30	30.30	30.30	30.38	30.38	30.38	29.60	29.79	34.55	52.73	30.73	30.14	1
7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.07	7.07	8.20	1.25	2.29	7.15	2
7.11	7.11	7.11	7.11	7.11	7.11	6.95	6.99	8.10	12.3	7.20	7.07	3
6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.43	6.48	7.51	11.47	6.69	6.55	4
0.946	0.946	0.946	0.948	0.948	0.948	0.924	0.930	1.07	0.120	0.958	0.941	5
5.51	5.51	5.51	5.52	5.52	5.52	5.38	5.42	6.28	9.59	5.59	5.48	6
2.13	2.13	2.13	2.13	2.13	2.13	2.08	2.09	2.43	3.71	2.16	2.12	7
2.97	2.97	2.97	2.98	2.98	2.98	2.9	2.92	3.39	5.17	3.01	2.96	8
4.83	4.83	4.83	4.83	4.83	4.83	4.71	4.74	5.51	8.41	4.90	4.81	9
1.71	1.71	1.71	1.71	1.71	1.71	1.67	1.68	1.95	2.98	1.73	1.70	10
1.99	1.99	1.99	1.99	1.99	1.99	1.94	1.96	2.27	3.46	2.01	1.98	11
1.55	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55	1.51	1.52	1.77	2.70	1.57	1.54	12
2.52	2.52	2.52	2.52	2.52	2.52	2.46	2.47	2.87	4.39	2.55	2.51	13
4.09	4.09	4.09	4.09	4.09	4.09	3.99	4.02	4.66	7.12	4.11	4.07	14
4.36	4.36	4.37	4.37	4.37	4.37	4.26	4.29	4.97	7.59	4.42	4.34	15
												ثانياً: الصناعية
1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	9.87	9.95	1.15	1.76	1	1	16
0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.21	0.21	0.25	0.38	0.22	0.22	17
5.52	5.52	5.52	5.52	5.52	5.52	5.38	5.40	6.27	9.59	5.58	5.47	18
2.11	2.11	2.11	2.12	2.12	2.12	2.06	2.08	2.41	3.68	2.14	2.10	19
8.55	8.55	8.58	8.58	8.58	8.58	8.28	8.41	9.75	1.48	8.67	8.52	20
1.62	1.62	1.62	1.62	1.62	1.62	1.58	1.59	1.85	2.82	1.64	1.61	21
8.93	8.93	8.93	8.95	8.95	8.95	8.72	8.78	10.18	15.55	9.06	8.88	22
1.62	1.62	1.62	1.62	1.62	1.62	1.58	1.59	1.84	2.81	1.61	1.61	23
2.05	2.05	2.05	2.05	2.05	2.05	2	2.01	2.34	3.57	2.08	2.04	24
11.27	11.27	11.27	11.29	11.29	11.29	11.01	11.09	12.86	19.63	11.43	11.22	25
9.82	9.82	9.82	9.82	9.82	9.82	9.57	9.70	11.21	17.13	9.95	9.76	26

10.47	10.47	10.47	10.47	10.47	10.47	10.21	10.28	11.92	18.2	10.60	10.41	27
4.01	4.01	4.01	4.02	4.02	4.02	3.92	3.94	4.58	6.98	4.07	3.99	28
21.56	21.56	21.56	21.56	21.56	21.56	21.01	21.14	24.53	37.44	21.80	21.40	29
1.62	1.62	1.62	1.63	1.63	1.63	1.58	1.60	1.85	2.83	1.65	1.61	30
0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.78	0.79	0.91	1.40	0.81	0.80	31
0.044	0.044	0.044	0.044	0.044	0.044	0.043	0.043	0.050	0.077	0.045	0.044	32
3.56	3.56	3.56	3.56	3.56	3.56	3.46	3.49	4.05	6.18	3.59	3.53	33
0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.49	0.49	0.57	0.87	0.50	0.5	34
0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.26	0.26	0.31	0.47	0.27	0.27	35
												ثالثاً: الاستثمارية
5.53	5.53	5.53	5.53	5.53	5.53	5.37	5.41	6.27	9.59	5.57	5.49	36
2.09	2.09	2.09	2.09	2.09	2.09	2.03	2.04	2.37	3.62	2.10	2.07	37
0.97	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97	0.95	0.96	1.11	1.69	0.99	0.97	38
8.67	8.67	8.67	8.67	8.67	8.67	8.45	8.51	9.87	15.06	8.77	8.61	39
1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	0.98	0.99	1.15	1.76	1.02	1	40
8.15	8.15	8.15	8.16	8.16	8.16	7.96	8.01	9.29	14.18	8.26	8.11	41
1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.02	1.03	1.19	1.82	1.06	1.04	42
0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.92	0.93	1.08	1.65	0.96	0.94	43
2.005	2.005	2.005	2.01	2.01	2.01	1.95	1.97	2.28	3.49	2.03	1.99	44
												رابعاً: التعليمية
6.65	6.65	6.65	6.65	6.65	6.65	6.49	6.54	7.58	11.56	6.73	6.62	45
1.41	1.41	1.41	1.41	1.41	1.41	1.38	1.39	1.61	2.46	1.43	1.40	46
7.65	7.65	7.65	7.66	7.66	7.66	7.47	7.52	8.73	13.3	7.75	7.61	47
												خامساً: السياحية
16.16	16.16	16.16	16.18	16.18	16.18	15.76	15.87	18.41	28.47	16.38	16.07	48
3.66	3.66	3.66	3.67	3.67	3.67	3.58	3.60	4.17	6.38	3.71	3.64	49
2.19	2.19	2.19	2.2	2.2	2.2	2.14	2.16	2.50	3.82	2.22	2.18	50
												سادساً: المواصلات
2.88	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88	2.81	2.83	3.28	5.01	2.92	2.86	51
1.33	1.33	1.33	1.34	1.34	1.34	1.30	1.31	1.52	2.33	1.35	1.33	52
1.24	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24	1.21	1.22	1.41	2.16	1.26	1.23	53
												سابعاً: الخدمية
6.23	6.23	6.23	6.23	6.24	6.24	6.24	6.08	7.10	10.8	6.31	6.19	54
4.34	4.34	4.34	4.35	4.35	4.35	4.24	4.27	4.95	7.55	4.40	4.32	55

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

جدول (26-3)

القيم السوقية للأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية لعام (2009)

بالدينار الأردني

ك1	ك2	ك1	أيلول	آب	تموز	حزيران	أيار	نيسان	آذار	شباط	ك2	تسلسل الشركة
Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	July	June	May	Apr	Mar	Feb	Jan	
												أولاً: المصرفية
12.15	12.15	12.6	13.44	13.85	12.6	13.13	14.86	12.36	11.18	12	13.49	1
15.2	15.2	15	15.2	15.2	15.2	14.7	15.3	15.2	16.4	15	15.7	2
2.15	2.15	2.15	2.15	2.26	2.26	2.2	2.25	2.12	2.1	2.02	2.02	3
2.47	2.47	2.25	2.1	2.1	1.85	1.97	2.11	2.14	1.88	2.21	2.44	4
1.32	1.32	1.45	1.4	1.5	1.81	2.3	2.46	2.44	2.35	2.36	2.49	5
1.56	1.56	1.56	1.56	1.44	1.38	1.38	1.65	1.62	1.72	1.76	1.87	6
1.49	1.54	1.59	1.67	1.79	1.9	1.85	1.9	1.65	1.67	1.9	1.84	7
1.5	1.5	1.46	1.54	1.59	1.67	1.79	1.9	1.85	1.9	1.65	1.67	8
1.09	1.09	1.09	1.16	1.16	1.17	1.18	1.22	1.39	1.30	1.31	1.37	9
1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	2.08	2.08	2.03	2.87	2.58	2.88	2.76	10
2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	11
1.29	1.29	1.29	1.36	1.64	1.45	1.29	1.44	1.55	1.64	1.72	1.67	12
3.17	3.17	3.26	3.32	3.34	3.94	3.86	3.98	3.91	4.05	3.81	3.86	13
3.8	3.8	3.8	3.85	3.98	3.9	4.08	4.16	4.19	4.01	4.1	4.3	14
1.62	1.62	1.58	1.68	1.68	1.62	2	1.85	2.01	2.01	2.05	2.05	15
												ثانياً: الصناعية
2.96	2.96	2.96	2.96	2.96	2.96	2.96	2.96	2.9	2.9	3.18	2.65	16
1.01	1.01	1.01	1.01	1.01	1.02	1.02	1.04	1.03	1.09	1.08	1.1	17
1.7	1.7	1.7	1.83	1.68	1.53	1.45	1.51	1.48	1.51	1.46	1.57	18
0.61	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61	0.68	0.69	0.77	0.66	0.70	0.77	19
2.35	2.35	2.35	2.35	2.05	2.1	2	2.15	2.38	2.05	2.09	2.14	20
1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.92	1.9	1.9	1.9	21
1.08	1.08	1.08	1.08	1.11	1.07	1	0.99	1.05	1.01	0.97	1.05	22

1.52	1.52	1.52	1.52	1.52	1.52	1.52	1.52	1.76	1.76	1.76	1.85	23
1.78	1.78	1.78	1.78	1.78	1.78	1.78	1.78	1.78	1.78	1.78	1.78	24
17.15	17.15	17.15	17.15	17.15	17.15	17.15	17.35	17.7	18.95	20.54	23.36	25
7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.05	7.05	6.9	7.15	6.95	7.06	26
36.21	36.21	36.21	36.21	36.21	36.21	36.21	34.48	30.36	34.6	39	37	27
3.81	3.81	3.81	3.81	3.81	3.81	3.81	3.81	3.81	3.81	3.81	3.81	28
25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25.40	29
4.62	4.62	4.62	4.62	4.62	4.62	4.5	4.55	4.78	4.5	4.75	4.78	30
2.74	2.74	2.74	2.74	2.74	2.74	2.79	2.89	2.98	2.46	2.95	2.71	31
3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.66	3.62	5.89	5.61	3.79	3.35	32
1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	33
1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	34
1.17	1.17	1.17	1.17	1.17	1.17	1.17	1.17	1.19	1.15	1.08	1.1	35
												ثالثاً:الاستثمارية
3.14	3.14	3.14	3.14	3.14	3.14	3.14	3.14	3.1	2.97	2.91	3.08	36
9.55	9.55	9.55	9.55	9.55	9.55	9.55	9.55	9.55	9.5	9.5	9.65	37
1.85	1.85	1.85	1.85	2.01	2.01	1.96	1.88	1.9	1.81	1.98	2	38
2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	2.2	2.3	2.4	39
5.17	5.17	5.17	5.17	5.18	5.12	5.1	5	5	4.86	4.82	5.22	40
1.26	1.26	1.26	1.26	1.26	1.26	1.33	1.26	1.67	2.25	2.5	2.42	41
1.12	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12	1.35	1.18	1.5	1.54	42
3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.09	3.79	4.09	4.06	3.36	2.98	43
1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	2.15	2.05	2.19	2.29	2.12	3.27	44
												رابعاً:التعليمية
2.62	2.62	2.62	2.62	2.62	2.62	2.62	2.3	2.26	2.25	2.38	2.58	45
4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	3.33	3.19	3.04	3.19	3.04	3.01	3.05	46
3.5	3.5	3.5	3.5	3.4	3.23	3.41	3.25	3.27	3.28	3.3	3.47	47
												خامساً:السياحية
8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	48
1.85	1.85	1.85	1.85	2.1	2.25	2.2	2.22	2.22	2.5	2.74	2.53	49
1.08	1.08	1.08	1.08	1.11	1.19	1.32	1.2	1.22	1.22	1.4	1.35	50
												سادساً:المواصلات
1.63	1.63	1.63	1.63	1.62	1.59	1.55	1.57	1.6	1.59	1.6	1.65	51

1.11	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11	1.12	1.15	1.2	1.22	1.24	1.31	52
0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	53
												سابعاً:الخدمية
15.15	15.15	15.15	15.15	15.15	15.15	15.58	14.28	13.65	13.9	13.84	13.65	54
1.81	1.81	1.81	1.81	1.81	1.81	1.85	1.78	1.9	1.86	1.95	1.99	55

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الشهرية الصادرة من سوق عمان المالي لعام 2009

ويلاحظ أن هنالك فرقاً واضحاً بين القيمة الحقيقية والسوقية للأسهم وهذه الفروق موضحة في الجدول التالي :

جدول (3-27)

انحراف القيمة السوقية عن الحقيقية للأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية لعام (2009) بالدينار الأردني

ك1 Dec	ت2 Nov	ت1 Oct	أيلول Sep	آب Aug	تموز July	حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	ك2 Jan	تسلسل الشركة
												أولاً:المصرفية
18.15	18.15	17.70	16.94	16.53	17.78	16.47	14.93	22.19	41.54	18.73	16.65	1
-8	-8	-8	-8	-8	-8	-7.66	-8.23	-7	-15.15	-7.71	-8.55	2
4.96	4.96	4.96	4.96	4.85	4.85	4.75	4.74	5.98	10.2	5.18	5.05	3
4.13	4.13	4.35	4.5	4.5	4.75	4.46	4.37	5.37	9.59	4.48	4.11	4
-0.86	-0.86	-0.86	-0.86	-0.86	-0.86	-1.37	-1.52	-1.36	-2.22	-1.40	-1.54	5
3.95	3.95	3.95	3.96	4.08	4.14	4	3.77	4.66	7.87	3.83	3.61	6
0.64	0.59	0.54	0.46	0.34	0.23	0.23	0.19	0.78	2.04	0.26	0.28	7
1.47	1.47	1.51	1.44	1.39	1.31	1.11	1.02	1.54	3.27	1.36	1.29	8
3.74	3.74	3.74	3.67	3.67	3.66	3.53	3.52	4.12	7.11	3.59	3.44	9
-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.36	-0.40	-0.34	-0.91	0.40	-1.14	-1.05	10
-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.25	-0.24	0.07	1.26	-0.18	-0.21	11
0.26	0.26	0.26	0.19	-0.09	0.1	0.22	0.08	0.22	1.06	0.03	-0.13	12
0.65	-0.65	-0.74	-0.8	-0.82	-1.42	-1.4	-1.51	-1.04	0.34	-1.26	-1.35	13
0.29	0.29	0.29	0.24	0.11	0.19	-0.09	-0.14	0.47	3.11	0.01	-0.23	14
2.74	2.74	2.78	2.69	2.69	2.75	2.26	2.44	2.96	5.58	2.37	2.29	15
												ثانياً:الصناعية
-1.95	-1.95	-1.95	-1.95	-1.95	-1.95	6.91	6.99	-1.75	-1.14	-2.18	-1.65	16
-0.79	-0.79	-0.79	-0.78	-0.78	-0.79	-0.80	-0.82	-0.77	-0.70	-0.85	-0.88	17
3.82	3.82	3.82	3.69	3.84	3.99	3.93	3.89	4.79	8.08	4.12	3.90	18

1.50	1.50	1.50	1.51	1.51	1.51	1.38	1.39	1.64	3.02	1.44	1.33	19
6.20	6.20	6.20	6.23	6.53	6.48	6.28	6.26	7.37	-0.57	6.58	6.38	20
-0.27	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27	-0.31	-0.30	-0.06	0.92	-0.25	-0.28	21
7.85	7.85	7.85	7.87	7.84	7.88	7.72	7.79	9.13	14.54	8.09	7.83	22
0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.06	0.07	-0.08	1.05	-0.12	-0.24	23
0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.22	0.23	0.56	1.79	0.3	0.26	24
-5.88	-5.88	-5.88	-5.86	-5.86	-5.86	-6.14	-6.26	-4.84	0.86	-9.11	-12.14	25
2.72	2.72	2.72	2.72	2.72	2.72	2.52	2.65	4.31	9.98	3	2.70	26
-25.74	-25.74	-25.74	-25.73	-25.73	-25.73	-25.99	-24.19	-18.43	-16.4	-28.39	-26.58	27
0.20	0.20	0.20	0.21	0.21	0.21	0.11	0.13	0.77	3.17	0.26	0.18	28
-3.48	-3.48	-3.48	-3.44	-3.44	-3.44	-3.99	-3.85	-0.47	-12.44	-3.19	-3.99	29
-3	-3	-3	-2.99	-2.99	-2.99	-2.92	-2.95	-2.93	-1.66	-3.1	-3.17	30
-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2.09	-2.06	-1.05	-2.13	-1.90	31
-3.70	-3.70	-3.70	-3.70	-3.70	-3.70	-3.61	-3.57	-5.83	-5.53	-3.74	-3.30	32
2.18	2.18	2.18	2.18	2.18	2.18	2.08	2.11	2.67	4.8	2.21	2.15	33
-0.79	-0.79	-0.79	-0.79	-0.79	-0.79	-0.80	-0.80	-0.72	-0.42	-0.79	-0.8	34
-0.89	-0.89	-0.89	-0.89	-0.89	-0.89	-0.90	-0.90	-0.88	-0.67	-0.80	-0.83	35
												ثالثاً: الاستثمارية
2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.23	2.27	3.17	6.62	2.66	2.41	36
-7.46	-7.46	-7.46	-7.46	-7.46	-7.46	-7.52	-7.51	-7.18	-5.88	-7.4	-7.58	37
-0.87	-0.87	-0.87	-0.87	-1.03	-1.03	-1.01	-0.92	-0.79	-0.11	-0.99	-1.03	38
6.52	6.52	6.52	6.52	6.52	6.52	6.3	6.36	7.72	12.86	6.47	6.21	39
-4.15	-4.15	-4.15	-4.15	-4.16	-4.10	-4.11	-4	-3.84	-3.09	-3.79	-4.21	40
6.89	6.89	6.89	6.90	6.90	6.90	6.63	6.75	7.62	11.93	5.76	5.69	41
-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.09	-0.08	-0.15	0.64	-0.44	-0.49	42
-2.95	-2.95	-2.95	-2.94	-2.94	-2.94	-2.16	-2.85	-3	-2.40	-2.39	-2.03	43
-1.95	-1.95	-1.95	-1.95	-1.95	-1.95	-2.15	-2.05	-2.19	-2.29	-2.12	-3.27	44
												رابعاً: التعليمية
4.03	4.03	4.03	4.03	4.03	4.03	3.87	4.24	5.32	9.31	4.35	4.04	45
-2.94	-2.94	-2.94	-2.94	-2.94	-1.92	-1.81	-1.65	-1.58	-0.58	-1.58	-1.65	46
4.15	4.15	4.15	4.16	4.26	4.43	4.06	4.27	5.46	10.04	4.45	4.14	47
												خامساً: السياحية
7.83	7.83	7.83	7.85	7.85	7.85	7.43	7.54	10.08	20.14	8.05	7.74	48
1.81	1.81	1.81	1.82	1.57	1.42	1.38	1.38	1.95	3.88	0.97	1.11	49

1.11	1.11	1.11	1.12	1.09	1.01	0.82	0.96	1.28	2.6	0.82	0.83	50
												سادساً:المواصلات
1.26	1.26	1.26	1.26	1.26	1.29	1.26	1.26	1.68	3.42	1.32	1.21	51
0.22	0.22	0.22	0.23	0.23	0.23	0.18	0.16	0.32	1.11	0.11	0.02	52
0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.51	0.52	0.71	1.46	0.56	0.53	53
												سابعاً:الخدمية
-8.92	-8.92	-8.92	-8.91	-8.91	-8.91	-9.5	-8.16	-6.55	-3.1	-7.53	-7.46	54
2.53	2.53	2.53	2.54	2.54	2.54	2.39	2.49	3.05	5.69	2.45	2.33	55

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على القيم الحقيقية والسوقية للأسهم لعام 2009

وكما يلاحظ من الجدول أعلاه أن الانحراف في القيمة السوقية عن الحقيقية هي (100%) أي إن كل الأسهم مسعرة بشكل خاطئ وان النسبة الأكبر من الانحرافات كانت سالبة مما يدل على أن قيمة السهم السوقية أكبر من قيمته الحقيقية والسهم مسعر بشكل مضخم ولا يعكس القيمة العادلة له وفق المعلومات المتاحة وهذا ما يتعارض مع الفرضية الرئيسة والفرضيات الفرعية للدراسة .

ثانياً- تحليل واختبار معنوية معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بتغيرات أسعار الأسهم الشهرية:

لقد ركز هذا المبحث على تغيرات الأسعار الشهرية المحسوبة وفقاً للمعادلة رقم (1) في المبحث الأول من الجانب التطبيقي للدراسة وفي ضوء ذلك تم حساب معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بهذه التغيرات لجميع الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية والخاضعة لشروط الدراسة وللتخلفات (lags) (1,2,.....10) ولغرض اختبار معنوية معاملات الارتباط الذاتي فقد تم حساب حدود الثقة بحسب المعادلة رقم (2) إذ أن اختراق معامل الارتباط الذاتي (قيمه تساوي أو أكبر من ضعف الخطأ المعياري) لحد الثقة الأعلى أو الأدنى يشير إلى وجود اعتمادية معنوية إحصائية بمستوى ثقة (95%) وان نتائج معاملات الارتباط الذاتي مبينة في الجدول التالي :

جدول (28-3)

يبين معاملات الارتباط الذاتي الشهرية للتخلفات (lags) (1,2,.....10)

التخلفات (lags)										تسلسل الشركة أولاً: المصرفية
10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	
-0.08	0.01	-0.03	0.07	-0.08	-0.09	-0.01	-0.03	-0.08	-0.08	1
0.17	-0.10	0.00	-0.01	-0.27	0.22	-0.13	0.00	0.00	-0.21	2
-0.03	0.02	0.00	-0.04	-0.04	-0.01	-0.10	-0.32	-0.05	-0.21	3
-0.07	-0.01	-0.02	0.09	-0.12	-0.66	-0.05	-0.08	-0.07	-0.09	4
0.01	-0.06	-0.07	0.01	-0.04	0.00	0.00	0.19	0.07	-0.12	5
-0.14	0.07	0.00	0.04	-0.04	-0.16	-0.10	-0.05	-0.03	-0.15	6
-0.02	0.01	0.05	0.01	0.09	-0.54	-0.02	0.03	-0.15	-0.35	7
-0.16	0.15	0.11	0.03	0.04	-0.47	-0.07	0.01	-0.14	-0.09	8
-0.02	0.02	-0.09	0.11	0.00	-0.18	-0.37	0.07	-0.20	-0.31	9
0.00	0.00	0.00	0.15	0.00	-0.47	0.23	0.00	-0.05	-0.16	10
-0.16	-0.05	0.05	-0.01	0.02	-0.12	-0.40	0.06	0.04	-0.30	11
-0.18	-0.02	-0.04	0.00	0.13	-0.23	0.05	-0.72	-0.02	-0.22	12
-0.14	-0.08	0.12	0.06	0.05	-0.25	0.01	0.07	-0.02	-0.29	13
-0.12	0.08	0.06	0.00	-0.03	-0.23	-0.02	-0.37	0.01	-0.16	14
-0.05	0.04	0.00	-0.02	0.03	-0.14	-0.16	0.02	-0.09	-0.20	15
-0.06	0.01	0.01	0.04	0.00	-0.15	-0.08	-0.02	-0.05	-0.57	المتوسط
										ثانياً: الصناعية
0.00	0.16	-0.04	0.01	-0.04	-0.01	-0.03	-0.12	-0.05	-0.05	16
-0.05	0.01	0.00	-0.01	0.00	-0.06	-0.07	-0.05	0.02	-0.08	17
-0.09	-0.12	0.17	-0.30	-0.05	0.00	-0.14	0.06	-0.12	-0.17	18
-0.02	0.00	-0.02	-0.07	-0.05	0.02	-0.11	-0.10	0.07	0.00	19
-0.16	0.00	-0.02	-0.01	0.02	-0.06	-0.11	-0.21	-0.02	0.07	20

-0.02	-0.11	-0.01	-0.04	-0.08	-0.06	-0.02	-0.02	-0.03	-0.07	21
-0.05	0.03	-0.02	0.26	000	-0.03	-0.8	0.11	-0.20	-0.16	22
-0.04	-0.04	0.06	0.06	-0.05	-0.08	0.14	0.27	-0.34	-0.05	23
0.01	-0.03	0.13	-0.38	0.14	-0.23	-0.23	-0.05	0.01	-0.02	24
-0.03	-0.17	-0.04	0.31	000	0.02	-0.18	-0.11	-0.05	-0.02	25
-0.05	000	0.03	0.07	0.05	-0.06	000	-0.14	-0.02	0.18	26
0.32	000	000	000	0.08	-0.14	-0.05	-0.03	-0.01	-0.05	27
0.04	-0.07	-0.04	0.12	0.03	-0.08	0.14	0.03	-0.23	-0.09	28
-0.06	-0.06	0.14	-0.03	0.08	-0.04	-0.01	000	-0.08	0.02	29
000	000	-0.04	-0.01	-0.04	-0.09	-0.28	-0.01	0.06	-0.15	30
-0.05	-0.02	000	000	-0.10	-0.04	0.01	-0.01	0.01	-0.17	31
0.08	-0.03	-0.02	000	000	-0.07	-0.01	-0.03	-0.03	-0.01	32
-0.03	000	0.34	-0.37	-0.02	-0.07	-0.02	-0.06	000	-0.10	33
-0.09	0.04	-0.04	0.03	0.01	-0.01	0.07	-0.16	000	0.02	34
-0.04	-0.04	000	-0.01	-0.07	0.04	-0.16	-0.04	0.05	-0.08	35
-0.01	-0.02	0.03	-0.01	000	-0.05	-0.09	-0.18	-0.04	-0.04	المتوسط
										ثالثاً: الاستثمارية
-0.15	-0.13	0.15	0.03	-0.29	-0.20	000	-0.03	0.10	-0.20	36
0.13	-0.02	0.11	0.01	-0.01	0.06	000	-0.04	0.13	0.06	37
-0.05	0.06	-0.04	0.01	000	0.09	-0.04	-0.06	0.02	-0.10	38
-0.05	-0.04	0.04	-0.03	-0.02	-0.03	0.05	0.01	-0.34	-0.23	39
0.11	000	-0.07	-0.01	000	-0.14	000	0.01	-0.06	-0.12	40
0.24	-0.32	0.10	0.17	-0.10	0.07	0.12	-0.21	0.19	-0.17	41
-0.07	-0.01	-0.02	0.14	-0.41	0.12	0.18	-0.16	-0.13	-0.06	42
-0.01	-0.05	0.13	0.13	0.03	-0.04	-0.4	-0.12	0.08	-0.14	43
0.02	0.19	-0.12	0.03	0.08	0.20	0.07	0.09	0.28	-0.25	44
0.01	0.03	0.03	0.05	-0.08	0.01	000	-0.05	0.03	-0.36	المتوسط
										رابعاً: التعليمية
0.01	000	0.01	-0.07	-0.15	-0.09	0.01	0.03	0.02	-0.22	45
000	0.18	0.07	000	-0.02	-0.02	000	0.03	000	000	46
-0.02	-0.02	000	0.18	-0.08	-0.03	-0.03	-0.02	0.02	-0.02	47
000	0.05	0.02	0.03	0.08	-0.04	000	0.01	0.01	-0.08	المتوسط
										خامساً: السياحية
0.02	0.06	-0.05	000	0.10	-0.04	-0.02	000	-0.04	0.04	48
-0.03	-0.01	-0.05	-0.14	-0.05	-0.10	000	0.09	0.02	-0.06	49
-0.08	-0.02	-0.06	-0.07	0.21	-0.06	000	0.13	-0.01	-0.08	50
-0.03	0.01	-0.05	-0.07	0.08	-0.06	000	0.07	-0.01	-0.03	المتوسط
										سادساً: المواصلات
-0.15	-0.16	-0.12	0.02	-0.52	-0.05	000	0.06	-0.06	-0.06	51
-0.26	-0.08	-0.24	0.12	-0.20	000	0.05	0.01	-0.02	0.01	52
000	-0.18	-0.05	0.01	0.03	-0.38	-0.24	0.07	-0.04	0.11	53
-0.13	-0.14	-0.13	0.05	-0.23	-0.14	-0.06	0.04	-0.04	0.38	المتوسط
										سابعاً: الخدمية
0.12	000	-0.03	0.05	-0.08	-0.09	-0.20	-0.08	-0.06	0.04	54
0.11	000	-0.03	0.09	-0.15	-0.27	0.08	000	0.09	-0.04	55
0.15	0	-0.03	0.07	-0.11	-0.18	-0.06	-0.04	0.01	0	المتوسط

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج التحليل لمعاملات الارتباط الذاتي لأسعار الأسهم الشهرية .

يلاحظ من الجدول (3-28) أن قيم معاملات الارتباط لجميع التخلفات هي على العموم قليلة المقدار إذ أن أعلى قيمة لها بلغت (0.34) وهي تخص الشركة الأردنية للأدوية (قطاع الصناعة) كما أن (78.181%) من معاملات الارتباط الذاتي للتخلف الأول ($lag=1$) هي معنوية إحصائياً (اصغر من ضعف الخطأ المعياري) وهذه النسبة كانت في سوق العراق للأوراق المالية (77.27%) وهي تشير إلى اعتمادية قليلة في سلسلة تغيرات أسعار أسهم سوق عمان للأوراق المالية كما ويلاحظ من الجدول أن (43) معامل ارتباط ذاتي من أصل (55) إشارته سالبة وان هنالك (9) معاملات ارتباط موجبة و(3) من المعاملات يساوي صفراً للتخلف الأول أما بالنسبة للتخلفات الأخرى فهي ظاهرة في الجدول التالي :

جدول (3-29)

عدد معاملات الارتباط الذاتي الموجبة والسالبة والتي تساوي صفراً إلى عدد المعاملات الكلي للتخلفات (10,.....,2=T)

التخلف	الموجبة /الكلية	السالبة /الكلية	الصففر /الكلية
2	55/19	55/32	55/4
3	55/20	55/29	55/6
4	55/14	55/32	55/9
5	55/9	55/43	55/3
6	55/18	55/29	55/8
7	55/29	55/19	55/7
8	55/18	55/27	55/10
9	55/16	55/28	55/11
10	55/14	55/36	55/5

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معاملات الارتباط الذاتي الشهرية للأسهم

إن نتائج الجدول توحى بشكل عام إلى اعتمادية سلبية في سلسلة تغيرات الأسعار الشهرية في التخلفات (10,8,9,6,5,4,3,2=T) وإلى اعتمادية موجبة في التخلف (7=T) وبتعبير آخر إذا كان تغير سعر هذا الشهر موجباً فإن ذلك لايعني أن تغيرات السعر في الشهر القادم سوف تكون موجبة أيضاً وذلك لان معظم معاملات الارتباط ذات إشارة سالبة وفي أحيان أخرى كانت يساوي صفراً وذلك يعني أن الأسعار تتخذ مسارا عشوائيا وغير مرتبطة ببعضها أي أن سعر

اليوم غير مرتبط بسعر أمس أو سعر الشهر المقبل وذلك لعدم وجود اعتمادية موجبة بين معاملات الارتباط ويتضح من الجدول (3-28) أن أعلى قيمة مطلقة لمتوسط معاملات الارتباط الذاتي بلغت (0.57) لشركات القطاع المصرفي و (0.18) لشركات القطاع الصناعي و (0.36) لشركات قطاع الاستثمار و (0.08) لشركات قطاع التعليم و (0.08) لشركات قطاع السياحة و (0.38) لشركات قطاع المواصلات وأخيرا (0.18) لشركات القطاع الخدمي وهذا يشير إلى أن مقدار من الاعتمادية صغير تتسم به تغيرات الأسعار الشهرية لأسهم الشركات في قطاع التعليم والسياحة تليها شركات القطاع الصناعي والخدمي ثم تليها شركات قطاع الاستثمار وتليها شركات قطاع المواصلات وأخيرا شركات القطاع المصرفي .

ومن الجدول (3-28) وباستخدام المعلومات الخاصة بكل شركة فإن الجدول (3-30) يبين الشركات عينة البحث مرتبة ترتيبا تنازليا بحسب أعلى قيمة مطلقة لمعاملات الارتباط الذاتي الخاصة بكل واحدة منها :

جدول (30-3)

الشركات المدرجة في سوق عمان المالي مرتبة تنازليا بحسب أعلى قيمة مطلقة لمعاملات الارتباط الذاتي الشهرية

أعلى معامل ارتباط (قيمة مطلقة)	تسلسل الشركة	أعلى معامل ارتباط (قيمة مطلقة)	تسلسل الشركة
0.28	30	0.72	12
0.27	55	0.66	4
0.27	2	0.54	7
0.26	22	0.52	51
0.26	52	0.47	10
0.23	28	0.41	42
0.23	39	0.40	11
0.22	45	0.38	24
0.21	50	0.37	14
0.21	20	0.37	9
0.20	54	0.37	33
0.20	15	0.34	23

0.19	5	0.32	41
0.18	46	0.32	3
0.18	47	0.32	27
0.18	26	0.31	25
0.17	31	0.30	18
0.16	34	0.29	13
0.16	35	0.29	36
0.11	53	0.28	44
0.09	1	0.14	40
0.08	17	0.13	37
0.08	32	0.12	16
0.08	29	0.11	19
		0.11	21
		0.10	48
		0.10	38
		0.16	6
		0.15	8
		0.14	49
		0.14	43

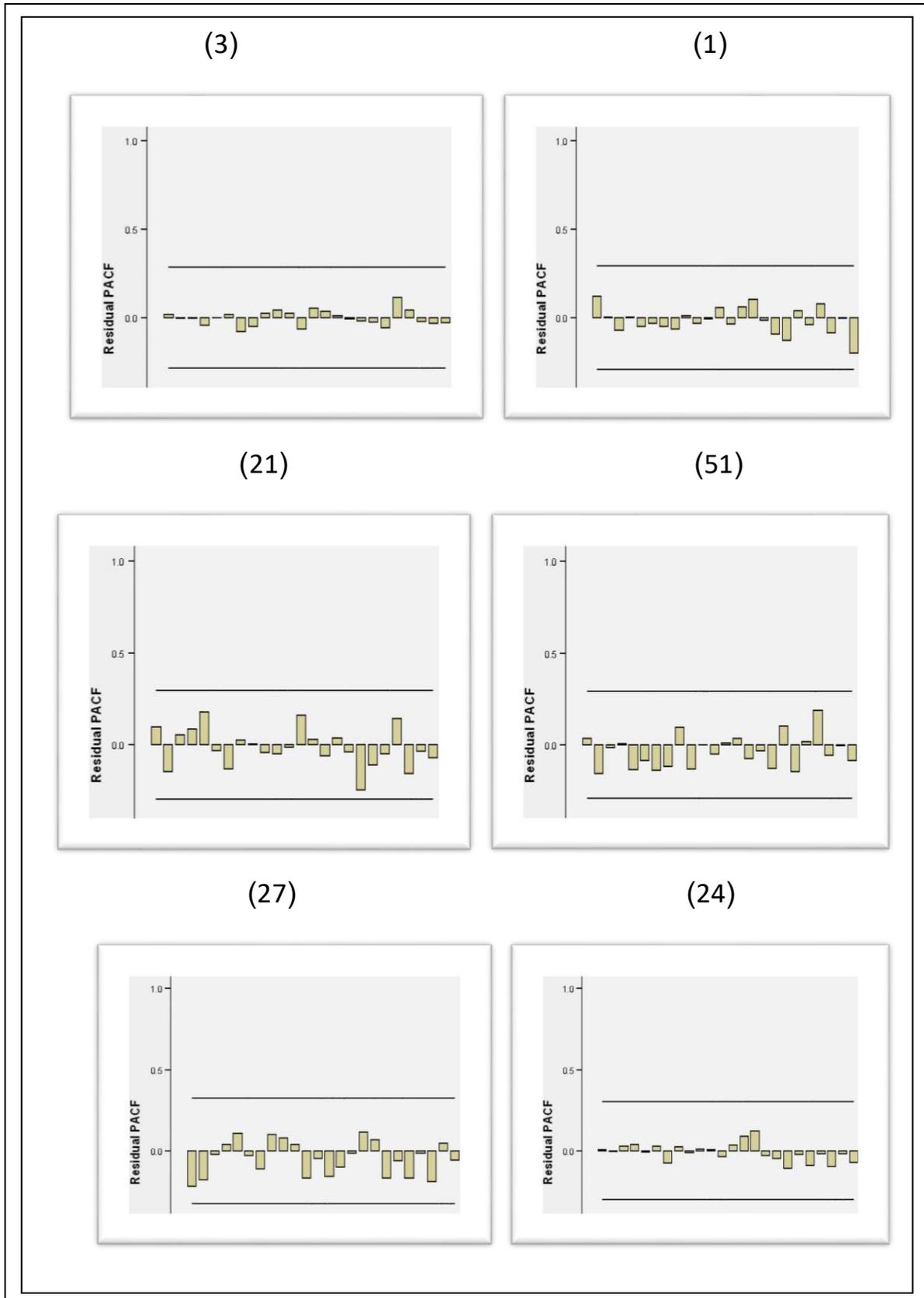
المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على معاملات الارتباط الذاتي الشهرية للأسهم

ويلاحظ من الجدول (30-3) أن بنك الإسكان للتجارة يمتلك أكبر معامل للارتباط الذاتي (0.72) وهذا يعني أنه يمتلك أكبر اعتمادية مقارنة بالشركات الأخرى ويليه في الاعتمادية بنك القاهرة عمان (0.66) وتستمر قيمة معامل الارتباط الذاتي بالانخفاض إلى أن تصل إلى أدنى قيمة (0.08) في ثلاث شركات هي الاتحاد للصناعات المتطورة والوطنية لصناعة الكلورين ودار الدواء للتنمية وعلى العموم فإن جميع معاملات الارتباط الذاتي هي قليلة القيمة وتدلل على عدم وجود اعتمادية معنوية إحصائية ولقد تم اختيار (12) شركة بشكل عشوائي من بين الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية وذلك لغرض إظهار معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بكل واحدة منها بيانياً وكما هو ظاهر في الشكل (3-22) وقد توزعت الشركات الـ (12) بواقع ثلاث شركات من القطاع المصرفي وهي: البنك العربي (1)، بنك الأردن (3)، بنك الاتحاد (9) وثلاث شركات صناعية هي: الألبان الأردنية (21)، دار الغذاء (24)، البوتاس العربية

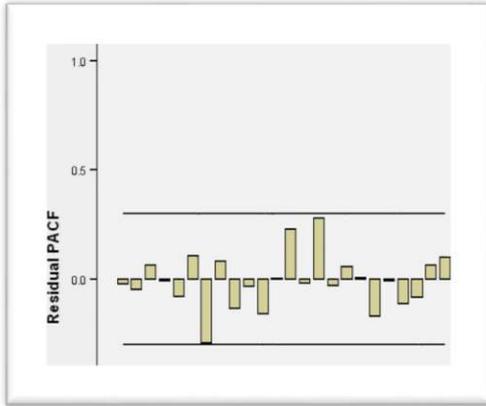
(27) وشركتان استثماريتان هما :الإقبال للاستثمار (36) ,بندارة للاستثمارات المتخصصة
(44) وشركة واحدة لقطاع التعليم هي:البتراء للتعليم (46) وشركة سياحية واحدة هي :الدولية
للفنادق (50) وشركة واحدة من قطاع النقل والمواصلات هي : شركة السلام للنقل (51)
وشركة خدمية واحدة هي :الأردنية للصحافة (55) وشركة السلام للنقل (51)ومن الجدير
بالذكر أن كل الشركات التي مست حدود الثقة مستها في معامل ارتباط واحد فقط .

شكل (22-3)

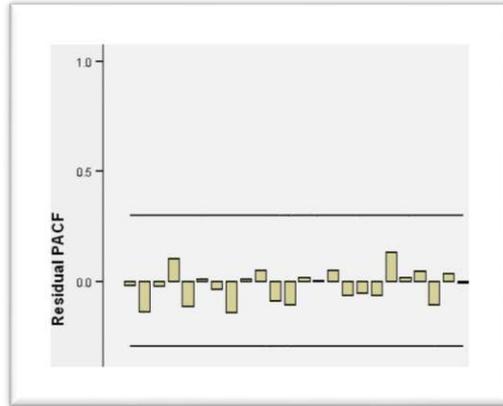
معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بتغيرات الأسعار الشهرية للشركات ال(12)المختارة
(اعتمادية معنوية إحصائية)



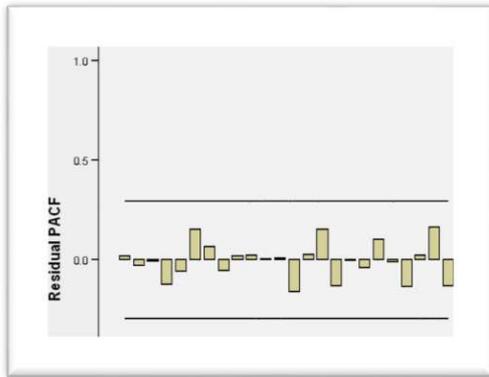
(44)



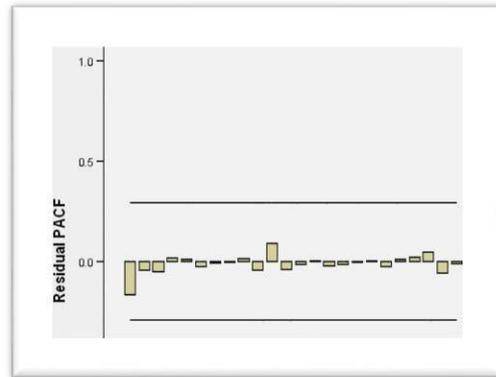
(36)



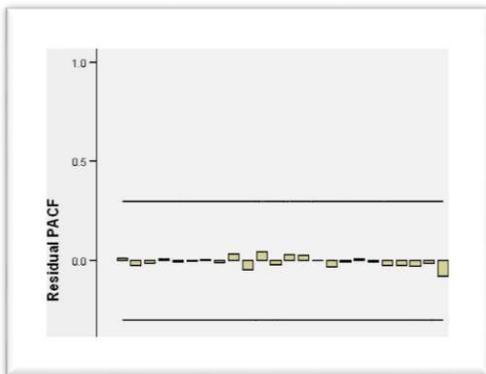
(50)



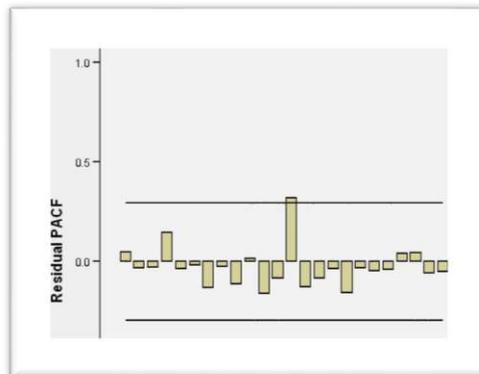
(46)



(55)



(9)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

إن الشكل على العموم يفضي للقول بأنه لا توجد اعتمادية معنوية إحصائية في سلسلة تغيرات أسعار الأسهم الشهرية ولتأكيد ذلك سيتم عرض وتحليل واختبار معنوية معاملات الارتباط

الذاتي على مستوى السوق ككل بجميع قطاعاته وذلك من خلال استخراج متوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لجميع الأسهم عينة الدراسة وبذلك فقد تم الحصول على سلسلة زمنية واحدة تمثل أرقامها متوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لجميع الأسهم عينة الدراسة ووفقاً لذلك فقد تم حساب قيمة معاملات الارتباط الذاتي لعشرة تخلفات والنتائج مبينة في جدول (3-31) .

جدول (31-3)

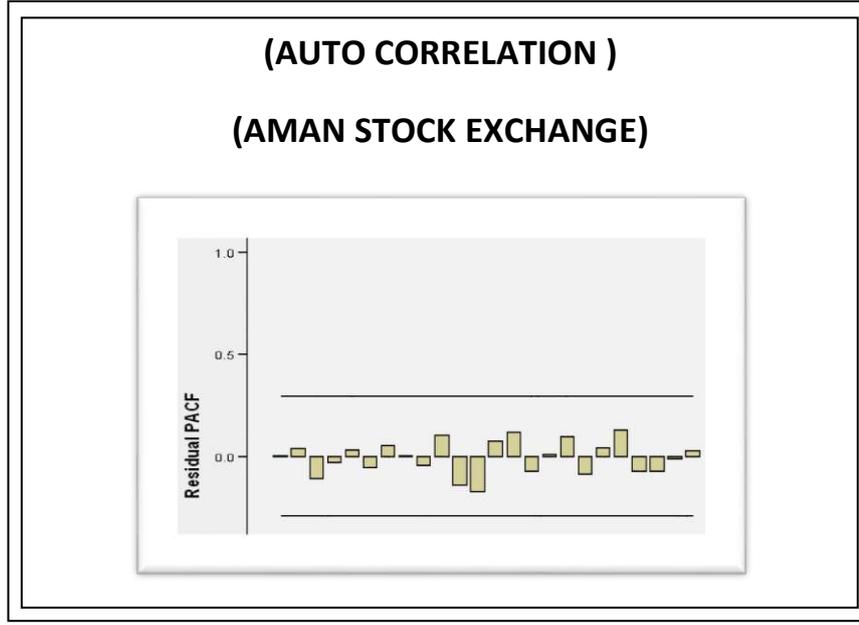
معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بمتوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لجميع الأسهم المدرجة في سوق عمان المالي وللتخلفات (T=1,..... ,10)

التخلفات (Lags)										السوق
10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	
0.01	000	-0.04	000	-0.05	-0.07	-0.05	000	-0.01	-0.16	

معنوي إحصائياً بمستوى ثقة (95 %).

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الإلكترونية

ويظهر من قيم معاملات الارتباط الذاتي أعلاه إنها صغيرة بشكل عام وقريبة من الصفر كما وأنه ثلاث معاملات ارتباط كانت تساوي صفراً وان العرض البياني لهذه النتائج ظاهرة في الشكل (3-23) .



شكل (3-23)

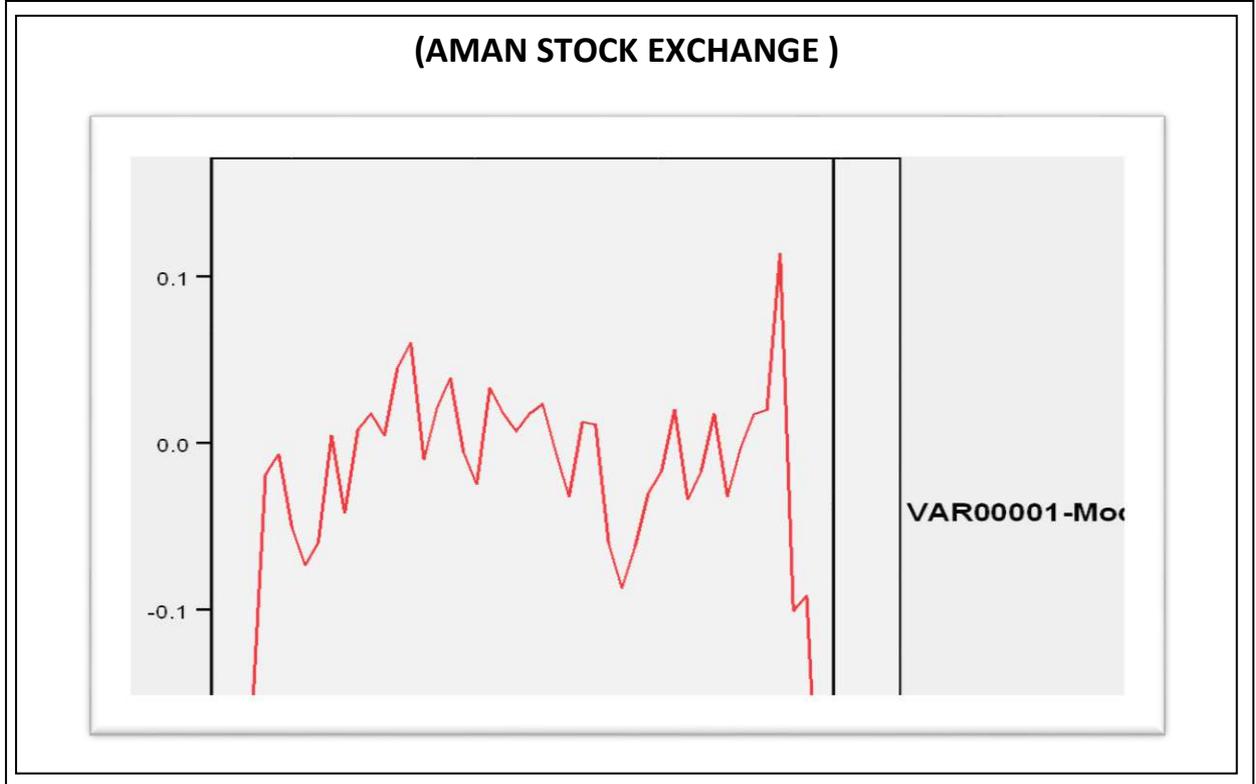
معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بمتوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لجميع الأسهم عينة الدراسة

المصدر :من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

ويتضح من الشكل أن معاملات الارتباط الذاتي للسوق بشكل عام لم تخترق أو تمس حدود الثقة ونستنتج من الشكل (3-23) والجدول (3-28) عدم وجود اعتمادية في سلسلة متوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لأسهم سوق عمان للأوراق المالية أما بالنسبة لإشارة المعاملات فإن (6) منها كانت سالبة ومعامل واحد كانت إشارته موجبة و(3) منها كانت تساوي صفراً وهي توحى بأن تغيرات أسعار أسهم السوق تتخذ مساراً عشوائياً ولا تعتمد على بعضها أي أن أسعار اليوم لا تعتمد على أسعار الأمس أو الأسبوع القادم ولاختبار ذلك يبين الشكل (3-24) السلسلة الزمنية لمتوسطات تغيرات الأسعار الشهرية للأسهم عينة الدراسة (السوق) بيانياً.

شكل (24-3)

السلسلة الزمنية لمتوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لأسهم سوق عمان للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الإلكترونية

ويتبين من الشكل (24-3) بوضوح السير العشوائي للأسعار فيلاحظ الارتفاعات والانخفاضات في متوسطات أسعار الأسهم وإنما لا تتخذ مساراً واحداً وعليه فإن هذه التحركات تجعل إمكانية التنبؤ بالأسعار المستقبلية أمراً مستحيلاً لأن التغيرات بأسعار الأسهم تعتمد على المعلومات الجديدة الواصلة للسوق عن الأسهم وذلك ما يجعل إمكانية التنبؤ بأسعار الأسهم المستقبلية غير ممكن وبالتالي عدم قدرة أي مستثمر داخل سوق عمان للأوراق المالية على تحقيق عوائد غير طبيعية ومما تقدم يتضح جلياً عدم وجود اعتمادية كبيرة ومعنوية إحصائية في سلسلة تغيرات الأسعار الشهرية لأسهم سوق عمان للأوراق المالية وهو ما يتفق مع الفرضية الفرعية (5) وهذا يدل على أن سوق عمان للأوراق المالية قد وصل إلى الشكل الضعيف للكفاءة واختبار الكفاءة المتوسطة لسوق عمان للأوراق المالية استخدم أنموذج تسعير الموجودات (CAPM) والذي يحدد بموجبه سعر السهم بعد إعلان الشركة لحدث ما ومعرفة مقدار الاستجابة لهذا

الحدث والمقارنة مع الأسعار السوقية لتحديد العوائد غير الطبيعية التي يمكن تحقيقها ومعرفة هل السوق وصل إلى الدرجة المتوسطة من الكفاءة أم لا.

وصيغة الأنموذج هي كالتالي:

$$R_i = R_f + B_i(R_M - R_F)$$

إذ أن :

R_i = عائد السهم .

R_f = العائد الخالي من المخاطرة .

B_i = معامل بيتا بين عائد السهم وعائد السوق.

R_m = عائد السوق.

والحدث الذي سوف يجري اختبار استجابة أسعار الأسهم له هو إعلان تحقيق الأرباح من قبل مجالس إدارة الشركات فالشركة التي أعلنت عن تحقيقها لأرباح عام (2007) يلاحظ أسعار أسهمها قبل (6) أشهر من تاريخ الإعلان أي شهر حزيران من عام (2006) واختبار التغيرات التي حصلت على السعر ل(6) أشهر بعد إعلان الحدث بواسطة أنموذج التسعير ثم مقارنة النتائج مع الأسعار السوقية (الفعلية) لمعرفة ما إذا كانت الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة في السوق وهل تستجيب الأسعار للمعلومات الجديدة أم لا وهل هنالك عوائد غير طبيعية يمكن أن يحققها المستثمر جراء حصوله على المعلومة والجدول التالي يوضح معامل Beta للأسهم ل(13) شهرا:

جدول (32-3)

معامل Beta للشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للمدة
(من حزيران 2007 لغاية حزيران 2008)

معامل Beta	الشركة والقطاع
	القطاع المالي
0.615	1. البنك العربي
-0.523	2. البنك الأهلي الأردني
-0.165	3. بنك الأردن
0.270	4. بنك القاهرة عمان
-0.287	5. بنك سوسيتة جنرال
0.704	6. بنك المال الأردني
-0.235	7. البنك الاستثماري
0.532	8. بنك المؤسسة العربية
0.531	9. بنك الاتحاد
0.419	10. بنك الأردن دبي الإسلامي
-0.262	11. بنك الاستثمار العربي
0.673	12. بنك الإسكان للتجارة
0.426	13. البنك الإسلامي الأردني
0.781	14. البنك الأردني الكويتي
0.638	15. البنك التجاري
	قطاع الصناعة
	الصناعات الكيماوية
-0.757	16. شركة الصناعات الكيماوية
-0.462	17. الوطنية لصناعة الكلورين
0.065	18. العربية لصناعة المبيدات
0.278	19. العربية للصناعات الكهربائية
0.372	20. العربية لصناعة المواسير
	الصناعات الغذائية
0.336	21. الألبان الأردنية
-0.218	22. العالمية الحديثة للزيوت

0.456	23. الوطنية للدواجن
0.336	24. دار الغذاء
	الصناعات الاستخراجية والتعدينية
0.908	25. مناجم الفوسفات الأردنية
0.032	26. مصانع الاسمنت الأردنية
0.985	27. البوتاس العربية
0.426	28. الدولية لصناعات السيليكا
-0.693	29. الاتحاد للصناعات المتطورة
0.764	30. مصانع الاجواخ
-0.373	31. مصانع الاتحاد
	الصناعات الدوائية
0.159	32. دار الدواء للتنمية
0.389	33. الأردنية لإنتاج الأدوية
-0.665	34. الحياة للصناعات الدوائية
-0.262	35. البلاد للخدمات الطبية
	قطاع الاستثمار
-0.430	36. الإقبال للاستثمار
-0.367	37. الأسواق الحرة الأردنية
-0.539	38. البحر المتوسط للاستثمارات
0.604	39. الشرق للمشاريع الاستثمارية
-0.259	40. الاردن لتطوير المشاريع
0.253	41. المركز الأردني للتجارة
0.114	42. التسهيلات التجارية الأردنية
0.133	43. الأردنية للاستثمارات
0.108	44. بندارة للتجارة والاستثمار
	قطاع التعليم
0.218	45. الزرقاء للتعليم والاستثمار
0.225	46. البتراء للتعليم
-0.272	47. فيلادلفيا للاستثمارات التعليمية
	قطاع السياحة والفنادق
0.208	48. الفنادق والسياحة الأردنية

-0.259	49. العربية الدولية للفنادق
-0.112	50. الدولية للفنادق
	النقل والمواصلات
-0.28	51. السلام للنقل
0.184	52. المقايضة للنقل
-0.449	53. مسافات للنقل المتخصص
	قطاع الخدمات
0.631	54. المؤسسة الصحفية الأردنية
0.070	55. الأردنية للصحافة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

والجدول (33-3) الأسعار السوقية ل(13) شهرا (6) أشهر قبل إعلان الأرباح و(6) أشهر بعد الإعلان وشهر الإعلان:

جدول(33-3)

الأسعار الفعلية للأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية

للمدة (من شهر حزيران 2007 لغاية حزيران 2008) بالدينار الأردني

حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	كانون Jan	كانون Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	سبتمبر Sep	أغسطس Aug	تموز July	حزيران June	تسلسل الشركة
													أولاً: المصرفية
21.67	19.79	18.10	26.53	30.68	29.95	29.34	29.09	26.37	21.02	21	21.02	21.28	1
24.7	23.3	24.5	26.2	27.3	29	31.4	29	31.8	29.2	28.3	30	33.4	2
2.9	2.97	2.72	2.39	2.59	2.68	2.9	2.79	2.79	2.6	2.46	2.57	2.72	3
3.21	3.32	3.1	2.95	3.45	3.41	3.2	3.33	3.57	3.17	2.94	2.95	3	4
2.52	2.75	3.25	3.25	3.35	3.4	4.19	3.75	4.24	4.2	3.36	3.8	4.78	5
23	22.7	23.9	23.7	23.4	22.6	25.7	23.3	19.7	18.2	18.5	19.5	21	6
2.64	2.66	2.72	2.8	2.74	2.81	2.88	2.79	2.7	2.69	2.47	3.2	3.44	7
2	2.15	2.2	2.14	2.19	2.1	2.24	2.3	2.25	2.2	2.08	2.07	2.05	8
3.44	3.46	3.51	3.57	3.39	3.81	3.5	3.68	3.8	3.45	3.05	3.1	3.4	9
4.09	3.66	3.35	3.64	3.36	3.4	3.07	3.01	2.99	2.95	2.88	3.02	2.72	10
1.9	1.86	1.84	1.86	1.79	1.89	2	1.99	2.04	1.62	1.73	1.79	3.11	11
8.58	8.11	7.95	7.7	8.45	8.55	7.21	6.85	6.76	5.93	5.81	6	6.1	12

8.61	6.3	6.47	6.75	6.04	5.34	5.75	4.83	4.84	4.69	4.2	4.22	4.56	13
7.3	7.4	7.35	6.67	8.35	9.05	8.31	8.25	7.58	7.1	6.8	6.82	6.9	14
2.54	2.66	2.6	2.56	2.69	2.9	2.68	2.65	2.62	2.33	2.35	2.47	2.49	15
													ثانياً:الصناعية
3.12	3	2.85	2.52	3.31	3.15	3.3	3.6	3.8	3.75	3.74	3.8	3.8	16
1.28	1.31	1.25	1.25	1.21	1.21	1.18	1.24	1.22	1.28	1.24	1.24	1.29	17
1.64	1.25	1.25	1.4	1.49	1.39	1.36	1.35	1.36	1.35	1.37	1.48	1.48	18
8.1	1.16	1.37	1.2	1.14	1.16	1.22	1.18	1.24	1.18	1.18	1.25	1.27	19
2.22	2.61	2.25	2	2.06	2.24	1.85	1.87	1.69	1.72	1.62	1.83	1.75	20
2	1.86	1.9	2	2	2.01	2	1.95	1.92	1.91	1.91	1.91	2	21
1.56	1.61	1.32	1.21	1.38	1.3	1.28	1.28	1.35	1.28	1.29	1.32	1.26	22
2	2.2	2.1	2.1	2.1	2	2.09	2.01	2.01	1.99	2	2	2	23
1.71	1.52	1.95	1.98	1.8	1.51	1.52	1.61	1.52	1.75	1.76	1.74	1.55	24
19.30	21.49	4850	61.58	34.39	33.72	26.25	14.01	12.01	8.85	8.15	5.78	5.52	25
73.70	10.95	10.85	10.70	12.25	10.21	10.68	10.95	10.50	11.30	11	11.32	11.91	26
30.97	34.96	52.92	81.25	74.58	67.61	50.85	52.39	36.99	34.89	22.9	22	17.13	27
4.7	3.55	3.39	3.02	3.18	2.97	2.59	1.44	1.98	1.8	1.58	1.53	1.5	28
2.55	2.5	2.46	2.46	2.9	3.28	3.41	3.37	3.48	3.9	3.75	3.7	3.61	29
5.08	6.1	6.75	7.8	7.74	8	7.9	7.98	7.1	6.99	6.29	5.6	5.71	30
2.88	3.05	3.33	3.61	3.05	3.48	3.64	3.9	3.95	3.99	4.17	3.71	3.95	31
3.8	4.19	4.55	4.82	4.7	4.71	4.85	4.73	4.64	4.46	4.88	4.64	5.02	32
1.38	1.35	1.31	1.34	1.44	1.47	1.44	1.26	1.24	1.27	1.22	1.38	1.38	33
1.37	1.12	1.09	1.22	1.37	1.27	1.24	1.18	1.38	1.47	1.37	1.33	1.35	34
1.07	1.05	1.11	1.26	1.25	1.25	1.3	1.46	1.29	1.28	1.31	1.46	1.44	35
													ثالثاً:الاستثمارية
2.4	2.7	2.83	2.6	2.57	2.48	3.03	3.12	3.35	3.05	3.17	2.96	2.8	36
8.29	8.93	9.03	8.6	8.91	9.25	8.6	9.34	9.5	9.5	9.6	9.97	9.96	37
2.13	2.19	2.1	2.14	2.17	2.19	2.14	2.1	2.3	2.2	2.19	2.25	2.25	38
2.15	1.9	1.98	2.09	2.15	1.34	1.3	1.48	1.49	1.3	1.28	1.25	1.14	39
6.16	6.35	6.61	5.93	5.98	6.39	5.69	5.62	5.1	4.58	4.3	4.25	4.21	40
3.35	3.49	2.38	2.62	2.4	2.75	3.17	3.7	3.94	2.05	2.2	1.81	1.28	41
2.12	2.12	2.55	2.45	2.45	2.3	2.35	2.44	2.35	2.51	2.44	2.4	2.49	42
3.31	3.54	3.69	3.68	3.6	3.68	3.51	3.25	3.18	2.95	3.34	3.9	3.98	43
1.78	2.88	2.85	3.1	2.92	3.37	3.25	3.2	3.46	3.09	2.84	3.4	2.37	44

													رابعاً:التعليمية
3	3	3.3	3.32	3.04	3	3.09	2.95	2.96	3	3.15	3.24	3.1	45
3	3	3	3	2.95	3.05	3.15	3.37	2.97	2.98	2.9	2.95	3	46
3.14	3.19	2.93	2.25	3.2	2.9	3.82	3	3	3	3.3	3.48	3.75	47
													خامساً:السياحية
7.56	7.95	7.35	6.2	7.22	8.47	8.07	5.8	7.78	8.24	8.99	6.95	6.89	48
2.55	2.69	2.6	2.67	2.68	2.68	2.77	2.79	2.65	2.72	2.78	2.64	2.6	49
1.63	1.4	1.22	1.22	1.2	1.2	1.14	1.16	1.25	1.12	1.19	1.22	1.12	50
													سادساً:المواصلات
2.43	2.51	2.47	2.67	2.54	2.66	2.56	2.62	2.65	2.4	2.35	3.15	3	51
2.71	2.12	2.05	1.89	2.11	2.34	2.35	2.14	1.74	1.7	1.71	1.96	2.09	52
0.80	0.89	1	0.98	1.08	1.24	1.44	1.63	1.32	1.29	1.6	1.49	1.7	53
													سابعاً:الخدمية
17.75	19.40	20.33	19.37	19.50	20.88	21.20	20.80	19.73	19.25	19.24	16.22	16.7	54
2.97	3.29	3.89	3.6	4.15	4.04	4.69	4.72	4.35	4.04	4.2	3.95	4	55

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الشهرية الصادرة من سوق عمان للأوراق المالية

وبتطبيق معادلة أنموذج (CAPM) على بيانات أسهم الشركات نتوصل إلى القيمة التي يجب أن يكون عليها السهم في السوق (المتوقعة) وبمقارنتها بالقيمة السوقية (الفعلية) نستخرج العوائد الغير طبيعية التي يحققها المستثمرين نتيجة استجابة السعر للمعلومة الجديدة وهي إعلان توزيع الأرباح علماً أن العائد الخالي من المخاطرة قد بلغ في الأردن (11.6%) لعام 2007 و (11.5%) لعام 2008 وهذا ما يوضحه الجدول (3-34) :

جدول (34-3)

الأسعار المتوقعة للأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية

للمدة (من شهر حزيران 2007 لغاية حزيران 2008) بالدينار الأردني

حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	كانون 2 Jan	كانون 1 Dec	نوفمبر 2 Nov	أكتوبر 1 Oct	سبتمبر 1 Sep	أغسطس أب Aug	تموز July	حزيران June	تسلسل الشركة
													أولاً: المصرفية
4.71	5.54	6.46	5.94	5.83	5.40	5.12	4.71	4.43	4.14	4.04	4.06	4.06	1
4.58	5.41	6.33	5.81	5.70	5.27	4.98	4.58	4.29	4.01	3.90	3.93	3.93	2
4.62	5.45	6.37	5.85	5.74	5.31	5.03	4.62	4.34	4.05	3.95	3.97	3.97	3
4.67	5.50	6.42	5.90	5.79	5.36	5.08	4.67	4.39	4.10	4	4.02	4.02	4
4.60	5.43	6.36	5.84	5.72	5.29	5.01	4.61	4.32	4.04	3.93	3.95	3.95	5
4.72	5.55	6.47	5.95	5.84	5.41	5.13	4.72	4.44	4.15	4.05	4.07	4.07	6
4.61	5.44	6.36	5.84	5.73	5.30	5.02	4.62	4.33	4.04	3.94	3.96	3.96	7
4.70	5.53	6.45	5.93	5.82	5.39	5.11	4.70	4.42	4.13	4.03	4.05	4.05	8
4.70	5.53	6.45	5.93	5.82	5.39	5.11	4.70	4.42	4.13	4.03	4.05	4.05	9
4.69	5.52	6.44	5.92	5.80	5.38	5.09	4.69	4.40	4.12	4.01	4.03	4.04	10
4.61	5.44	6.36	5.84	5.73	5.30	5.01	4.61	4.32	4.04	3.93	3.96	3.96	11
4.72	5.55	6.47	5.95	5.83	5.41	5.12	4.72	4.43	4.15	4.04	4.06	4.07	12
4.69	5.52	6.44	5.92	5.80	5.38	5.09	4.69	4.40	4.12	4.01	4.04	4.04	13
4.73	5.56	6.48	5.96	5.85	5.42	5.14	4.73	4.45	4.16	4.06	4.08	4.08	14
4.71	5.54	6.46	5.94	5.83	5.40	5.12	4.72	4.43	4.14	4.04	4.06	4.06	15
													ثانياً: الصناعية
4.55	5.38	6.30	5.78	5.67	5.24	4.96	4.56	4.27	3.98	3.88	3.90	3.90	16
4.58	5.41	6.34	5.82	5.70	5.27	4.99	4.59	4.30	4.02	3.91	3.93	3.93	17
4.65	5.48	6.40	5.88	5.76	5.34	5.05	4.65	4.36	4.08	3.91	3.99	3.99	18
4.67	5.50	6.42	5.90	5.79	5.36	5.08	4.68	4.39	4.10	3.97	4.02	4.02	19
4.68	5.51	6.43	5.91	5.80	5.37	5.09	4.69	4.40	4.11	4	4.03	4.03	20
4.68	5.51	6.43	5.91	5.79	5.37	5.08	4.68	4.39	4.11	4.01	4.02	4.03	21
4.61	5.44	6.36	5.85	5.73	5.30	5.02	4.62	4.33	4.04	4	3.96	3.96	22
4.69	5.52	6.44	5.92	5.81	5.38	5.10	4.70	4.41	4.12	3.94	4.04	4.04	23
4.68	5.51	6.43	5.91	5.79	5.37	5.08	4.68	4.39	4.11	4.02	4.02	4.03	24
4.74	5.57	6.49	5.98	5.86	5.43	5.15	4.75	4.46	4.18	4	4.09	4.09	25
4.64	5.47	6.39	5.87	5.76	5.33	5.05	4.65	4.36	4.07	4.07	3.99	3.99	26

4.75	5.58	6.50	5.98	5.87	5.44	5.16	4.76	4.47	4.18	3.97	4.10	4.10	27
4.69	5.52	6.44	5.92	5.80	5.38	5.09	4.69	4.40	4.12	4.08	4.04	4.04	28
4.56	5.39	6.31	5.79	5.68	5.25	4.96	4.56	4.27	3.99	4.01	3.91	3.91	29
4.73	5.56	6.48	5.96	5.84	5.42	5.13	4.73	4.44	4.16	3.88	4.07	4.08	30
4.60	5.43	6.35	5.83	5.71	5.29	5	4.60	4.31	4.03	4.05	3.94	3.94	31
4.66	5.49	6.41	5.89	5.77	5.35	5.06	4.66	4.37	4.09	3.92	4	4.01	32
4.68	5.51	6.43	5.92	5.80	5.37	5.09	4.69	4.40	4.12	3.98	4.03	4.03	33
4.56	5.39	6.31	5.79	5.68	5.25	4.97	4.57	4.28	3.99	4.01	3.91	3.91	34
4.61	5.44	6.36	5.84	5.73	5.30	5.01	4.61	4.32	4.04	3.89	3.96	3.96	35
													ثالثاً:الاستثمارية
4.59	5.42	6.34	5.82	5.71	5.28	5	4.59	4.31	4.02	3.93	3.94	3.94	36
4.60	5.43	6.35	5.83	5.71	5.29	5	4.60	4.31	4.03	3.92	3.94	3.94	37
4.58	5.41	6.33	5.81	5.69	5.27	4.98	4.58	4.29	4.01	3.92	3.92	3.92	38
4.71	5.54	6.46	5.94	5.83	5.40	5.12	4.71	4.43	4.14	4.04	4.06	4.06	39
4.61	5.44	6.36	5.84	5.73	5.30	5.01	4.61	4.32	4.04	3.93	3.96	3.96	40
4.67	5.50	6.42	5.90	5.79	5.36	5.07	4.67	4.38	4.10	3.99	4.02	4.02	41
4.65	5.48	6.40	5.88	5.77	5.34	5.06	4.66	4.37	4.08	3.98	4	4	42
4.65	5.48	6.41	5.89	5.77	5.34	5.06	4.66	4.37	4.09	3.98	4	4	43
4.65	5.48	6.40	5.88	5.77	5.34	5.06	4.66	4.37	4.08	3.98	4	4	44
													رابعاً:التعليمية
4.66	5.49	6.42	5.90	5.78	5.35	5.07	4.67	4.38	4.10	3.99	4.01	4.01	45
4.66	5.49	6.42	5.90	5.78	5.35	5.07	4.67	4.38	4.10	3.99	4.01	4.01	46
4.61	5.44	6.36	5.84	5.72	5.30	5.01	4.61	4.32	4.04	3.93	3.95	3.96	47
													خامساً:السياحية
4.66	5.49	6.41	5.89	5.78	5.35	5.07	4.67	4.38	4.09	3.99	4.01	4.01	48
4.61	5.44	6.36	5.84	5.73	5.30	5.01	4.61	4.32	4.04	3.93	3.96	3.96	49
4.63	5.46	6.38	5.86	5.74	5.32	5.03	4.63	4.34	4.06	3.95	3.97	3.97	50
													سادساً:المواصلات
4.61	5.44	6.36	5.84	5.72	5.30	5.01	4.61	4.32	4.04	3.93	3.95	3.95	51
4.66	5.49	6.41	5.89	5.78	5.35	5.07	4.66	4.38	4.09	3.99	4.01	4.01	52
4.59	5.42	6.34	5.82	5.70	5.28	4.99	4.59	4.30	4.02	3.91	3.93	3.93	53
													سابعاً:الخدمية
4.71	5.54	6.46	5.94	5.83	5.40	5.12	4.72	4.43	4.14	4.04	4.06	4.06	54
4.64	5.47	6.39	5.87	5.76	5.33	5.05	4.64	4.36	4.08	3.97	3.99	4	55

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

والجدول (35-3) يوضح العوائد الغير عادية قبل وأثناء وبعد تاريخ الإعلان عن الأرباح والتي تم حسابها وفق معادلة حساب العوائد الغير عادية:

جدول (35-3)

الفرق بين الأسعار المتوقعة و الفعلية (العوائد الغير عادية) لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للمدة (من شهر حزيران 2007 لغاية حزيران 2008) بالدينار الأردني

حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	كانون الثاني Jan	كانون الأول Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	سبتمبر Sep	أغسطس Aug	تموز July	حزيران June	تسلسل الشركة
													أولاً: المصرفية
16.96	14.25	11.64	20.59	24.85	24.55	24.22	24.38	21.94	16.88	16.96	16.96	17.22	1
20.12	17.89	18.17	20.39	21.6	23.73	26.42	24.42	27.51	25.19	24.4	26.07	29.47	2
-1.72	-2.48	-3.65	-3.46	-3.15	-2.63	-2.13	-1.83	-1.55	-1.45	-1.49	-1.4	-1.25	3
-1.46	-2.18	-3.32	-2.95	-2.34	-1.95	-1.88	-1.34	-0.82	-0.93	-1.06	-1.07	-1.02	4
-2.08	-2.68	-3.11	-2.59	-2.37	-1.89	-0.82	-0.86	-0.08	0.16	-0.57	-0.15	0.83	5
18.28	17.15	17.43	17.75	17.56	17.19	20.57	18.58	15.26	14.05	14.45	15.43	16.93	6
-1.97	-2.78	-3.64	-3.04	-2.99	-2.49	-2.14	-1.83	-1.63	-1.35	-1.47	-0.76	-0.52	7
-2.7	-3.38	-4.25	-3.79	-3.63	-3.29	-2.87	-2.4	-2.17	-1.93	-1.95	-1.98	-2	8
-1.26	-2.07	-2.94	-2.36	-2.43	-1.58	-1.61	-1.02	-0.62	-0.68	-0.98	-0.95	-0.65	9
-0.6	-1.86	-3.09	-2.22	-2.47	-1.98	-2.02	-1.68	-1.41	-1.17	-1.13	-1.01	-1.32	10
-2.71	-3.58	-4.52	-3.98	-3.94	-3.41	-3.01	-2.62	-2.28	-2.42	-2.2	-2.17	-0.85	11
3.86	2.56	1.48	1.75	2.62	3.14	2.09	2.13	2.33	1.78	1.77	1.94	2.03	12
3.92	0.078	0.03	0.83	0.24	-0.04	0.66	0.14	0.44	0.57	0.19	0.18	0.52	13
2.57	1.84	0.87	0.71	2.5	3.63	3.17	3.52	3.13	2.94	2.74	2.74	2.82	14
-2.17	-2.88	-3.86	-3.38	-3.14	-2.5	-2.44	-2.07	-1.81	-1.81	-1.69	-1.59	-1.57	15
													ثانياً: الصناعية
-1.43	-2.38	-3.45	-3.26	-2.36	-2.09	-1.66	-0.96	-0.47	-0.23	-0.14	-0.1	-0.1	16
-3.3	-4	-5.09	-4.57	-4.49	-4.06	-3.81	-3.35	-3.08	-2.74	-2.67	-2.69	-2.64	17
-3.01	-4.23	-5.15	-4.48	-4.27	-3.95	-3.69	-3.3	-3	-2.73	-2.54	-2.51	-2.51	18
3.43	-4.31	-5.05	-4.7	-4.65	-4.2	-3.86	-3.5	-3.15	-2.92	-2.79	-2.77	-2.75	19
-2.46	-2.9	-4.18	-3.91	-3.74	-3.13	-3.24	-2.82	-2.71	-2.39	-2.38	-2.2	-2.28	20
-2.68	-3.65	-4.53	-3.91	-3.79	-3.36	-3.08	-2.73	-2.47	-2.2	-2.1	-2.11	-2.03	21

-3.05	-3.83	-5.04	-4.64	-4.35	-4	-3.74	-3.34	-2.98	-2.76	-2.71	-2.64	-2.7	22
-2.69	-3.32	-4.34	-3.82	-3.71	-3.38	-3.01	-2.69	-2.4	-2.13	-1.94	-2.04	-2.04	23
-2.97	-3.99	-4.48	-3.93	-3.99	-3.86	-3.56	-3.07	-2.87	-2.36	-2.26	-2.28	-2.48	24
14.56	15.92	42.01	55.6	28.53	28.29	21.1	9.26	7.55	4.67	4.15	1.69	1.43	25
69.06	5.48	4.46	4.83	6.49	4.88	5.63	6.3	6.14	7.23	6.93	7.33	7.92	26
26.22	29.38	46.42	75.27	68.71	62.17	45.69	47.63	32.52	30.71	18.93	17.9	13.03	27
0.01	-1.97	-3.05	-2.9	-2.62	-2.41	-2.5	-3.25	-2.42	-2.32	-2.5	-2.51	-2.54	28
-2.01	-2.89	-3.85	-3.33	-2.78	-1.97	-1.55	-1.19	-0.79	-0.09	-0.26	-0.21	-0.3	29
0.35	0.54	6.27	1.84	1.9	2.58	2.77	3.25	2.66	2.83	2.41	1.53	1.63	30
-1.72	-2.38	-3.02	-2.22	-2.66	-1.81	-1.36	-0.7	-0.36	-0.04	0.12	-0.23	0.01	31
-0.86	-1.3	-1.86	-1.07	-1.07	-0.64	-0.21	0.07	0.27	0.37	0.96	0.64	1.01	32
-3.33	-4.16	-5.12	-4.58	-4.36	-3.9	-3.65	-3.43	-3.16	-2.85	-2.76	-2.65	-2.65	33
-5.22	-4.57	-4.31	-3.98	-3.73	-3.39	-3.73	-3.39	-2.9	-2.52	-2.64	-2.58	-2.56	34
-3.54	-4.39	-5.25	-4.58	-4.48	-4.05	-3.71	-3.15	-3.03	-2.76	-2.58	-2.5	-2.52	35
													ثالثاً:الاستثمارية
-2.19	-2.72	-3.51	-3.22	-3.14	-2.8	-1.97	-1.47	-0.96	-0.97	-0.76	-0.98	-1.14	36
3.69	3.5	2.68	2.77	3.2	3.96	3.6	4.74	5.19	5.47	5.68	6.03	6.02	37
-2.45	-3.22	-4.23	-3.67	-3.52	-3.08	-2.84	-2.48	-1.99	-1.81	-1.73	-1.67	-1.67	38
-2.56	-3.64	-4.48	-3.85	-3.68	-4.06	-3.82	-3.23	-2.94	-2.84	-2.76	-2.81	-2.92	39
1.55	0.91	0.25	0.09	0.25	1.09	0.68	1.01	0.78	0.54	0.37	0.29	0.25	40
-1.32	-2.01	-4.04	-3.28	-3.39	-2.61	-1.9	-0.97	-0.44	-2.05	-1.79	-2.21	-2.74	41
-2.53	-3.36	-3.85	-3.43	-3.32	-3.04	-2.71	-2.22	-2.02	-1.57	-1.54	-1.6	-1.51	42
-1.34	-1.94	-2.72	-2.21	-2.17	-1.66	-1.55	-1.41	-1.19	-1.14	-0.64	-0.1	-0.02	43
-2.87	-2.6	-3.55	-2.78	-2.85	-1.97	-1.81	-1.46	-0.91	-0.99	-1.14	-0.6	-1.63	44
													رابعاً:التعليمية
-1.66	-2.49	-3.12	-2.58	-2.74	-2.35	-1.98	-1.72	-1.42	-1.1	-0.84	-0.77	-0.91	45
-1.60	-2.49	-3.42	-2.9	-2.83	-2.3	-1.92	-1.3	-1.41	-1.12	-1.09	-1.06	-1.01	46
-1.47	-2.25	-3.43	-3.59	-2.52	-2.4	-1.19	-1.61	-1.32	-1.04	-0.63	-0.47	-0.21	47
													خامساً:السياحية
2.9	2.46	0.94	0.31	1.44	3.12	3	1.13	3.4	4.15	5	2.94	2.88	48
-2.06	-2.75	-3.76	-3.17	-3.05	-2.62	-2.24	-1.82	-1.67	-1.32	-1.15	-1.32	-1.36	49
-3	-4.06	-5.16	-4.64	-4.54	-4.12	-3.89	-3.47	-3.09	-2.94	-2.76	-2.75	-2.85	50
													سادساً:الموادلات
-2.18	-2.93	-3.89	-3.17	-3.18	-2.64	-2.45	-1.99	-1.67	-1.64	-1.58	-0.8	-0.95	51

-1.95	-3.37	-4.36	-4	-3.67	-3.01	-2.72	-2.52	-2.64	-2.39	-2.28	-2.05	-1.92	52
-3.79	-4.53	-5.34	-4.84	-4.62	-4.04	-3.55	-2.96	-2.98	-2.73	-2.31	-2.44	-2.23	53
													سابعة الخدمية
13.04	13.86	13.87	13.43	13.67	15.48	16.08	16.08	15.3	15.11	15.2	12.16	12.64	54
-1.67	-2.18	-2.5	-2.27	-1.61	-1.29	-0.36	0.08	-0.01	-0.04	0.23	-0.04	0	55

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على جداول الأسعار الفعلية والمتوقعة للأسهم المدرجة في سوق عمان

وكما يلاحظ من الجدول (3-35) إن الاستجابات لإعلان الأرباح متذبذبة وغير مستقرة فأعلان الأرباح حدث مؤاتي والاستجابات يجب ان تكون موجبة أثناء وقبل إعلان الحدث وصفاً بعد الإعلان كما وان معظمها سالبة قبل وأثناء الإعلان وبعد الإعلان وبعض الشركات كانت استجابتها موجبة للحدث قبل وأثناء الإعلان واستمر تحقيق الأرباح غير العادية إلى ما بعد الإعلان وهو ما يتعارض مع ما ينص عليه الشكل المتوسط للكفاءة ولغرض الحكم بدقة وموضوعية أكثر على درجة كفاءة سوق عمان للأوراق المالية نختبر استجابة الأسعار السوقية لإعلان الأرباح من قبل الشركات لعام 2008 ويلاحظ الاستجابة لهذا الحدث قبل وأثناء وبعد الإعلان والجدول التالي يوضح قيمة معامل (Beta) لكل شركة مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للمدة من (حزيران 2008 لغاية حزيران 2009) والتي تم استخراجها عن طريق أنموذج الانحدار البسيط بين عائد السهم وعائد السوق والذي هو عبارة عن متوسط عوائد الأسهم المدرجة في السوق:

جدول (3-36)

معامل (Beta) لأسهم للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة
(من حزيران 2008 لغاية حزيران 2009)

معامل Beta	الشركة والقطاع
	القطاع المالي
0.923	1. البنك العربي
0.873	2. البنك الأهلي الأردني
0.735	3. بنك الأردن
0.019	4. بنك القاهرة عمان
0.621	5. بنك سوسيتة جنرال
0.695	6. بنك المال الأردني

0.830	7. البنك الاستثماري
0.919	8. بنك المؤسسة العربية
0.735	9. بنك الاتحاد
0.898	10. بنك الأردن دبي الإسلامي
0.760	11. بنك الاستثمار العربي
0.695	12. بنك الإسكان للتجارة
0.749	13. البنك الإسلامي الأردني
0.896	14. البنك الأردني الكويتي
0.912	15. البنك التجاري
	قطاع الصناعة
	الصناعات الكيماوية
0.218	16. شركة الصناعات الكيماوية
0.806	17. الوطنية لصناعة الكلورين
0.426	18. العربية لصناعة المبيدات
-0.019	19. العربية للصناعات الكهربائية
-0.275	20. العربية لصناعة المواسير
	الصناعات الغذائية
0.362	21. الألبان الأردنية
0.865	22. العالمية الحديثة للزيوت
0.799	23. الوطنية للدواجن
-0.219	24. دار الغذاء
	الصناعات الاستخراجية والتعدينية
0.425	25. مناجم الفوسفات الأردنية
-0.457	26. مصانع الاسمنت الأردنية
0.144	27. البوتاس العربية
0.885	28. الدولية لصناعات السيليكا
-0.247	29. الاتحاد للصناعات المتطورة
0.414	30. مصانع الاجواخ
0.302	31. مصانع الاتحاد
	الصناعات الدوائية
-0.409	32. دار الدواء للتنمية
0.140	33. الأردنية لإنتاج الأدوية
0.523	34. الحياة للصناعات الدوائية

-0.758	35. البلاد للخدمات الطبية
	قطاع الاستثمار
-0.1715	36. الإقبال للاستثمار
-0.790	37. الأسواق الحرة الأردنية
0.783	38. البحر المتوسط للاستثمارات
-0.554	39. الشرق للمشاريع الاستثمارية
0.570	40. الأردن لتطوير المشاريع
0.636	41. المركز الأردني للتجارة
0.911	42. التسهيلات التجارية الأردنية
-0.461	43. الأردنية للاستثمارات
-0.346	44. بندارة للتجارة والاستثمار
	قطاع التعليم
0.151	45. الزرقاء للتعليم والاستثمار
-0.150	46. البتراء للتعليم
0.103	47. فيلادلفيا للاستثمارات التعليمية
	قطاع السياحة والفنادق
-0.442	48. الفنادق والسياحة الأردنية
0.523	49. العربية الدولية للفنادق
0.727	50. الدولية للفنادق
	النقل والمواصلات
0.859	51. السلام للنقل
0.767	52. المقايضة للنقل
0.674	53. مسافات للنقل المتخصص
	قطاع الخدمات
0.6750	54. المؤسسة الصحفية الأردنية
0.793	55. الأردنية للصحافة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الإلكترونية

والجدول (37-3) يوضح القيم (الأسعار) الفعلية للأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية:

جدول (37-3)

الأسعار السوقية الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للمدة

(من حزيران 2008 لغاية حزيران 2009) بالدينار الأردني

حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	كانون Jan	كانون Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	سبتمبر Sep	أغسطس Aug	تموز July	حزيران June	تسلسل الشركة
													أولاً: المصرفية
13.13	14.86	12.36	11.18	12	13.49	15.16	13.80	17	19.65	21.83	23.02	21.67	1
1.47	1.53	1.52	1.64	1.5	1.57	1.65	1.7	1.95	2.24	2.31	2.64	2.47	2
2.2	2.25	2.12	2.1	2.02	2.02	2.24	2.24	2.2	2.29	2.37	2.66	2.9	3
1.97	2.11	2.14	1.88	2.21	2.44	2.52	2.6	2.87	3.29	3.47	3.75	3.21	4
1.81	2.3	2.46	2.44	2.35	2.36	2.49	2.5	2.17	2.52	2.79	2.52	2.52	5
1.38	1.65	1.62	1.72	1.76	1.87	2.07	2.17	1.8	1.84	2.01	2.14	2.3	6
1.79	1.9	1.85	1.9	1.65	1.67	1.9	1.84	2.43	2.6	2.6	2.48	2.64	7
1.17	1.18	1.22	1.39	1.3	1.31	1.37	1.45	1.46	1.54	1.7	1.99	2	8
2.08	2.03	1.87	2.58	2.88	2.76	2.67	2.76	2.94	3	2.64	3.11	3.44	9
2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.29	3.41	3.89	4.27	4.36	4.09	10
1.29	1.44	1.55	1.64	1.72	1.67	1.7	1.8	1.86	1.91	1.85	1.89	1.9	11
8.17	7.55	7.5	4.43	7.8	8.1	8.33	8.95	9.09	9.3	9.35	8.66	8.58	12
3.98	3.91	4.05	3.81	3.86	3.7	4.14	4.36	5.06	5.25	6.2	8.61	8.3	13
3.9	4.08	4.16	4.19	4.1	4.3	4.51	4.69	5.34	6.27	6.96	7	7.3	14
2	1.85	2.01	2.01	2.05	2.05	2.27	2.11	2.47	2.57	2.45	2.6	2.54	15
													ثانياً: الصناعية
2.96	2.96	2.9	2.9	3.18	2.65	2.85	2.89	2.97	2.65	2.95	3.15	3.12	16
1.02	1.04	1.03	1.09	1.08	1.1	1.14	1.14	1.14	1.12	1.14	1.18	1.28	17
1.45	1.51	1.48	1.51	1.46	1.57	1.61	1.5	1.67	1.81	2.36	1.64	1.25	18
6.8	6.9	7.7	6.6	7	7.7	7.7	8.3	7	7	6.5	6.9	8.1	19
2.05	2.1	2	2.15	2.38	2.05	2.09	2.14	2.45	2.2	1.25	1.93	1.85	20
1.9	1.9	1.92	1.9	1.9	1.9	2	2	2.01	2	2	1.86	2	21
10	9.9	10.5	10.1	9.7	10.5	11.2	11.6	11	11.5	14.8	16.6	15.6	22
1.52	1.52	1.76	1.76	1.76	1.85	2	2	2	2	2	2	2	23
1.78	1.78	1.78	1.78	1.78	1.78	1.78	1.61	1.35	1.59	1.68	1.78	1.71	24
17.15	17.35	17.70	18.95	20.54	23.36	16.31	18	16.4	19.5	19.5	19.3	21.49	25

7.05	7.05	6.9	7.15	6.95	7.06	6.2	6.98	6.45	6.5	6.45	6.41	7.37	26
36.21	34.48	30.36	34.6	39	37	41.8	32	37.25	35.99	36.55	35.15	30.97	27
3.81	3.81	3.81	3.81	3.81	3.81	4.35	4.19	4.4	4.4	5.4	4.89	4.7	28
3.81	3.81	3.81	2.50	2.50	2.54	2.55	2.40	2.56	2.65	2.60	2.46	2.46	29
4.5	4.55	4.78	4.5	4.75	4.78	5.1	5	5	5.23	5.07	4.41	5.08	30
2.79	2.89	2.98	2.46	2.95	2.71	2.30	1.87	1.92	2.02	2.14	2.54	2.88	31
3.66	3.62	5.89	5.61	3.79	3.35	3.51	3.54	3.65	3.67	3.76	3.57	3.8	32
1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	33
1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.28	1.21	1.32	1.35	1.36	1.36	1.39	1.37	34
1.17	1.17	1.19	1.15	1.08	1.10	1.11	1.17	1.11	1.19	1.05	1.03	1.07	35
													ثالثاً:الاستثمارية
3.1	2.97	2.91	3.08	2.63	2.7	2.69	2.32	2.23	2.64	2.44	2.09	2.4	36
9.55	9.55	9.55	9.5	9.5	9.65	9.29	9.09	8.7	8.5	8.8	8.8	7.93	37
1.96	1.88	1.9	1.81	1.98	2	1.95	1.94	2.21	1.97	2.1	2.1	2.3	38
2.15	2.15	2.15	2.2	2.3	2.4	2.38	2.65	2.15	1.84	1.9	2	2.02	39
5.1	5	5	4.86	4.82	5.22	4.78	4.78	4.82	5.17	4.86	5.70	5.98	40
1.33	1.26	1.67	2.25	2.50	2.42	3.65	3.64	3.74	3.35	3.27	2.93	3.35	41
1.12	1.12	1.35	1.18	1.50	1.54	1.45	1.57	1.90	2	2.05	2.09	2.12	42
3.09	3.79	4.09	4.06	3.36	2.98	3.23	3.48	3.68	4.05	3.13	2.85	3.31	43
2.15	2.05	2.19	2.29	2.12	3.27	2.5	2.3	1.54	1.98	1.86	1.96	1.87	44
													رابعاً:التعليمية
2.62	2.3	2.26	2.25	2.38	2.58	3.15	3.30	3.60	3.20	3.50	3.76	3.05	45
3.33	3.19	3.04	3.19	3.19	3.04	3.05	2.95	3.36	3.05	3	3.03	3	46
3.41	3.25	3.27	3.28	3.3	3.47	3.28	3.5	3.45	3.54	3.2	3.36	3.45	47
													خامساً:السياحية
8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.34	8.32	7.56	48
2.20	2.22	2.22	2.5	2.74	2.53	2.59	2.5	2.5	2.55	2.42	2.59	2.66	49
1.32	1.20	1.22	1.22	1.4	1.35	1.25	1.39	1.47	1.28	1.41	1.62	1.63	50
													سادساً:المواصلات
1.55	1.57	1.60	1.59	1.60	1.65	1.61	1.85	1.89	1.87	2.12	2.35	2.43	51
1.12	1.15	1.20	1.22	1.24	1.31	1.41	1.33	1.24	1.18	1.66	2.30	2.71	52
7.3	7.3	7.3	7.3	7.2	7.5	7	7.2	7.2	9.9	1.2	9.5	8	53
													سابعاً:الخدمية
14.28	13.65	13.90	13.84	13.65	14.04	14	15.50	14	16.14	15.75	17.75	19.40	54

1.85 1.78 1.9 1.86 1.95 1.99 1.98 2.17 2.19 2.25 2.29 2.34 2.97 55

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الشهرية الصادرة من سوق عمان المالي

وبتطبيق معادلة أنموذج (CAPM) على بيانات أسهم الشركات نتوصل إلى القيمة التي يجب أن يكون عليها السهم في السوق (المتوقعة) وبمقارنتها بالقيمة السوقية (الفعلية) نستخرج العوائد الغير طبيعية التي يحققها المستثمرين نتيجة استجابة السعر للمعلومة الجديدة وهي إعلان توزيع الأرباح وان العائد الخالي من المخاطرة قد بلغ في الأردن (11.5%) لعامي (2008 و 2009) وهذا ما يوضحه الجدول (3-38):

جدول (3-38)

الأسعار المتوقعة للأسهم المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية

للمدة (من شهر حزيران 2008 لغاية حزيران 2009) بالدينار الأردني

حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	كانون Jan	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	سبتمبر Sep	أغسطس Aug	تموز July	حزيران June	تسلسل الشركة
													أولاً: المصرفية
3.83	3.85	3.94	4.04	4.10	4.29	4	4.28	4.33	4.50	4.52	4.58	4.74	1
3.82	3.84	3.93	4.03	4.09	4.28	3.99	4.27	4.32	4.49	4.51	4.57	4.73	2
3.80	3.82	3.91	4.01	4.07	4.26	3.97	4.25	4.30	4.47	4.49	4.55	4.71	3
3.72	3.74	3.83	3.93	3.99	4.18	3.89	4.17	4.22	4.39	4.41	4.47	4.63	4
3.79	3.81	3.90	4	4.06	4.25	3.96	4.26	4.29	4.46	4.48	4.54	4.70	5
3.80	3.82	3.91	4.01	4.07	4.26	3.97	4.25	4.30	4.47	4.49	4.55	4.71	6
3.82	3.84	3.93	4.03	4.09	4.28	3.99	4.27	4.32	4.49	4.51	4.57	4.73	7
3.83	3.85	3.94	4.04	4.10	4.29	4	4.28	4.33	4.50	4.52	4.58	4.74	8
3.80	3.82	3.91	4.01	4.07	4.26	3.97	4.25	4.30	4.47	4.49	4.55	4.71	9
3.82	3.84	3.93	4.03	4.09	4.28	3.99	4.27	4.32	4.49	4.51	4.57	4.73	10
3.81	3.83	3.92	4.02	4.08	4.27	3.98	4.26	4.31	4.48	4.50	4.56	4.72	11
3.80	3.82	3.91	4.01	4.07	4.26	3.97	4.25	4.30	4.47	4.49	4.55	4.71	12
3.81	3.83	3.92	4.02	4.08	4.27	3.98	4.26	4.31	4.48	4.50	4.56	4.72	13
3.82	3.84	3.93	4.03	4.09	4.28	3.99	4.27	4.32	4.49	4.51	4.57	4.73	14
3.82	3.84	3.93	4.03	4.09	4.28	3.99	4.27	4.32	4.49	4.51	4.57	4.73	15
													ثانياً: الصناعية
2.75	3.77	3.86	3.96	4.02	4.21	3.92	4.20	4.25	4.42	4.44	4.50	4.66	16

3.81	3.83	3.92	4.02	4.08	4.27	3.98	4.26	4.31	4.48	4.50	4.56	4.72	17
3.77	3.79	3.88	3.98	4.04	4.23	3.94	4.22	4.27	4.44	4.46	4.52	4.68	18
3.72	3.74	3.63	3.93	3.99	4.18	3.89	4.17	4.22	4.39	4.41	4.47	4.63	19
3.69	3.71	3.80	3.90	3.96	4.15	3.86	4.14	4.19	4.36	4.38	4.44	4.60	20
3.76	3.78	3.87	3.97	4.03	4.22	3.93	4.21	4.26	4.43	4.45	4.51	4.67	21
3.82	3.84	3.93	4.03	4.09	4.28	3.99	4.27	4.32	4.49	4.51	4.57	4.73	22
3.81	3.83	3.92	4.02	4.08	4.27	3.98	4.26	4.31	4.48	4.50	4.56	4.72	23
3.69	3.71	3.80	3.90	3.96	4.15	3.86	4.14	4.19	4.36	4.38	4.44	4.60	24
3.77	3.79	3.88	3.98	4.04	4.23	3.94	4.22	4.27	4.44	4.46	4.52	4.68	25
3.67	3.69	3.78	3.88	3.94	4.13	3.84	4.12	4.17	4.34	4.36	4.42	4.58	26
3.74	3.76	3.85	3.95	4.01	4.20	3.91	4.19	4.24	4.41	4.43	4.49	4.65	27
3.82	3.84	3.93	4.03	4.09	4.28	3.99	4.27	4.32	4.49	4.51	4.57	4.73	28
3.69	3.71	3.80	3.90	3.96	4.15	3.86	4.14	4.19	4.36	4.38	4.44	4.60	29
3.77	3.79	3.88	3.98	4.04	4.23	3.94	4.22	4.27	4.44	4.46	4.52	4.68	30
3.75	3.77	3.86	3.96	4.02	4.21	3.92	4.20	4.25	4.42	4.44	4.50	4.66	31
3.67	3.69	3.78	3.88	3.94	4.13	3.84	4.12	4.17	4.34	4.36	4.42	4.58	32
3.74	3.76	3.85	3.95	4.01	4.20	3.91	4.19	4.24	4.41	4.43	4.49	4.65	33
3.63	3.80	3.89	3.99	4.05	4.24	3.95	4.23	4.28	4.45	4.47	4.53	4.69	34
3.70	3.65	3.74	3.84	3.90	4.09	3.80	4.08	4.13	4.30	4.32	4.38	4.54	35
													ثالثاً:الاستثمارية
3.63	3.72	3.81	3.91	3.97	4.16	3.87	4.15	4.20	4.37	4.39	4.45	4.61	36
3.81	3.65	3.74	3.84	3.90	4.09	3.80	4.08	4.13	4.30	4.32	4.38	4.54	37
3.66	3.83	3.92	4.02	4.08	4.27	3.98	4.26	4.31	4.48	4.50	4.56	4.72	38
3.79	3.68	3.77	3.87	3.93	4.12	3.83	4.11	4.16	4.33	4.35	4.41	4.57	39
3.79	3.81	3.90	4	4.06	4.25	3.96	4.24	4.29	4.46	4.48	4.54	4.70	40
3.82	3.81	3.90	4	4.06	4.25	3.96	4.24	4.29	4.46	4.48	4.54	4.70	41
3.67	3.84	3.93	4.03	4.09	4.28	3.99	4.27	4.32	4.49	4.51	4.57	4.73	42
3.68	3.69	3.78	3.88	3.94	4.13	3.84	4.12	4.17	4.34	4.36	4.42	4.58	43
3.74	3.70	3.79	3.89	3.95	4.14	3.85	4.13	4.18	4.35	4.37	4.43	4.59	44
													رابعاً:التعليمية
3.70	3.76	3.85	3.95	4.01	4.20	3.91	4.19	4.24	4.41	4.43	4.49	4.65	45
3.73	3.72	3.81	3.91	3.97	4.16	3.87	4.15	4.20	4.37	4.39	4.45	4.61	46
3.67	3.75	3.84	3.94	4	4.19	3.90	4.18	4.23	4.40	4.42	4.48	4.64	47
													خامساً:السياحية

3.78	3.69	3.78	3.88	3.94	4.13	3.84	4.12	4.17	4.34	4.36	4.42	4.58	48
3.80	3.80	3.89	3.99	4.05	4.24	3.95	4.23	4.28	4.45	4.47	4.53	4.69	49
3.82	3.82	3.91	4.01	4.07	4.26	3.97	4.25	4.30	4.47	4.49	4.55	4.71	50
													سادساً:المواصلات
3.81	3.84	3.93	4.03	4.09	4.28	3.99	4.27	4.32	4.49	4.51	4.57	4.73	51
3.80	3.83	3.92	4.02	4.08	4.27	3.98	4.26	4.31	4.48	4.50	4.56	4.72	52
3.80	3.82	3.91	4.01	4.07	4.26	3.97	4.25	4.30	4.47	4.49	4.55	4.71	53
													سابعاً:الخدمية
3.81	3.82	3.91	4.01	4.07	4.26	3.97	4.25	4.30	4.47	4.49	4.55	4.71	54
3.81	3.83	3.92	4.02	4.08	4.27	3.98	4.26	4.31	4.48	4.50	4.56	4.72	55

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

جدول (3-39)

الفرق بين الأسعار المتوقعة و الفعلية(العوائد الغير طبيعية) لأسهم الشركات المدرجة
في سوق عمان للأوراق المالية للمدة
(من شهر حزيران 2008 لغاية حزيران 2009) بالدينار الأردني

حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	كانون الثاني Jan	كانون الأول Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	سبتمبر Sep	أغسطس Aug	تموز July	حزيران June	تسلسل الشركة
													أولاً:المصرفية
9.3	11.01	8.42	7.14	7.9	9.2	11.16	9.52	12.67	15.15	17.31	18.44	16.93	1
-2.35	-2.31	-2.41	-2.39	-2.59	-2.71	-2.34	-2.57	-2.37	-2.25	-2.2	-1.93	-2.26	2
-1.6	-1.57	-1.79	-1.91	-2.05	-2.24	-1.73	-2.01	-2.1	-2.18	-2.12	-1.89	-1.81	3
-1.75	-1.63	-1.69	-2.05	-1.78	-1.74	-1.37	-1.57	-1.35	-1.1	-0.94	-0.72	-1.42	4
-1.98	-1.51	-1.44	-1.56	-1.71	-1.89	-1.47	-1.76	-2.12	-1.94	-1.69	-2.02	-2.18	5
-2.42	-2.17	-2.29	-2.29	-2.31	-2.39	-1.9	-2.08	-2.5	-2.63	-2.48	-2.41	-2.41	6
-2.03	-1.94	-2.08	-2.13	-2.44	-2.61	-2.09	-2.43	-1.89	-1.89	-1.91	-2.09	-2.09	7
-2.66	-2.67	-2.72	-2.65	-2.8	-2.98	-2.63	-2.83	-2.87	-2.96	-2.82	-2.59	-2.74	8
-1.72	-1.79	-2.04	-1.43	-1.19	-1.5	-1.3	-1.49	-1.36	-1.47	-1.85	-1.44	-1.27	9
-1.62	-1.64	-1.73	-1.83	-1.89	-2.08	-1.79	-1.98	-0.91	-0.6	-0.24	-0.21	-0.64	10
-2.52	-2.39	-2.37	-2.38	-2.36	-2.6	-2.28	-2.46	-2.45	-2.57	-2.85	-2.67	-2.82	11
4.37	3.73	3.59	0.42	3.73	3.84	4.36	4.7	4.79	4.83	4.86	4.11	3.87	12

0.17	0.08	0.13	-0.21	-0.22	-0.57	0.16	0.1	0.75	0.77	1.7	4.05	3.58	13
0.08	0.24	0.23	0.16	0.01	0.02	0.52	0.42	1.02	1.78	2.45	2.43	2.57	14
-1.82	-1.99	-1.92	-2.02	-2.04	-2.23	-1.72	-2.16	-1.85	-1.92	-2.06	-1.97	-2.19	15
													ثانياً:الصناعية
0.21	-0.81	-0.96	-1.06	-0.84	-1.56	-1.07	-1.31	-1.28	-1.77	-1.49	-1.35	-1.54	16
-2.79	-2.79	-2.89	-2.93	-3	-3.17	-2.84	-3.12	-3.17	-3.36	-3.36	-3.38	-3.44	17
-2.32	-2.28	-2.4	-2.47	-2.58	-2.66	-2.33	-2.72	-2.6	-2.63	-2.1	-2.88	-3.43	18
3.08	3.16	4.07	2.67	3.01	3.52	3.81	4.13	2.78	2.61	2.09	2.43	3.47	19
-1.64	-1.61	-1.8	-1.75	-1.58	-2.1	-1.77	-2	-1.74	-2.16	-3.13	-2.51	-2.75	20
-1.86	-1.88	-1.95	-2.07	-2.13	-2.32	-1.93	-2.21	-2.25	-2.43	-2.45	-2.55	-2.67	21
6.18	6.06	6.57	6.07	5.61	6.22	7.21	7.33	6.68	7.01	10.29	12.03	10.87	22
-2.29	-2.31	-2.16	-2.26	-2.32	-2.42	-1.98	-2.26	-2.31	-2.48	-2.5	-2.56	-2.72	23
-1.91	-1.93	-2.02	-2.12	-2.18	-2.73	-2.08	-2.53	-2.84	-2.77	-2.7	-2.66	-2.89	24
13.38	13.56	13.82	14.97	16.5	19.13	12.37	13.78	12.13	15.06	15.04	14.78	16.81	25
3.38	3.36	3.12	3.27	3.01	2.93	2.36	2.86	2.28	2.16	2.09	1.99	2.79	26
32.47	30.72	26.51	30.65	34.99	32.8	37.89	27.81	33.01	31.58	32.12	30.66	26.32	27
-0.01	-0.03	-0.12	-0.22	-0.28	-0.47	0.36	-0.08	0.08	-0.09	0.89	0.32	-0.03	28
0.12	0.1	0.01	-1.4	-1.46	-1.61	-1.31	-1.74	-1.63	-1.71	-1.78	-1.98	-2.14	29
0.73	0.76	0.9	0.52	0.71	0.55	1.16	0.78	0.73	0.79	0.61	-0.11	0.4	30
-0.96	-0.88	-0.88	-1.5	-1.07	-1.5	-1.62	-2.33	-2.33	-2.4	-2.3	-1.96	-1.78	31
-0.01	-0.07	2.11	1.73	-0.15	-0.78	-0.33	-0.58	-0.52	-0.67	-0.6	-0.85	-0.78	32
-2.38	-2.38	-2.47	-2.57	-2.63	-2.82	-2.53	-2.81	-2.86	-3.03	-3.05	-3.11	-3.27	33
-2.33	-2.5	-2.59	-2.69	-2.75	-2.96	-2.74	-2.91	-2.93	-3.09	-3.11	-3.14	-3.32	34
-2.53	-2.48	-2.55	-2.69	-2.82	-2.99	-2.69	-2.91	-3.02	-3.11	-3.27	-3.35	-3.47	35
													ثالثاً:الاستثمارية
-0.53	-0.75	-0.9	-0.83	-1.34	-1.40	-1.18	-1.83	-1.97	-1.73	-1.95	-2.36	-2.21	36
5.74	5.9	5.81	5.66	5.6	5.56	5.49	5.01	4.57	4.2	4.48	4.42	3.39	37
-1.7	-1.95	-2.02	-2.21	-2.1	-2.27	-2.03	-2.32	-2.1	-2.51	-2.4	-2.46	-2.42	38
-1.64	-1.53	-1.62	-1.67	-1.63	-1.72	-1.45	-1.46	-2.01	-2.49	-2.45	-2.41	-2.55	39
1.31	1.19	1.1	0.86	0.76	0.97	0.82	0.54	0.53	0.71	0.38	1.16	1.28	40
-2.49	-2.55	-2.23	-1.75	-1.56	-1.83	-0.31	-0.6	-0.55	-1.11	-1.21	-1.61	-1.35	41
-2.55	-2.72	-2.58	-2.85	-2.59	-2.74	-2.54	-2.7	-2.42	-2.49	-2.46	-2.48	-2.61	42
-0.59	0.1	0.31	0.18	-0.58	-1.15	-0.61	-0.64	-0.49	-0.29	-1.23	-1.57	-1.27	43
-1.59	-1.65	-1.6	-1.6	-1.83	-0.87	-1.35	-1.83	-2.64	-2.37	-2.51	-2.47	-2.72	44

													رابعاً:التعليمية
-1.08	-1.46	-1.59	-1.7	-1.63	-1.62	-0.76	-0.89	-0.64	-1.21	-0.93	-0.73	-1.6	45
-0.4	-0.53	-0.77	-0.72	-0.78	-1.12	-0.82	-1.2	-0.84	-1.32	-1.39	-1.42	-1.61	46
-0.26	-0.5	-0.57	-0.66	-0.7	-0.72	-0.62	-0.68	-0.78	-0.86	-1.22	-1.12	-1.19	47
													خامساً:السياحية
4.55	4.64	4.55	4.45	4.39	4.2	4.49	4.21	4.16	3.99	3.98	3.9	2.98	48
-1.6	-1.58	-1.67	-1.49	-1.31	-1.71	-1.36	-1.73	-1.78	-1.9	-2.05	-1.94	-2.03	49
-2.5	-2.62	-2.69	-2.79	-2.67	-2.91	-2.72	-2.86	-2.83	-3.19	-3.08	-2.93	-3.08	50
													سادساً:المواصلات
-2.26	-2.27	-2.33	-2.44	-2.49	-2.63	-2.38	-2.42	-2.43	-2.62	-2.39	-2.22	-2.3	51
-2.68	-2.68	-2.72	-2.8	-2.84	-2.96	-2.57	-2.93	-3.07	-3.3	-2.84	-2.26	-2.01	52
3.5	3.48	3.39	3.29	3.13	3.24	3.03	2.95	2.9	5.43	-3.29	4.95	3.29	53
													سابعاً:الخدمية
10.47	9.83	9.99	9.83	9.58	9.78	10.03	11.25	9.7	11.67	11.26	13.2	014.69	54
-1.96	-2.05	-2.02	-2.16	-2.13	-2.28	-2	-2.09	-2.12	-2.23	-2.21	-2.22	-1.75	55

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على جداول العوائد الفعلية والمتوقعة للأسهم المدرجة في سوق عمان المالي

وكما يلاحظ من الجدول (3-39) إن الاستجابات لإعلان الأرباح تكون معظمها سالبة قبل وأثناء الإعلان وبعد الإعلان وبعض الشركات كانت استجابتها موجبة للحدث قبل وأثناء الإعلان واستمر تحقيق الأرباح غير العادية إلى ما بعد الإعلان وهو ما يتعارض مع ما ينص عليه الشكل المتوسط للكفاءة إن استجابة الأسعار السوقية بشكل سالب لإعلان الأرباح والذي هو حدث ايجابي يدل على أن السوق تستجيب بصورة متحيزة وعكسية للأحداث أي إن السعر لا يعكس كل المعلومات الجديدة الواصلة للسوق بسرعة وبصورة حيادية غير متحيزة وبشكل تام وأيضا بالعودة إلى نتائج تحليل قيم الأسهم في الفقرة أولا من هذا المبحث وجد إن نسبة الانحراف في القيمة السوقية عن الحقيقية هي (100%) وهو ما يثبت إن سوق عمان للأوراق المالية ضعيف الكفاءة للمدة المبحوثة وهو بذلك يشابه سوق العراق للأوراق المالية وأيضا يتعارض مع الفرضيات الفرعية (1,2,3,4).

المبحث الثالث

تحليل قيم أسهم الشركات واختبار كفاءة سوق قطر للأوراق المالية

أولاً-تحليل قيم أسهم الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية :

تناولت الدراسة تحليل القيم العادلة لأسهم الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية كسوق ثالث لعينة الدراسة لاختبار كفاءة السوق وتمت مقارنتها مع القيم السوقية للأسهم لتحديد الانحرافات في القيم وما يترتب على ذلك من قبول أو رفض لفرضية الدراسة الرئيسية والفرضيات الفرعية.

والجدول (3-40) يوضح (B, α) لأسهم الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية لعامي (2006-2007) المستخدمة في استخراج نسبة ($P \setminus E$) للأسهم لعامي (2008-2009):

جدول (3-40)

معاملات (B, α) لأسهم الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية للمدة (2007,2006)

2007		2006		السنة
معامل α	معامل $Beta$	معامل α	معامل $Beta$	الشركة والقطاع
				القطاع المالي
0.709	0.774	0.658	0.285	1. بنك قطر الوطني
0.908	2.069	0.971	1.009	2. مصرف قطر الإسلامي
0.938	2.528	0.969	0.011	3. البنك التجاري
0.732	0.638	0.920	1.567	4. بنك الدوحة
0.460	0.433	0.722	0.276	5. البنك الأهلي
0.840	1.124	0.962	2.918	6. بنك قطر الدولي الإسلامي
0.618	0.945	0.449	1.573	7. مصرف الريان
0.226	0.274	0.857	0.375	8. الأولى للتمويل
				قطاع التأمين
0.960	1.250	0.788	0.376	9. قطر للتأمين
0.843	1.206	0.294	0.394	10. الدوحة للتأمين
0.328	0.277	0.932	1.492	11. العامة للتأمين
0.834	2.426	0.943	1791	12. الخليج للتأمين
0.293	0.729	0.974	6.201	13. الإسلامية للتأمين
				قطاع الصناعة
0.815	0.217	0.844	0.517	14. التحويلية
0.886	1.965	0.974	0.316	15. صناعات قطر
-0.372	-0.144	-0.361	-0.038	16. كيوتل
0.896	1.010	-0.136	-0.012	17. كهرباء وماء قطر
0.654	0.206	0.895	0.331	18. النقل
0.905	1.647	0.928	0.629	19. العقارية
0.846	0.410	0.883	0.245	20. السلام
0.940	2.363	0.951	1.543	21. الإجارة
0.926	1.195	0.964	0.949	22. الملاحة
-0.703	-0.954	0.543	0.270	23. قطر للسينما
0.794	0.674	-0.245	-0.016	24. قطر للوقود
0.921	1.485	0.938	1.927	25. مواشي
0.578	1.256	0.573	0.171	26. بروة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج أنموذج الانحدار بين P/E للسهم و P/E للسوق.

وتم استخراج القيمة الحقيقية الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية بتعويض قيم معاملات ($Beta, \alpha$) في معادلة حساب (P/E) وضرب الناتج في العائد الشهري للسهم والقيم موضحة في الجدول (3-41) :

جدول (3-41)

القيم الحقيقية الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية لعام (2008) بالريال القطري

ك1 Dec	ت2 Nov	ت1 Oct	أيلول Sep	اب Aug	تموز July	حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	ك2 Jan	تسلسل الشركة
												أولا: المالية
1139	1158	1084	1181	1207	1162	1163	21314	1387	1412	1414	1068	1
750	763	714	778	795	766	766	865	913	930	932	1190	2
844	859	803	875	895	862	862	974	1028	1047	1048	1339	3
550	560	524	571	583	562	562	635	670	683	684	873	4
498	506	474	516	528	508	508	574	606	617	618	790	5
437	444	416	453	463	446	446	504	532	542	543	693	6
64.19	65.30	61.10	66.56	68.04	65.53	65.58	74.07	78.16	79.61	79.73	101	7
280	285	266	290	297	286	286	323	341	347	348	444	8
												ثانيا: التأمين
1317	1340	1254	1366	1396	1345	1346	1520	1604	1634	1636	2090	9
187	190	178	194	198	191	191	216	228	232	232	297	10
1246	1267	1186	1291	1320	1272	1272	1437	1517	1545	1547	1976	11
834	849	794	865	885	852	852	963	1016	1035	1037	1324	12
282	287	268	292	399	288	288	325	343	350	350	447	13
												ثالثا: الصناعية
375	382	357	389	398	383	383	433	457	465	466	595	14
1344	1368	1280	1394	1425	1373	1373	1551	1637	1667	1670	2132	15
423	430	403	439	449	432	432	488	515	525	526	671	16
358	365	341	372	380	366	366	414	436	445	445	569	17
464	472	441	481	492	473	474	535	565	575	576	736	18
249	254	237	259	464	255	255	288	304	309	310	396	19
169	172	161	175	179	173	173	195	206	210	210	268	20
189	192	180	196	200	193	193	218	230	235	235	300	21
864	879	822	896	916	882	883	997	105	1072	1073	1371	22

279	284	265	289	295	285	285	322	239	246	346	442	23
1024	1042	975	1062	1086	1046	1046	1182	1247	1270	1272	1625	24
47.66	48.49	45.37	49.42	50.52	48.66	48.69	55	58.04	59.11	59.20	75.60	25
136	138	129	141	144	139	139	157	165	169	169	216	26

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الإلكترونية

والجدول (42-3) يوضح القيم الشهرية السوقية للأسهم المدرجة في سوق قطر المالي لعام 2008:

جدول (42-3)

القيم السوقية الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية لعام

(2008)

ك1 Dec	ت2 Nov	ت1 Oct	أيلول Sep	أب Aug	تموز July	حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	ك2 Jan	تسلسل الشركة
												أولا: المالية
111.50	145.40	147.60	189.80	212.50	233.90	229.50	250.10	229.80	209.50	210.40	222.30	1
73.10	75.30	93.50	122.90	130.20	150.50	154.70	137.30	121.30	94.00	172.30	150.70	2
104.20	104.20	104.20	104.20	123.60	136.70	148.000	159.90	162.40	146.60	201.30	176.30	3
32.60	36.80	42.10	56	71	78.10	82.80	82.50	75.00	75.70	95.40	90.10	4
44.80	46	40.40	65.40	66	69.10	40.40	70.40	69.80	69.70	80.70	80.80	5
39.50	43.90	48.60	63.10	91.70	93.40	94.80	93.70	84.50	82.10	132.60	145.50	6
9.20	9.20	9.20	9.20	10	11	12.00	18.80	20.30	20.60	21.90	22.50	7
19.20	19.20	19.20	19.20	19.20	19.20	21.20	22.40	26.30	32.50	37.00	38.80	8
												ثانيا: التأمين
73.40	94.90	94.80	170.10	215.10	230.10	230.10	225.000	232.000	194.10	162.20	184.20	9
20	23.20	21.90	38.50	40.50	41	40.10	39.00	38.30	37.30	52.60	53.00	10
98.80	99	92.80	124	118	115.20	95.10	90.00	90.80	86.00	107.50	122.00	11
69.90	80.40	81.40	64.40	67.10	75.30	66.50	68.00	92.20	82.30	78.60	101.60	12
22.60	22.60	22.60	29.40	33.70	45.70	58.60	66.90	72.70	71.20	68.60	65.80	13
												ثالثا: الصناعية
34.80	34.70	37.90	39.10	45.50	50.20	51.00	47.20	46.00	44.20	51.00	52.10	14
73.60	78.10	107	143.40	168.50	187.50	182.00	185.00	178.10	129.40	170.00	153.80	15
103.30	127.10	137.40	146.80	159.40	169.90	191.20	204.30	216.90	196.20	262.10	258.20	16
80.10	100.60	79.50	99	124.50	137.80	153.10	140.80	139.40	117.50	127.70	115.10	17

23	36.30	40.50	52.70	57.80	66.10	63.30	64.20	62.30	56.50	72.80	70.20	18
19.80	29.10	27.90	52.10	62	66.70	66.70	65.60	57.20	47.60	69.90	53.50	19
9.10	12.40	12.10	14.70	16.70	17.60	17.50	17.30	16.60	15.10	18.20	17.90	20
14.40	17.50	21.10	33	31.50	36.20	37.90	34.00	29.10	25.70	28.20	26.90	21
53.40	70.40	84.20	113.30	134.20	154.40	153.40	126.30	120.10	102.00	123.20	110.90	22
49.90	49.90	55	55.50	54.70	52.10	49.70	48.20	48.00	54.50	49.00	47.00	23
129.80	120.50	125.30	150.40	169.90	180.80	193.60	191.90	162.00	158.40	150.20	142.40	24
7.90	9	8.30	10.30	11.20	11.20	11.00	11.30	9.95	9.85	10.40	10.30	25
22.80	22.80	21.50	35.40	58.90	69.80	83.70	75.30	71.20	49.00	49.20	46.30	26

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الشهرية الصادرة من سوق قطر للأوراق المالية

والجدول (3-43) يوضح الانحرافات في القيمة السوقية عن العادلة (الحقيقية) لقيم الأسهم لعام (2008):

جدول (3-43)

انحراف القيم السوقية عن الحقيقية لقيم الأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية لعام (2008)

ك1	ت2	ت1	أيلول	اب	تموز	حزيران	أيار	نيسان	آذار	شباط	ك2	تسلسل الشركة
Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	July	June	May	Apr	Mar	Feb	Jan	
												أولا: المالية
1027	1012	936	991	994	928	933	21063	1157	1202	1203	845	1
676	687	620	655	664	615	611	727	791	836	759	1039	2
739	754	698	770	771	725	714	814	865	900	846	1162	3
517	523	481	515	512	483	479	552	595	607	586	782	4
453	460	433	450	462	438	467	503	536	547	537	709	5
397	400	367	389	371	352	351	410	447	459	410	547	6
54.9	56.1	51.9	57.36	58.04	54.53	53.58	55.27	57.86	59.01	57.83	78.5	7
260	265	246	270	277	266	264	300	314	314	311	405	8
												ثانيا: التأمين
1243	1245	1159	1195	1180	1114	1115	1295	1372	1439	1473	1905	9
167	166	156	155	157	150	150	177	189	194	179	244	10
1147	1168	1093	1167	1202	1156	1176	1347	1426	1459	1439	1854	11
764	766	712	800	817	776	785	895	923	952	958	1222	12
259	264	245	262	365	242	229	258	270	278	281	381	13

ثالثا: الصناعة												
340	347	319	349	352	332	332	385	411	420	415	542	14
1270	1289	1173	1250	1256	1185	1191	1360	1458	1537	1500	1978	15
319	302	265	292	289	262	240	283	298	328	263	412	16
277	264	261	273	255	228	212	273	296	327	317	453	17
441	435	400	428	434	406	410	470	502	518	503	665	18
229	224	209	206	402	188	188	222	246	261	240	342	19
159	159	148	160	162	155	155	177	189	194	191	250	20
174	174	158	163	168	156	155	184	200	209	206	27.3	21
810	808	737	782	781	727	729	870	-15.1	970	949	1260	22
229	234	210	233	240	232	235	273	191	191	297	395	23
894	921	849	911	916	865	852	990	1085	1111	112	1482	24
39	39	37	39	39	37	37	43	48	49	48	65	25
113	115	107	105	85	69	55	81	93	120	119	169	26

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على جداول القيمة الحقيقية والسوقية للأسهم لعام 2008

ويتضح من الجدول (3-43) أن الانحرافات كبيرة بين القيمة الحقيقية والسوقية للأسهم مما يثبت أن الأسهم مسعرة بشكل خاطئ وكما مبين في الجدول إن الانحرافات كانت موجبة مما يعني أن الأسهم مسعرة بصورة أقل من قيمتها لكن هناك انحراف واحد سالب وهو يخص شركة الملاحه (قطاع الصناعة) لشهر نيسان مما يعني إنها مسعرة بأعلى من قيمتها في ذلك الشهر وهذا يدل على أن الأسعار لا تعكس كل المعلومات المتعلقة بالأسهم والشركة المصدرة لها وان هناك معلومات داخلية غير معلنة أدت إلى ظهور انحرافات في القيم الحقيقية عن السوقية ولتعزيز هذه النتيجة الجدول (3-44) يوضح القيم الحقيقية للأسهم لعام 2009 :

جدول (44-3)

القيم الحقيقية للأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية لعام 2009 بالريال القطري

ك1 Dec	ت2 Nov	ت1 Oct	أيلول Sep	أب Aug	تموز July	حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	ك2 Jan	تسلسل الشركة
												أولا: المالية
1043	1043	1043	1043	1044	1044	1017	1026	1188	1814	1056	1037	1
722	722	722	722	723	723	704	710	823	1256	731	718	2
712	712	712	712	713	713	694	700	811	1238	721	708	3
477	477	478	477	477	477	465	469	544	830	483	474	4
475	475	476	475	475	775	463	467	541	826	481	472	5
269	269	269	269	269	269	262	264	306	467	272	267	6
106	106	106	106	106	106	103	104	121	184	107	105	7
108	108	108	108	108	108	105	106	123	188	110	108	8
												ثانيا: التأمين
566	566	566	566	566	566	552	556	644	984	573	562	9
183	183	183	183	183	183	178	180	208	318	185	182	10
324	324	324	324	324	324	316	318	369	563	328	322	11
123	123	123	123	123	123	119	120	140	213	124	122	12
147	147	147	147	147	147	144	145	168	256	149	146	13
												ثالثا: الصناعية
550	550	550	550	550	550	536	541	626	956	557	547	14
908	908	908	908	908	908	884	892	1033	1577	918	901	15
592	592	592	592	592	592	577	582	674	1029	599	588	16
771	771	771	771	771	771	751	757	877	1339	780	765	17
225	225	225	225	225	225	219	221	256	391	228	223	18
270	270	270	270	270	270	263	265	307	469	273	268	19
1017	1017	1017	1017	1017	1017	991	1000	1158	1768	1029	1010	20
136	136	136	136	136	136	133	134	155	237	138	136	21
685	685	685	685	685	685	668	673	780	1191	693	680	22
39.98	39.98	39.98	39.98	39.98	39.98	38.95	39.28	45.50	69.45	40.45	39.74	23
3464	3464	3464	3464	3464	3564	34.73	35.02	4056	6192	3606	3540	24
93.28	93.28	93.28	93.28	93.28	93.28	90.89	91.66	106	162	94.38	92.65	25
121	121	121	121	121	121	118	119	138	210	122	120	26

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

جدول (45-3)

القيم السوقية للأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية لعام 2009 بالريال القطري

ك1	ت2	ت1	أيلول	أب	تموز	حزيران	أيار	نيسان	آذار	شباط	ك2	تسلسل الشركة
Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	July	June	May	Apr	Mar	Feb	Jan	
												أولا: المالية
73	73	73	73	73	73	73	73	73	73	73	73	1
56.10	56.10	56.10	56.10	56.10	56.10	56.10	56.10	56.10	56.10	56.10	56.10	2
40.10	40.10	40.10	40.10	40.10	40.10	40.10	40.10	40.10	63.80	62.50	66.46	3
28.40	28.40	28.40	28.40	28.40	28.40	28.40	28.40	28.40	28.40	28.40	28.40	4
36.70	36.70	36.70	36.70	36.70	36.70	36.70	36.70	36.70	36.70	36.70	36.70	5
39.50	39.50	39.50	39.50	39.50	39.50	39.50	39.50	39.50	39.50	39.50	39.50	6
9.20	9.20	9.20	9.20	9.20	9.20	9.20	9.20	9.20	9.20	9.20	9.20	7
19.20	19.20	19.20	19.20	19.20	19.20	19.20	19.20	19.20	19.20	19.20	19.20	8
												ثانيا: التأمين
37.80	37.80	37.80	37.80	37.80	37.80	37.80	37.80	37.80	37.80	37.80	37.80	9
18.80	18.80	18.80	18.80	18.80	18.80	18.80	18.80	18.80	18.80	18.80	18.80	10
88	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88	11
22.60	22.60	22.60	22.60	22.60	22.60	22.60	22.60	22.60	24.20	38.80	42.10	12
22.60	22.60	22.60	22.60	22.60	22.60	22.60	22.60	22.60	22.60	22.60	22.60	13
												ثالثا: الصناعية
34.80	34.80	34.80	34.80	34.80	34.80	34.80	34.80	34.80	34.80	34.80	34.80	14
64.10	64.10	64.10	64.10	64.10	64.10	64.10	64.10	64.10	64.10	64.10	64.10	15
64.10	64.10	64.10	64.10	64.10	64.10	64.10	64.10	64.10	64.10	64.10	64.10	16
79.80	79.80	79.80	79.80	79.80	79.80	79.80	79.80	79.80	79.80	79.80	79.80	17
27.20	27.20	27.20	27.20	27.20	27.20	27.20	27.20	27.20	27.20	27.20	27.20	18
17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	19
10.20	10.20	10.20	10.20	10.20	10.20	10.20	10.20	10.20	10.20	10.20	10.20	20
12.90	12.90	12.90	12.90	12.90	12.90	12.90	12.90	12.90	12.90	12.90	12.90	21
57.50	57.50	57.50	57.50	57.50	57.50	57.50	57.50	57.50	57.50	57.50	57.50	22
49.90	49.90	49.90	49.90	49.90	49.90	49.90	49.90	49.90	49.90	49.90	49.90	23
129.80	129.80	129.80	129.80	129.80	129.80	129.80	129.80	129.80	129.80	129.80	129.80	24
7.35	7.35	7.35	7.35	7.35	7.35	7.35	7.35	7.35	7.35	7.35	7.35	25
22.80	22.80	22.80	22.80	22.80	22.80	22.80	22.80	22.80	22.80	22.80	22.80	26

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الشهرية الصادرة من سوق قطر للأوراق المالية

جدول (3-46)

انحراف القيم السوقية عن الحقيقية للأسهم المدرجة في سوق قطر المالي لعام (2009)
بالريال القطري

ك1	ت2	ت1	أيلول	اب	تموز	حزيران	أيار	نيسان	آذار	شباط	ك2	تسلسل الشركة
Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	July	June	May	Apr	Mar	Feb	Jan	
												أولا: المالية
970	970	970	970	971	971	944	953	1115	1741	983	964	1
665	665	665	665	666	666	647	653	766	1199	674	661	2
671	671	671	671	672	672	653	659	770	1174	658	641	3
448	448	448	448	448	448	436	440	515	801	454	445	4
438	438	439	438	438	738	426	430	504	789	444	435	5
229	229	229	229	229	229	222	224	266	427	232	227	6
96	96	96	96	96	96	93	94	111	174	97.8	95.8	7
18.6	18.6	18.6	18.6	18.6	18.6	18.6	18.6	18.6	18.6	18.6	18.6	8
												ثانيا: التأمين
528	528	528	528	528	528	514	518	606	946	535	524	9
164	164	164	164	164	164	159	161	189	299	166	163	10
236	236	236	236	236	236	228	230	281	475	240	234	11
100	100	100	100	100	100	96.4	97.4	117.9	188.2	85	79	12
124	124	124	124	124	124	121	122	145	233	126	123	13
												ثالثا: الصناعية
515	515	515	515	515	515	501	506	591	921	522	512	14
843	843	843	843	843	843	819	827	968	1512	853	836	15
527	527	527	527	527	527	512	517	609	964	534	523	16
691	691	691	691	691	691	671	677	797	1259	700	685	17
197	197	197	197	197	197	191	193	228	363	200	195	18
253	253	253	253	253	253	246	248	290	452	256	251	19
1006	1006	1006	1006	1006	1006	980	989	1147	1757	1018	999	20
123	123	123	123	123	120	120	121	142	224	125	123	21
627	627	627	627	627	627	610	615	722	1133	635	622	22
-9.92	-9.92	-9.92	-9.92	-9.92	-9.92	-10.9	-10.6	-4.4	19.5	-9.45	-10.1	23
3334	3334	3334	3334	3334	3434	-95.07	-94.78	3926	6062	3476	3410	24
85.93	85.93	85.93	85.93	85.93	85.93	83.54	84.54	98.65	154	87.03	85.03	25
98.9	98.9	98.9	98.9	98.9	98.9	98.9	96.2	115	187	99.2	97.2	26

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على جداول القيمة الحقيقية والسوقية للأسهم لعام 2008

وكما يلاحظ من الجدول(3-46) أن هنالك انحرافات كبيرة بين القيمة السوقية والحقيقية للأسهم مما يدل ان الأسهم مسعرة بشكل خاطئ فهي على العموم مسعرة بأقل من قيمتها باستثناء بعض الأشهر لبعض أسهم الشركات هي التي مسعرة بأعلى من قيمتها الحقيقية في السوق وهذا يدل على وجود معلومات داخلية غير معلنة أدت إلى ظهور الانحرافات وهو ما يتعارض مع الفرضية الرئيسية والفرضيات الفرعية (1,2,3,4) وهذا يثبت أن الأموال لا تخصص للمجالات الأكثر ربحية في سوق قطر للأوراق المالية وهو ما يجعل المستثمرين أكثر عرضة لتكبد خسائر كبيرة نتيجة لحدوث أي تصحيح للأسعار في الوقت نفسه بعض المستثمرين يمكن أي يحققوا ثروات هائلة نتيجة لتصحيح الأسعار أو لامتلاكهم معلومات داخلية كما ويتضح من التحليل أعلاه أن قيم الأسهم السوقية في بورصة قطر للأوراق المالية لا تمثل قيمة عادلة(حقيقية).

ثانيا-تحليل واختبار معنوية معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بتغيرات أسعار الأسهم الشهرية :

لقد ركز هذا المبحث على تغيرات الأسعار الشهرية المحسوبة وفقا للمعادلة رقم (1) وفي ضوء ذلك تم حساب معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بهذه التغيرات لجميع الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية والخاضعة لشروط الدراسة وللتخلفات (lags-1,2,.....10) ولغرض اختبار معنوية معاملات الارتباط الذاتي فقد تم حساب حدود الثقة بحسب المعادلة رقم (2) إذ أن اختراق معامل الارتباط الذاتي (قيمته تساوي أو اكبر من ضعف الخطأ المعياري) لحد الثقة الأعلى أو الأدنى يشير إلى وجود اعتمادية معنوية إحصائية بمستوى ثقة (95%) وان نتائج معاملات الارتباط الذاتي مبينة في الجدول (3-47) .

جدول (3-47)

معاملات الارتباط الذاتي الشهرية للتخلفات (T=1,2,.....10)

التخلفات (lags)										تسلسل الشركة
10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	
										أولا: المالية
-0.28	0.06	-0.07	0.10	0.15	0.02	-0.15	0.07	-0.30	-0.09	1
-0.22	0.02	-0.04	-0.02	-0.10	-0.21	-0.21	0.16	-0.30	-0.24	2
-0.25	-0.08	0.02	-0.09	0.04	0.02	-0.17	-0.03	-0.30	-0.19	3
-0.25	-0.10	0.02	-0.11	0.04	0.01	-0.12	-0.71	0.03	-0.21	4
-0.05	-0.10	0.01	0.05	0.09	0.07	-0.12	0.04	-0.20	-0.15	5
-0.29	0.04	-0.16	0.00	0.08	-0.18	-0.34	0.16	-0.68	-0.20	6
0.02	-0.12	-0.14	0.13	-0.33	0.07	-0.16	-0.02	0.29	0.05	7
0.10	-0.03	0.03	-0.22	-0.14	0.02	-0.13	-0.07	-0.03	0.02	8
-0.15	-0.03	0.04	-0.02	-0.02	-0.02	-0.17	-0.05	-0.18	-0.12	المتوسط
										ثانيا: التأمين
-0.08	-0.08	-0.05	-0.04	0.00	0.10	-0.12	-0.04	0.18	-0.74	9
-0.15	-0.23	-0.02	-0.12	-0.86	0.90	-0.04	-0.13	0.26	-0.30	10
-0.07	-0.09	0.00	-0.09	-0.04	-0.14	0.04	-0.03	-0.23	-0.39	11
-0.27	-0.03	0.00	-0.04	-0.01	0.00	-0.10	0.00	-0.57	-0.07	12

-0.30	-0.32	-0.16	-0.22	-0.17	0.06	-0.22	0.11	-0.69	-0.14	13
-0.17	-0.15	-0.04	-0.10	-0.21	0.18	-0.08	-0.01	-0.21	-0.32	المتوسط
										ثالثا: الصناعية
-0.12	000	000	0.16	0.06	0.03	-0.19	-0.42	-0.02	-0.27	14
-0.09	-0.08	-0.01	-0.03	-0.04	0.03	-0.16	-0.04	0.03	-0.22	15
-0.12	000	-0.01	0.07	0.06	0.02	-0.05	0.02	0.02	-0.05	16
-0.04	-0.02	0.03	-0.04	0.02	0.17	-0.08	0.06	000	-0.20	17
-0.08	-0.02	000	-0.19	000	0.15	-0.06	-0.15	0.07	-0.33	18
000	-0.11	-0.05	-0.03	000	-0.05	-0.11	-0.10	0.13	-0.35	19
-0.16	000	-0.05	0.07	0.06	-0.10	-0.29	0.17	-0.02	-0.27	20
-0.18	-0.02	-0.12	0.08	0.18	-0.14	-0.47	0.14	-0.34	-0.34	21
-0.15	-0.07	000	0.19	0.01	-0.12	-0.15	-0.15	-0.14	-0.24	22
-0.06	-0.02	-0.10	0.44	0.10	-0.47	0.15	-0.04	-0.10	0.11	23
-0.15	0.03	0.01	0.04	0.04	0.10	-0.10	0.01	000	-0.10	24
-0.13	-0.03	0.27	0.15	0.08	-0.10	-0.19	-0.02	000	-0.23	25
0.08	-0.11	0.01	0.03	0.06	000	-0.02	0.07	000	-0.56	26
-0.09	-0.03	000	0.07	0.04	-0.03	-0.13	-0.03	-0.02	-0.23	المتوسط

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

يلاحظ من الجدول (3-47) أن قيم معاملات الارتباط الذاتي لجميع التخلفات على العموم صغيرة المقدار بشكل عام إذ أن أعلى قيمة لها بلغت (0.90) وهي لشركة الدوحة للتأمين كما ان (88.461%) من معاملات الارتباط الذاتي للتخلف الأول (lag=1) هي معنوية إحصائية (اصغر أو تساوي ضعف الخطأ المعياري) وهذه النسبة كانت في سوق العراق (77.27%) بينما في سوق عمان للأوراق المالية (78.181%) وهي تشير إلى عدم وجود اعتمادية كبيرة في سلسلة تغيرات أسعار أسهم سوق قطر للأوراق المالية كما ويلاحظ من الجدول إن (23) معامل ارتباط ذاتي من أصل (26) معامل إشارته سالبة وان هنالك ثلاثة معاملات فقط إشارتها موجبة للتخلف الأول أما بالنسبة للتخلفات الأخرى فهي مبينة في الجدول (3-48).

جدول (3-48)

عدد معاملات الارتباط الذاتي الموجبة والسالبة الى عدد المعاملات الكلي للتخلفات

(T=2,.....,10)

التخلف	الموجبة /الكلية	السالبة/الكلية	صفر/الكلية
2	26/12	26/10	26/4
3	26/11	26/14	26/1
4	16/1	26/25	26/0
5	26/15	26/9	26/2
6	26/14	26/9	26/3
7	26/11	26/14	26/1
8	26/8	26/13	26/5
9	26/4	26/19	26/3
10	26/1	26/24	26/1

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج معاملات الارتباط الذاتي للأسعار الشهرية للأسهم

يظهر من نتائج الجدول(3-48) أنه هنالك اعتمادية سلبية في سلسلة تغيرات الأسعار الشهرية في التخلفات (T=2,.....,5) واعتمادية (ايجابية وسلبية) في التخلفات (T=6,.....,10) وبكلمات أخرى إذا كان تغير سعر هذا الشهر موجباً فإن ذلك لايعني أن تغيرات السعر في الشهر القادم سوف تكون موجبة أيضاً وذلك لان معظم معاملات الارتباط ذات إشارة سالبة وفي أحيان أخرى كانت =صفرأً وذلك يعني أن الأسعار تتخذ مسارا عشوائيا وغير مرتبطة ببعضها أي أن سعر اليوم غير مرتبط بسعر الأمس أو سعر الشهر المقبل وذلك لعدم وجود اعتمادية موجبة بين معاملات الارتباط .

ونلاحظ من الجدول (3-47) أن أعلى قيمة مطلقة لمتوسط معاملات الارتباط الذاتي بلغت (0.18) لشركات القطاع المالي و(0.32) لشركات قطاع التأمين و(0.23) لشركات القطاع الصناعي وهذا يشير إلى أن الاعتمادية في سلسلة تغيرات الأسعار الشهرية قليلة (صغيرة) لأسهم شركات القطاع المالي وتليها القطاع الصناعي وأخيرا شركات التأمين .

ومن الجدول (3-47) وباستخدام المعلومات الخاصة بكل شركة تظهر الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية مرتبة تنازليا بحسب أعلى قيمة مطلقة لمعاملات الارتباط الذاتي الخاصة بكل واحدة منها في الجدول (3-49)

جدول (3-49)

الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية بحسب أعلى قيمة مطلقة لمعاملات الارتباط الذاتي الشهرية

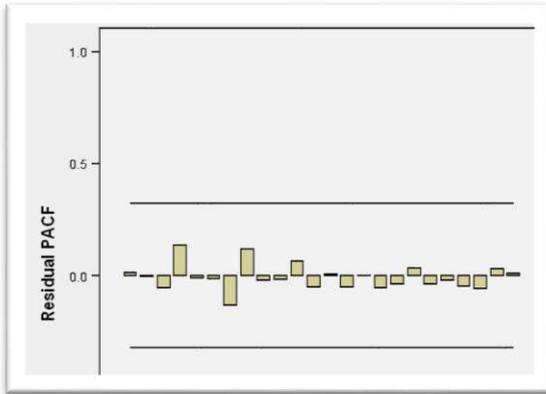
تسلسل الشركة	أعلى معامل ارتباط ذاتي (قيمة مطلقة)	تسلسل الشركة	أعلى معامل ارتباط ذاتي (قيمة مطلقة)
10	0.90	18	0.33
9	0.74	1	0.30
4	0.71	2	0.30
13	0.69	3	0.30
6	0.68	20	0.29
12	0.57	25	0.27
26	0.56	22	0.24
21	0.47	8	0.22
23	0.47	15	0.22
14	0.42	5	0.20
11	0.39	17	0.20
19	0.35	24	0.15
7	0.33	16	0.12

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج معاملات الارتباط الذاتي للأسعار الشهرية للأسهم

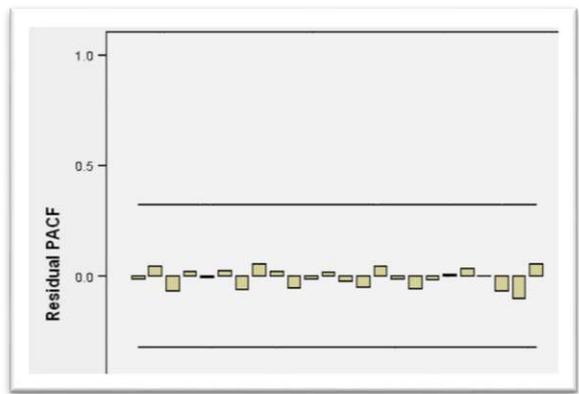
نلاحظ من الجدول(3-49) إن شركة الدوحة للتأمين تمتلك أكبر معامل للارتباط الذاتي (0.90) وهذا يعني إنها تمتلك أكبر اعتمادية موجودة مقارنة بالشركات الأخرى وتليها في الاعتمادية شركة قطر للتأمين تم الشركة الإسلامية للتأمين وتستمر قيمة معامل الارتباط الذاتي بالانخفاض إلى أن تصل إلى قيمة أدناها (0.12) في شركة كيوتل وعلى العموم فإن جميع معاملات الارتباط الذاتي هي منخفضة القيمة وتدلل على عدم وجود اعتمادية معنوية إحصائيا ولقد تم اختيار (10) شركات بشكل عشوائي من بين الشركات المدرجة في سوق قطر المالي وذلك لغرض إظهار معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بكل واحدة منها بيانيا وهي موضحة

بالشكل (25-3) وقد توزعت الشركات العشر بواقع أربع شركات مالية هي: البنك الوطني القطري (1)، بنك الدوحة (4)، البنك الأهلي القطري (5)، البنك الدولي الإسلامي القطري (6) وشركتان من قطاع التأمين هما شركة الدوحة للتأمين (10)، الشركة العامة للتأمين (11) وأربع شركات صناعية هي: كيو تيل (17)، شركة السلام (21)، شركة قطر للوقود (24)، شركة بروة (26).

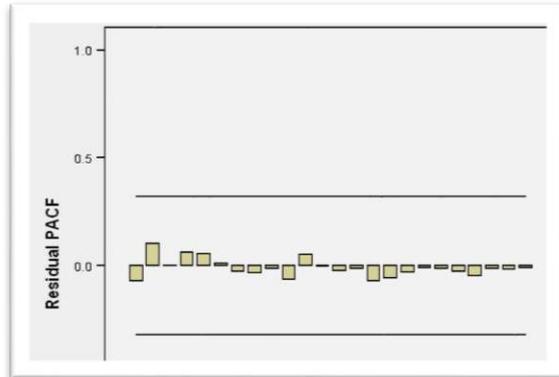
(5)



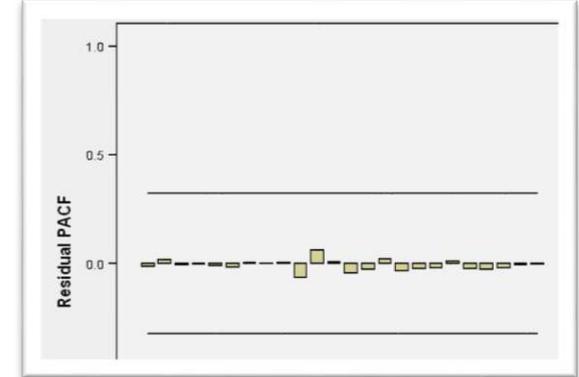
(1)

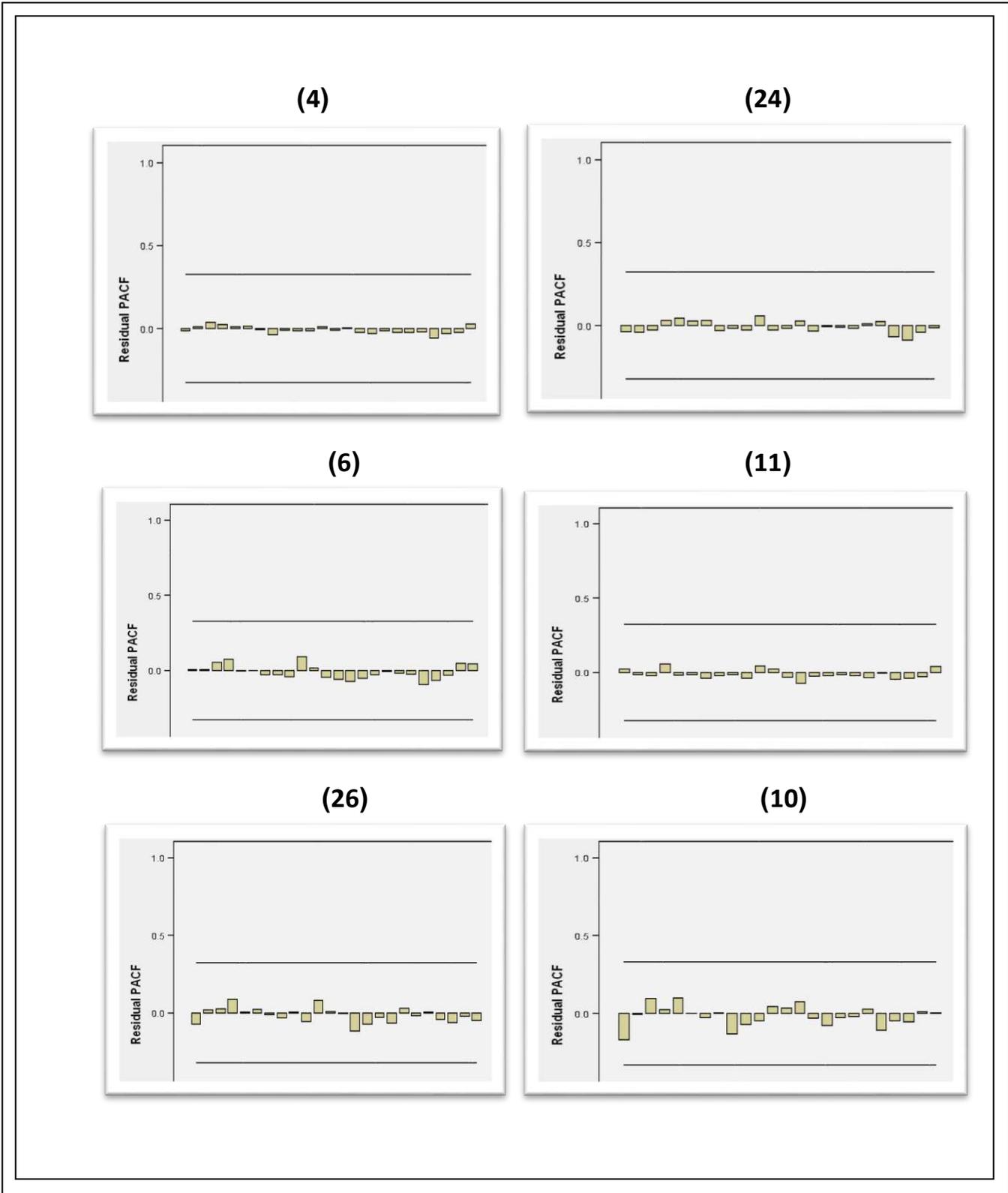


(21)



(17)





شكل (3-25)

معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بتغيرات الأسعار الشهرية للشركات العشر المختارة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

وكما هو واضح من الشكل (3-25) فإن كل جزء منه يصور بيانيا معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بكل شركة المحور العمودي من كل رسم بياني يمثل مقدار معامل الارتباط الذاتي إما المحور العمودي فيمثل عدد التخلفات (lags) والخطان اللذان في الأعلى والأسفل يمثلان حدي الثقة الأعلى والأدنى ويلاحظ من الشكل إن معاملات الارتباط الذاتي لجميع الشركات لم تخترق حدود الثقة ولم تمسها أيضا كما في سوق عمان للأوراق المالية إذ مست بعض المعاملات حدي الثقة الأعلى والأدنى وعلى العموم الشكل يظهر وبشكل واضح بأنه لا توجد اعتمادية معنوية إحصائية في سلسلة تغيرات أسعار الأسهم الشهرية ولتأكيد ذلك سيتم عرض وتحليل واختبار معنوية معاملات الارتباط الذاتي على مستوى السوق ككل بجميع قطاعاته وذلك من خلال استخراج متوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لجميع الأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية وبذلك فقد تم الحصول على سلسلة زمنية واحدة تمثل أرقامها متوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لجميع الأسهم عينة الدراسة وعلى أساسها فقد تم حساب قيمة معاملات الارتباط الذاتي عشرة تخلفات والنتائج مبينة في الجدول (3-50):

جدول (3-50)

معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بمتوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لجميع الأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية

وللتخلفات (10, ,1) (T=1)

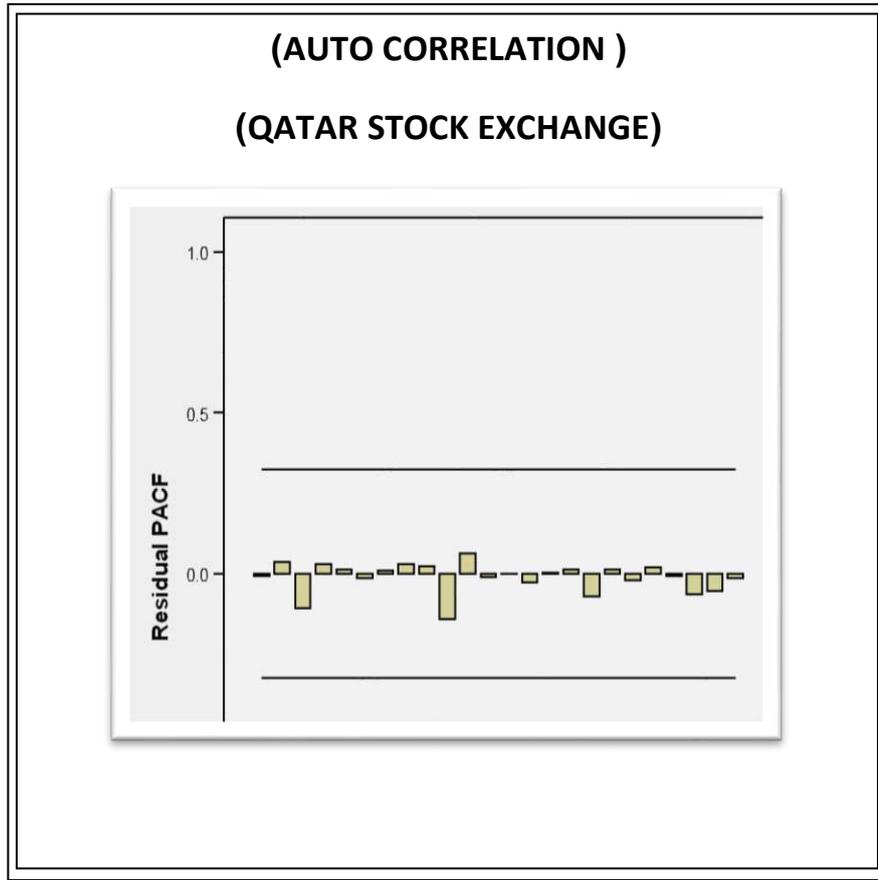
التخلفات (Lags)										السوق
10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	
-0.15	-0.05	-0.03	000	000	0.01	-0.13	-0.03	-0.22	-0.20	

معنوي إحصائيا بمستوى ثقة (95%)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الإلكترونية

ويظهر من قيم معاملات الارتباط الذاتي في الجدول (3-50) إنها على العموم صغيرة ومساوية للصفر في التخلفات (6,7) والعرض البياني لهذه النتائج في الشكل (3-26)

أما بالنسبة لإشارة معاملات الارتباط فنلاحظ بأنها معظمها سالبة وهي توحى بان أسعار أسهم السوق غير مرتبطة ببعضها ولا يوجد أي اعتمادية من أي نوع فيما بينها



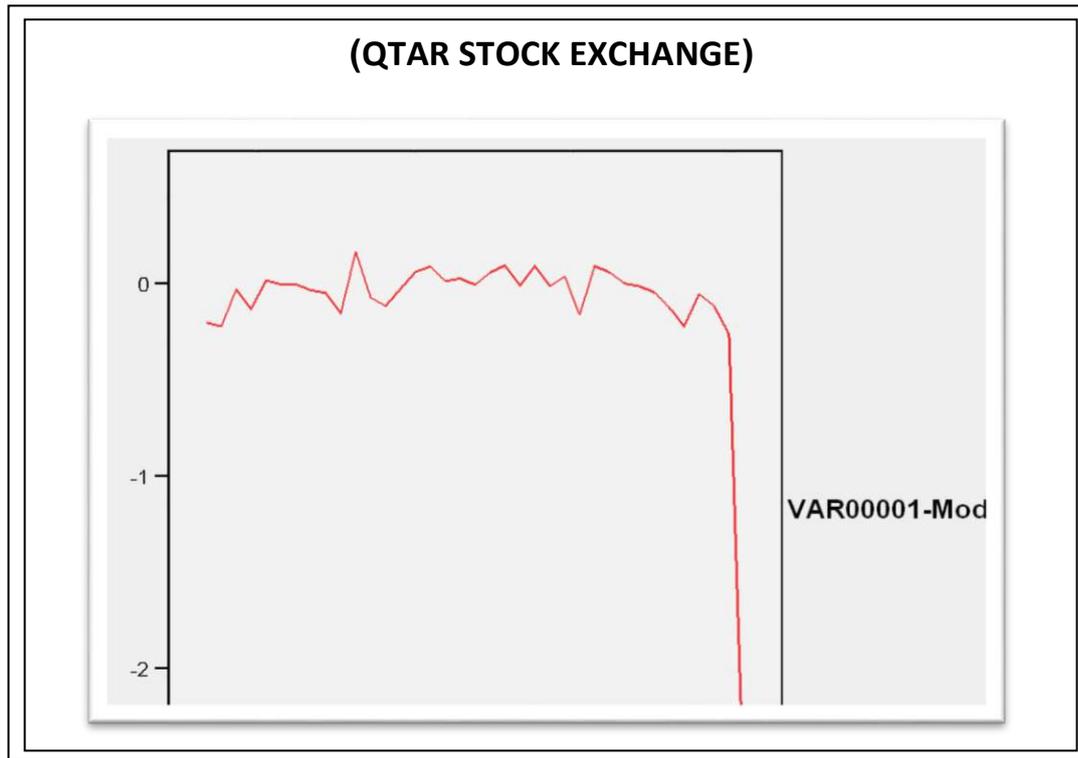
شكل (26-3)

معاملات الارتباط الذاتي الخاصة بمتوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لجميع الأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

ويتضح من الشكل (26-3) إن معاملات الارتباط الذاتي للسوق ككل لم تخترق حدود الثقة ولم تمسها أيضا وبالتالي نستنتج من الجدول (50-3) والشكل (26-3) انه لا توجد اعتمادية في سلسلة متوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لأسهم سوق قطر للأوراق المالية .

ولاختبار ذلك فقد تم رسم السلسلة الزمنية لمتوسطات تغيرات الأسعار الشهرية للأسهم عينة الدراسة (السوق) بيانيا في الشكل (27-3)



شكل (27-3)

السلسلة الزمنية لمتوسطات تغيرات الأسعار الشهرية لأسهم سوق قطر للأوراق

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

ويلاحظ من الشكل (27-3) أن الأسعار في صعود وهبوط مستمرين وبشكل عشوائي وغير مرتبطة ببعضها البعض أي انه أي ارتفاع في الوقت الحاضر في الأسعار ليس بالضرورة أن يتبعه انخفاض أو ارتفاع ثاني وذلك لأنه ببساطة لا يوجد ارتباط واعتمادية بين أسعار الأسهم وعليه فمن غير الممكن التنبؤ بتغيرات الأسعار المستقبلية للأسهم بالاعتماد على البيانات التاريخية لها وبالنتيجة لا يمكن لأي مستثمر داخل سوق قطر المالي أن يحقق عوائد غير طبيعية من خلال متابعته لسلسلة التغيرات في أسعار الأسهم التاريخية لان هذه التغيرات تعتمد على المعلومات الجديدة الواصلة للسوق عن الأسهم والشركة المصدرة لها وان أي مستثمر يحقق أرباح غير طبيعية لا يكون السبب الاعتمادية الكبيرة في الأسعار بل قد يكون بسبب إطلاعه على معلومات داخلية غير متاحة ولا يعرفها غيره أو قد تكون مجرد صدفة أو حظ وهو ما يتفق مع الفرضية الفرعية (5).

ولاختبار الكفاءة المتوسطة لسوق قطر للأوراق المالية استخدم أنموذج تسعير الموجودات (CAPM) والذي يحدد بموجبه سعر السهم بعد إعلان الشركة لحدث ما ومعرفة مقدار الاستجابة لهذا الحدث والمقارنة مع الأسعار السوقية لتحديد العوائد الغير عادية ومعرفة هل السوق وصل إلى الدرجة المتوسطة من الكفاءة أم لا.

والحدث الذي سوف يجري اختبار استجابة أسعار الأسهم له هو إعلان تحقيق الأرباح من قبل مجالس إدارة الشركات فالشركة التي أعلنت عن تحقيقها لأرباح عام 2008 يلاحظ أسعار أسهمها قبل (6) اشهر من تاريخ الإعلان أي شهر حزيران من عام (2007) واختبار التغيرات التي حصلت على السعر ل(6) اشهر بعد إعلان الحدث بواسطة أنموذج التسعير ثم مقارنة النتائج مع الأسعار السوقية لمعرفة ما إذا كانت الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة في السوق والأسعار تستجيب للمعلومات الجديدة أم لا وهل هنالك عوائد غير عادية يمكن أن يحققها المستثمر جراء حصوله على المعلومة والجدول (3-51) يوضح معامل (Beta) للأسهم ل(13) شهرا :

جدول (3-51)

معامل Beta لأسهم للشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية للمدة
(من حزيران 2007 لغاية حزيران 2008)

الشركة والقطاع	معامل Beta
القطاع المالي	0.238
1. بنك قطر الوطني	0.725
2. مصرف قطر الإسلامي	0.888
3. البنك التجاري	0.296
4. بنك الدوحة	0.296
5. البنك الأهلي	0.009
6. بنك قطر الدولي الإسلامي	0.537
7. مصرف الريان	-0.331
8. الأولى للتمويل	-0.611
قطاع التأمين	
9. قطر للتأمين	0.849
10. الدوحة للتأمين	0.791
11. العامة للتأمين	0.631
12. الخليج للتأمين	0.610

-0.393	13. الإسلامية للتأمين
	قطاع الصناعة
0.445	14. التحويلية
0.898	15. صناعات قطر
-0.067	16. كيوتل
0.801	17. كهرياء وماء قطر
0.717	18. النقل
0.949	19. العقارية
0.924	20. السلام
0.799	21. الإجارة
0.829	22. الملاحه
0.254	23. قطر للسينما
0.638	24. قطر للوقود
0.393	25. مواشي
	26. بروة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

والجدول (3-52) الأسعار السوقية ل(13) شهرا(6) أشهر قبل إعلان الأرباح و(6) أشهر بعد الإعلان وشهر الإعلان:

جدول (3-52)

الأسعار السوقية للأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية
للمدة (من شهر حزيران 2007 لغاية حزيران 2008) بالريال القطري

حزيران June	أيار May	نيسان Apr	أذار Mar	شباط Feb	كانون Jan	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	سبتمبر Sep	أغسطس Aug	تموز July	حزيران June	تسلسل الشركة
													أولا: المالية
229.50	250.10	229.80	209.50	210.40	222.30	217.30	219.70	238.50	220.80	210.10	211.20	217.20	1
154.70	137.30	121.30	94.00	172.30	150.70	217.30	143.70	140.20	123.60	113.90	115.90	111.90	2
148.000	159.90	162.40	146.60	201.30	176.30	186.80	173.80	162.40	136.10	120.30	123.20	108.80	3
82.80	82.50	75.00	75.70	95.40	90.10	85.70	88.60	84.70	85.40	84.20	83.80	85.00	4
40.40	70.40	69.80	69.70	80.70	80.80	87.00	81.20	74.60	71.00	68.30	75.80	76.90	5
94.80	93.70	84.50	82.10	132.60	145.50	129.10	110.00	101.60	98.00	94.60	97.50	97.90	6
12.00	18.80	20.30	20.60	21.90	22.50	21.80	19.60	21.00	20.60	22.90	22.80	21.30	7
21.20	22.40	26.30	32.50	37.00	38.80	39.60	36.90	37.90	37.20	48.10	47.20	43.60	8
													ثانيا: التأمين
230.10	225.000	232.000	194.10	162.20	184.20	191.60	170.10	144.40	145.10	134.30	118.60	107.90	9
40.10	39.00	38.30	37.30	52.60	53.00	58.00	40.20	37.80	36.80	33.50	32.40	31.30	10
95.10	90.00	90.80	86.00	107.50	122.00	110.60	84.70	86.20	87.00	92.50	90.00	83.20	11
66.50	68.00	92.20	82.30	78.60	101.60	71.80	74.60	59.30	57.50	57.00	57.20	53.90	12
58.60	66.90	72.70	71.20	68.60	65.80	57.50	64.40	61.20	72.20	69.10	66.90	67.20	13
													ثالثا: الصناعية
51.00	47.20	46.00	44.20	51.00	52.10	47.70	49.30	47.00	48.40	47.30	46.40	46.20	14
182.00	185.00	178.10	129.40	170.00	153.80	154.10	158.60	166.30	128.90	108.30	112.50	101.00	15
191.20	204.30	216.90	196.20	262.10	258.20	228.10	225.50	249.40	230.00	230.20	233.60	258.50	16
153.10	140.80	139.40	117.50	127.70	115.10	106.70	104.80	106.80	100.80	80.80	80.00	73.00	17
63.30	64.20	62.30	56.50	72.80	70.20	65.80	67.00	69.90	63.10	58.70	59.80	60.70	18
66.70	65.60	57.20	47.60	69.90	53.50	59.70	48.40	51.30	38.40	35.80	35.10	34.40	19
17.50	17.30	16.60	15.10	18.20	17.90	18.00	17.80	15.90	14.80	14.70	15.00	15.00	20
37.90	34.00	29.10	25.70	28.20	26.90	30.50	30.90	30.60	21.60	21.40	21.60	19.70	21
153.40	126.30	120.10	102.00	123.20	110.90	128.40	122.90	115.50	99.00	94.70	93.50	87.00	22
49.70	48.20	48.00	54.50	49.00	47.00	47.00	43.50	45.40	42.50	43.90	48.00	45.00	23
193.60	191.90	162.00	158.40	150.20	142.40	150.70	145.20	151.40	140.30	131.10	131.80	126.80	24
11.00	11.30	9.95	9.85	10.40	10.30	11.40	11.60	11.30	10.30	10.40	10.20	10.40	25
83.70	75.30	71.20	49.00	49.20	46.30	51.20	52.90	57.00	49.40	43.50	46.30	45.10	26

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الشهرية الصادرة من سوق الدوحة للأوراق المالية

وبتطبيق معادلة أنموذج CAPM على بيانات أسهم الشركات نتوصل إلى القيمة التي يجب أن يكون عليها السهم في السوق (المتوقعة) وبمقارنتها بالقيمة السوقية (الفعلية) نستخرج العوائد الغير عادية نتيجة استجابة السعر للمعلومة الجديدة وهي إعلان توزيع الأرباح وقد بلغ معدل العائد الخالي من المخاطرة في قطر (4.2%) لعام 2007 و (4.4%) لعام 2008 وهذا ما يوضحه الجدول (3-53):

جدول (3-53)

الأسعار المتوقعة للأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية
للمدة (من شهر حزيران 2007 لغاية حزيران 2008) بالريال القطري

تسلسل الشركة	حزيران June	تموز July	أب Aug	أيلول Sep	ت1 Oct	ت2 Nov	ك1 Dec	ك2 Jan	شباط Feb	آذار Mar	نيسان Apr	أيار May	حزيران June
أولا: المالية													
1	78.29	80.18	79.36	83.70	90.66	90.57	97.65	97.98	100.6	84.91	93.80	97.83	96.80
2	80.31	89.28	100.38	90.50	100.0	108.56	117.0	100.0	89.90	90.23	98	89.80	82.90
3	69.32	77.21	80.92	79.73	65.78	71.67	77.90	98.01	99.80	102.1	119	130.7	143.7
4	90.30	84.19	69.23	66.89	70.45	86.30	90.29	99.30	100	70.23	77.80	87.90	81.08
5	83.30	70.19	90.12	97.49	88.23	77.89	75.10	77.98	76.91	77.90	80	95.09	89.54
6	70.28	90.17	48.67	60.12	58.40	69.20	70.80	80.77	83.6	92.78	99	107	100
7	100.31	101.20	67.70	90.45	80.78	87.21	90.20	91.22	93.10	101.3	105.7	127.9	165.9
8	91.27	66.16	52.10	69.05	84.17	100.55	167.20	150.96	149	160	178.9	189	167
ثانيا: التأمين													
9	59.26	53.15	60.87	64.00	70.34	70.44	79.30	80.12	81.76	82	99.45	89.50	96.13
10	98.32	123.21	176.21	111.0	100.69	101.67	121.90	120.0	144	167	180.3	176.1	160
11	63.32	69.21	77.00	76.73	72.10	77.67	79.30	70.80	77.32	80.90	79.23	80.91	77.90
12	77.31	73.20	80.56	83.02	76.90	80.00	82.09	98	100	99	120	135	140.3
13	123.31	85.20	99.45	177.0	127.50	130.90	120.12	119.0	104.6	100	98.90	87.12	98.02
ثالثا: الصناعية													
14	89.27	70.16	109.45	97.45	91.70	97.40	100.0	100.0	105	99.19	109.2	143.1	133.4
15	106.30	112.19	134.09	108.23	129.05	122.50	143.90	124.0	133	120	133.9	167.3	150
16	52.32	57.21	74.10	65.12	76.98	66.45	70.89	76.40	80	89.12	97.01	92.78	81.87
17	201.28	150.17	176.50	198.69	200.0	186.40	159.06	140.20	138.2	145	167.2	180	188
18	180.32	134.21	155.34	122.45	176.56	187.40	145.00	150.89	156	170	176.3	160.8	123.3
19	76.31	60.20	89.08	70.72	66.20	70.09	76.80	88	94	99.21	100	116	128.9
20	93.32	90.21	100.01	103.12	120.09	115.67	130.06	154.09	160	176	180.2	164.9	189

85.45	99	95.67	92	90	88	80.70	77.70	79.34	84.80	90.00	89.54	73.65	21
145.8	123.8	179	180	167	122	119.05	116.02	120.0	105.67	107.8	107.91	100	22
80.21	96.90	90	85.60	79	78.90	75.56	69.45	78.34	66.10	79.75	65.87	58.39	23
90	88	97	100	103.6	102	100.0	90.67	82.40	89.44	88.20	97.45	78.29	24
78.22	70.23	80.78	77.90	68	66	64.21	50.34	43.66	40.90	33.90	30.90	30.36	25
100	104.8	100	88.90	79.02	80.01	70.90	77.90	69.20	57.30	60.00	50.19	59.21	26

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الإلكترونية

والجدول (3-54) يوضح العوائد الغير عادية قبل وأثناء وبعد تاريخ الإعلان عن الأرباح :

جدول (54-3)

الفرق بين الأسعار المتوقعة و الفعلية العوائد الغير عادية لأسهم الشركات المدرجة في سوق قطر
للأوراق المالية للمدة (من شهر حزيران 2007 لغاية حزيران 2008) بالريال القطري

تسلسل الشركة	حزيران June	تموز July	آب Aug	أيلول Sep	1ت Oct	2ت Nov	1ك Dec	2ك Jan	شباط Feb	آذار Mar	نيسان Apr	أيار May	حزيران June
أولا: المالية													
1	138.9	131	130.7	137.1	147.8	129.1	119.6	124.3	109.8	124.5	136	152.2	132.7
2	31.59	26.62	13.52	33.1	40.2	35.14	100.3	50.7	82.4	3.77	23.3	47.5	71.8
3	39.48	45.00	39.38	56.37	96.62	102.13	108.9	78.29	101.5	44.5	43.4	29.2	4.3
4	-5.3	-0.39	14.97	18.51	14.25	2.3	-4.59	-9.2	-4.6	5.47	-2.8	-5.4	1.72
5	-6.4	5.61	-21.82	-26.4	-13.6	13.31	11.9	2.82	3.79	-8.2	-10.2	-24.69	-49.14
6	19	17	15	14	10	19	31	47	32	-281	-9.01	-45	-2.4
7	-56	-57	-56	-63	-69	-70	-75	-75	-78	-64	-73	-79	-84
8	-34.8	-32.5	-31	-46	-52	-53	-58	53.1	-63	-52.2	-67	75	-55
ثانيا: التأمين													
9	29.4	38.5	54.2	61.8	53.1	79.3	93.1	86.5	61.7	109	138	127	133
10	-47.9	-47.8	-45	-46.6	-52.3	-50.1	-39.7	-45.9	-48.8	-47.2	-55.5	-58.2	-56.3
11	4.8	9.5	13	3.6	-4.9	-5.1	12.3	23.9	6.5	1.9	-3.8	-7.5	-1.9
12	-24.9	-23.7	-22.5	-26.9	-31.6	-15.6	-25.3	3.3	-22	-2.8	-1.6	-29	-30
13	-11.9	-13.6	-10.5	-11.6	-29.6	-26	-40	-32.8	-32.1	-13.8	-21.9	-30.9	-38.7
ثالثا: الصناعية													
14	-32.9	-33.7	-32	-35.8	-43	-41	-49	-45	-49	-40	-47	-50	-45
15	22	32	28	45	75	68	56	55	69	44	84	87	85
16	180	153	150	146	158	134	130	160	161	111	123	106	94
17	-5.2	-0.17	-1.4	-17.1	16.1	14.2	9.06	7.1	27.1	32.5	45.6	43	56.3
18	-17.6	-20.4	-20.6	-20.6	-20.7	-23.6	-31.8	-27.8	-27.8	-28.4	-31.5	-33.6	-33.5
19	-43.9	-45.1	-43.5	-45.3	-39.3	-42.1	-37.9	-44.5	-30.7	-37.3	-36.6	-32.2	-30.1
20	69.3	65.2	-64.6	-68.9	-74.7	-72.8	-79.6	-80.1	-82.4	-69.8	-77.2	-80.5	-79.3
21	-58.6	-58.6	-57.9	-62.1	-60	-59.7	-67.1	-71.1	-72.4	-59.2	-64.7	-63.8	-58.9
22	8.6	13.2	15.3	15.2	24.8	32.3	30.7	12.8	22.6	17	26.2	28.4	56.5
23	-33.3	-32.2	-35.4	-41.2	-45.2	-47.1	-50.6	-51	-51.6	-30.4	-45.8	-49.6	-47.1
24	48.5	51.6	51.7	56.6	60.7	54.6	53	44.4	49.6	73.4	68.2	94	96.8
25	-67.9	-70	-68.9	-73.4	-79.3	-78.9	-86.2	-87.7	-90.2	-75	-83.8	-86.5	-85.8
26	-33.2	-33.8	-35.8	-34.3	-33.6	-37.6	-46.4	-51.6	-51.4	-35.9	-22.6	-22.5	-13.1

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على جداول الأسعار الفعلية والمتوقعة للأسهم

من الجدول(3-54) يمكن تحديد استجابة الأسعار السوقية لإعلان الأرباح من قبل الشركات بتاريخ (31\12\2007) فبالنسبة للبنك الوطني كان صافي الربح (12.26) ريال للسهم عام 2006 بينما عام 2007 ارتفع نصيب السهم من الأرباح إلى (12.29) للسهم أي ان معلومة إعلان الأرباح عام 2007 كانت ايجابية (مؤاتية) والاستجابة لها يجب أن تكون بتحقيق أرباح غير عادية موجبة قبل الإعلان وفي شهر الإعلان وصفرأً للأشهر بعد الإعلان هذا بالنسبة للسوق الكفوءة بالدرجة الشبه القوية أما ما يلاحظ في الجدول إن العوائد الغير عادية كانت موجبة قبل وأثناء الإعلان واستمرت موجبة بعد الإعلان أي إن المستثمرين مازالوا يحققون أرباحاً غير عادية بعد الإعلان وهذا ما يتناقض مع ما ينص عليه الشكل المتوسط للكفاءة وهذه الحالة تكررت في مصرف قطر الإسلامي والبنك التجاري وبنك الدوحة أما في البنك الأهلي فنلاحظ ان المعلومة ايجابية وزيادة في ربحية السهم الواحد من (4.5) عام 2006 إلى (4.95) ريال عام 2007 لكن استجابة الأسعار كانت سالبة قبل وأثناء وبعد الإعلان وهذه الحالة تكررت في مصرف الريان وشركة الدوحة للتأمين والعامه للتأمين والإسلامية للتأمين أما باقي الشركات فكانت الاستجابات متذبذبة وغير ثابتة بين الايجابية والسلبية المتحيزة ولا يوجد شركة استجابت أسعارها للحدث وفقا لما تنص عليه صيغة الشكل المتوسط للكفاءة وهو ما يثبت إن سوق قطر للأوراق المالية غير كفوءة بالدرجة المتوسطة ولإثبات هذه النتيجة بشكل أكثر دقة نأخذ استجابات أسعار الأسهم لإعلان الأرباح عام 2008 والجدول (3-55) يوضح معاملات (Beta) للسهم ل(13) شهراً من (حزيران 2008 لغاية حزيران 2009) :

جدول (3-55)

معامل Beta لأسهم للشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية للمدة
(من حزيران 2008 لغاية حزيران 2009)

معامل Beta	الشركات والقطاع
	القطاع المالي
-0.083	1. بنك قطر الوطني
0.083	2. مصرف قطر الإسلامي
-0.083	3. البنك التجاري
0.083	4. بنك الدوحة
0.083	5. البنك الأهلي
-0.083	6. بنك قطر الدولي الإسلامي
0.083	7. مصرف الريان
-0.083	8. الأولى للتمويل
	قطاع التأمين
-0.083	9. قطر للتأمين
0.083	10. الدوحة للتأمين
-0.083	11. العامة للتأمين
-0.083	12. الخليج للتأمين
-0.083	13. الإسلامية للتأمين
	قطاع الصناعة
-0.083	14. التحويلية
0.083	15. صناعات قطر
0.083	16. كيوتل
0.083	17. كهرباء وماء قطر
0.083	18. النقل
0.083	19. العقارية
0.083	20. السلام
0.083	21. الإجارة
0.083	22. الملاحة
0.083	23. قطر للسينما
0.083	24. قطر للوقود
0.083	25. مواشي
0.083	26. بروة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الإلكترونية

والجدول (56-3) الأسعار السوقية ل(13) شهرا(6) أشهر قبل إعلان الأرباح و(6) أشهر بعد الإعلان وشهر الإعلان:

جدول(56-3)

الأسعار السوقية للأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية

للمدة (من شهر حزيران 2008 لغاية حزيران 2009) بالريال القطري

تسلسل الشركة	حزيران June	تموز July	أب Aug	أيلول Sep	ت1 Oct	ت2 Nov	ك1 Dec	ك2 Jan	شباط Feb	آذار Mar	نيسان Apr	أيار May	حزيران June
أولا: المالية													
1	229.50	233.90	212.50	189.80	147.60	145.40	111.50	73	73	73	73	73	73
2	154.70	150.50	130.20	122.90	93.50	75.30	73.10	56.10	56.10	56.10	56.10	56.10	56.10
3	148	136.70	123.60	104.20	104.20	104.20	104.20	66.46	62.50	63.80	40.10	40.10	40.10
4	82.80	78.10	71	56	42.10	36.80	32.60	28.40	28.40	28.40	28.40	28.40	28.40
5	40.40	69.10	66	65.40	40.40	46	44.80	36.70	36.70	36.70	36.70	36.70	36.70
6	94.80	93.40	91.70	63.10	48.60	43.90	39.50	39.50	39.50	39.50	39.50	39.50	39.50
7	12	11	10	9.20	9.20	9.20	9.20	9.20	9.20	9.20	9.20	9.20	9.20
8	21.20	19.20	19.20	19.20	19.20	19.20	19.20	19.20	19.20	19.20	19.20	19.20	19.20
ثانيا: التأمين													
9	225	230.10	215.10	170.10	94.80	94.90	73.40	37.80	37.80	37.80	37.80	37.80	37.80
10	40.10	41	40.50	38.50	21.90	23.20	20	18.80	18.80	18.80	18.80	18.80	18.80
11	95.10	115.20	118	124	92.80	99	98.80	88	88	88	88	88	88
12	66.50	75.30	67.10	64.40	81.40	80.40	69.90	42.10	38.80	24.20	22.60	22.60	22.60
13	58.60	45.70	33.70	29.40	22.60	22.60	22.60	22.60	22.60	22.60	22.60	22.60	22.60
ثالثا: الصناعية													
14	51	50.20	45.50	39.10	37.90	34.70	34.80	34.80	34.80	34.80	34.80	34.80	34.80
15	182	187.50	168.50	143.40	107	78.10	73.60	64.10	64.10	64.10	64.10	64.10	64.10
16	191.20	169.90	159.40	146.80	137.40	127.10	103.30	64.10	64.10	64.10	64.10	64.10	64.10
17	153.10	137.80	124.50	99	79.50	100.60	80.10	79.80	79.80	79.80	79.80	79.80	79.80
18	63.30	66.10	57.80	52.70	40.50	36.30	23	27.20	27.20	27.20	27.20	27.20	27.20
19	66.70	66.70	62	52.10	27.90	29.10	19.80	17	17	17	17	17	17
20	17.50	17.60	16.70	14.70	12.10	12.40	9.10	10.20	10.20	10.20	10.20	10.20	10.20
21	37.90	36.20	31.50	33	21.10	17.50	14.40	12.90	12.90	12.90	12.90	12.90	12.90
22	153.40	154.40	134.20	113.30	84.20	70.40	53.40	57.50	57.50	57.50	57.50	57.50	57.50
23	49.70	52.10	54.70	55.50	55	49.90	49.90	49.90	49.90	49.90	49.90	49.90	49.90

129.80	129.80	129.80	129.80	129.80	129.80	129.80	120.50	125.30	150.40	169.90	180.80	193.60	24
7.35	7.35	7.35	7.35	7.35	7.35	7.90	9	8.30	10.30	11.20	11.20	11	25
22.80	22.80	22.80	22.80	22.80	22.80	22.80	22.80	21.50	35.40	58.90	69.80	90	26

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الشهرية الصادرة من سوق الدوحة للأوراق المالية

والجدول (57-3) يوضح الأسعار المتوقعة للأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية علما ان معدل العائد الخالي من المخاطرة قد بلغ (4.4%) لعام 2008 و(3%) لعام 2009 :

جدول (57-3)

الأسعار المتوقعة للأسهم المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية
للمدة (من شهر حزيران 2008 لغاية حزيران 2009) بالريال القطري

حزيران	أيار	نيسان	آذار	شباط	كانون الثاني	كانون الأول	نوفمبر	أكتوبر	سبتمبر	أغسطس	تموز	حزيران	تسلسل الشركة
June	May	Apr	Mar	Feb	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	July	June	أولا: المالية
41.75	41.75	41.75	41.75	41.75	41.74	41.73	41.73	41.73	41.73	41.73	41.73	41.70	1
137.30	117.0	108.56	113.90	130.20	154.70	111.90	156.10	150.70	122.90	172.30	115.90	89.10	2
159.90	177.90	171.67	120.30	123.60	148	108.80	140.10	176.30	104.20	201.30	123.20	76.90	3
82.50	90.29	86.30	84.20	71	82.80	85.00	88.40	90.10	56	95.40	83.80	60.12	4
70.40	75.10	77.89	68.30	66	40.40	76.90	86.70	80.80	65.40	80.70	75.80	30.67	5
93.70	70.80	69.20	94.60	91.70	94.80	97.90	139.50	145.50	63.10	132.60	97.50	78.32	6
18.80	90.20	87.21	22.90	10	12.00	21.30	19.20	22.50	9.20	21.90	22.80	29.50	7
122.40	167.20	100.55	48.10	19.20	21.20	43.60	21.20	38.80	19.20	37.00	47.20	30	8
													ثانيا: التأمين
75.000	79.30	70.44	134.30	215.10	230.10	107.90	137.80	184.20	170.10	162.20	118.60	250.1	9
139.00	121.90	101.67	33.50	40.50	40.10	31.30	68.80	53.00	38.50	52.60	32.40	55.89	10
90.00	79.30	77.67	92.50	118	95.10	83.20	88	122.00	124	107.50	90.00	100	11
168.00	182.09	180.00	157.00	167.10	166.50	153.90	122.60	101.60	64.40	78.60	57.20	70.48	12
66.90	60.12	60.90	69.10	33.70	58.60	67.20	70.78	65.80	29.40	68.60	66.90	68.12	13
													ثالثا: الصناعية
147.20	100.0	97.40	147.30	145.50	151.00	146.20	134.80	152.10	139.10	151.00	146.40	144.37	14
185.00	143.90	122.50	108.30	168.50	182.00	101.00	164.10	153.80	143.40	170.00	112.50	112.9	15
204.30	70.89	66.45	230.20	159.40	191.20	258.50	204.10	258.20	146.80	262.10	233.60	200	16
140.80	159.06	186.40	80.80	124.50	153.10	73.00	179.80	115.10	99	127.70	80.00	166.4	17

64.20	145.00	187.40	58.70	57.80	63.30	60.70	27.20	70.20	52.70	72.80	59.80	80.38	18
65.60	76.80	70.09	35.80	62	66.70	34.40	170	53.50	52.10	69.90	35.10	73.56	19
17.30	130.06	115.67	14.70	16.70	17.50	15.00	10.20	17.90	14.70	18.20	15.00	26	20
34.00	80.70	77.70	21.40	31.50	37.90	19.70	12.90	26.90	33	28.20	21.60	43.56	21
126.30	119.05	116.02	94.70	134.20	153.40	87.00	157.50	110.90	113.30	123.20	93.50	170.1	22
48.20	75.56	69.45	43.90	54.70	49.70	45.00	49.90	47.00	55.50	49.00	48.00	77.07	23
191.90	100.0	90.67	131.10	169.90	193.60	126.80	129.80	142.40	150.40	150.20	131.80	201	24
11.30	64.21	50.34	10.40	11.20	11.00	10.40	7.35	10.30	10.30	10.40	10.20	203.5	25
75.30	70.90	77.90	43.50	58.90	83.70	45.10	22.80	46.30	35.40	49.20	46.30	80.78	26

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية

والجدول (58-3) يوضح العوائد الغير عادية قبل وأثناء وبعد تاريخ الإعلان عن الأرباح والتي

تم حسابها وفق معادلة حساب العوائد غير العادية :

جدول (58-3)

الفرق بين الأسعار المتوقعة و الفعلية(العوائد الغير عادية) لأسهم الشركات المدرجة في سوق قطر
للأوراق المالية للمدة (من شهر حزيران 2008 لغاية حزيران 2009) بالريال القطري

حزيران June	أيار May	نيسان Apr	أذار Mar	شباط Feb	كانون Jan	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	سبتمبر Sep	أغسطس Aug	تموز July	حزيران June	تسلسل الشركة
													أولاً: المالية
31.2	31.2	31.2	31.2	31.2	31.2	69.7	103.6	105.8	148	170.7	192.1	187.8	1
-81.2	-60.9	-52.46	-57.8	-74.1	-98.6	-38.8	-80.8	-57.2	0	-42.1	34.6	65.6	2
-119.8	-137.8	-131.57	-56.5	-61.1	-81.54	-4.6	-35.9	-72.1	0	-77.7	13.5	71.1	3
-45.8	-53.59	-49.6	-47.5	-34.3	-46.1	-40.2	-42.4	-49.7	9.4	-29.4	-14.7	19.72	4
-33.7	-38.4	-41.19	-31.6	-29.3	-3.7	-32.1	-40.7	-40.4	0	-14.7	-6.7	9.73	5
-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	2.1	6.8	21.3	49.9	51.6	53.1	6
-32.5	-32.5	-32.5	-32.5	-32.5	-32.5	-32.5	-32.5	-32.5	-32.5	-31.7	-30.7	-29.7	7
-22.5	-22.5	-22.5	-22.5	-22.5	-22.5	-22.5	-22.5	-22.5	-22.5	-22.5	-22.5	-20.5	8
													ثانياً: التأمين
-3.9	-3.9	-3.9	-3.9	-3.9	-3.9	31.6	53	53	128.3	173.3	188.3	183.3	9
22.9	22.9	22.9	22.9	22.9	-22.9	-21.7	-18.5	-19.8	-3.2	-1.2	-0.7	-106	10
46.2	46.2	46.2	46.2	46.2	46.2	57	57.2	51	82.2	76.2	73.4	53.4	11
-19.1	-19.1	-19.1	17.5	-2.95	0.36	28.1	38.6	39.6	22.6	25.3	33.5	24.5	12
-19.1	-19.1	-19.1	-19.1	-19.1	-19.1	-19.1	-19.1	-19.1	-12.3	-8	3.9	16.9	13

ثالثاً:الصناعية													
-6.9	-6.9	-6.9	-6.9	-6.9	-6.9	-6.9	-7	-3.83	-2.63	3.77	8.47	9.3	14
22.3	22.3	22.3	22.3	22.3	22.3	31.8	36.3	65.2	101.6	126.7	145.7	140.3	15
22.3	22.3	22.3	22.3	22.3	22.3	61.5	85.3	95.6	105	117.6	128.1	149.5	16
38	38	38	38	38	38	38.3	58.8	37.7	57.2	82.7	96	111.4	17
-14.5	-14.5	-14.5	-14.5	-14.5	-14.5	-18.7	-5.4	-1.2	10.9	16	24.3	21.6	18
-24.9	-24.9	-24.9	-24.9	-24.9	-24.9	-21.9	-12.6	-13.8	10.3	20.2	24.9	25	19
-31.5	-31.5	-31.5	-31.5	-31.5	-31.5	-32.6	-29.3	-29.6	-27	-25	-24.1	-24.2	20
-28.8	-28.8	-28.8	-28.8	-28.8	-28.8	-27.3	-24.2	-20.6	-8.7	-10.2	-5.5	-3.8	21
15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	11.6	28.6	42.4	71.5	92.4	112.8	111.7	22
8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	13.2	13.7	12.9	10.3	8	23
88	88	88	88	88	88	88	78.7	83.5	108.6	128.1	139	151.9	24
-34.4	-34.4	-34.4	-34.4	-34.4	-34.3	-33.8	-32.7	-33.4	-31.4	-30.5	-30.5	-30.7	25
-18.9	-18.9	-18.9	-18.9	-18.9	-18.9	-18.9	-18.9	-20.2	-6.3	17.1	28	48.3	26

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على جداول الأسعار الفعلية والمتوقعة للأسهم

وكما يلاحظ من الجدول(3-58) أعلاه إن العوائد الغير عادية التي يحققها المستثمرون نتيجة لإعلان الأرباح متباينة وهو ما يثبت إن استجابة السوق للحدث وهو إعلان الأرباح متباينة فاستجابات بعض الشركات استجابة سلبية وهي استجابة متحيزة والبعض الآخر استجابات لها بشكل موجب حتى بعد إعلان الحدث باستثناء الشركة العامة للتأمين فقد كانت استجابة السوق لها بشكل سريع وغير متحيز وبشكل يتطابق مع ما ينص عليه الشكل المتوسط للكفاءة لكن هذا لا يكفي للحكم على سوق قطر للأوراق المالية بأنها كفاءة بالشكل المتوسط وبالرجوع إلى تحليل قيم الأسهم الحقيقية والانحرافات التي ظهرت عن القيمة السوقية بنسبة (100%) يثبت وبشكل قاطع ان سوق قطر للأوراق المالية غير كفاءة بالشكل المتوسط وبالتالي غير كفاءة بالشكل القوي وهو ما يتعارض مع الفرضية الرئيسية والفرضيات الفرعية(1,2,3,4) للدراسة وهو بذلك يشابه سوقي العراق وعمان للأوراق المالية .

وأخيرا الجدول (3-59) يبين مقارنة بين الأسواق عينة الدراسة :

جدول (3-59)

مقارنة بين الأسواق عينة الدراسة

السوق	عدد الشركات المبحوثة	عدد معاملات الارتباط المختربة لحدود الثقة	نسبة الانحراف في القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية	شكل الكفاءة
سوق العراق للأوراق المالية	22	0	%100	ضعيف
سوق عمان للأوراق المالية	55	0	%100	ضعيف
سوق قطر للأوراق المالية	26	0	%100	ضعيف

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج التحليل والاختبارات للأسواق عينة الدراسة

الفصل الرابع
الاستنتاجات والتوصيات
المبحث الأول: الاستنتاجات
المبحث الثاني: التوصيات

المبحث الأول

الاستنتاجات

أولاً - استنتاجات الجانب النظري :

1. إن القيمة العادلة للأسهم تعبر عن ما يجب أن تكون عليه قيمة الأسهم دون مغالاة أو تقليل من قيمتها فهي قيمة حقيقية تعكس كل المعلومات المتاحة عن السهم والشركة المصدرة له .
2. لا تكون قيمة السهم عادلة إذا لم تعكس كل المعلومات المتعلقة بالسهم أو أي قرار يمكن أن تتخذه الشركة المصدرة له وبذلك فهي لا تتحقق إلا في السوق المالية الكفوءة لان أهم شرط من شروط قيام سوق مالية كفوءة هو أن تكون المعلومات متاحة للجميع ويكون الوصول لها بسهولة وبدون تكلفة وبذلك فإن كل المتعاملين في السوق المالية لديهم فرص متساوية بالحصول على المعلومات .
3. لا يمكن لأي مستثمر في السوق المالية الكفوءة أن يحقق أرباحاً غير اعتيادية لان المعلومات متاحة للجميع وفرص تحقيق الأرباح متساوية أما إذا حقق مستثمر ما أرباح غير طبيعية فقد يكون السبب صدفة أو مجرد حظ أو بتأثير عوامل أخرى كأن تكون اقتصادية مثلا على أسعار الأسهم في السوق .
4. إن الحكم على السوق بأنها كفوءة بالشكل القوي يتطلب التأكد من انه لا يوجد مطلعين داخليين على المعلومات يعملون على الاستفادة منها بأنفسهم أو يعملون على بيعها إلى شركات الاستثمار أو شركات الوساطة المالية أو أي جهة تربطهم مصالح معهم للاستفادة وتحقيق ثروات طائلة لان عملية تحقيق أرباح غير طبيعية في السوق يعتمد بالدرجة الأساس على المعلومات وذلك لان أسعار الأسهم شديدة الحساسية للمعلومات الجديدة التي يمكن أن تصل إلى السوق .
5. إن وجود سوق مالية كفوءة بالدرجة القوية يعني تحقق قيمة عادلة للأسهم وذلك يعني تخصيص امثل لرؤوس الأموال أي أن الأموال سوف تخصص لأوجه الاستثمار الأكثر ربحية بما يحقق تطور ونمو وانتعاش السوق المالية بشكل خاص والاقتصاد ككل بشكل عام .

ثانيا-استنتاجات الجانب التطبيقي :

1. إن تحليل قيم الأسهم الحقيقية ومقارنتها بالسوقية أثبتت وجود انحرافات كبيرة بنسبة (100%) في الأسواق الثلاثة عينة الدراسة وهي نسبة كبيرة جدا تدل على وجود أخطاء في تسعير الأسهم مما يعني أن الأسهم مسعرة بأعلى أو أدنى من قيمتها الحقيقية وعليه فإن أسعارها غير عادلة .
2. لا توجد اعتمادية كبيرة بين أسعار الأسهم أي إن الأسعار تتخذ مساراً عشوائياً وسعر اليوم غير مرتبط بسعر أمس أو سعر السنة القادمة وهذا ما يثبت أن الأسواق عينة الدراسة قد وصلت إلى الشكل الضعيف للكفاءة لكن باختبار الشكل الشبه قوي (المتوسط) كانت العوائد الغير عادية التي يحققها المستثمرون نتيجة لإعلان الأرباح لا تتفق مع ما يجب أن تكون عليه إذا كانت السوق كفوءة بالدرجة المتوسطة وبالتالي فالأسواق المالية عينة الدراسة غير كفوءة بالشكل المتوسط وبالتالي فهي غير كفوءة بالشكل القوي لظهور انحرافات في قيم الأسهم فضلا عن أن بعض المعلومات الواصلة للسوق عن إعلان تحقيق أرباح من قبل الشركة كان رد فعل الأسعار لها بشكل عكسي وهذا يتعارض مع فرضية السوق الكفوءة بالشكل القوي .
3. ظهور انحرافات في قيم الأسهم الحقيقية عن السوقية تثبت وبشكل قاطع وجود معلومات غير معلنة عن الأسهم أدت إلى ظهور الأسهم في السوق بقيمة أقل أو اكبر من قيمتها الحقيقية وهذا يعني بأن بعض الشركات العاملة في الأسواق عينة الدراسة لا تفصح بشكل كامل عن جميع المعلومات وهذا بالنتيجة يؤدي إلى أخطاء في التسعير .
4. الأخطاء في تسعير الأسهم تؤدي بالنتيجة إلى خسارة المستثمرين لأموالهم لان الأسهم ذات القيم المرتفعة ليست بالحقيقة مرتفعة لأنها لاتعكس بشكل كامل المعلومات المتعلقة بها بل إن هناك معلومات غير معلنة وعند وصولها إلى السوق قد تنخفض أسعار الأسهم بشكل غير متوقع مما يؤدي إلى تحقيق خسائر كبيرة للمستثمرين المقتنين لها .
5. إن أهم مقوم لقيام السوق المالية الكفوءة بالشكل القوي هو إن المعلومات متاحة وبشكل مجاني لجميع المتعاملين في السوق وهذا ما نلاحظه في الأسواق عينة الدراسة إن الأسواق لم تصل إلى الشكل القوي من الكفاءة لان هنالك انحرافات ظهرت بين قيمها السوقية والحقيقية .

المبحث الثاني

التوصيات

من الجانب التطبيقي للدراسة والاستنتاجات التي تم التوصل لها في الجانب النظري توصلت الباحثة إلى عدد من التوصيات :

1. إلزام الشركات المدرجة في الأسواق المالية عينة الدراسة بتوفير البيانات الخاصة بمركزها المالي, وقرارات الشركة المالية في اجتماعات مجلس إدارتها بصورة واضحة , ووضعها تحت تصرف المستثمرين ليكونوا على علم ودراية تامة بالقرارات الجديدة في الشركات, وأفاق تطورها, وتشمل تلك البيانات الوثائق الرسمية, والنشرات الدورية والشهرية والسنوية والدليل الخاص بالمستثمر الذي يصدر سنوياً وبالأوقات المحددة.
2. ضرورة التزام السوق المالية في أي دولة بمبدأ الإفصاح والشفافية وتوفير البيانات المالية التي يحتاج إليها المستثمرون والباحثون فالباحثون لغرض إجراء بحوثهم والخروج بنتائج تدعم وتحسن من أداء السوق المالية, وتقويم الأخطاء إن وجدت والمستثمرون لغرض البحث عن الأوراق المالية خاطئة التسعير وهذا أهم مبدأ تستند عليه نظرية السوق المالية الكفاءة وهو وجود عدد كافي من المستثمرين الذين يؤمنون بأن السوق غير كفاءة وأنه توجد أوراق مالية خاطئة التسعير والعمل على بيعها أو شراءها لتصحيح الأسعار .
3. يتوجب على إدارات الشركات أن تضع موظفين مؤهلين وموثوق بهم في المواقع المهمة في الشركة وذلك لضمان عدم تسريب المعلومات المهمة المتعلقة بالشركة الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع أو هبوط أسعار الأسهم في السوق بسبب أن المطلعين الداخليين يستخدمون المعلومات لخدمة مصالحهم الشخصية وهذه المشكلة تظهر بشكل واضح في قيم الشركات عينة الدراسة التي ظهرت انحرافات في قيم أسهمها الحقيقية عن السوقية .
4. ضرورة قيام الشركات المدرجة في السوق بتشكيل لجنة لإجراء البحوث كل مدة زمنية معينة كأن تكون (6) أشهر تكون مهمتها تحليل قيم أسهم الشركة, ومعرفة إذا ما كانت حقيقية (عادلة) تمثل ما يجب أن تكون عليه القيمة في السوق أم لا وفي حالة ظهور انحرافات البحث عن سببها والعمل على وضع حلول وإجراءات لجعل القيمة عادلة لان ذلك سيزيد من ثقة المستثمرين في الشركة ويجعلهم متأكدين من استثمارهم في أسهم هذه الشركة لن تسبب لهم خسائر مستقبلية لأنهم على علم بكل مجريات الأمور التي تحدث

في الشركة كذلك أسهم الشركة مسعرة بشكل صحيح لا أعلى ولا أدنى من قيمتها الحقيقية .

5. ضرورة تشكيل لجنة من السوق المالية نفسها تشرف على عمل اللجان المشكلة لتحليل قيم أسهم الشركات وذلك للتأكد من أن هذه اللجان تقوم بعملها بشكل صحيح وبمنتهى النزاهة والشفافية, وأنها أي اللجان لاتعمل لصالح جهة أو شخص معين أن ضمان عمل اللجنة المشكلة من قبل هيئة السوق المالية والشركات سوف تؤدي بالنتيجة إلى وصول السوق إلى الشكل القوي للكفاءة ولهذا انعكاسات كبيرة وإيجابية على نمو وتطور الاقتصاد لاسيما في العراق وذلك لأنه يمر بمرحلة انتقالية جديدة ونجاح مقترح كهذا يعد انجازاً بحد ذاته وخطوة مهمة باتجاه تأسيس اقتصاد قوي يرتقي به إلى مستوى الدول المتقدمة اقتصادياً .

6. عند إجراء البحوث من قبل اللجان لاختبار قيم الأسهم يتوجب عليها أن تضع في حساباتها الظروف الاقتصادية والسياسية لأنها تعد من العوامل ذات التأثير المباشر والكبير على قيم الأسهم فمن الملاحظ لاسيما في الأزمات المالية الحاصلة في السنوات الأخيرة أن الأزمة تحصل في سوق معينة واحدة لكن تأثيرها يكون على أسواق كثيرة ذلك لان العالم كله أصبح مرتبطاً مع بعض وأن أي حدث يحصل في دولة ما يؤثر على كل الدول المرتبطة معها, والسوق المالية من أكثر القطاعات تأثراً بالأحداث لذلك وللمحافظة على السوق من الانهيار يجب متابعة الأحداث الجارية في الاقتصاد العالمي واتخاذ الإجراءات التي تحمي السوق من أي انهيار .

7. تنظيم شركات الوساطة لأنها المتحكم واللاعب الأساسي في أسعار السوق ومن الضروري تحديد متطلبات كفاية رأس المال للفئات المختلفة من شركات الوساطة وتنمية وتعزيز الكفاءات الإدارية والمهنية لموظفيها لان أي خلل في الجهاز الإداري لشركات الوساطة سيؤدي بالنتيجة إلى خلل في عمل السوق ككل وبالنتيجة خلل في نظام التسعير وبالتالي انحراف في القيم السوقية للأسهم عن القيم الحقيقية فالتركيز على هذه النقطة من شأنه أن يشجع المنافسة بين الشركات نحو تقديم أفضل الخدمات وإتباع أفضل الأساليب في العمل فضلا عن أهمية إصدار كتيب تعليمات للوسطاء يشمل أحكاماً لحماية مصالح المستثمرين ولضمان الإدارة المناسبة للمخاطر التي من الممكن أن تواجههم في تعاملاتهم .

8. وضع حدود لتغيرات الأسعار لان هذه التغيرات تحصل أحيانا نتيجة لوصول معلومات جديدة إلى السوق بغض النظر عن صحتها أو درجة مصداقيتها وبذلك فإن وضع حدود دنيا وعليا لتغيرات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية يضمن استقرار الأسعار فإذا ما افترضنا أنه في جلسة ما قد حدث خلل في التوازن بين طلبات البيع والشراء بسبب تداول معلومات جديدة أو إشاعات فإن الأسعار ستتحرك في نطاق محدود هذه المحدودية ربما قد تساعد في إرجاع التوازن في الجلسة التالية إذا ما أخذت المناقشات والتحليلات وقتها بين الجلستين, وتوضع هذه الحدود من قبل إدارة السوق بنسبة معينة فمثلاً يسمح لسعر أي سهم بالتغير ارتفاعاً أو انخفاضاً بنسبة (10%) من سعر الإقفال في الجلسة الأخيرة وبذلك تكون السوق بعيدة عن الهزات العنيفة في الأسعار التي قد تؤدي إلى أزمات مالية بسبب إشاعات أو معلومات غير صحيحة.

9. ضرورة تعزيز الدور الرقابي لهيأة السوق على الشركات المدرجة فيه وذلك من خلال متابعة الهيئة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية للتأكد من التزامها بالقوانين واللوائح وكذلك للوقوف على سير أعمالها ونتائج عملياتها وفرض بعض العقوبات في حق الشركات غير الملتزمة مثل إيقاف التعامل بأسهمها أو فرض غرامات مالية عليها وإذا لزم الأمر شطبها من السوق ونشر تلك العقوبات في نشرات السوق التي تصدر بشكل دوري سواء شهري أو فصلي أو سنوي .

10. ضرورة الاهتمام بالتعاون العربي والدولي سيما مع الأسواق المتقدمة وذات الأنظمة المتطورة التي أثبتت أن أسواقها المالية تتمتع بدرجة عالية من الإفصاح والشفافية إذ أنه من المفيد توطيد التعاون بين أسواق الأوراق المالية سواء العربية أو الدولية للإطلاع والاستفادة من التجارب السابقة لتلك الأسواق من خلال تسهيل تبادل المعلومات و تقديم الخبرات وتبادلها وعقد البرامج التدريبية.

المصادر والمراجع

أولاً-المصادر العربية :

أ- الكتب:

1. الزبيدي , حمزة محمود,الإدارة المالية المتقدمة , ط2, الوراق للنشر والتوزيع , عمان , 2008.

ب- الاطاريح والرسائل الجامعية :

1. الحسنوي ,ميثم ربيع هادي , اختبار كفاءة السوق المالية –دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية ,رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد ,جامعة بغداد , 1997.
2. الزبيدي , شيماء فاضل محمد حسين , كفاءة سوق العراق للأوراق المالية –دراسة تطبيقية على أسهم شركات القطاع المصرفي ,رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة إلى كلية الإدارة والاقتصاد ,جامعة القادسية , 2008.
3. السعيد ,عبد الله كاظم حسن , اثر مؤشرات التحليل المالي في القيمة السوقية للأسهم ,رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد ,جامعة القادسية , 2002.
4. المشهداني ,عبد الرحمن حمود إبراهيم , تحليل وتقويم الاستثمار بالأسهم العادية – دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية , رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد ,جامعة بغداد , 1995.

ثانياً-المصادر الأجنبية :

A. Books

1. Alexander. J, W.F. Sharp, and J.V. Baily, FUNDAMENTALS OF INVESTMENTS, 3rd ed., N.J.: Prentice Hall, 2001.
2. Ackert, Lucy.F & Deaves, Richard, BEHAVIOEAL FINANCE-PHYCHOLOGY, DECISION-MAKING AND MARKETS, South-western, 2010.
3. Bernhard, William & David, Leblang, Democratic Processes and Financial Markets-pricing politics, 1st ed., Cambridge, 2006.
4. Besley, Scott & Brigham & Eugene F., ESSENTIAL OF MANAGERIAL FINANCE, 12th ed, Harcourt College Publishers, 2000.
5. Block, Stanley & Hirt, Geoffrey A., FOUNDATION OF FINANCIAL MANAGEMENT, McGraw-Hill Inc, 2009.
6. Block, Stanley B. & Geoffrey A. Hirt, FOUNDATION OF FINANCIAL MANAGEMENT, 9th ed, McGraw-Hill Irwin, 2000.
7. Bodie, zvi, Merton, Robert C., Cleeton, David L., FINANCIAL ECONOMICS, 2ND ed, Prentice Hall, 2009.
8. Bodie, zvi, A. & Kane, A.j. Marcus, INVESTMENTS, 7th ed, N.Y: McGraw-Hill Irwin, 2008.
9. Bodie, zvi, A., Kane, Alex, & Alan j. Marcus, ESSENTIALS OF INVESTMENTS, 6th ed, McGraw-Hill Irwin, 2007.
10. Bodie, Z., A. Kane, and A.J. Marcus Investments. 6th ed, London: McGraw-Hill Irwin, 2005.
11. Brakman, Steven, Harry, Garretsen, Charls, Van Mawewijk & Avj en, Van witteloostuijh, NATIONS AND FIRMS IN THE GLOBAL ECONOMY, USA: Cambridge Uneversity, 2007.

12. Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C., PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE, 6th ed, McGraw-Hill Irwin, 2000.
13. Brealey, Richard A. & Myers, Stewart, Marcus, Alen, FUNDAMENTAL OF CORPORATE FINANCE, 3rd ed, McGraw-Hill, INC, 2001.
14. Brealey, Richard A, Myers, Stewart C, & Allen, Franklin, PRINCIPLE OF CORPORATE FINANCE, 8th ed, McGraw-Hill Irwin, 2007.
15. Brigham, Eugene F. & Michael C. Ehrhardt, FINANCIAL MANAGEMENT: THEORY AND PRACTICE, 11th ed, Australia: South-Western, 2005.
16. Brooks, Chris, INTRODUCTORY ECONOMETRICS FOR FINANCE, 5th ed, United Kingdom : Cambridge University, 2004 .
17. Brown, Keith C. & Frank K., Rielly, ANALYSIS OF INVESTMENT AND MANAGEMENT OF PORTFOLIOS, 9th ed, South-Western, 2009.
18. Casu, Barbara, Claudia, Girardon & Philip, Molyneux, INTRODUCTION TO BANKING, 1st ed, Prentice Hall, 2006.
19. Cecchetti, Stephen G., MONEY, BANKING AND FINANCIAL MARKETS, 2nd ed, McGraw-Hill Irwin, 2008.
20. CFA Program curriculum, Level 11, 2007.
21. Charles, J. Carrado & Jordan, Bradford D., FUNDAMENTALS OF INVESTMENTS, McGraw-Hill Irwin, 2000.
22. Chew, Donald H., THE NEW CORPORATE FINANCE, Where Theory Meets Practice, 3rd ed, N. Y: McGraw-Hill Irwin, 2001.
23. Cohen, Ivan, FOCUS ON FINANCIAL MANAGEMENT, London: Imperial College Press, 2005.

24. Copeland, Laurence, EXCHANGERATESANDINTERNATIONAL FINANCE, 5th ed, prentice Hall, 2008.
25. Cornet, Marcia Millon, Troy A., Adair, Jr., & John, Nofsinger, FINANCE, APPLICATIONS AND THEORY, early release, N.Y: McGraw-Hill Irwin, 2009.
26. Dias, Laura portohese & Shah, Amitj, INTRODUCTION TO BUSINESS, McGraw-Hill Irwin, 2009.
27. Dlabay, Les R. & Burrow James L., BUSINESS FINANCE, Thomson South-western, 2008.
28. Elton, E. j., & M. j Gruber, MODERN PORTFOLIO THEORY AND INVESTMENT ANALYSIS, 5th ed, N. Y: John Wiley and sons, Inc., 1995.
29. Emery, Douglas R., Finnerty, John D., & Stowe, John D., CORPORATE FINANCIAL MANAGEMENT, 3rd ed, Prentice Hall, 2007.
30. Eun, cheols & Bruce, Resnick G., INTERNATIONAL FINANCIAL MANAGEMENT, 4th ed, McGraw-Hill Irwin, 2007.
31. Fabozzi, Frank J., Franco, Modigliani & Frank J., Jones, CAPITAL MARKETS, INSTITUTION AND INSTRUMENTS, 3rd ed, Prentice Hall, 2003.
32. Fabozzi, Frank J., Franco, Mosigilani & Frank J., Jones, FUNDATIONS OF FINANCIAL MARKETS, 4th ed, Prentice Hall, 2010.
33. Facler, James, MONEY, BANKING AND FINANCIAL MARKETS, N. Y: McGraw-Hill, 2006.
34. Feens, Tra, Robert C., & Taylor, Alan M., INTERNATIONAL ECONOMICS, Worth publishers, 2008
35. Francis, Jack clark, MANAGEMENT OF INVESTMENTS, Japan: McGraw-Hill, Inc, 1983.

36. Frasca, Ralph R., PERSONAL FINANCE, AN INTEGRATED PLANNING APPROACH, 8th ed, prentice Hall, 2009.
37. Gangadhar, V. & Rameshbabu, G., INVESTMENT MANAGEMENT, ANMOL PUBLICATIONS PVT. LTD, 2006.
38. Gibson, Charles H., FINANCIAL REPORTING AND ANALYSIS, 11th ed, South-Western, 2009.
39. Gitman, Lawrence J., MANAGERIAL FINANCE, 12th ed, Prentice Hall, 2006.
40. Gitman, Lawrence J., PRINCIPLES OF MANAGERIAL, 12th ed, Prentice Hall, 2009.
41. Gitman, Lawrence J., & Michael D., FUNDAMENTALS OF INVESTING, 10th ed, Addison Wesley, 2009.
42. Gitman, Lawrence J., & Johnk, Michael D., FUNDAMENTALS OF INVESTING, 10th ed, Addison Wesley, 2008.
43. Grinblatt, Mark & Sheridan, Titman, FINANCIAL MARKETS AND CORPORATE STRATEGY, 2nd ed, N.Y: McGraw-Hill Irwin, 2002.
44. Haugen, Robert A., MODERN INVESTMENT THEORY, 5th ed, New Jersey: Prentice Hall Inc, 2001.
45. Hirschey, Mark & John, Nofsinger, INVESTMENTS ANALYSIS AND BEHAVIOR, 2nd ed, McGraw-Hill Irwin, 2010.
46. Hirt, Geoffrey A., & Stanley B., Block, CFA, CMM, FUNDAMENTALS OF INVESTMENT MANAGEMENT, 8th ed, N.Y: McGraw-Hill Irwin, 2006.
47. Howells, Peter & Keith, Bain, THE ECONOMICS OF BANKING AND FINANCE, 4th ed, U.K: Prentice Hall, 2008.

48. Howells, Peter & Keith, Bain, FINANCIAL MARKETS AND INSTITUTIONS, 5th ed, Prentice Hall, 2007.
49. Hull, John C., FUNDAMENTALS OF FUTURES AND OPTIONS MARKETS, 6th ed, Prentice Hall, 2003.
50. Hyman, David N., PUBLIC FINANCE, CONTEMPORARY APPLICATION OF THEORY TO POLICY, 9th ed, South-western, 2008.
51. Joehnk, Michael D., & Lawrence J., Gitman, PLANNING YOUR PERSONAL FINANCES, 11th ed, South-Western, 2008.
52. Jones, C. D., INVESTMENTS: ANALYSIS AND MANAGEMENT, N. Y: John Wiley & Sons, 1998.
53. Jordan, Bradford D., & Thomas W. Miller, FUNDAMENTALS OF INVESTMENTS: VALUATION AND MANAGEMENT, 5th ed, N. Y: McGraw-Hill, 2009.
54. Kapoor, Jack R., Dlabay, Lesr & Hughes, Robert J., PERSONAL FINANCE, 9th ed, McGraw-Hill, 2009.
55. Krishnamurti, Chandrasekhar & Vishwanath S. R., ADVANCED CORPORATE FINANCE, New Delhi Phi Learning 2009.
56. Krugman, Paul & Roben, Wells, MICROECONOMICS, 2nd ed, Worth publishers, 2009.
57. Krugman, Paul & Obstfeld, Naurice, INTERNATIONAL ECONOMICS, THEORY AND POLICY, 7th ed, Addison Wesley, 2006.
58. Kutner, Michael H., Christopher J., Nachtsheim, John Neter & William, Li L., APPLIED LINEAR STATISTICAL MODELS, N. Y: McGraw-Hill Irwin, 2005.
59. Lamont, Owen A., MASTERING INVESTMENT, 1st ed, James pickford, 2002.

60. Lsher, William R., FINANCIAL MANAGEMENT
A PRACTICAL APPROACH, 5th ed, Thomson-South-
western, 2008
61. Leroy, Stephen F., & Werner, Jan, foreword by Ross S. A.
, PRINCIPLES OF FINANCIAL ECONOMICS, 6th ed, USA:
Cambridge university, 2007.
62. Levy, Haim & Thierry, Post, INVESTMENTS, Prentice Hall,
2005.
63. Madura, Jeff, INTERNATIONAL CORPORATE FINANCE, 10^t
h ed, South-western, 2010.
64. Madura, Jeff, FINANCIAL INSTITUTIONS AND MARKETS, 9th
ed, South-Western, 2010.
65. Madura, Jeff, FINANCIAL INSTITUTIONS AND MARKETS, 8^t
h ed, USA: South-Western, 2008.
66. McAleese, Dermot, ECONOMICS FOR BUSINESS
OPERATION, MACROSTABILITY AND GLOBALISATION, 3rd
ed, Prentice Hall, 2004.
67. McConsl, Campbell R., & Brue, Stanley L., MACROECONOMIC
S PRINCIPLES, PROBLEMS AND POLICIES, 16th ed, McGraw-
Hill Iewin, 2005.
68. Megginson, William, Scott B., Smart & John R.
Graham, FINANCIAL MANAGEMENT, 3rd ed, South-Western,
2010.
69. Mishkin, Frederic, S., & Stanley G., Eakins, FINANCIAL MARKE
TS AND INSTITUTIONS, 6th ed, Prentice Hall, 2009.
70. Mishkin, Frederic, S., & Stanley G., Eakins, FINANCIAL MARKE
TS AND INSTITUTIONS, 5th ed, Addison Wesley, 2006.
71. Mishkin, Frederic, S., THE ECONOMICS OF MONEY, BANKIN
G AND FINANCIAL MARKETS, 8th ed, Addison Wesley, 2007

72. Moore, Carlos W., Petty, J., William, Palicn, Leslie E., & Longenecker, Dustin G., MANAGING SMALL BUSINESS, AN ENTREPRENEURIAL EMPHASIS, South-Western, 2008.
73. Neal, Bill & Trefor, Mcelory, BUSINESS FINANCE A VALUE-BASED APPROACH, 1st ed, England, Prentice Hall, 2004.
74. Palepu, Krisna & Paul M., Healy, BUSINESS ANALYSIS AND VALUATION USING FINANCIAL STATEMENTS, 4th ed, South-Western, 2008.
75. Penman, Stephen H., FINANCIAL STATEMENT ANALYSIS AND SECURITY, 4th ed, McGraw-Hill Irwin, 2010.
76. Pike, Richard & Bill, Neal, CORPORATE FINANCE AND INVESTMENT: DECISIONS & STRATEGIES, 5th ed, England: Prentice-Hall, 2006.
77. Pilbeam, Keith, FINANCE AND FINANCIAL MARKETS, 3rd ed, Palgrave Macmillan, 2010.
78. Pilbeam, Keith, INTERNATIONAL FINANCE, 3rd ed Palgrave Macmillan, 2006.
79. Revsine, Lawrence, Daniel W., Collins & W. Bruce, Johnson, FINANCIAL REPORTING AND ANALYSIS, 3rd ed, Prantice Hall, 2005.
80. Roberts, Clare, Weetman, Pauline & Paul, Gordan, INTERNATIONAL CORPORATE REPORTING, 4th ed, Prentice Hall, 2008.
81. Rose, Peters, COMMERCIAL BANK MANAGEMENT, 5th ed, N.Y: Mc Graw-Hill, 2002.
82. Ross, Stephen A., Randolph W., Westerfield & Jeffrey, Jaffe, CORPORATE FINANCE, 6th ed, McGraw-Hill Irwin, 2009.

83. Ross, Stephen A., Randolph W., Westerfield, Jeffrey, Jaffe & Bradford D., Joordan, MODERN FINANCIAL MANAGEMENT, 8th ed, N. Y: McGraw-Hill Irwin, 2008.
84. Ross, Peters & Milton H., Marquis, MONEY AND CAPITAL MARKETS, 10th ed, McGraw-Hill, 2008.
85. Ross, Stephen A., Randolph W., Westerfield & Jeffrey, Jaffe, CORPORATE FINANCE, 7th ed, N, Y: McGraw-Hill, 2007.
86. Ross, Stephen A., Randolph W., Westerfield & Jeffrey, Jaffe, CORPORATE FINANCE, McGraw-Hill, 2002.
87. Ross, Stephen A., Randolph W., Westerfield & Bradford, Jordan, FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE, 5th ed, McGraw-Hill, 2000.
88. Rugman, Alan M., Simon, Collins & Richard M., Hodgetts, INTERNATIONAL BUSINESS, 4th ed, U.K: Prentice-Hall, 2006.
89. Samuleson, Paul A., & William D., Nordhaus, ECONOMICS, 18th ed, McGraw-Hill, 2005.
90. Saunders, Snthony & Marciamillon, Cornett, FINANCIAL MARKETS AND INSTITUTIONS, 4th ed, N, Y: McGraw-Hill, 2009.
91. Saunders, Snthony & Marciamillon, Cornett, FINANCIAL MARKETS AND INSTITUTIONS A modern perspective, N. Y: McGraw-Hill, Inc, 2001.
92. Schiller, Bradley R., THE MICROECONOMY TODAY, 12th ed, McGraw-Hill Irwin, 2006.
93. Sethi, Jyotsna & Niswan, Bhatia, ELEMENTS OF BANKING AND INSURANCE, 2nd ed, New Delhi: PH I learning, 2007.

94. Smart, Scott B., & William L. Megginson, INTRODUCTION TO FINANCIAL MANAGEMENT, 2nd ed, South-Western, 2009.
95. Solink, Brano & Dehnis, Mcleavey, GLOBAL INVESTMENTS, 6th ed, Prentice Hall, 2009.
96. Stowe, John D., Robinson, Thomas R., Pinto, Jerald E., & Mcleavey, Dennis W., ANALYSIS OF EQUITY INVESTMENTS: VALUATION, United Book, 2002.
97. Sullivan, Arthur O., Sheffrin, Steven M. & Perez, Stephen J., ECONOMICS, PRINCIPLES, APPLICATION AND TOOLS, 6th ed, Pearson Education, 2010.
98. Taylor, John B., & Akila, Weerapana, MACROECONOMICS FINANCIAL CRISIS, South-Western, 2010.
99. Thomas, Lloyd B., MONEY, BANKING AND FINANCIAL MARKETS, South-Western, 2006.
100. Van Horne, James C., FINANCIAL MANAGEMENT AND POLICY, 12th ed, Prentice Hall, 2004.
101. Weaver, Samuel C., & Weston, J., Fred, STRATEGIC FINANCIAL MANAGEMENT, South-Western, 2008.
102. Weil, David N., ECONOMIC GROWTH, 2nd ed, Pearson Education, 2009.

B. Periodicals:

1. Anaheim, CA, TEACHING FAIR VALUE MEASUREMENT, CPE*44, 2008.

2. Bowman, Robert G., & John, Buchanan, THE EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS: A DISCUSSION OF INSTITUTIONAL AGENCY AND BEHAVIORAL ISSUES, Australia: Journal of management, 1995.
3. Damodaran, Aswath, Fair Value: Fact or Opinion, 2011.
4. Dimson, Elroy, & Mussavian, Massoud, A BRIEF HISTORY OF MARKET EFFICIENCY, Journal of Financial management, Vo. 4, Number 1, 1998.
5. Driessen, Gertjan, Competition Design and Efficiency in Railways, 2006.
6. Dupuis, David & David Tessier, The U.S. Stock Market and Fundamentals: A Historical Decomposition, Bank of Canada Working Paper, 2003.
7. Enria, Andrea, Lorenzo Cappiello, Frank Dierick, Sergio Grittini, Andrew Haralambous, Angela Maddaloni, Philippe Molitor, Fatima Pires & Paolo Poloni, FAIR VALUE ACCOUNTING AND FINANCIAL STABILITY, OCCASIONAL PAPER SERIES, NO. 13, 2004.
8. Fama, Eugene F., BEHAVIOR OF STOCK – MARKET PRICES, The Journal of Business, vol. 38, No. 19, 1965b.
9. FINDINGS, KEY, Competition and Financial Markets, OECD 2009.
10. Giorgio, Giorgio Di, Carmine Di Noia & Laura Piatti Financial Market Regulation: The Case of Italy and, a Proposal for the Euro Area, Financial Institutions Center, 2000.
11. Greif, Avner, Economic History and Game Theory: a survey, Handbook of The Game Theory, Vol. III, 1997.

12. Plantin, Guillaume, & Haresh, Sapra, FAIRVALUE REPORTING STANDARDS AND MARKET VOLATILITY, London School of Economics, 2004.
13. Hassan, Mohamat, Sabri, Majella, Percy & Jenny Stewart, THE VALUE RELEVANCE OF FAIVALUDISCLOSURES IN AUSTRALIAN FIRMS IN THE EXTRACTIVE INDUSTRIES, AAMJAF, Vol. 2, No. 1, 41–61, 2006.
14. Horton, Joanne, & Macve, Richard, FAIR VALUE FOR FINANCIAL INSTRUMENTS HOWE RASING THEORY LADING TOO UNWORKBLE GLOBAL ACCOUNTING STANDARS FOR PERFORM ABCEReporting, Vol 11, No2, 2000.
15. Jensen, Michael C., Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency, *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, 2002.
16. Landsman, Wayne, FAIRVALUE ACCOUNTING FOR FINANCIAL INSTRUMENTS: SOME IMPLICATIONS FOR BANK REGULATION, BIS WORKING PAPERS, NO 209, 2006.
17. Lo, Andrew .W. EFFICIENT MARKETS HYPOTHESIS, The New palgrave: A Dictionary of Economics, 2nd ed., 2007, N.Y: Palgrave McMillan.
18. Malkiel, Burton G., Is the Stock Market Efficient?, Science, New Series, Vol. 243, No. 4896, 2010.
19. Malkiel, Burton G., THE EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS AND ITS CRITICS, CEPS Working Paper NO 91, 2003.

20. Nelson, Jon, Fair Value Measurements, DISCUSSION PAPER, IASCF, 2007.
21. Pankow, Debra, Understanding Stock and the Stock, Market, FE-605, 2005.
22. Ramin, cooper, Maysami, Lee, chu in Howe & Mohamed Atkin, Hamzan, RELATIONSHIP BETWEEN MACROECONOMIC VARIABLES AND STOCK MARKET INDICES: COINTEGRATION EVIDENCE FROM STOCK EXCHANGE OF SINGAPORE ALL SECTOR INDICES, Jurnal penguRusah(24), 2004.
23. Samitas, Aristeidis G, Market Efficiency and Signaling: An Event Study Analysis for Athens Stock Exchange, 1st Applied Financial Economics AFE 2004.
24. Scott, mark, ACHIEVING FAIR VALUE: MANAGING LIFE THE PUBLIC MARKETS, U.K: Ashridge Business School, 2005.
25. Stefan, Julia, TESTING THE EFFICIENT MARKETS HYPOTHESIS: A BEHAVIORAL APPROACH TO THE CURRENT ECONOMIC CRISIS, 2009.

C. INTERNET:

1. www.isx-iq.net.
2. www.mubasher.info.
3. www.ase.com.go.
4. <http://www.tradingeconomics.com/qatardeposit-interest-rate-percent-wb-data.html>.

**ملحق رقم (1) صافي الأرباح وعدد
الأسهم المكتتب بها للشركات
المدرجة في سوق العراق للأوراق
المالية للمدة (2006-2009)**

جدول يوضح صافي الأرباح السنوية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية
للمدة (2006-2009) بالدينار العراقي

2009	2008	2007	2006	الشركة
1520658	1520658	1072636	1072636	1. المصرف التجاري العراقي
12230702069	14027457955	14451376	5154522	2. مصرف الشرق الأوسط
8956403370	18467964858	19166476	12156817	3. مصرف الائتمان
3706595	4454277	1421802	1075714	4. مصرف سومر
18324982	737259238	19753567	8408648	5. مصرف بغداد
8406000	16977000	60481117	5231404	6. مصرف الاقتصاد
15411634473	8019160152	4770064	2441169	7. مصرف الخليج
7800000	7586873115	4721513	2322815	8. مصرف الموصل
15568138387	13308982609	5178442	563872	9. مصرف كوردستان
25000000000	12004858	632495	11337096	10. مصرف الوركاء
4308000000	5260139040	4011035	3035704	11. مصرف بابل
10236680577	36680577	158567	88878	12. شركة الأمين للتأمين
88212999	632770392	161450214	116980	13. الخير للاستثمار
23239438	47421553	9194954	37685	14. الزوراء للاستثمار
66921770	951641758	96180583	51417	15. الباتك للاستثمار
136144754	2352444152	124820	100718	16. الموصل لمدن الألعاب
1215223865	1422705745	771335394	790691	17. البادية للنقل
73020000	188478160	183077	307388	18. العراقية للسجاد
397792628	31768502	10678864	31729	19. الكندي لصناعة اللقاحات
1982010	41019447	45629230	109232	20. العراقية للأعمال الهندسية
81463364	81000000	32238	34685	21. الأهلية الزراعية
62261332	75948850	84302	79280	22. الشرق الأوسط للأسماك

جدول يوضح عدد الأسهم المكتتب بها للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية
للمدة (2006-2009)

2009	2008	2007	2006	الشركة
60000000	60000000	60000000	60000000	1. المصرف التجاري العراقي
31000000	31000000	31000000	27000000	2. مصرف الشرق الأوسط
50000000	50000000	50000000	25000000	3. مصرف الائتمان
21180096	21180096	21180096	21180096	4. مصرف سومر
522973256	522973256	522973256	522973256	5. مصرف بغداد
20020000	20020000	20020000	10000000	6. مصرف الاقتصاد
22344000	22344000	22344000	22344000	7. مصرف الخليج
25000000	25000000	25000000	20000000	8. مصرف الموصل
50000000	50000000	50000000	50000000	9. مصرف كوردستان
51000000	51000000	51000000	31000000	10. مصرف الوركاء
30000000	30000000	30000000	30000000	11. مصرف بابل
750000	750000	750000	750000	12. شركة الأمين للتأمين
7000000	7000000	7000000	7000000	13. الخير للاستثمار
1000000	1000000	1000000	1000000	14. الزوراء للاستثمار
1000000	1000000	1000000	1000000	15. الباتك للاستثمار
114750	114750	114750	114750	16. الموصل لمدن الألعاب
450000	450000	450000	450000	17. البادية للنقل
500000	500000	500000	500000	18. العراقية للسجاد
1000000	1000000	1000000	1000000	19. الكندي لصناعة اللقاحات
500000	500000	500000	500000	20. العراقية للأعمال الهندسية
500000	500000	500000	500000	21. الأهلية الزراعية
300000	300000	300000	300000	22. الشرق الأوسط للأسماك

ملحق رقم (2)

**صافي الأرباح وعدد الأسهم المكتتب
بها للشركات المدرجة في سوق
عمان للأوراق المالية للمدة (-2009
2006)**

جدول يوضح صافي الأرباح للشركات المدرجة في سوق عمان المالي للمدة (2006-2009)
بالدينار الأردني

2009	2008	2007	2006	الشركة
2502509.000	360.174.000	334.656.000	263.277000	1. البنك العربي
18.91.993	17.396.197	10.810.145	20.229.095	2. البنك الأهلي الأردني
25.369.137	32.858.476	24.244.265	25.582.705	3. بنك الأردن
25.549.038	20.294.839	20.909.814	19.218.635	4. بنك القاهرة عمان
4.284.388	4.006.490	2.206.611	3.275.083	5. بنك سوسيته جنرال
1.338.383	15.250.169	13.508.666	18.059.905	6. بنك المال الأردني
7.238.285	8.875.046	6.3851.23	9.771.765	7. البنك الاستثماري
9.236.879	9.919.883	10.557.968	10.991.248	8. بنك المؤسسة العربية
16.313.890	15.609.002	13.776.465	12.422.634	9. بنك الاتحاد
1.814.811	3.144.032	5.439.407	7.870.663	10. بنك الأردن دبي الإسلامي
10.696.659	11.782.226	6.977.496	8.338.171	11. بنك الاستثمار العربي
66.562.510	101.322.745	111.463.294	94.705.866	12. بنك الإسكان للتجارة
27.954.167	35.199.313	23.015.413	15.472.506	13. البنك الإسلامي الأردني
44.871.942	49.075.991	45.396.662	40.132.812	14. البنك الأردني الكويتي
5.560.865	9.338.221	12.420.154	10.682.700	15. البنك التجاري
557.881	304.638	496.796	573.048	16. الصناعات الكيماوية
264.444	1.059.197	618.963	1.040.246	17. الوطنية لصناعة الكلورين
1.669.332	1.652.214	1.212.030	971.853	18. العربية لصناعة المبيدات
235.436	319.051	483.707	462.082	19. العربية للصناعات الكهربائية
1.396.477	1.566.251	1.152.882	682.733	20. العربية لصناعة المواسير
335.173	2.092.449	230.545	216.784	21. الألبان الأردنية
801.384	470.508	2.007.832	2.227.996	22. الاستثمارات العامة
5.683.494	1.964.562	669.732	211.203	23. العالمية الحديثة للزيوت
1.254.836	888.473	6.374.930	7.177.264	24. الوطنية للدواجن
92.878.092	4.606.448	428.954	167.109	25. دار الغذاء
46.320.009	851.910	306.219	16.071.340	26. مناجم الفوسفات الأردنية
131.766.000	238.621.888	46.110.409	55.166.762	27. مصانع الاسمنت الأردنية
116.224	49.347.818	48.200.765	39.139.000	28. البوتاس العربية
816.404	311.390.000	150.191.000	18.928	29. الدولية لصناعات السيليكا
4.817.926	89.979	155.375	7.289.986	30. دار الدواء للتنمية
1.171.197	212.174	3.449.073	2.130.413	31. الأردنية لإنتاج الأدوية

137.639	212.174	1.648.040	653.951	32. الحياة للصناعات الدوائية
2.976.497	1.165.819	691.261	1.382.751	33. الاتحاد للصناعات المتطورة
501.452	232.780	1.369.589	5.025.943	34. مصانع الاجواخ
423.681	1.218.622	5.819.231	349.457	35. الإقبال للاستثمار
9.939.313	4.384.726	5.187.747	7.156.541	36. مصانع الاتحاد
9.359.926	7.441.076	4.582.097	5.244.183	37. الأسواق الحرة الأردنية
2.724.832	3.640.083	4.152.027	300.241	38. المركز الأردني للتجارة
1.7321.699	5.646.323	295.604	831.149	39. التسهيلات التجارية الأردنية
453.696	422.413	1.742.648	721.798	40. الأردنية للاستثمارات المتخصصة
340.098	1.215.868	101.881	1.024.159	41. بندارة للتجارة والاستثمار
245.426	109.157	1.379.970	1.019.175	42. الزرقاء للتعليم
101.340	970.339	1.352.658	3.180.954	43. العربية الدولية للتعليم
1.264.064	2.066.434	4.894.537	2.211.655	البنراء للتعليم
2.429.779	4.760.164	2.296.488	2.888.867	44. فيلادلفيا للاستثمارات التعليمية
3.635.187	2.814.102	3.014.168	1.063.380	45. البلاد للخدمات الطبية
3.386.154	3.202.956	271.550	1.399.169	46. الفنادق والسياحة الأردنية
2.193.709	750.889	2.959.077	3.458.345	47. العربية الدولية للفنادق
3.701.649	4.528.649	3.513.279	2.354.125	48. البحر المتوسط للاستثمارات
2.718.622	3.203.149	3.067.152	939.384	49. الشرق للمشاريع الاستثمارية
5.177.107	3.140.401	1.493.667	1.768.517	50. الدولية للفنادق
994.509	1.900.192	1.298.806	86.986.350	51. الأردن لتطوير المشاريع
481.428	2.632.606	3.493.475	1.902.764	52. المؤسسة الصحفية الأردنية
5.052.779	8115.114	11.524.992	1.000.102	53. الأردنية للصحافة
224.001	424.936	93.745.786	1.597.763	54. السلام للنقل
994.509	2.177.115	1.648.300	1.356.519	55. المقايضة للنقل

جدول يوضح عدد الأسهم المكتتب بها للشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية
للمدة (2006-2009)

2009	2008	2007	2006	الشركة
534.000.000	534.000.000	356.000.000	356.000000	1. البنك العربي
110.000.000	110.000.000	110.000.000	110.000.000	2. البنك الأهلي الأردني
100.00.000	100.000.000	100.000.000	86.000.000	3. بنك الأردن
88.00.000	80.000.000	75.000.000	67.500.000	4. بنك القاهرة عمان
40.455.830	40.455.830	26.970.553	26.970.553	5. بنك سوسيته جنرال
132.280.000	132.280.000	123.000.000	116.000000	6. بنك المال الأردني
70.000.000	61.325.000	55.000.000	44.000.000	7. البنك الاستثماري
70.919.063	64.471,875	56.062.500	44.850.000	8. بنك المؤسسة العربية
100.000.000	95.000.000	95.000.000	55.000.000	9. بنك الاتحاد
50.000.000	24.000.000	24.000.000	24.000.000	10. بنك الأردن دبي الإسلامي
100.000.000	100.000.000	100.000.000	44.000.000	11. بنك الاستثمار العربي
252.000.000	252.000.000	250.000.000	250.000.000	12. بنك الإسكان للتجارة
100.000.000	81.250.000	65.000.000	64.138.764	13. البنك الإسلامي الأردني
100.000.000	100.000.000	75.000.000	75.000.000	14. البنك الأردني الكويتي
73.053.750	69.575.000	63.250.000	57.500.000	15. البنك التجاري
1.799.624	1.799.624	1.799.624	1.799.624	16. الصناعات الكيماوية
9.000.000	10.000.000	9.000.000	9.000.000	17. الوطنية لصناعة الكلورين
10.000.000	6.000.000	9.000.000	9.000.000	18. العربية لصناعة المبيدات
6.000.000	4.500.000	6.000.000	6.000.000	19. العربية للصناعات الكهربائية
4.500.000	9.000.000	3.500.000	2.500.000	20. العربية لصناعة المواشير
9.000.000	4.000.000	9.000.000	9.000.000	21. الألبان الأردنية
10.000.000	6.000.000	10.000.000	10.000.000	22. العالمية الحديثة للزيوت
6.000.000	30.000.000	6.000.000	6.000.000	23. الوطنية للدواجن
30.000.000	10.000.000	30.000.000	30.000.000	24. دار الغذاء
10.000.000	1.500.000	10.000.000	10.000.000	25. مناجم الفوسفات الأردنية
1.500.000	60.444.460	1.500.000	75.000.000	26. مصانع الاسمنت الأردنية
75.000.000	83.318.000	75.000.000	60.444.460	27. البوتاس العربية
60.444.460	2.366.815	60.444.460	83.318.000	28. الدولية لصناعات السيليكا
83.318.000	2.500.000	83.318.000	2.366.815	29. دار الدواء للتنمية

2.366.815	20.000.000	2.366.815	2.500.000	30. الأردنية لإنتاج الأدوية
2.500.000	20.000.000	2.500.000	20.000.000	31. الحياة للصناعات الدوائية
20.000.000	9.500.000	20.000.000	20.000.000	32. الاتحاد للصناعات المتطورة
20.000.000	3.000.000	20.000.000	9.500.000	33. مصانع الاجواخ
20.000.000	15.000.000	9.500.000	3.000.000	34. الإقبال للاستثمار
9.500.000	20.000.000	3.000.000	10.000.000	35. مصانع الاتحاد
3.000.000	15.000.000	12.500.000	20.000.000	36. الأسواق الحرة الأردنية
15.000.000	5.000.000	20.000.000	15.000.000	37. المركز الأردني للتجارة
20.000.000	3.400.000	15.000.000	5.000.000	38. التسهيلات التجارية الأردنية
15.000.000	16.500.000	5.000.000	3.400.000	39. الأردنية للاستثمارات المتخصصة
5.000.000	4.500.000	3.400.000	15.000.000	40. بندارة للتجارة والاستثمار
3.400.000	13.000.000	15.000.000	4.000.000	41. الزرقاء للتعليم
16.500.000	8.475.000	4.500.000	6.500.000	42. العربية الدولية للتعليم
4.500.000	40.500.000	13.000.000	8.475.000	43. البتراء للتعليم
20.000.000	16.000.000	8.475.000	40.500.000	44. فيلادلفيا للاستثمارات التعليمية
12.000.000	15.000.000	40.500.000	16.000.000	45. البلاد للخدمات الطبية
40.500.000	16.500.000	16.000.000	15.000.000	46. الفنادق والسياحة الأردنية
16.000.000	10.000.000	15.000.000	15.000.000	47. العربية الدولية للفنادق
15.000.000	25.000.000	15.000.000	10.000.000	48. البحر المتوسط للاستثمارات
17.500.000	45.000.000	10.000.000	25.000.000	49. الشرق للمشاريع الاستثمارية
10.000.000	16.000.000	25.000.000	45.000.000	50. الدولية للفنادق

32.000.000	43.200.000	45.000.000	16.000.000	51. الأردن لتطوير المشاريع
45.000.000	21.500.000	16.000.000	43.200.000	52. المؤسسة الصحفية الأردنية
16.000.000	4.500.000	43.200.000	17.000.000	53. الأردنية للصحافة
43.200.000	250.000.000	17.000.000	7.500.000	54. السلام للنقل
250.000.000	250.000.000	7,500,000	3.989.664	55. المقايضة للنقل

ملحق رقم (3)

**صافي الأرباح لكل سهم من أسهم
الشركات المدرجة في سوق قطر
للأوراق المالية للمدة**

(2009-2006)

جدول يوضح صافي الربح للسهم للشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية للمدة
(2006-2009) بالريال القطري

2009	2008	2007	2006	الشركة
12.83	15.18	12.97	12.26	1. البنك الوطني
5.60	6.29	6.16	5.96	2. بنك الدوحة
7.42	9.43	7.66	6.26	3. البنك التجاري
3.06	4.90	5.98	5.73	4. الدولي
7.75	8.37	8.73	8.48	5. مصرف قطر الإسلامي
6.68	6.31	4.95	4.05	6. البنك الأهلي
1.40	0.98	0.95	0.15	7. مصرف الريان
1.86	3.30	2.62	2.29	8. الأولي للتمويل
5.88	16.27	11.06	9.13	9. قطر للتأمين
1.90	9.56	3.07	3.50	10. الخليج للتأمين
5.46	14.18	8.26	4.42	11. العامة للتأمين
2.47	4.69	3.17	2.44	12. الإسلامية للتأمين
2.04	3.19	3.17	2.27	13. الدوحة للتأمين
6.31	4.47	3.52	3.66	14. التحويلية
9.66	15.93	8.13	7.24	15. صناعات قطر
18.62	15.04	17.38	16.55	16. كيوتل
8.23	6.96	8.29	7.72	17. ماء وكهرباء
2.74	5.38	7.24	4.59	18. النقل
7.20	9.67	7.44	5.56	19. الملاحة
2.65	3.96	3.28	2.97	20. قطر للسينما
2.91	2.98	2.78	1.91	21. العقارية
40.07	29.87	16.64	14.26	22. قطر للوقود
1.45	2.11	1.41	1.07	23. الإجارة
11.22	1.99	1.60	1.58	24. السلام
1.10	0.54	0.33	0.25	25. مواشي
1.54	1.91	2.58	2.26	26. بروة

ملحق رقم (4)

القيم السوقية الشهرية لأسهم
الشركات المدرجة في سوق العراق
وعمان وقطر للأوراق المالية
لعامي (2006-2007)

القيم السوقية الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق المالي لعام 2006 بالدينار العراقي

قطاع المصرف	ك2 Jan	شباط Feb	آذار Mar	نيسان Apr	أيار May	حزيران June	تموز July	آب Aug	أيلول Sep	ت1 Oct	ت2 Nov	ك1 Dec
1. المصرف التجاري	4.850	3.950	3.150	4.000	2.600	20.000	1.900	2.100	1.850	1.850	1.650	1.300
2. مصرف الشرق	4.500	4.600	3.600	4.850	4.150	9.050	4.650	2.700	2.450	2.950	2.950	1.800
3. مصرف الائتمان	17.750	13.500	11.000	11.000	12.000	16.000	10.500	10.500	10.500	10.500	10.500	10.500
4. مصرف سومر	2.000	1.750	1.500	1.700	1.650	4.450	1.400	1.300	1.450	1.450	1.450	1.450
5. مصرف بغداد	4.800	4.100	3.000	4.650	2.950	27.150	2.600	2.050	2.200	2.200	2.000	2.000
6. مصرف الاقتصاد	19.700	15.000	13.000	11.000	11.000	17.500	11.000	11.000	11.000	2.000	2.000	1.950
7. مصرف الخليج	3.250	2.900	2.150	2.300	1.900	10.900	1.650	1.500	1.450	1.400	1.350	1.350
8. مصرف الموصل	2.750	2.350	1.600	2.050	1.600	6.500	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
9. مصرف كوردستان	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	4.000
10. مصرف الوركاء	5.100	4.550	3.750	4.000	3.000	12.750	2.750	2.750	2.750	2.350	2.100	1.700
11. مصرف بابل	2.050	2.100	1.700	2.150	1.600	8.000	1.350	1.250	1.250	1.200	1.000	1.000
قطاع التامين												
12. شركة الامين	3.500	3.250	3.250	3.250	4.150	2.500	4.150	4.150	4.150	1.500	1.500	1.500
قطاع الاستثمار												
13. الخير للاستثمار	4.900	4.900	4.900	4.900	1.000	4.900	0.700	0.900	0.950	0.950	0.950	0.950
14. الزوراء للاستثمار	1.000	1.500	1.750	1.750	1.250	1.250	1.250	1.250	1.250	1.250	1.200	1.100
15. الباتك للاستثمار	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.150	1.150	1.150	1.150	1.150
قطاع الخدمات												
16. الموصل لمدن الألعاب	7.500	7.500	7.500	7.500	8.000	7.500	8.000	8.000	8.000	6.000	6.000	6.000
17. البادية للنقل	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	1.000	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500
قطاع الصناعة												
18. العراقية للمسجد	4.000	4.000	4.400	4.800	5.450	6.250	5.450	3.000	3.350	4.000	3.80	3.35
19. الكندي للقاحات	8.000	8.000	2.500	1.850	1.950	9.000	1.900	2.050	2.050	2.050	2.050	2.050
20. العراقية الهندسية	1.500	1.600	1.500	1.550	1.450	3.350	1.350	1.550	1.400	1.500	1.500	1.500
قطاع الزراعة												
21. الأهلية الزراعية	1.550	1.550	1.500	1.500	1.500	1.650	1.250	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
22. الشرق للأسماك	1.950	1.950	1.600	1.650	1.650	2.250	1.600	1.600	1.600	1.500	1.400	1.400

القيم السوقية الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق المالي لعام 2007 بالدينار العراقي

ك1 Dec	ت2 Nov	ت1 Oct	أيلول Sep	اب Aug	تموز July	حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	كانون Jan	قطاع المصارف
1350	1350	1450	1650	1750	2500	1400	1400	1500	1850	1450	1450	1. المصرف التجاري
2500	2200	2300	2850	2850	2850	2450	2350	2450	2700	2150	1900	2. مصرف الشرق
3600	3500	3700	3750	3900	5250	4000	4200	10500	10500	10500	10500	3. مصرف الائتمان
900	900	900	1050	1150	1350	950	1000	1450	1450	1450	1450	4. مصرف سومر
3100	2300	2750	2600	2800	3450	2350	2200	2500	3000	2150	1950	5. مصرف بغداد
3000	3000	3000	3000	2700	2500	2300	2300	2200	2150	2050	2050	6. مصرف الاقتصاد
1500	1500	1500	1450	1550	2100	1150	1200	1400	1400	1350	1350	7. مصرف الخليج
1050	1050	1050	1200	1200	1200	1200	2000	2000	2000	2000	2000	8. مصرف الموصل
1750	1800	2400	2500	2850	3000	1600	1750	1750	2150	2200	2000	9. مصرف كوردستان
1400	1400	1500	1600	1650	1700	1700	1700	1650	1800	1800	1.650	10. مصرف الوركاء
1250	1150	1200	1350	1450	1750	1000	1000	1100	1200	1050	1000	11. مصرف بابل
												قطاع التامين
950	1100	1100	1100	1100	1100	1100	1250	1250	1250	1250	1500	12. شركة الأمين للتأمين
												قطاع الاستثمار
600	850	800	800	800	650	450	0.450	0.600	1000	0.950	0.950	13. الخير للاستثمار
1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1050	1100	1050	1100	14. الزوراء للاستثمار
1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1150	1150	1150	1150	1150	15. الباتك للاستثمار
												قطاع الخدمات
6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	16. الموصل لمدينة الألعاب
2850	3100	3150	3150	2700	2500	1500	1500	1350	1450	3500	3500	17. البادية للنقل
												قطاع الصناعة
3100	3100	2950	2500	3550	4000	4000	3800	390	400	340	350	18. العراقية للسجاد
1800	1800	1800	1800	2000	2050	2050	2000	2050	2500	2050	2300	19. الكندي للقاحات
2200	2000	2000	2000	2250	2150	2150	1300	1500	1750	1.450	1600	20. العراقية الهندسية
												قطاع الزراعة
800	800	700	800	800	800	800	1000	1000	1000	1000	1000	21. الأهلية الزراعية
1500	1500	1500	1500	1250	1300	1250	1250	1400	1400	1400	1300	22. الشرق للأسماك

القيم السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية لعام 2006 بالدينار الأردني

1ك Dec	2ت Nov	1ت Oct	أيلول Sep	آب Aug	تموز July	حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	2ك Jan	القطاع المالي
21.36	22.14	24.17	23.85	24.8	23	25.1	27.69	28.24	29.37	32	35	1. البنك العربي
3.2	3.14	2.63	2.93	2.91	2.95	3.9	3.1	4.25	4.23	4.2	5.2	2. البنك الأهلي
3.02	2.9	3	2.92	2.94	3.07	3.22	3.28	3.63	5	5.3	6.6	3. بنك الأردن
3.37	3.59	3.86	3.9	4	3.65	4.15	8.08	8.5	9.26	10	11	4. بنك القاهرة عمان
3.73	2.94	2.9	3.1	2.88	2.85	2.99	3	3	2.47	2.3	2.6	5. بنك سوسيتة جنرال
1.93	1.89	2.18	2.02	2.01	1.92	2.01	2.37	2.64	2.79	2.9	3.4	6. بنك المال الأردني
3.29	3.06	3.13	3.09	2.93	2.88	2.63	4.52	4.65	4.47	5.2	7.4	7. البنك الاستثماري
2.62	2.55	3	2.56	2.29	2.21	2.12	3.4	3.66	3.62	4.2	4.6	8. بنك المؤسسة
3.84	3.71	3.82	3.72	4.04	3.65	3.68	4.42	6.42	5.93	7.3	10	9. بنك الاتحاد
2.58	2.58	2.57	2.55	2.53	2.49	2.5	3.91	3.1	3.13	3.3	3.9	10. بنك الأردن دبي
2.45	2.38	2.8	2.96	2.8	2.85	2.77	3.14	4.7	4.4	4.2	5.7	11. بنك الاستثمار
6.55	6.94	8.38	8.6	8.96	9.03	7.91	10	9.49	19.6	20	25	12. بنك الإسكان للتجارة
4.02	3.45	3.98	4.35	3.85	3.61	3.41	4.38	4.33	4	4.1	5.5	13. البنك الإسلامي
6.53	6.24	7.1	6.5	6.12	6.11	5.9	7.45	7.65	11.16	11	13	14. الأردني الكويتي
2.1	2.13	2.26	2.16	2.14	2.19	2.12	2.45	2.9	2.82	3.1	3.8	15. البنك التجاري
												قطاع الصناعة
3.98	4.09	4.05	3.42	3.59	3.55	3.71	3.75	3.89	4.42	4.65	4.9	16. الصناعات الكيماوية
1.72	1.59	1.68	1.66	1.67	1.7	1.7	1.82	1.96	2.07	2.02	2.2	17. الوطنية للكورين
1.4	1.4	1.54	1.74	1.46	1.99	2.1	2.11	2.44	2.28	2.59	3.1	18. العربية للمبيدات
1.23	1.2	1.23	1.22	1.25	1.35	1.42	1.38	1.55	1.72	1.59	1.59	19. العربية الكهربائية
1.58	1.7	2	2.02	2.07	2.1	2.05	2.18	2.45	3.05	3.14	2.9	20. العربية للمواسير
												الصناعات الغذائية
2.25	2.25	2.3	2.59	2.62	2.75	3	3.21	3.3	3.4	3.51	3.8	21. الألبان الأردنية
1.25	1.28	1.35	1.3	1.33	1.02	1.03	1.07	1.16	1.03	1.27	1.5	22. العالمية للزيوت
1.9	1.84	1.92	2	1.88	1.77	1.87	2.04	1.77	1.35	1.9	2	23. الوطنية للدواجن
1.79	1.82	1.79	1.85	1.62	2.37	2.05	2.59	3.28	3.45	3.4	3.5	24. دار الغذاء
												الصناعات الاستخراجية
4.21	3.28	3.39	4.04	4.23	3.08	3.05	2.97	3.57	4	4.21	4.3	25. مناجم الفوسفات
13.45	12.66	13.4	13.5	13	12.1	11.42	12.19	12.27	14.2	14.5	12	26. مصانع الاسمنت
13.9	13.8	10	10	10	9.99	9.22	10.7	11.29	11.75	13.3	14	27. البوتاس العربية
1.39	1.19	1.14	1.23	1.29	1.14	1.1	1.2	1.04	1	1.27	1.4	28. الدولية للسيليكا
3.64	3.48	3.7	3.95	3.4	3.51	3.22	3.36	3.4	3.4	3.7	3.6	29. الاتحاد المتطورة
8.34	7.75	7.81	7.75	8.14	8.25	8.65	9.5	12.6	12.78	12	14	30. مصانع الاجواخ

6.09	6.08	6.41	6.59	6.55	6.51	7.22	7.55	7.42	7.5	7.8	8.8	31. مصانع الاتحاد
												الصناعات الدوائية
5.98	5.56	5.11	5.28	5.4	5.37	5.36	5.78	5.88	6.08	6.3	6.4	32. دار الدواء للتنمية
1.73	1.65	1.71	1.72	1.22	1.81	1.86	2	2.05	2.18	2.17	2.4	33. الأردنية للأدوية
1.47	1.49	1.64	1.57	1.65	1.59	1.57	1.6	1.48	1.75	1.75	1.7	34. الحياة الدوائية
1.71	1.77	1.86	1.94	1.95	1.98	2.14	2.05	2.41	2.51	2.38	2.6	35. البلاد الطبية
												قطاع الاستثمار
2.63	2.16	2.52	2.87	2.45	2.37	3.18	3.9	3.87	4	3.6	4.4	36. الإقبال للاستثمار
9.75	8.55	8.79	7.8	7.7		7.85	7.35	7.35	7.66	6.7	6.3	37. الأسواق الحرة
2.32	2.33	2.45	2.3	2.4	2.36	2.36	2.15	2.25	2.4	2.35	2.6	38. البحر المتوسط
1.17	1.1	1.16	1.21	1.16	1.2	1.23	1.27	1.2	1.18	1.67	1.45	39. الشرق للمشاريع
4.9	4.6	4.12	4.09	4.41	4.46	4.46	5.18	5.21	5.14	5.49	6.2	40. الأردن للمشاريع
1.81	1.53	1.2	1.66	1.5	1.26	1.4	1.3	1.15	1.42	1.17	1.4	41. المركز الأردني
1.98	1.64	1.76	1.78	1.82	1.58	2.39	2.1	1.75	2.06	2.35	2.5	42. التسهيلات التجارية
2	2.02	2.05	2.16	1.89	1.65	1.6	1.68	1.75	1.98	1.81	2.1	43. الأردنية للاستثمارات
3.88	3.75	3.66	3	3.4	3.28	3	2.45	2.27	2.06	1.55	2	44. بندارة للتجارة
												قطاع التعليم
2.54	2.83	2.8	2.82	2.77	3	3.5	3.85	3.78	3.66	3.43	4.3	45. الزرقاء للتعليم
3.04	3	3	2.5	2.31	2.3	2.35	2.4	2.41	2.32	2.3	2.3	46. البتراء للتعليم
2.89	3.04	2.59	2.65	2.71	2.71	3.25	3.55	3.69	3.79	3.7	3.8	47. فيلادلفيا التعليمية
												قطاع السياحة والفنادق
5.35	5.4	5.25	4.93	5.19	5.18	4.68	4.9	5	5	5.23	5	48. الفنادق والسياحة
2.62	2.67	2.84	2.87	2.96	3.41	3.6	3.99	4	3.65	3.55	3.8	49. العربية الدولية للفنادق
1.13	1.22	1.33	1.36	1.45	1.57	1.27	1.35	1.35	1.18	1.2	1.3	50. الدولية للفنادق
												النقل والمواصلات
2	1.91	2.24	2.64	2.99	2.91	4.9	5.16	5.18	4.85	5.15	5.5	51. السلام للنقل
1.53	1.88	2.44	2.66	3.4	3	3.7	3.69	3.5	3.45	3.54	3.5	52. المقايضة للنقل
1.53	1.49	1.5	1.8	1.9	1.87	1.8	2.65	3.37	3.13	3.29	1	53. مسافات للنقل
												قطاع الخدمات
12.8	12.65	11.14	11.2	11.62	11.05	11.99	13.2	16.25	17.63	18.75	18	54. المؤسسة الصحفية
3.2	3.34	2.97	2.99	3.1	2.83	3.3	4.35	4	4	3.65	3.8	55. الأردنية للصحافة

القيم السوقية الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية لعام 2007 بالدينار الأردني

ك1 Dec	ت2 Nov	ت1 Oct	أيلول Sep	آب Aug	تموز July	حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	كانون Jan	القطاع المالي
29.34	29.09	26.37	21.02	21	21.02	21.28	22.48	23.95	24.55	27.49	24.95	1. البنك العربي
2.9	3.14	2.9	3.18	2.92	2.83	3	3.34	3.2	3.14	3.19	3.15	2. البنك الأهلي الأردني
2.95	2.79	2.79	2.6	2.46	2.57	2.72	2.55	2.66	3.16	3.44	3.51	3. بنك الأردن
3.2	3.33	3.57	3.17	2.94	2.95	3	3.14	3.8	3.79	4.18	3.57	4. بنك القاهرة عمان
4.19	3.75	4.24	4.2	3.36	3.8	4.78	3.91	3.73	3.67	3.33	3.55	5. بنك سوسيتة جنرال
2.57	2.33	1.97	1.82	1.85	1.95	2.1	2.23	2.39	2.5	2.51	2.3	6. بنك المال الأردني
2.88	2.79	2.7	2.69	2.47	3.2	3.44	3.5	3.45	3.61	3.7	3.68	7. البنك الاستثماري
2.25	2.2	2.2	2.08	2.07	2.05	2.14	2.15	2.74	2.82	2.78	2.74	8. بنك المؤسسة العربية
3.5	3.68	3.8	3.45	3.05	3.1	3.4	3.6	3.39	3.6	4	4.22	9. بنك الاتحاد
3.07	3.01	2.99	2.95	2.88	3.02	2.72	2.55	3.37	3.3	3.1	2.58	10. بنك الأردن دبي
2	1.99	2.04	1.62	1.73	1.79	3.11	3.08	3	2.98	2.98	2.94	11. بنك الاستثمار العربي
7.21	6.85	6.76	5.93	5.81	6	6.1	6.37	6.39	6.71	6.72	6.83	12. بنك الإسكان للتجارة
5.75	4.83	4.84	4.69	4.2	4.22	4.56	4.01	3.97	4.5	3.1	2.58	13. البنك الإسلامي
8.25	7.58	7.1	6.8	6.82	6.9	6.83	6.83	6.62	6.55	6.56	6.78	14. البنك الأردني الكويتي
2.68	2.65	2.62	2.33	3.35	2.47	2.49	2.5	2.51	2.6	2.8	2.46	15. البنك التجاري
												قطاع الصناعة
												الصناعات الكيماوية
3.3	3.6	3.8	3.75	3.74	3.8	3.8	3.87	3.81	3.4	3.44	3.5	16. الصناعات الكيماوية
1.18	1.24	1.22	1.28	1.24	1.24	1.29	1.31	1.39	1.55	1.63	1.68	17. الوطنية للكلورين
1.36	1.35	1.36	1.35	1.37	1.48	1.48	1.4	1.37	1.44	1.58	1.53	18. العربية للمبيدات
1.16	1.22	1.18	1.24	1.18	1.18	1.25	1.27	1.14	1.1	1.17	1.24	19. العربية الكهربائية
1.85	1.87	1.69	1.72	1.62	1.83	1.75	1.65	1.65	1.78	1.89	1.8	20. العربية للمواسير
												الصناعات الغذائية
2.01	2	1.92	1.91	1.9	1.91	2	2.08	2	2.25	2.2	2.14	21. الألبان الأردنية
1.28	1.28	1.35	1.28	1.29	1.32	1.26	1.26	1.21	1.22	1.25	1.31	22. العالمية الحديثة للزيوت
2.09	2.01	2.01	1.99	2	2	2	1.91	1.87	2.02	1.88	1.8	23. الوطنية للدواجن
1.52	1.61	1.52	1.75	1.76	1.74	1.55	1.61	1.66	1.7	1.7	1.78	24. دار الغذاء
												الصناعات الاستخراجية
26.25	14.01	12.01	8.85	8.15	5.78	5.52	5.69	6.1	4.35	3.82	3.6	25. مناجم الفوسفات
10.68	10.95	10.5	11.3	11	11.32	11.91	12.16	11.4	13.25	13.5	13.7	26. مصانع الاسمنت
50.85	52.39	36.99	34.89	22.9	22	17.13	15.2	14.9	14.2	15	13.45	27. البوتاس العربية
2.59	1.44	1.98	1.8	1.58	1.53	1.5	1.14	1.16	1.33	1.26	1.24	28. الدولية للسيليكا
3.28	3.41	3.37	3.48	3.9	3.75	3.7	3.61	3.75	3.45	3.6	3.87	29. الاتحاد المتطورة

7.9	7.98	7.1	6.99	6.29	5.6	5.71	5.8	6.03	7.7	8	8	30. مصانع الاجواخ
3.64	3.9	3.95	3.99	4.17	3.71	3.95	4.07	4.19	4.21	5.05	5.45	31. مصانع الاتحاد
												الصناعات الدوائية
4.85	4.73	4.64	4.46	4.88	4.64	5.02	5.25	5.5	5.22	5.3	5.52	32. دار الدواء للتنمية
1.47	1.44	1.26	1.24	1.27	1.22	1.38	1.38	1.56	1.64	1.8	1.84	33. الأردنية لإنتاج الأدوية
1.37	1.27	1.24	1.18	1.38	1.47	1.37	1.33	1.35	1.45	1.4	1.54	34. الحياة الدوائية
1.3	1.46	1.29	1.28	1.31	1.46	1.44	1.5	1.48	1.62	1.8	1.47	35. البلاد للخدمات الطبية
												قطاع الاستثمار
3.03	3.12	3.35	3.05	3.17	2.96	2.8	3	2.95	3.01	2.91	3.12	36. الإقبال للاستثمار
9.25	8.6	9.34	9.5	9.5	9.6	9.97	9.96	9.99	9.35	10	10.4	37. الأسواق الحرة
2.19	2.14	2.1	2.3	2.2	2.19	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.32	38. البحر المتوسط
1.34	1.3	1.48	1.49	1.3	1.28	1.25	1.14	1.11	1.13	1.15	1.15	39. الشرق للمشاريع
6.39	5.69	5.62	5.1	4.58	4.3	4.25	4.21	2.25	4.33	4.4	4.82	40. الأردن للمشاريع
3.17	3.7	3.94	2.05	2.2	1.81	1.28	1.32	1.4	1.47	1.45	1.6	41. المركز الأردني
2.35	2.44	2.35	2.51	2.44	2.4	2.49	2.3	1.84	2.09	1.85	1.84	42. التسهيلات التجارية
3.51	3.25	3.18	2.95	3.34	3.9	3.98	4	2.81	3.03	2.05	1.99	43. الأردنية للاستثمارات
3.25	3.2	3.46	3.09	2.84	3.4	2.37	2.35	3.57	2.47	3.61	4.2	44. بندارة للتجارة
												قطاع التعليم
3.09	2.95	2.96	3	3.15	3.24	3.1	3.34	3.57	3.6	3.48	2.62	45. الزرقاء للتعليم
3.15	3.37	2.97	2.98	2.9	2.95	3	2.85	3.1	2.94	3.12	3.04	46. البتراء للتعليم
2.9	3.22	3	3	3	3.3	3.48	3.75	3.71	3.29	3.46	2.86	47. فيلادلفيا التعليمية
												قطاع السياحة والفنادق
7.35	6.2	7.22	8.47	8.07	5.8	7.78	8.24	8.99	6.95	6.89	5.4	48. الفنادق والسياحة
2.68	2.77	2.79	2.65	2.72	2.78	2.64	2.6	2.8	2.83	2.67	2.84	49. العربية الدولية للفنادق
1.2	1.14	1.16	1.25	1.12	1.19	1.22	1.21	1.13	1.26	1.23	1.2	50. الدولية للفنادق
												النقل والمواصلات
2.56	2.62	2.65	2.4	2.35	3.15	3	2.34	2.02	1.8	1.92	1.87	51. السلام للنقل
2.35	2.14	1.74	1.7	1.71	1.96	2.09	2.94	3.11	3.88	4.11	3.11	52. المقايضة للنقل
1.44	1.63	1.32	1.29	1.6	1.49	1.7	1.74	1.5	1.35	1.5	1.48	53. مسافات للنقل
												قطاع الخدمات
21.2	29.8	19.73	19.25	19.24	16.22	16.7	16.69	14.68	14.99	14.9	13.35	54. المؤسسة الصحفية
4.69	4.72	4.35	4.04	4.2	3.95	4	4	4.05	3.35	3.41	3.3	55. الأردنية للصحافة

القيم السوقية الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية لعام 2006 بالريال القطري

القطاع المالي	ك2 Jan	شباط Feb	آذار Mar	نيسان Apr	أيار May	حزيران June	تموز July	أب Aug	أيلول Sep	ت1 Oct	ت2 Nov	ك1 Dec
1. بنك قطر الوطني	340	310	228.5	245.1	209.4	215.6	252.8	280.7	261.2	277.8	208	237.8
2. مصرف قطر	326.3	254.9	188.3	221.3	177.7	143.1	129.3	125.8	119.8	123.2	98.8	129.2
3. البنك التجاري	239.9	198.2	137.6	132.4	111.3	114.6	120.4	109.1	112.1	102.5	79.8	98
4. بنك الدوحة	312.8	251.8	261.5	128.4	113.3	115.4	121	107.7	110	98.8	76.7	99.4
5. البنك الأهلي	122	104.5	85.2	89	78.6	84.7	92.7	98	99	88.8	84.3	84.4
6. بنك قطر الدولي	538.1	439.7	221.7	261.3	184.7	153.5	167.1	166.6	141.4	135.4	101.1	139
7. مصرف الريان	18	19	25.5	24.9	21.1	22.7	16.3	18.6	16.1	14.2	14.6	13.9
8. الأولى للتمويل	44.5	45.5	44	40.8	35.8	36.6	31.7	25.3	26.3	25.5	28.2	30.7
قطاع التأمين												
9. قطر للتأمين	223.4	106.1	128	121.9	107.8	119.7	120.4	115.5	109.8	101.2	92.8	111.9
10. الدوحة للتأمين	60.9	44.7	58.3	50.7	48.3	119.7	50.3	44.3	43	34.1	29.3	35.6
11. العامة للتأمين	309	209.2	165	160	167.9	145	139.1	125.9	126.2	115	107.1	152.5
12. الخليج للتأمين	242.1	224.9	127.1	127	114.7	115.3	114	108.6	109	104.9	80	80.4
13. الإسلامية للتأمين	454.3	392.4	195.6	219.6	175.6	188	157.4	125.6	113	81.7	60.5	115.8
قطاع الصناعة												
14. التحويلية	96	73.2	71.3	46.6	38.3	39.5	42.1	49.5	49.7	49.4	43.7	49.5
15. صناعات قطر	139.5	111.1	114.5	109.8	93.4	96.5	92.5	89.6	88.1	81	73.9	84.3
16. كيوتل	220.4	209.2	215.1	220.2	207.6	213.1	228.4	246.2	242.3	240.5	121.6	225.2
17. كهرباء وماء قطر	76.8	62.4	62.5	67	61.6	73.7	75.6	72.3	74.7	73	69.7	71.9
18. النقل	102.5	73.3	78.7	67.4	63	73.9	73.6	60.8	60.2	58.7	53.7	60.5
19. العقارية	70.2	49	56.2	50.5	44.8	42.5	42.7	41.1	38.9	34.7	34.4	42.2
20. السلام	26	19.8	19.3	23	17.2	15.5	16.6	17.9	16.9	16.8	14.3	15.4
21. الإجارة	63.7	45	31.9	37	23	19.8	23.9	26.1	23.1	22.6	18.8	19.2
22. الملاحة	249.5	195.4	168.9	145	127.8	129.1	144.1	144	133.8	114.8	91.7	112.4
23. قطر للسينما	72.4	80.9	72.8	69.4	81	50.2	45	70	63	61.2	57.6	57.6
24. قطر للوقود	98.4	88.7	89.5	91.1	82.1	91.1	95.6	100	101.4	105.3	90.2	103.5
25. مواشي	24.6	19.4	19.3	18.8	15.5	13.9	15.2	17.7	13.5	13	11.4	11.2
26. بروة	45	25.7	27.7	27.8	27	26.8	28.7	29.6	29.9	26.7	29.1	28.2

القيم السوقية الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية لعام 2007 بالريال القطري

1ك Dec	2ت Nov	1ت Oct	أيلول Sep	اب Aug	تموز July	حزيران June	أيار May	نيسان Apr	آذار Mar	شباط Feb	2ك Jan	القطاع المالي
217.3	219.7	238.5	220.8	210.1	211.2	217.2	219	191.4	161.3	165	234.3	1. بنك قطر الوطني
217.3	143.7	140.2	123.6	113.9	115.9	111.9	109.3	96	88.6	99.5	103.5	2. مصرف قطر الإسلامي
186.8	173.8	162.4	136.1	120.3	123.2	108.8	110.5	92.4	81.9	89.9	85.3	3. البنك التجاري
85.7	88.6	84.7	85.4	84.2	83.8	85	86.3	72.7	63.1	62.3	74.1	4. بنك الدوحة
87	81.2	74.6	71	68.3	75.8	76.9	72	72	64	80.6	92.6	5. البنك الأهلي
129.1	110	101.6	98	94.6	97.5	97.9	98.4	84	82.8	85.3	118	6. بنك قطر الدولي الإسلامي
21.8	19.6	21	20.6	22.9	22.8	21.3	17.1	16.6	17.3	16.5	17	7. مصرف الريان
39.6	36.9	37.9	37.2	48.1	47.2	43.6	40.2	38.1	32.9	31.7	31.4	8. الأولى للتمويل
												قطاع التأمين
170.1	144.4	145.1	134.3	118.6	126.8	107.9	112.7	98.8	90.5	90.2	100.7	9. قطر للتأمين
58	40.2	37.8	36.8	33.5	32.4	31.3	31.2	29.8	31.5	31.2	31.2	10. الدوحة للتأمين
110.6	84.7	86.2	87	92.5	90	83.2	89.8	84	86.2	88.1	122.5	11. العامة للتأمين
101.6	71.8	74.6	59.3	57.5	57	57.2	53.9	56.7	53.1	47	81.2	12. الخليج للتأمين
64.4	61.2	72.2	69.1	66.9	67.2	66.1	65	50.8	52.9	55.4	103.8	13. الإسلامية للتأمين
												قطاع الصناعة
47.7	49.3	47	48.4	47.3	46.4	46.2	45	44.7	44.4	44.3	46.1	14. التحويلية
154.1	158.6	166.3	128.9	108.3	112.5	101	99.4	87.1	82.8	88.6	78.2	15. صناعات قطر
228.1	225.5	249.4	230	230.2	233.6	258.5	249.9	236	238.1	252.3	254.1	16. كيوتل
106.7	104.8	106.8	100.8	80.8	80.6	73	72.8	70.4	66.8	71.1	70.4	17. كهرباء وماء قطر
65.8	67	69.9	63.1	58.7	59.8	60.7	60.1	58.8	65	57.2	60	18. النقل
59.7	48.4	51.3	38.4	35.8	35.1	34.4	34.3	32.2	31.3	38.2	40.4	19. العقارية
18	17.8	15.9	14.8	14.7	15	15	14.7	13.7	14.2	15	16.2	20. السلام
30.5	30.9	30.6	21.6	21.4	21.6	19.7	16.8	14.6	15.1	16.3	17.4	21. الإجارة
128.4	122.9	115.5	99	94.7	93.5	87	87.3	80	82	87.7	83.2	22. الملاحة
47	43.5	45.4	42.5	43.9	48	45	55	57	62	62	60	23. قطر للسينما
150.7	145.2	151.4	140.3	131.1	131.8	126.8	120	113.9	92.2	85.7	83.6	24. قطر للوقود
11.4	11.6	11.3	10.3	10.4	10.2	10.4	9.5	8.65	9.1	9.6	9.95	25. مواشي
46.3	51.2	52.9	57	49.4	43.5	46.3	45.1	43.7	30.6	28.8	27.4	26. بروة

Abstract

This study aim to show stocks fair value and how should be achieved in efficient markets, through testing and Comparing among Iraq's , Oman's and Qatar's financial Markets , because the efficient market achieve an optimal allocating for economic resources , and that means if financial a market efficient in strong form than economic resources will be go to most Profitable sectors, thus the resources will use in right manner, and the financial market will grow up the resources of financial and economic sectors.

This study contain also contain how to testing stock fair value , if it was reflects al information or not by using (price / return) ratio , and contain also statistical tests the sample of financial market efficiency degree, this study dependent on financial statement for listed companies in the financial markets and monthly publications of markets which determines closing prices for companies that listed in Iraq's and Qatar's markets and profits of each stock and its fair value .

And the study have several hypothesis and from it :

- 1 – the stocks market value in Iraq's , Qatar's and Oman's markets reflects real (fair) and all information about company in the market .
- 2 – if the market value of stock is fair and reflects and there are no insiders then the market have the strong form .

And the study reach to several conclusions , most of it :

- 1 – the analyses of real stock value and its compare with the market value and result was there is a deviation about (100 %) in the study sample and this result refer to a misprice in stocks .
- 2 – the study discover there is a deviation in real stock value from the market value because there is announcements information about stocks and that led to present the stocks in less value , or bigger than the real, and that mean there are a companies never declaring a bout its information and that led to misprice .

And the study includes several , most of it :

1 – the companies administrations must be put training employees in important places in the companies in order to not leaking important information of the company which led to increase or decrease in stock prices because the insiders use the information to serve their personal business and this problem arise in the sample companies which show deviations in its stocks actual value from markets value .

2 – the necessity of making committee to make researches in time specific periods for example in each six months to analyses company stock value in order to inform if it's real (fair) reflect what it must the value in market or not , in case when there is deviations the company must be search about the reason and put the solutions to make it fair value because that will increase the confidence of investors and ensure them will be never lose because they have information about everything in the company and the stock's price have the real value .



**The Fair value of Stocks in the frame work of
The Efficient MARKET HYPOTHIES
An COMPAIRDSTUDY BETWEEN IRAQ,AMAN
&QATAR STOCK EXCHANGS**

(2006-2009)

A Thesis Sumitted To

**The Council of the College of Administration and
Economics**

University of Karbala

**In partial Fulfillment of the Requirement for the Master
Dgree**

In Banking & Financial since

By

MARWA .,A.,JABAR

Supervised By

PROF.DR.HAKEM M., MOHAMMAD ALRUBAAY

2012