المركز الجامعي بلحاج بوشعيب -عين تموشنت-

معهد العلوم اقتصادية، تجارية و العلوم التسيير

مذكرة تخرج لنيل درجة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص:اقتصاد نقدي و بنكي

الموضوع:

العوامل الموسمية و تأثيرها على كفاءة الاسواق المالية

- دراسة قياسية -

اعداد الطالبتين:

امتير شيماء.

قنفود نور الهدى.

تحت اشراف الدكتور:

د. باغلي أحمد.

أعضاء لجنة المناقشة

د. جعفري عمر	المركز الجامعي بلحاج بوشعيب	رئيسا
د. باغلي أحمد	المركز الجامعي بلحاج بوشعيب	مشرفا
د. جباري لطيفة	المركز الجامعي بلحاج بوشعيب	مناقشا

السنة الجامعية: 2021/2020

الحمد لله رب العالمين و الصلاة و السلام على رسول الله خاتم الأنبياء و المرسلين، الحمد لله الذي لا يحمد سواه، الحمد لله حمد الشاكرين، أما بعد.....

"رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي و على والدي و أن أعمل صالحا ترضاه و أدخلني برحمتك في عبادك الصالحين".
(النمل: أية 19)

ايمانا منا بمبدأ التقدير و الاعتراف بالجميل ومن منطق الشكر و العرفان و انطلاقا من قول الرسول صلى الله عليه و سلم "لا يشكر الله من لا يشكر الناس" نتقدم بجزيل الشكر و الامتنان للدكتور المحترم أحمد باغلي لتكرمه و اشرافه على هذه المذكرة و دعمه المتواصل لنا و على ما بذله من جهد و نصح و إرشاد فجزاه الله عنا خير الجزاء.

كما نتقدم بجزيل الشكر الى أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذا العمل و تقييمه جزاهم الله خير الجزاء.

إهداء

- **الى رسول الأمة و كاشف الغمة، صاحب السنة سيدي رسول الله "صلى الله عليه و سلم".**
- **الى سندي في الحياة، الى من يدفعني قدما نحو الأمام، الى مدرستي الأولى في الحياة "أبي العزيز" أطال الله في عمره.**
- **الى ينبوع الحنان و الابتسامة الصادقة، الى اليد الطاهر و الدعوة الهادئة، الى من لم تبخل علي بصحتها و وقتها و دعائها "أمي الحبيبة" أطال الله في عمرها.**
- **الي ظلي و فرحي، سندي و سري من أشدد بهم أزري بعد الله "أخي محمد".**
- **الى من لم يبخلوا بالعطاء، الى منبع العلم و أعمدة المجتمع "أساتذتي الأفاضل".**

اليهم جميعا أهدي ثمرة جهدي و أسال الله أن ينفعنا به في الدنيا و الاخرة.

شيماء

إهداء

- **الى رسول الأمة و كاشف الغمة، صاحب السنة سيدي رسول الله "صلى الله عليه و سلم".**
- **الى سندي في الحياة، الى من يدفعني قدما نحو الأمام، الى مدرستي الأولى في الحياة "أبي العزيز" أطال الله في عمره.**
- **الى ينبوع الحنان و الابتسامة الصادقة، الى اليد الطاهر و الدعوة الهادئة، الى من لم تبخل علي بصحتها و وقتها و دعائها "أمي الحبيبة" أطال الله في عمرها.**
- **الي ظلي و فرحي، سندي و سري من أشدد بهم أزري بعد الله "اخوتي أمين وكريم"**
- **الى النفوس البريئة و القلوب الرقيقة، الى رياحين حياتي "أخواتي أحلام، حسيبة، ملاك و وصال".**
- **الى من لم يبخلوا بالعطاء، الى منبع العلم و أعمدة المجتمع "أساتذتي الأفاضل" اليهم جميعا أهدي ثمرة جهدي و أسال الله أن ينفعنا به في الدنيا و الاخرة.**

نور الهدى

قائمة المحتويات

العنوان	الصفحة
الشكر	
الاهداء	
قائمة المحتويات	**I**
قائمة الجداول	**III**
قائمة الاشكال	**IV**
قائمة المختصرات	**V**
المقدمة العامة	**1**
الفصل الأول: نظرية كفاءة الأسواق المالية	
مقدمة الفصل	**4**
المبحث الأول: ماهية كفاءة الأسواق المالية	**5**
المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق المالي و أنواعها	**5**
1. مفهوم كفاءة السوق المالي.	**5**
2. أنواع كفاءة السوق المالي.	**7**
المطلب الثاني: متطلبات و مستويات كفاءة الأسواق المالية	**7**
1. متطلبات كفاءة الأسواق المالية.	**7**
2. مستويات كفاءة الأسواق المالية.	**8**
المطلب الثالث: المزايا و الانتقادات الموجهة لنظرية الكفاءة	**9**
1. مزايا نظرية كفاءة السوق المالي.	**9**
2. انتقادات نظرية كفاءة السوق المالي.	**10**
المبحث الثاني: نظرية المالية السلوكية و فرضية الاسواق المتكيفة	**11**
المطلب الأول: نظرية المالية السلوكية	**11**
1. مفهوم نظرية المالية السلوكية.	**11**
2. فرضيات المالية السلوكية.	**12**
المطلب الثاني: فرضية الأسواق المتكيفة من المنظور التطوري	**12**
1. تعريف فرضية الأسواق المتكيفة.	**13**
2. مكونات فرضية الأسواق المتكيفة.	**13**
المبحث الثالث: العوامل الموسمية المؤثرة على كفاءة الأسواق المالية	**13**
المطلب الأول: مفهوم العوامل الموسمية و أنواعها	**14**
1. مفهوم العوامل الموسمية.	**14**
2. أنواع العوامل الموسمية.	
المطلب الثاني: الموسمية و الكفاءة	**16**
1. الموسمية و التنبؤ بالعوائد.	**16**
2. الموسمية و استراتيجيات التداول.	**16**
المطلب الثالث: التفسيرات المقترحة للتأثيرات الموسمية	**16**
خاتمة الفصل	**18**
الفصل الثاني: الدراسات السابقة	

قائمة المحتويات

مقدمة الفصل	**20**
المبحث الأول: الدراسات السابقة المتعلقة بالدول الاجنبية	**21**
المبحث الثاني: الدراسات السابقة المتعلقة بالدول العربية	**25**
الملخص	**28**
جدول يلخص الدراسات السابقة	**29**
خاتمة الفصل	**34**
الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لاختبار أثر العوامل الموسمية على كفاءة الاسواق المالية العربية	
مقدمة الفصل	**36**
المبحث الأول: نظرة عامة حول الأسواق المالية العربية	**37**
المطلب الأول: تعريف عينة الدراسة 1. سوق مصر المالي. 2. سوق المغرب المالي. 3. سوق تونس المالي. 4. سوق عمان المالي.	**37** **37** **38** **39** **40**
المطلب الثاني: التحليل الاحصائي للبيانات 1. فترة الدراسة و مصادر جمع البيانات. 2. الاحصاء الوصفي لعوائد مؤشرات اسواق العينة المدروسة.	**41** **41** **41**
المطلب الثالث: تحليل نتائج الاحصاء الوصفي	**42**
المبحث الثاني: اختبار كفاءة الأسواق المالية من حيث الصيغة الضعيفة	**42**
المطلب الأول: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لعوائد مؤشرات الأسواق العربية	**42**
المطلب الثاني: اختبار أثر شهر رمضان على عوائد الأسواق العربية 1. نتائج اختبار Jarque-Bera. 2. نتائج اختبار ARCH و GARCH للأسواق محل الدراسة.	**45** **45** **49**
المطلب الثالث: اختبار أثر يوم في الأسبوع على عوائد الأسواق محل الدراسة **1.** نتائج اختبار الاحصاء الوصفي. **2.** نتائج اختبار ARCH و GARCH.	**51** **51** **52**
خاتمة الفصل	**54**
الخاتمة العامة	**55**
قائمة المراجع	**56**
الملاحق	**63**

قائمة الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
(1-1)	بعض التفسيرات المقترحة للتأثيرات الموسمية	17
(1-2)	يلخص الدراسات السابقة	29
(1-3)	أسواق عينة الدراسة	41
(2-3)	الاحصاء الوصفي لعوائد مؤشرات أسواق العينة	41
(3-3)	نتائج الاختبارات للسلاسل الزمنية للأسواق عينة الدراسة	43
(4-3)	تواريخ شهر رمضان للأسواق محل الدراسة	45
(5-3)	اختبار أثر تجانس تباين خطأ البواقي ARCH Test	49
(6-3)	اختبار نموذج الانحدار الذاتي العام للتباين الشرطي غير ثابت GARCH	50
(7-3)	متوسط عوائد مؤشرات الاسواق العربية	51
(8-3)	اختبار أثر تجانس تباين خطأ البواقي ARCH Test	52
(9-3)	اختبار نموذج الانحدار الذاتي العام للتباين الشرطي غير ثابت GARCH	52

قائمة الاشكال

رقم الشكل	العنوان	الصفحة
(1-3)	نتائج اختبارJarque -bera.	46
(2-3)	نتائج اختبارJarque -bera.	16
(3-3)	نتائج اختبارJarque -bera.	46
(4-3)	نتائج اختبارJarque -bera.	47
(5-3)	نتائج اختبارJarque -bera.	47
(6-3)	نتائج اختبارJarque -bera.	48
(7-3)	نتائج اختبارJarque -bera.	48
(8-3)	نتائج اختبارJarque -bera.	48

مختصر الكلمة	معناها
OLS	طريقة المربعات الصغرى
GARCH	اختبار نموذج الانحدار الذاتي العام للتباين الشرطي غير ثابت
ARCH	اختبار أثر تجانس تباين خطأ البواقي
D.O.W	أثر اليوم في الاسبوع
ADF	Augmented Dickey-Fuller
DES	DHAKA Stock Exchange
ANOVA	اختبار تحليل التباين
K-W TEST	Kruskall-Wallis
SD approoch	اختبار SD للتصحيح المعلمي
T-Test	الاختبارات المعلمية
Mann- Whitney	الاختبارات اللامعلمية
EMH	اختبارات التجريبية لفرضية السوق الفعالة
SD	اختبار تحليل الهيمنة العشوائية
MV	تحليل التباين المتوسط
AM H	فرضية السوق التكيفية
MF-DFA	تحليل التذبذب المغناطيسي متعدد العوامل
EXG	مؤشر سوق مصر المالي
MASI	مؤشر سوق المغرب المالي
TUNINDEX	مؤشر سوق تونس المالي
SE	مؤشر سوق عمان المالي
PP	Phillips-Perron
KPSS	Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin

المقدمة العامة

تعد الاسواق المالية من المواضيع الهامة التي استحوذت اهتماما كبيرا لدى الدول المتقدمة و النامية على حد سواء اذ أصبحت أحد الركائز الأساسية للتطور الاقتصادي لدورها الكبير في دفع عجلة التنمية عن طريق جمع المدخرات من الافراد و المؤسسات و تحويلها الى قنوات استثمارية مفيدة في الاوراق المالية و بالتالي تساعد على اتمام عملية التكوين الرأسمالي.

اذن أصبحت الأسواق المالية من أهم الأهداف على سلم أولويات السلطات الاقتصادية و ذلك لان وجودها يضمن من جهة التخصيص الكفء للموارد المتاحة و من جهة أخرى هي قناة لتمويل الاستثمارات و آلية لتسويق و تسعير الاوراق المالية، اذ تعتمد كل من الارباح و المخاطرة و توقع الأسعار مستقبلا على المعلومات المتوفرة للفئة المستثمرة. كلما كانت المعلومة صحيحة و متاحة في الوقت المناسب ودون تكاليف و للجميع دون تمييز فان انعكاسها الفوري على سعر الورقة المالية هو ما يحقق "مفهوم الكفاءة".

في السوق الكفء ليس هناك أي فرصة استثمارية يمكن للمستثمر من خلالها التغلب على السوق عبر تحقيق ربح غير طبيعي، فالأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة و اختلاف أنواع هذه الاخيرة يبرز لنا ثلاث مستويات من الكفاءة في السوق المالي. نميز المستوى الضعيف الذي يعتمد على المعلومات التاريخية أما في المستوى المتوسط فانه يعتمد على المعلومات التاريخية و العامة ليكون ثالث مستوى هو المستوى القوي الذي يضم جميع أنواع المعلومات بما فيها التاريخية والعامة اضافة الى المعلومات الخاصة التي تقتصر على فئة معينة.

لقد شهدت الأسواق المالية مؤخرا جدلا كبيرا في الأوساط الأكاديمية انطلق من التشكيك في نظرية كفاءة الأسواق المالية و ذلك على يد عدد من الباحثين الذين قاموا بإثبات وجود عدد من التشوهات داخلها و ذلك ما أدى الى طرح العديد من التساؤلات التي قادت الى ظهور تيار بحثي جديد يشكك في رشادة المتعاملين في السوق المالي و يدعوا الى اعادة التفسير في كيفية نمذجة السلوك الحقيقي للافراد اضافة الى البحث عن مدى تأثير مساهمة هذه السلوكيات في خلق التشوهات التي تشاهدها أسواق المال حاليا و قد توج هذا الجدل القائم بظهور ما أصبح يطلق عليه "نظرية المالية السلوكية" و هي اتجاه جديد يسعى الى تفسير التشوهات التي ظهرت في نظرية الكفاءة بالإضافة الى التشوهات الملاحظة عند تطبيقها في أسواق المال و غيرها من المسائل العالقة من خلال المزاوجة بين النظرية المالية و أبحاث علم النفس بغية الوصول الى نمذجة واقعية للسلوك البشري.

توصل علم المالية السلوكية الى أن قرارات المستثمرين تتأثر بسلوكياتهم و من ثم ينتقل ذلك الأثر على حركة أسعار الأوراق المالية لذلك لا يمكن تفسير سعر أي ورقة تفسيرا عقلانيا و رياضيا بعيدا عن دراسة العوامل الاقتصادية، الاجتماعية و النفسية له.

يرى الخبراء الماليين انه من بين تلك التشوهات هناك ما يعرف بالعوامل الموسمية التي تعتبر حدثا او فترة زمنية يمكن استخدامها لتحقيق أرباح غير طبيعية، قد تحدث مرة واحدة و تختفي كما يمكن أن تتكرر عبر فترات زمنية محددة و تستمر.

بعدما أضحت الأسواق المالية عنوانا للحضارة والتقدم ورمزا للتطور خاصة لدى الدول الأجنبية، سعت الدول العربية الى مواكبة العالم الأمر الذي دفعها الى اقامة الأسواق المالية، تعتبر هذه الاسواق حديثة العهد و لم يمر عليها الكثير من الازمات كما أنها لم تعرف الكثير من التغيير اذ تظل الانشطة المتداولة فيها تمتع بالبساطة كما أنها تعاني من عدم تنوع أدواتها المالية و ضعف جهازها الاداري اضافة الى غياب الافصاح المحاسبي و الشفافية هذه العقبات تشكل جدار يحول دون تحقيق هدف الكفاءة و الفعالية.

رغم العيوب التي تعاني منها جل الأسواق المالية العربية إلا أن الجهودات ما تزال قائمة و متواصلة من خلال مجموعة من الاصلاحات و التغييرات المستمرة للنهوض بالقطاع المالي و الوصول لمستويات متقدمة و خروج الدول العربية من القوقعة المحلية الى العالمية مثبتة وجودها.

اشكالية الدراسة: حسب ما سبق يمكننا صياغة الاشكالية التالية:

هل هناك تأثير للعوامل المكوسمية على كفاءة الأسواق المالية؟

ليتفرع عن الاشكالية مجموعة من الاسئلة و هي:

- ✓ هل يمكن القول أن الاسواق المالية العربية هي أسواق تتمتع بالكفاءة؟
- ✓ هل يوجد تأثير للعوامل الموسمية في الأسواق المالية العربية؟

فرضيات الدراسة: للإجابة عن الاسئلة المطروحة نقوم باختبار الفرضيات التالية:

- ✓ تتميز الاسواق المالية العربية بالكفاءة حسب الصيغة الضعيفة.
- ✓ عدم وجود أثر شهر رمضان على كفاءة الاسواق المالية.
- ✓ وجود أثر يوم في الأسبوع على كفاءة الاسواق المالية.

أهمية الموضوع:

نظرا للدور الهام الذي تلعبه الاسواق المالية في الاقتصاد الوطني خاصة ما اذا كانت تتميز بالكفاءة جعل الكثير من الدراسات تهتم بالجانب النظري للنظرية فقط، تزامننا مع ظهور الازمات المالية تم التشكيك في نظرية الكفاءة لابتعاد الاطار النظري عن الجانب التطبيقي وما هو قائم حقيقة في السوق، أوجب القيام بالكثير من الدراسات التطبيقية بغية اكتشاف العوامل المؤثر على كفاءة السوق المالي و تفسيرها.

أهداف الموضوع:

تهدف الدراسة للوصول الى:

- ✓ محاولة التعرف على أساسيات نظرية كفاءة الأسواق المالية.
- ✓ محاولة ابراز أهم أنواع التأثيرات الموسمية على كفاءة السوق المالي.
- ✓ محاولة ابراز واقع الاسواق العربية من حيث الكفاءة.

الفصل الأول:
نظرية كفاءة الاسواق المالية

مقدمة الفصل

لأسواق المالية دورا اقتصاديا مهما يتمثل في جذب الاستثمارات وتوفير البدائل التمويلية في ظل القيام بهذا الدور يجب أن تتسم استجابة أسعار الأوراق المالية لكافة المعلومات المتوفرة و المعلن عنها بأسرع وقت ممكن، يمكن لهذه الأخيرة أن ترفع من الأسعار إن كانت ايجابية و الأنباء سارة كما يمكنها أن تخفض منها إن كانت الأنباء غير سارة والمعلومات سلبية. هذا التأثير الكبير و الواضح خلق منافسة شديدة وسط المتعاملين حيث يسود نوعا من التسابق بغية الحصول على معلومات استثنائية بصفة خاصة لتحقيق أرباحا غير عادية.

الوضع السائد جعل من نظرية الكفاءة تمثل الإطار النظري فقط و تبتعد عن الواقع وما هو من المفروض موجود في السوق المالي حيث عجزت في ظل المعطيات الجديدة وظهور العديد من الاختلالات و السبب فيها هو السلوك البشري من جهة و من جهة أخرى مجموعة من العوامل الخارجية.

أثرت هذه العوامل مباشرة على الأسعار وجعلتها تميل نحو أداء مختلف خلال فترات زمنية مختلفة متضمنة بذلك أنماطا أو تأثيرات موسمية. توسعت الظاهرة وازداد نطاق انتشارها لتصبح محل اهتمام العديد من الأكاديميين و الممارسين في السوق المالي و أضحت نقيضا جديدا لفرضية السوق الكفء ومصدرا موثوقا ينطوي عليه قدرة المستثمر على التنبؤ بعوائد الأصول المالية لتمثل فرص مضمونة للاستفادة منها فتم تفسير بعض منها من خلال نظرية المالية السلوكية.

من خلال هذا الفصل نتناول:

المبحث الأول يتضمن كفاءة السوق المالي من خلال مفهومها، أنواعها، متطلبات و مستوياتها بالإضافة إلى معرفة الانتقادات التي تعرضت لها و المميزات الخاصة بها.

المبحث الثاني يتطرق إلى كل من النظرية المالية السلوكية و فرضية السوق المتكيفة من المنظور التطوري.

المبحث الثالث نتعرف عن التأثيرات الموسمية و علاقتها بالكفاءة، بعض التفسيرات المقترحة لها.

المبحث الأول: ماهية كفاءة الأسواق المالية

في بداية القرن العشرين وعلى يد louis bachelier ظهرت فكرة كفاءة السوق المالي من خلال أطروحته المقدمة لنيل درجة دكتوراه 1900، قام بإجراء تحليل دقيق لعوائد الأسهم ووثق عمله بوجود استقلالية إحصائية في سير العوائد بمعنى أنها تسير وفقا لسلسلة السير العشوائي ليكون هو من شكل فرضية "السير العشوائي".

في عام 1938 قام John Burruilliams بفتح جدال على أساس أن أسعار الأسهم تعتمد على أسس اقتصادية ملغيا الفكرة الكينيزية السائدة وقتها التي نصت على أن الأسعار مبنية على أساس المضاربة .

عام 1953 طرح الإحصائي البريطاني Maurice Kendallبحثه "تحليل السلاسل الزمنية الاقتصادية"الذي أجراه على عوائد الأسبوعية لمؤشر السوق البريطاني و لاحظ أنها تتبع سلوكا عشوائيا ولا يمكن التنبؤ به مستقبلا.

في عام 1965 قدم Eugene Fama نتائج شاملة بعدما درس معامل الارتباط لسلسة أسعار الأسهم لمؤشر"Daw Jones" الصناعي المكون من 30 سهم وتوصل إلى أن التغيرات الموسمية لأسعار الأسهم لها ارتباطا ضئيل جدا، مما يسمح باستنتاج خاصية "السير العشوائي" التي تقوم على فكرة في حالة وجود تدفق في المعلومات بدون عوائق إلى الأسواق المالية و المشاركين فيها فان أسعار يوم الغد ستعكس فقط إخبار الغد وهي مستقلة عن أسعار اليوم يعني انه لا يمكننا التنبؤ بأي تغيير في أسعار الأوراق المالية.

ليأتي بعدها عمل كل من Paul Samuelson سنة 1965 و Benoit Mandelbort سنة 1966 ليؤكدوا أن الاستثمار في السوق الأوراق المالية هو لعبة عادلة " Fair Game" مما يعني أن المستثمر لا يمكنه التفوق على أداء السوق إذ لم يكن بحوزته معلومات يستفيد منها، وان الأسعار تتغير في ظل تغير توقعات المستثمرين وهو ما شكل أساس "الفرضية العقلانية في الأسواق المالية".

1970 تم نشر أشهر بحث للباحث " Fama" بعنوان "كفاءة سوق رأس المال" الذي استعرض فيه النظرية و الاختبار التجريبي مشكلا بذلك الإطار النظري لأول و أهم نظرية فرضية "كفاءة السوق".

المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق المالي وأنواعها

1. مفهوم كفاءة السوق المالي:

رغم تعدد المفاهيم التي حددها خبراء المال والاقتصاد إلى أن اغلبها ينطوي على معنى واحد و الكل يتفق على نفس المبدأ، من أهم التعاريف نذكر ما يلي:

عرف Eurgene Fama السوق الكفء بأنه السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة المصدرة من طرف الشركات و الهيئات، قد تكون في شكل قوائم مالية أو معلومات يتم نشرها عبر وسائل الإعلام أو تكون عبارة عن سجل تاريخي لأسعار الأوراق المالية.[1]

[1]Elory Denson Massoud and Mussavian,"A Brief history Of Market Efficiency",WP Published in European Financial Management, London Business Schools, vol.4, N1, March 1998, P91.

عرف Samuelson(1965) كفاءة السوق المالي : هي عدم القدرة على التنبؤ بالأسعار حيث وضح انه يوجد سلسلة من التغيرات في الأسعار تكون متتابعة ومستقلة معتبرا أن السوق التنافسي به بائع لكل مشتري و في حالة ما تأكد احد منهما أن السعر يرتفع فالآخر يعتقد انه ارتفع و سيحدث انخفاض بعد ذلك ليستنتج في الأخير أن كفاءة السوق تكمن في عدم القدرة على التنبؤ بالأسعار. [2]

عرف سمير عبد الحميد السوق الكفء هو السوق الذي تنعكس من خلاله كافة المعلومات و القرارات الإدارية على أسعار الأوراق المالية إيجابا و سلبا أي صعودا و هبوطا فيكون ارتفاعها ثوابا و انخفاضها عقابا جزاءا وفاقا وذلك فور تلقي السوق لهذه القرارات أو تطايرها إليه فور صدورها. [3]

عرف Dalkaoui السوق الكفء هو السوق الذي تكون فيه حالة من التوازن المستمر بحيث أسعار الأوراق المالية مساوية تماما لقيمتها الحقيقية و تتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها.[4]

حسب منير إبراهيم الهندي أن السوق الكفء يعكس سعر السهم الذي تصدره منشاة ما كافة المعلومات عنها سوءا كانت قوائم مالية أو سجل تاريخي أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المشاة أو غير ذلك من معلومات تؤثر على القيمة السوقية للسهم، حيث في ظل الكفاءة تكون القيمة الحقيقية هي نفسها القيمة العادلة لتعكس تماما قيمتها الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي علية من مخاطرة في الاستثمار في ذلك السهم.

2. الشروط الواجب توفرها لتحقيق كفاءة السوق المالي:

تم صياغة مفهوم الكفاءة بناءا على شروط يعكسها السوق وهي:

- افتراض أن المستثمرين يجاهدون لتحقيق أقصى قدر ممكن من المنفعة من وراء ما لديهم من ثروة مما يعني اتسامهم بالرشد.
- افتراض أن المستثمر لا يقوم وحده بالبحث عن المعلومة ولكنه يتمتع بالخدمة المقدمة من طرف السماسرة ومستشاري الاستثمار لذا يصعب لهم تحقيق أرباح غير عادية.
- توافر عدد كافي من المستثمرين الذين يقومون بتحليل المعلومات و اتخاذ القرارات بناءا على نتائج تحليلهم و يظهر ذلك على أسعار الأوراق المالية.
- تحقيق الربح غير عادي بالنسبة لأي مستثمر هو صدفة لا غير ذلك إذ انه في ظل السوق الكفء لا يمكن التنبؤ بالظروف التي تحقق تلك الأرباح.[5]
- عدم وجود فاصل زمني بين حصول المستثمر على المعلومة و الوصول إلى النتيجة الأمر الذي يمنع حصول أي طرف على ميزة السبق التي تتيح فرصة تحقيق ربح غير عادي.

---

[2] محمد البني، "اختبار اثر التقويم في الأسواق المالية دراسة مقارنة بين عدة أسواق عربية ناشئة"، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم المالية و المصرفية، قسم المصارف و التأمينات، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2016/2015، ص 36.

[3] سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية"، المعهد العالي للفكر الإسلامي، الطبعة الأولى، القاهرة 1996، ص 65.

[4] المزيني، عماد الدين محمد، سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها و أفاقها، رسالة ماجستير، جامعة الدول العربية/ معهد البحوث و الدراسات العربية الاقتصادية، القاهرة 2002، ص 31.

[5] منير إبراهيم الهندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، كلية التجارة، جامعة طنطا، دالتا للطباعة، الإسكندرية،2006، ص491 ، 516.

- عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومة و الوصول إلى النتائج المحددة بشان القيمة الحقيقية للورقة المالية.
- توفر المعلومات لجميع المستثمرين بأقل تكلفة أومن دونها.[6]

3. أنواع كفاءة الأسواق المالية:

تنقسم الكفاءة إلى نوعين أساسيين هما:

أ - **كفاءة كاملة :** يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومة الواردة إلى السوق و بين الوصول إلى نتائج محددة بشان سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر ، فتكون توقعات المستثمرين متماثلة و المعلومات متاحة للجميع و بدون تكاليف ومنه تتحقق هذه الكفاءة الكاملة في الشروط التالية:

- شفافية المعلومات و سرعة انتقالها للجميع و بدون تكلفة.
- حرية المعاملات من أي قيود و حرية دخول و خروج المستثمر للأسواق.
- تواجد عدد كبير من المستثمرين لمنع تحكم أي طرف في الأسعار.
- سعي المستثمرين لتحقيق أعظم منفعة ممكنة.[7]

ب - **كفاءة اقتصادية:** وفقا لمفهوم الكفاءة الاقتصادية يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة إلى السوق و بين انعكاس آثارها على الأسعار مما يعني أن القيمة السوقية تكون أعلى أو اقل من قيمتها الحقيقية لبعض الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات و الضرائب نتيجة الفارق في السعر و الفرق لا يعتبر ربحا غير عادي.[8]

المطلب الثاني: متطلبات ومستويات كفاءة الأسواق المالية

1. متطلبات كفاءة الأسواق المالية:

لكي يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود المتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن يتوافر فيه سمتين أساسيتين هما: كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل.

أ - **كفاءة التسعير:**

يطلق على كفاءة التسعير Price Efficiency بالكفاءة الخارجية External efficiency و يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة أي دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، ليس هذا و فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يعني أن الفرصة متاحة للجميع.

بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة لعبة عادلة Faire-Game Market فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح العادية، أما فرصة تحقيق ربح غير عادي أمرا صعبا في هذا السوق كما

---

[6] خيرة الداوي، بولرباح غريب، "علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات"، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، عدد7، 31 ديسمبر 2017، ص 159.

[7] أمين حامد الخليل، "سوق الأوراق المالية و تأثيرها في تحسين الاقتصاد اليمني"، مجلة الأندلس للعلوم الإنسانية و الاجتماعية، المجلد15، العدد14، ابريل-يوليو2017، ص222.

[8] زهير حامد الزيدي، "كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية الواقع و الطموح نظرة تحليلية"، كلية الادارة و الاقتصاد، جامعة ديالي، مجلة ديالي، العدد 57.

انه أيضا أمر غير مستحيل فقد ينمى مستثمرا عديم الخبرة أو كسول بخسائر فادحة، نظرا لدخوله السوق دون تحليل للمعلومات المتاحة.

ب - <u>كفاءة التشغيل:</u>

يطلق على كفاءة التشغيل Operational Efficiency بالكفاءة الداخلية Internal Efficiency ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض و الطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة Brokerage Commission Cost و دون أن يتاح للتاجر و المتخصصين في صناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه و كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل .حتى تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى بما يشجعهم على بذل جهد للحصول على المعلومات الجديدة و تحليلها، مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة وبطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا و لا يكفي لتغطية تلك التكاليف.

و في محاولة لتحسين كفاءة التشغيل في أسواق المال الأمريكية، صدر تشريع في مايو 1975 و الذي تم بموجبه أن تقوم الشركات بتسجيل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي أسهم في تقوية المنافسة بين صانع السوق بشكل يترتب عليه تخفيض الهامش الذي يطلبونه مقابل خلق سوق للأوراق المالية، كذالك صدرت سلسلة من التشريعات بشأن عمولة السمسارة التي نصت على جعل عمولة الشراء محلا للتفاوض بين العميل و السمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات و تنشيط التداول في السوق، يضاف إلى تلك القرارات التي يمكن أن تتخذها إدارة البورصة لإيقاف التعامل في حالة الاختلال الواضح بين العرض و الطلب.[9]

2. مستويات كفاءة الأسواق المالية:

من الواضح أن المعلومات بمختلف مستوياتها تعتبر عاملا أساسيا و حاسما في عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية ومن تم تحديد مستوى الكفاءة للسوق، فتختلف درجتها باختلاف مضمون ونوعية المعلومة. أورد FAMA ثلاث صيغ لاختبار فرضية الكفاءة و هي:

أ - <u>فرضية المستوى الضعيفة:</u>

يقتضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق أن تكون أسعار الأسهم عاكسة لقيمتها التاريخية فقط المحددة في الماضي، بمعني أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم (القيمة السوقية) بالاعتماد على المعلومات التاريخية المتاحة عن أسعارها في الماضي، ولهذا فان القيمة السوقية للأسهم لا تعكس المعلومات الحقيقية و توقعات الأوضاع المالية للمنشات للأسهم في المستقبل.[10]

ب - <u>فرضية المستوى المتوسط:</u>

تقتصر المعلومات في هذا المستوى على البيانات المنشورة و المعلنة أو المعلومات التاريخية المتوفرة عن الأسعار الحالية نفسها، لذلك يكون هناك مجال لبعض الأشخاص من المحللين للوصول

[9] منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص، 500، 503.

[10] عبد اللطيف طيبي، "التطبيقات المتمايزة التمويل والاستثمار في العمل المصر في الإسلامي من منظور العائد و المخاطرة-نموذج بنك البركة الجزائري-"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، وقلة، 2009/2008، ص، 14، 15.

إلى معلومات غير منشورة و غير المعلنة يحققون من خلال بعض الأرباح غير العادية من خلال استغلال ما يسمى بظاهرة "احتكار المعلومات".[11]

ج-فرضية مستوى القوية:

في المستوى القوي من الكفاءة تعكس الأسعار في السوق كلا من الأسعار التاريخية، المعلومات العامة المتاحة للجمهور و المعلومات الخاصة.

يعتبر هذا المستوى من الكفاءة متطرف بعض الشيء، فهناك افتراض بأن موظفي الشركات يمكنهم الوصول للمعلومات ذات الصلة قبل إعلانها للجمهور، بالتالي يمكنهم الاستفادة من هذه المعلومات و التداول لتحقيق أرباح غير اعتيادية. لذلك فإن جزءا كبير من أنشطة لجنة الأوراق المالية التي تشرف على البورصة يتم توجيهها لمنع استغلال هذه المعلومات من قبل المطلعين عليها.

في المستوى القوي من الكفاءة لا يمكن تحليل الفني و الأساسي التغلب على السوق، لأنه إذا كان السوق كفؤ على هذا المستوى فهو كفؤ على المستويين المتوسط و الضعيف ،و بما أن تلك التقنيات لا تجدي نفعا في المستوي الضعيف و المتوسط بالتالي فلن تجدي نفعا في المستوي القوي.

في هذا المستوي لا يمكن لأي متداول في السوق تحقيق أرباح غير اعتيادية أكثر من الآخرين باستخدام أي معلومات سواء كانت معلنة أم لا، بالتالي لا أحد يمكنه التغلب على السوق لتحقيق أرباح غير طبيعية و إن اختبارات الكفاءة لا تهتم فقط فيما إذا كانت جميع المعلومات معكوسة بالكامل على الأسعار، ولكنها تهتم أيضا بعدم جني أي شخص أرباحا أعلى من الآخرين من خلال استفادته من صلاحياته بالحصول على بعض المعلومات الداخلية.[12]

المطلب الثالث: المزايا و الانتقادات الموجهة لنظرية الكفاءة

1. مزايا نظرية كفاءة السوق المالي:

ينفرد البسوق المالي الكفء بمجموعة من المميزات التي يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- ✓ الإفصاح والشفافية: وهو إفصاح الشركات صاحبة المسؤولية عن المعلومات والتقارير اللازمة التي توضح المركز المالي الحقيقي لها و على أساسها يمكن تحديد موقف المستثمرين والهيئات المستخدمة للمعلومة من الشركة التي يستثمرون فيها حاليا أو مستقبلا، أي اعتماد المعلومة كمرجع أساسي للاتخاذ القرارات النهائية.[13]
- ✓ توفر السيولة: يقصد بها إمكانية بيع أو التخلص من الأصول المالية بسرعة و دون خسارة ، هي من أهم محفزات التداول في السوق المالي، من المؤكد أن المستثمر الرشيد يقبل الخسارة ما لم تكن لها علاقة بسيولة السوق.
- ✓ استقرارية السعر: ترتبط الاستقرارية بالسيولة، ففي حالة ثبات كافة العوامل الخارجية يجب أن لا يتغير سعر الورقة المالية تغير مؤثر بين الصفات التي تجري إلا إذا توفرت معلومات جديدة تؤدي إلى حدوث تغيرات.

---

[11] الجوزي غنية ، "أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مر ودية المؤسسة و تمويل تطورها-دراسة حالة مجمع صيدال-"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع مالية مؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، سنة 2011/ 2012، ص، 54.

[12] محمد البني، مرجع سبق ذكره، ص41، 42.

[13] طاهري فاطمة الزهراء، سهام عيساوي، "دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة السوق المالي"، قدم في الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد الإداري و المالي، بسكرة، 2012 .

- ✓ عمق السوق: السوق العميق هو الذي يتوفر فيه عدد كبير من البائعين و المشترين الذين لديهم الرغبة و القدرة على تداول الأوراق المالية بشكل يحقق التوازن بين الغرض و الطلب و في حالة الاختلال يتجاوزونه بالبيع و الشراء لضبط الأسعار.
- ✓ واسعية السوق: يوصف السوق بالاتساع إذا ارتبط كبر حجم التداول بأوامر العرض و الطلب ليكون الفرق بين الأمرين محصورا في نطاق ضيق و محدود الحركة.[14]

2. الانتقادات الموجهة لنظرية كفاءة السوق المالي:

في بداية الثمانينات وبعد مجموعة من المؤيدين لنظرية الكفاءة ظهر Stigliz Grossman and ليوجها انتقادهما لها و يؤكدا أن الكفاءة المعلوماتية مستحيلة و سبب يعود إلى انه في حالة الخضوع السوق لكفاءة كاملة فان ذلك يجعل المستثمرين بعيدين عن إمكانية البحث عن معلومات وتحليلها ليشكلا أول انتقاد يتعلق بالمعلومات و الثاني بالأسعار و التذبذبات المفرطة فيه.

✓ الانتقاد المتعلق بالمعلومات:

في حالة لم يقم أي باحث بتجميع المعلومات و تحليلها فذلك يمنع انعكاسها على أسعار الأسهم لتصبح في النهاية السوق غير كفؤ مما يؤدي إلى انهيارها على العكس ذلك فان درجة عدم كفاءة هي التي تحدد الجهد المبذولة من طرف المستثمرين في القيام بجمع المعلومات، تحليلها و الوصول للنتائج ليجني كل ظرف إرباحا و يتحقق ما يعرف " السوق المتوازن وغير المنهار".
كما أظهر كليهما أن وجود أرباح غير عادية أمر غير طبيعي وهو ضروري في حالة وجود تكاليف إضافية وتعتبر تعويضات للمستثمرين عن ما أنفقوه نتيجة جهدهم.

✓ الانتقاد المتعلق بالتذبذبات المفرطة في الأسعار و القطاعات السعرية:

أول نتيجة بعد بحث Shill(1981) على مؤشري S&P 500 و D.Jones تفيد أن التغلب المفرط للأسعار أعلى بمعدل 5 إلى 13 مرة بالنسبة للمعلومات الجديدة حول توزيعات الأرباح الحقيقية في المستقبل و بحسبه فشل نموذج الكفاءة في تفسير التقلبات.

أما بالنسبة للباحث Malkieفان التذبذبات الشديدة تحدث وقت الأزمات المالية نتيجة لسلوك غير عقلاني عابر.

في ظل الانتقادين السابقين يبقى Fama هو المنفرد بالاعتراف بكل الانتقادات الموجهة لنظرية كفاءة السوق المالي سنة1991 نتيجة لظهور مجموعة من المتغيرات أو ما يعرف Anomalie لينهي دراسته باقتراح ثلاث تسميات لها على حسب المستويات الثلاث.

1. المستوى الضعيف: أول مستوى شمل الدراسات المتعلقة بالتنبؤ بالعائد Test for return (prediction)، حيث يضمن التنبؤ بناءا على متغيرات مثل توزيعات الأرباح، معدلات الفائدة.....مراعيا فيها الحالات الشاذة و نماذج التسعير و غيرها.

[14]أزهري الطيب الفكي احمد، "أسواق المال"، دار الجنان للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، المملكة الأردنية الهاشمية، 2017، ص 30، 31.

2. المستوى المتوسط: في دراسة Even Studies شملت كل الأحداث السياسية، الاقتصادية و الاجتماعية و تأثيرها المباشر على الأسعار في الأسواق من خلال قياس مدى استيعاب السوق المالي للمعلومات الناتجة عن حدوث تلك الأحداث.
3. المستوى القوي: هو المستوى الذي تم فيه دراسة Privat information لتشمل الإجابة عن السؤال المتعلق بالقدرة على التنبؤ بالأسعار الناتجة عن تحركات غير الرشيدة Irrational Bubbles Prices أو بالتحولات الرشيدة و الضخمة في العوائد المتعلقة Large Rational Swings In Expected. [15]

المبحث الثاني: نظرية المالية السلوكية و فرضية الأسواق المتكيفة

المطلب الأول: نظرية المالية السلوكية

1. مفهوم المالية السلوكية:

عند التتبع التاريخي لموضوع المالية السلوكية يتبين لنا انه ليس حديث عهد في تاريخ المالية، فقد حاول تقديمه كمنهج علمي في أكثر من حقبة تاريخية لكنه لم يلق القبول العلمي لافتقاره إلى النموذج العلمي لوصف سلوك الأفراد، فقد أشارZolaعام 1891 في كتاب "النقود" الذي ركز من خلاله على نوبات الهلع الجماعية التي تنتاب المستثمرين عند قدوم معلومات جديدة لم تكن سوى إشاعات لا أساس لها من الصحة [16] و في عام 1947 قدم كل من Vom Numan and Movgenstem نظريتهما المتوقعة التي مثلت وصفا لسلوك الأفراد، إن مجال و دراسة العلوم المالية تقوم حول فكرة كفاءة الأسواق المالية و التي نصت على أنه في أي لحظة معية من الزمن فان سعر الأصول و الأوراق المالية المتداولة يعكس جميع المعلومات المتاحة، وتتضمن أيضا قانون سعر الواحد و الذي يعني انه لا يوجد سوى سعر واحد للموجودات في أي وقت من الأوقات. حيث قد وجهت لها مجموعة من الانتقادات منها في حالة وجود سوق كفؤ كيف تحدث فقاعات في أسواق الأسهم؟ فضلا عن عدد و خطورة الفقاعات التي بدأت تبرز في الأوان الأخيرة، و هل أن جميع الأفراد صناع القرار يتصفون بالعقلانية كما تفترض فرضية الكفاءة. في عقد الثمانينات بدأ التيار السلوكي بالظهور و قد تم الاعتراف به كتيار جديد منافس لنظرية السوق الكفء. [17]

يمكن تعريف المالية السلوكية على أنها ذلك النوع من العلم الذي يجمع بين السلوك الفردي و الظواهر السوقية، ويستخدم المعرفة المأخوذة من المجال النفسي و النظرية المالية. كما يعرفها بعض الكتب على أنها ذلك النوع من التمويل الذي يحاول شرح و زيادة فهم أنماط التفكير لدى المستثمرين، بما في ذلك الجوانب العاطفية ودرجة التأثير على اتخاذ القرارات، و بذلك فإن التمويل السلوكي يحاول فهم: **ماذا و كيف يتم الاستثمار المالي من المنظور إنساني؟** [18]

---

[15] محمد البني، مرجع سبق ذكره، ص 48، 50.

[16]

[17] حسن شاكر الشمري، حيدر حمودي علي، "نظرية المالية كمدخل لإدارة المخاطر الفعالة دراسة استطلاعية لاراء عينة من العاملين في شركات الصناعة العراقية "، مجلة المثنى للعلوم الإدارية و الاقتصادية، كلية الإدارة و الاقتصاد، جامعة الكوفة ،المجلد 8، العدد 3، 2018(60-72)، ص62 ،63.

[18] بن زاير مبارك، "تأثير المالية السلوكية على كفاءة الأسواق المالية (دراسة قياسية باستخدام نظرية Chaos)" ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،تخصص تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية، و علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2016/2015، ص، 150.

2. فرضيات المالية السلوكية:

تقوم المالية السلوكية على فرضيتين أساسيتين مناقضتين تماما لفرضيات كفاءة السوق المالي، أول هاتين الفرضيتين نصت على تأثر السلوك الاستثماري بالاعتقادات و الانفعالات التي تنتاب المستثمر عند اتخاذ القرار، أما الفرضية الثانية هي محدودية المراجحة (التحكيم) و هي الآلية التي تعمل على إعادة التوازن للسوق المالي. نفصل الفرضيتين فيما يلي:

- **عدم رشادة المستثمرين l'irrationalité des investisseurs:**

تقوم نظرية الكفاءة على اعتبار تمتع كل المستثمرين بالرشادة و العقلانية وفي حالة تواجد سلوكيات غير عقلانية فان البعض منها يلغي البعض الأخر، في حين أن نظرية المالية السلوكية ترى وجود تعايش بين المستثمرين العقلانيين و الجاهلين ، يطلق عليهم "Noise Trade"وهم أولئك الذين يبنون التوقعات بطريق غير عقلانية كما عرفهم BLACK 1986 " المستثمرين غير العقلانيين أولئك الذين يتصرفون بناءا على ضوضاء السعر و ليس بناءا على المعلومات فيطلق عليم اسم "المشوشون".

التعايش القائم بين الفئتين من المستثمرين ينتج عنه سلوكيات غير عقلانية مترابطة عوضا على أن تلغي بعضها البعض لتتراكم مشكلة سلوك القطيع ومكونة بذلك اتجاها سعريا.[19]

- **آلية المراجحة-محدودية التحكيم- l'arbitrage limité:**

نصت النظرية المالية التقليدية على أن المستثمرين العقلانيين يصححون دائما حالات التسعير الخاطئ للأوراق المالية الناجم عن عشوائية المستثمرين غير العقلانيين. بالتالي آلية المراجحة لها دور مهم في إعادة السعر إلى مستواه الحقيقي. إلا أن نظرية المالية السلوكية ترى أن جميع المستثمرين غير عقلانيين و النزاعات القائمة عند اتخاذ القرار تصعب من عملية إرجاع السعر لقيمته الحقيقية و منه عدم فعالية المراجحة في التسعير العادل.

من بين أهم المخاطر الناجمة عن هذه العملية نذكر:

- خطر السيولة لعدم توفرها عند شراء البديل الأمثل.
- وجود تكاليف عالية مرتبطة بعملية تنفيذ المراجحة.
- وجود فقاعات سعرية و السبب تقييم الأوراق المالية بأكثر من قيمتها.
- عدم التمكن من تحديد الوقت المناسب لانفجار الفقاعات السعرية.[20]

المطلب الثاني: فرضية الأسواق المتكيفة من منظور تطوري

1. مفهوم فرضية الأسواق المتكيفة:

[19]صفية صديقي، "طرق تقييم و تحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع تطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007الى 2010"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011، ص 34،35.

[20]سليمة حشايشي، "نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية-دراسة قياسية-"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف 1، 2018/2017، ص 81،82.

سعيا لإيجاد تفسير حقيقي شامل لسلسلة الانهيارات التي هزت الأسواق المالية خلال العقود الماضية و بغية للتنبؤ بسيرورتها المستقبلية وجب البحث عن أدوات تحليل جديدة، هو ما دفع الاقتصادي LO إلى طرح فرضية تجمع بين فرضية السوق الكفء و نظرية المالية السلوكية من منظور تطوري مطلقا عليها اسم "فرضية السوق المتكيفة" (Adaptive Market Hypothèses).

تعتمد هذه الفرضية على التحليل الديناميكي للسوق بأبعاده المختلفة، في تصور عام يأخذ بعين الاعتبار تطورات الأحداث، تغير الظرف الخاصة بالبيئة المحيطة و ديناميكيات التفاعل بين الأطراف المشاركة.

شبه الاقتصادي LO الأسواق المالية بالبيئة الطبيعية أو الفضاء الايكولوجي الذي يحكم تطورها قانون التنافس بين تلك الأطراف المشاركة (أفراد، مؤسسات) التي يسعى فيها كل طرف إلى ضمان بقاءه و استمراره في السوق مستغلا فرص الربح المتاحة فيتمكنوا في تلك الأثناء من إنتاج سلالات جديدة متطورة ذات كفاءة وملاءة مالية و في نفس الوقت يتمكنوا أيضا من إزاحة العناصر غير الكفؤة بعد تعرضها لمستوى معين من الخسائر. يمتد تأثير الانتقاء الطبيعي إلى تحسين كفاءة الأسواق، فكلما كانت فرص الربح متاحة قلت المنافسة و ضعفت الكفاءة و العكس صحيح.[21] فتنافس على فرص ربح نادرة يعمل على تقليص عدد المشاركين و يتيح المجال للأطراف الفعالة تحت مبدأ "البقاء للأغنى". ليتضح أن كفاءة الأسواق المالية لا يمكن تقييمها أو رصدها فهي متوقفة على البيئة و الديناميكية.

2. مكونات فرضية الأسواق المتكيفة:

تكمن أهمية النموذج المقدم من طرف LO في قدرته على تجميع المعلومات من مستقبل التغيرات السعرية بمعرفة قوى التطور و المنافسة وديناميكيات التكيف مع التحولات البيئية،إضافة إلى تفاعلات المشاركين داخل الأسواق. يمكن حصر مكونات الفرضية في النقاط التالية:

- تصرفات الأفراد تكون لحساب مصالحهم الذاتية.
- ارتكاب الأفراد للأخطاء أثناء القيام بعملية الاستثمار.
- تأقلم الأفراد مع التغيرات التي تطرأ على بيئتهم.
- وجود المنافسة بين الأفراد و المؤسسات ضمن بيئتهم الخاصة.
- تتشكل بيئة السوق على أساس مبدأ الانتقاء الطبيعي.
- ديناميكيات السوق تتحدد وفقا للتطور الحاصل فيه.[22]

المبحث الثالث: العوامل الموسمية المؤثرة على كفاءة الأسواق المالية

المطلب الأول: مفهوم العوامل الموسمية و أنواعها

1. مفهوم العوامل الموسمية:

[21] رفيق مزاهدية، "الاتجاهات العشوائية و التكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2015/2014، ص116.

[22] Andrew W.LO, "Reconciling Efficient Markets With The Behavioral Finance: The Aadaptive Market Hypotesis", journal of investment consulting, vol 7, No 2, 2005, p 31.

يتضمن مفهوم العوامل الموسمية في السوق المالي التغيرات التي تحدث في تتابع على فترات زمنية محددة، هذه التغيرات ذات طبيعة دورية وتكون دوراته المتكررة ذات مدة زمنية قصيرة نسبيا و كثيرا ما تكون نتيجة لعوامل فصلية كالعطل الرسمية، الأعياد.تتميز الأسواق المالية في ظل هذه العوامل بارتفاع أو انخفاض الأسعار، تغير حجم التداول.[23]

2. أنواع العوامل الموسمية:

مع أن البورصات العالمية تتسم بالكفاءة المعلوماتية في تسعير الأصول المالية في ظل ما أكدته جل الدراسات التطبيقية إلا أن هذه الأخيرة تغفل عن وجود ظواهر لا تتماشى و المنطق السوق الكفء و تكمن أهميتها في تحقيق عوائد في أيام و فترات موسمية على مدار السنة .نحدد أنواعها فيما يلي:

1. **أثر الأيام و الشهور:**

أ - **أثر يوم في الأسبوع-نهاية الأسبوع-:** نصت فرضية الكفاءة على أن متوسط العوائد لجميع الأيام هي نفسها إلا انه ظهور مجموعة من الدراسات غير من ذلك، قد توصل معظم الباحثين إلى وجود أيام محددة تختلف فيها العوائد عن باقي أيام الأسبوع الأخرى لتعرف هذه الظاهرة بأثر "اليوم من الأسبوع" أو اثر نهاية الأسبوع. أجمع كل من Gibbons و Hess1981، Kiem و Stambaugh 1984، Jeffe Westerfied1985، Haris1986 و Kohers1966 في أبحاثهم أن معدلات العوائد للأوراق المالية تكون سالبة يوم "الاثنين" و موجبة يوم "الجمعة" أي أنها ترتفع نهاية الأسبوع.[24] بين كل من Frenche و Hariss سنة 1986 من خلال دراسته للمردودية اليومية لمؤشر S&P 500 للفترة الممتدة من 1953 إلى غاية 1977، ليتم تسجيل مردودية سالبة و ذات دلالة إحصائية (-0.168%) يوم الاثنين بالمقابل تكون المردودية موجبة و في أعلى معدل لها (0.0967%) يوم الجمعة .[25]

ب - **أثر الشهر في السنة-نهاية السنة-:** يشير هذا الأثر إلى وجود نمط الموسمية في عوائد الأسهم في شهر محدد من السنة. أثبتت البحوث أن العوائد تكون في أعلى مستوى لها في شهر "كانون الثاني" و بصفة خاصة الأسهم الصغيرة أما في شهر "كانون الأول" فإن ميل الأسعار يشهد انخفاضا. من بين التأثيرات التي ظهر ارتباطها بأثر كانون الثاني هي أثر الشركات الصغيرة و أثر الشركات المهملة وهذا ما يعرف بأثر شهر "يناير".[26]

ت - **أثر تغير الشهر-منتصف الشهر-:** أكدت بعض الدراسات المتطرق إليها من بينها دراسة Ariel سنة 1987 ان متوسط عوائد الأسهم تكون اكبر في النصف الأول من الشهر مقارنة بالنصف الثاني، إذ

---

[23] سمير خليل أبو راضي، " تحليل حجم تداول أسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان باستخدام نموذج السلاسل الزمنية"، رسالة مقدمة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال M.B.A"، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا ،2009، ص 34-35.

[24] محمد البني، مرجع سبق ذكره، ص 60.

[25] بن زايد مبارك ، مرجع سبق ذكره، ص 162.

[26] صباح محمد ديلمي، منى ممدوح المولا، "التأثيرات الموسمية على عائد وتذبذب بورصة عمان "،دراسة تطبيقية على المؤشرات القطاعية ، المجلة العربية للمحاسبة، المجلد السادس عشر، العدد الأول، يونيو 2013،ص 113.

أظهرت النتائج أن الأثر الايجابي يبدأ من آخر يوم تداول من الشهر السابق حتى أول ثلاثة أيام من الشهر الذي يليه.[27]

ث - **أثر ما قبل العطل:** إلى جانب الأثرين السابقين الأثر اليوم، الأسبوع و الشهر كشفت بعض الدراسات عن وجود اثر ما قبل العطل التي تختلف من سوق مالي إلى آخر حسب أيام العطل الخاصة بكل بلد مثل دراسة Chong و آخرون 2005التي اختبرت Easter Monday ، Good Friday، New Year على السوق البريطاني حيث لوحظ ارتفاع العوائد تتراوح في الأيام الثلاث التي تسبق العطل.[28]

2. <u>أثر الأعياد الدينية:</u>

تلعب العقيدة الدينية دورا مهما و فاعلا في حياة الشعوب و سلوكها وصنع القرارات لديها إذ أقر الباحثين بالأثر الكبير لها على التنمية الاقتصادية. من أهم الأعياد الدينية ذات الأثر الواضح نذكر ما يلي:

أ - **أثر شهر رمضان:** يعد شهر رمضان من الأشهر الدينية المقدسة لدى المسلمين و لا يمكن تجنب تأثيره على سلوكياتهم ، هو أكثر شهر تتغير فيه تصرفات المسلمين وفقا لبرنامج خاص لذلك لا يمكن إهمال دراسة هذا الأثر على فرارات المستثمرين خاصة في الأسواق المالية.

من خلال دراسة قام بها احمد عارف عساف وآخرون اختبارا لأثر شهر رمضان و شعبان و ذي القعدة على كفاءة السوق عمان المالي توصلوا إلى وجود اثر لصيام الشهر الفضيل على الأسهم المتداولة وعلى العقود المبرمة في السوق كما أكدوا على ضرورة الاهتمام بهذا الأثر لما له من أهمية مالية كبيرة.[29] في دراسة أخرى لحركة عوائد الأسهم للمؤشر العام لجميع القطاعات التي يتداول أسهمها في السوق المالي السعودي منذ 1994تم الوقوف على درجة تذبذب العوائد أو درجة المخاطرة فيها في هذا الشهر نسبة لبقية أشهر السنة تبين انه الأضعف مقارنة بالأشهر الأخرى للفترة الممتدة من 1994 الى غاية2015 .

تكرر هذا الأثر أحدث نمطا على شكل U و بوضوح في 86% من أشهر رمضان التي مرت كل عام منذ 1994 وعددها 21 شهرا لتشير الدراسات أن العوائد تكون مرتفعة في بدايته و تبدأ بالانخفاض في منتصفه لتعود للارتفاع عند اقتراب الشهر من النهاية.[30]

ب - **أثر عيد الفطر:** ظهر اثر عيد الفطر من خلال الدراسات التي تناولت اختبار اثر شهر رمضان لصلة التي تربطهما وهي تعاقبهما زمنيا. أثبتت دراسة Orguzso و Guven(2004) ارتفاع العوائد في آخر يوم من رمضان وكثر التداول في هذا اليوم و ذلك نتيجة لوجود سببين أولهما إغلاق السوق في

---

[27] سيرين خالد الحموي،" تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية)"،رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم المالية و المصرفية ، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق،2016/2015، ص 28.

[28] برارمة ريمة، "اثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية-دراسة حالة باريس و لندن-" ،أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه للطور الثالث في العلوم الاقتصادية ، تخصص مالية بنوك والتأمينات ، جامعة فرحات عباس سطيف 1، 2019/2018، ص 102.

[29] احمد عارف عساف، حسن ياسين طعمة، "اثر شهر رمضان المبارك على أداء سوق عمان المالي خلال الفترة 1988-2011"، المجلة الزرقاء للبحوث والدراسات الإنسانية ، المجلد الخامس عشر، العدد الثاني،2015 .

[30] سامر الرجوب، "اثر رمضان على سوق الأسهم...فرصة ربحية للمتعاملين "، جريدة الرياض، العدد 17165، 23 يونيو2015.

أيام العيد الثلاثة في كل الدول الإسلامية و ثاني سبب راجع للحالة النفسية الجيدة و العالية للمسلمين بحلول العيد.[31]

ت ـ **أثر عاشوراء:** يقصد بعاشوراء اليوم العاشر من الشهر الهجري الأول محرم وهو يعتبر يوم مقدس عند المسلمين حيث اختبر Al Issis اثر المناسبات الدينية على الأسواق المالية المتضمن شهر رمضان وعاشوراء على عائدات اليومية وحجم التداول اليومي لسبع عشر سوق مالي لدول إسلامية فاثبت وجود التأثير السلبي لهذا اليوم على عوائد الأسهم.[32]

المطلب الثاني: الموسمية و الكفاءة

تعتبر التغيرات الموسمية إحدى الانحرافات الشائعة في الأسواق المالية و الأمر الذي يتناقض مع فرضية الكفاءة و أصبحت فرص لا يمكن للمستثمر تفويتها و ذلك لما تذر عليه من أرباح.

1. **الموسمية و التنبؤ بالعوائد:** السير العشوائي للأسعار و عدم القدرة على التنبؤ بها هو النتيجة الطبيعية إلى أن الأسعار تعكس دائما كل المعلومات المتاحة عنها، فإذا كانت تحركات تلك الأسعار قابلة للتنبؤ سيكون ذلك دليلا قاطعا على عدم كفاءة السوق المالي .قسمت اختبارات قابلية التنبؤ بالعوائد إلى ثلاثة أنواع: اختبارات الموسمية، اختبارات التنبؤ بالعوائد السابقة و اختبارات التنبؤ بالعوائد من خلال خصائص الشركات.
الأدبيات التي تناولت هذه الاختبارات لدينا: التنبؤ بالعوائد بواسطة الأسعار أو العوائد السابقة، التنبؤ بالعوائد بواسطة قيمة المتغيرات الاقتصادية الكلية و المالية لفترات سابقة و التنبؤ بالعوائد بواسطة المتغيرات الوهمية الموسمية. بالتالي إمكانية التنبؤ بالعوائد هو الدليل على وجود أنماط موسمية.[33]

2. **الموسمية و استراتيجيات التداول:** أحد الطرق المستعملة لاختبار كفاءة السوق المالي هو باختبار مدى نجاح إستراتيجية تداول معينة على تحقيق معدلات عائد مربحة و الذي يعني مدى قدرة تلك الإستراتيجية على تحقيق عائد أعلى من العائد المتوقع وفقا لنماذج ما كنموذج تسعير الأصول المالية (CAPM).

وجود الأنماط الموسمية له انعكاسات هامة على استراتيجيات الاستثمار و المقصود بها هي استخدام النمط كحافز من اجل تطوير تلك الاستراتيجيات لتحقيق هدف المستثمر ألا وهو العائد الإضافي.[34]

المطلب الثالث: التفسيرات المقترحة للتأثيرات الموسمية

[31] سيرين خالد الحموي، مرجع سبق ذكره، ص 29.

[32] Mohamed Al Issis,"The impact of relegions experience on financiel markets", harverd university, Marche 2010.

[33] ديلمي صباح ،مسعودي عبد الكريم، "الآثار الموسمية كإحدى انحرافات الأسواق المالية عن فرضية السوق المالي الكفء اثر شهر السنة على عائد و تذبذب السوق المالي السعودي باستخدام نموذجي AR(n)-Modified EGARCH(p.q)-M AR(n)-Modified EGARCH(p.q)"، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 6، العدد 1، جوان 2018 .ص101.

[34] ، صباح محمد ديلمي، منى ممدوح المولا، مرجع سبق ذكره، ص114.

بينت العديد من الدراسات و الابحاث في محاولة لتفسير التغيرات او ما يعرف بالتشوهات أنها عادة ما تكون مرتبطة بسلوك المستثمر و الجدول التالي يلخص بعض من تلك التفسيرات المقترحة حسب النظرية السلوكية لبعض من التغيرات الموسمية.

الجدول (1-1): بعض التفسيرات المقترحة للتأثيرات الموسمية

نوع الأثر	التفسير المقترح
يوم من الأسبوع	يستند تفسير اختلاف عوائد أيام الأسبوع من خلال إجراءات التسوية إلى أن معظم الصفقات و المعاملات التجارية لا تسوى بشكل فوري و إنما تسوي بعد أيام من تاريخ المعاملة، مما يعني أن الأسعار ليست فورية و إنما أسعار آجلة و التي تساوي الأسعار الفورية متنامية بسعر الفائدة خلال فترة التسوية، و بما أن أيام التسوية تحسب اعتمادا على أيام التداول فقط فإن أي فترة للتسوية غير مساوية لمضاعف الخمسة سوف تؤدي إلي ظهور أثر الأسبوع، فإذا كانت مدة التسوية أربعة أيام تداول فهذا يعني أن أسعار الاثنين تتنامى بسعر الفائدة لأربعة أيام، بينما تتنامى أسعار الأيام من الثلاثاء إلى الجمعة بسعر فائدة لستة أيام، و هو ما يؤدي إلى ظهور أثر ألاثنين، مع الإشارة إلى أن اختلاف مدة التسوية عن أربعة أيام سيؤدي إلى نمط موسمي مختلف عن أثر الاثنين.
شهرمن السنة	يفسر أثر شهر السنة الذي تركز أساسا في تفسير أثر كانون الثاني باعتباره أحد أهم أشكال أثر الشهر من السنة، و لقد كانت فرضية الأثر الضريبي و الخسارة البيع أكثر التفسيرات شيوعا لأثر كانون الثاني. وفقا لهذه الفرضية فإن المستثمرين ينتظرون إلى غاية نهاية السنة الضريبية لبيع أسهمهم الخاسرة من أجل تحقيق خسائر رأسمالية مقابل الأرباح الرأسمالية. و هو الأمر الذي يؤدي إلى ضغط نزولي في أسعار الأسهم التي واجهت هبوطا في الأسعار خلال السنة و هو ما يؤدي إلى تراجعها أيضا في شهر كانون الأول عند السنة الضريبية و كنتيجة لاختفاء ضغط البيع فإن الأسعار ترتفع من جديد في كانون الثاني و تأخذ قيمتها الحقيقية. يجدر الإشارة إلى أن مثل هذه الفرضية غير صالحة لتفسير ظهور كانون الثاني في البلدان التي لا تنتهي سنتها الضريبية في الكانون الأول أو البلدان التي لا تفرض ضرائب على الأرباح الرأسمالية.[35]
شهر رمضان	يفسر تأثير شهر رمضان بالحالة النفسية و المزاجية للمستثمرين لأنهم يكونون أكثر ارتياحا مما يؤدي بهم إلى اتخاذ قرارات أكثر تفاؤلا تمتد إلى الاستثمار.طبيعة سلوكهم يسمح لهم باتخاذ قرارات تحمل مخاطر اكبر في الأسواق المالية.[36]

[35]صباح محمد ديلمي، منى ممدوح المولا، مرجع سبق ذكره ، ص115-116.

[36]عبد الرحمان بن سانية، صلاح الدين النعاس، علي بن ضب، "الخلفية النظرية للمالية السلوكية و تحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال "، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد و الإدارة، المجلد 1، العدد2، جوان2017، ص 26.

خاتمة الفصل

يمكن أن نستخلص من هذا الفصل أن كفاءة السوق المالي تعكس المعلومات المتاحة فيه ليشكل نوعين منه هما الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية و ذلك انطلاقا من تحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية و من توفر مطلبين أساسين هما كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل لن. قد اختبرت نظرية الكفاءة وفق اختلاف طبيعة و نوعية المعلومات التي تعكسها الأسعار ضمن ثلاث صيغ و هي فرضية الصيغة الضعيفة و الصيغة المتوسطة و القوية.

و بينما اختلفت الدراسات وتباينت الآراء حول واقعية الصيغتين الأخيرتين بينما حضيت فرضية الصيغة الضعيفة بتأييد كبير، و بورود نتائج تؤكد سلوك الأسعار لحركة عشوائية، تبعا لذلك لا يمكن للمستثمرين التنبؤ بالأسعار ومن تم تحقيق عوائد غير عادية بالاعتماد على البيانات التاريخية للأسعار.

ومن ناحية أخرى إن عدم كفاءة هذه الأسواق يعنى احتمال وجود أثار أو تشوهات موسمية وهي التي ترتبط بفترات زمنية معينة و من ضمنها التشوهات المرتبطة بالتقويم والتي قسمناها في قسمين القسم الأول يتضمن أثر الأيام و الشهور (أثر اليوم من الأسبوع، أثر شهر من السنة و أثر ما قبل العطل) و القسم الثاني يشمل اثر المناسبات الدينية (أثر رمضان ،عيد الفطر و يوم عاشوراء) تحدث هذه الآثار بشكل مستمر أو متكرر في حين أن تأثير البعض منها يمكن أن يختفي بمجرد اكتشافها من قبل المستثمرين و في اجتهاد من طرف الباحثين عن طريق عدة دراسات تمكنوا من تقديم بعض التفسيرات لبعض من التأثيرات التي كشفوا من خلالها عن أسباب تواجدها.

لنستنتج أخيرا وجود علاقتين احداهما طردية بين التغيرات الموسمية و إمكانية تحقيق أرباح غير عادية حيث بتواجد الأولى ترتفع فرص تحقيق الربح الإضافي و العلاقة الثانية هي علاقة عكسية بين التغيرات و الكفاءة إذ أن استمرارية تواجد العوامل الموسمية يؤدي إلى ضعف الكفاءة داخل السوق المالي أو انعدامها تماما.

الفصل الثاني:
الدراسات السابقة

مقدمة الفصل

منذ الثمانينيات ، أدت النتائج التجريبية التي قام بها مجموعة من الباحثين إلى شبه إجماع عام بأن كفاءة الأسواق المالية بدأت تتلاشى لأنهم لاحظوا ظهور مجموعة من التشوهات و الانحرافات داخلها، الأمر الذي أثر على أسعار الأوراق المالية وجعلها تتصف بالتذبذبات اللحظية وعدم الثبات و الذي كانت نتيجته توفير فرص للمستثمرين أعلى من فرص السوق أي تمكنهم من جني أرباح غير عادية في فترات زمنية محددة .

عجزت الفرضيات التقليدية عن تفسير هذا الوضع الجديد الذي توالت من بعده الأزمات المالية والتي عصفت بالنظام المالي مما أدى إلى التشكيك في فرضية FAMA لكفاءة الأسواق المالية بمختلف مستوياتها .

تعددت الأبحاث التجريبية و المقالات التي تناولت أثر الشذوذ الموسمي على كفاءة الأسواق المالية و التي يستحيل حصرها وصياغتها في فصل واحد.

في هذا الفصل سنهتم بمختلف الدراسات السابقة لمختلف الفترات الزمنية التي أجريت على مختلف دول العالم ، رغم أن أغلب الدراسات تتعلق بالدول الأجنبية باعتبارها تملك أسواق مالية متقدمة إلا أنه في الآونة الأخيرة عرفت أيضا الأسواق العربية اهتماما كبيرا بسبب نشاطها و زيادة فاعليتها فأضحت هي الأخرى جزءا من تلك الأبحاث .

كما أننا سنسلط الضوء على مختلف العوامل الموسمية ومدى تأثيرها على كفاءة السوق المالي في ظل مجموعة من المعطيات و نناقش النتائج المتوصل إليها التي من شأنها تأكيد صحة فرضية الكفاءة أو إلغاء وجودها في الأسواق المالية.

المبحث الأول: الدراسات السابقة المتعلقة بالدول الأجنبية

1- دراسة Hakam Berument and Halil Kiymaz بعنوان The Day Of The Week Effect On Stock Market Volatility (2001):

قام الباحثين بدراسة سوق الأسهم للولايات المتحدة الأمريكية للعينة المتمثلة في مؤشر ستاندر اندبور 500 من الفترة 1973 إلى 1997 باستخدام نموذج GRACH and OLS حيث أكدت النتائج وجود اثر اليوم في الأسبوع في كلا من العوائد و التقلبات في المؤشر (S&P500) ، لوحظ أن أعلى عائد محقق في يوم "الأربعاء" و أدنى عائد كان يوم "الاثنين " هذا من جهة و من جهة أخرى تم تحقيق أعلى تقلب يوم " الجمعة" و في المقابل حقق أدنى تقلب يوم "الاثنين ".

2- دراسة Chris Brooks and Gita Persand بعنوان Seasonality in Southeas Asian Stock Markets : Some New Evidence On Day Of The Week Effects (2001):

طبقت هذه الدراسة على دول جنوب شرق آسيا للفترة الممتدة من 1989 إلى غاية 1996 باعتمادهما على نموذج السوق التجريبي حيث بينت الدراسة وجود التأثير اليومي في أسواق الأوراق المالية لتلك الدول خلال فترة التسعينات.

3- دراسة Halil Kaymaz and Hakan Berument بعنوان The Day Of The Week Effect On Stock Market Volatility And Volume :International Evidence (2003):

اعتمادا على أسواق الأسهم الرئيسية المتمثلة في كندا ،ألمانيا ،اليابان ، المملكة المتحدة و الولايات المتحدة الأمريكية من الفترة 1 يناير 1988الى غاية 28 جوان 2002 و باستخدام نموذج التباين المشروط (ARCH) أكدت نتائج الدراسة وجود تأثيرات على معدلات كلا من العائد و التقلب حيث سجل أعلى تقلب في سوقي "ألمانيا" و "اليابان" ليوم "الاثنين " أما في "كندا" و "الولايات المتحدة الأمريكية " يوم "الجمعة" أما يوم "الخميس " سجل كأعلى تقلب في سوق " المملكة المتحدة" .

4- دراسة George Marret And Andrew Worthing تحت عنوان The Month Of The Year Effect In The Australian Stock Market :Ashort Technical Note On Market Industryand Firm Size Impact(2011):

باللجوء إلى سوق الأوراق المالية الاسترالية قاما الباحثين بدراسة 12 مؤشر من مؤشرات الأسهم ابتدءا من 9 سبتمبر 1996 حيث توجد 2.635 ملاحظة لنهاية اليوم و باستخدام نموذج الانحدار الخطي أظهرت النتائج وجود تأثير شهر من السنة في الأسواق الاسترالية (عوائد السوق و الصناعة) ، حقق أعلى عائد في أكثر من شهر افريل ، جويلية و ديسمبر مقارنة مع عائد شهر يناير كما ظهر أيضا تأثير الشركات الصغرى في الأشهر التالية :يناير ،أوت و ديسمبر .

5- دراسة Raj K . Kohli تحت عنوان Day Of The Week Effect And January Effect Examined In Gold And Silver Metals (2012) :

بعد قيام الباحثين بدراسة تأثير يوم الأسبوع و تأثير يناير في معدني الذهب و الفضة من 1980-2012 باستخدام اختبار تجانس التباين GRACH بينت الدراسة وجود تأثير يوم من الأسبوع في سوقي الذهب و الفضة و تأثير شهر "يناير" على عائد معدن الذهب و غيابه تأثيره على عوائد معدن " الفضة ".

6- دراسة Rasa Norvaisiene And Ausrine Lakstutiene تحت عنوان Seasonality In The Baltic Stock Market(2015):

تم تطبيق الدراسة على كل Nasdaq and Nasdaq OMX Riga and Nasdaq OMX Vulnius OMX Tallinn في بورصة البلطيق حيث تم تسجيل البيانات اليومية للعائد للفترة 2003-2014 باستخدام نموذج regression with dummies تأكد من خلالها وجود تأثير كل من عيد "الهالوين" و تأثير شهري "نوفمبر " و"أفريل " في استونيا أما في ليتوانيا هناك تأثير لشهر "يناير"، "أوت" و "نوفمبر" .

7- دراسة Mostafa Seif And Paulo Docherty And Abul Shansuddin تحت عنوان Seasonal Anomalie In Advanced Emerging Stock Markets(2017):

تم دراسة تسعة أسواق ناشئة و هي البرازيل ، جمهورية التشيك ، المجر ،المكسيك ،ماليزيا، بولندا، جنوب إفريقيا، تايوان و تركيا، اختلفت سنوات الدراسة (20سنة للبرازيل و 41 سنة لجنوب إفريقيا) كلها قائمة على أساس مؤشر السوق DATASTREAM لأنه يحتوي على سلسلة أطول من ترددات الإرجاع اليومي و الشهري و السنوي كما تم الاعتماد على سعر الصرف العائم لكل بلد و ذلك باستخدام نموذجي OLS and GRACH تم تسجيل تأثير يوم من الأسبوع "الجمعة" و شهر من العام "يناير" فكانت النتيجة المتوصل إليها هي أن قوة التأثير الموسمي تجعل الأسواق الناشئة أقل كفاءة من الأسواق المتقدمة .

8- دراسة Lars kaiser تحت عنوان Seasonality In Cryptocurrencies (2018):

قام الباحث بدراسة الموسمية بين 10 عملات معدنية ما بين 5 جويلية 2018 – 22 أكتوبر 2018 باعتماده على اختبار الموسمية في العائدات و التقلب و حجم التداول حيث تمكن من تأكيد عدم رفض فرضية السوق ذات الصيغة الضعيفة رغم إبرازه تأثير شهر "يناير" على عملة البتكوين أما بقية العملات المشفرة لم يظهر عليها إلا تأثير يوم واحد و هو يوم "الاثنين".

9-دراسة Elena Valentine تحت عنوان Seasonality In The Romanian Stock Market :The Day Of The Week Effect(2018):

قامت بدراسة تأثر D.O.W بيوم من أيام الأسبوع في الأسواق الرومانية للفترة 2013 -2014 باستخدامها اختبار تجانس التباين GRACH حيث بينت تأثير يوم "الجمعة" لان عوائده أعلى من عوائد بقية أيام الأسبوع في الأسواق الرومانية.

10-دراسة Kentaro Iwatsubo And Clinton Watkins And Teo Xu بعنوان Seasonality In Efficiency , Liquidity, Volatility And Volume:Platinum And Gold Futures In Tokyo And New York(2018):

باستخدام نموذج الانحدار الخطي المطبق على تقلب العائد و حجم التداول و السيولة في أسواق العقود الآجلة (البلاتين و الذهب) لبورصة طوكيو و نيويورك من سبتمبر 2014 إلى مارس 2015 تم التوصل إلى عدم وجود كفاءة معلوماتية في البلاتين و الذهب حيث تبدأ الأسواق بكفاءة نسبية و تصبح غير فعالة في أوقات متأخرة من الجلسات.

11- دراسة Xinya Wang And Hurfang Liu And Shupi Huang بعنوان Identification Of The Daily Seasonality In Gold Returns And Volatilities Evidence From Shanghai And London(2018):

تم دراسة الموسمية اليومية في تقلب السوق الذهب قي شنغهاي و لندن من أفريل 2013 إلى مارس 2017 بالاعتماد على نموذج GRACH حيث تشير النتائج إلى وجود موسمية يومية كبيرة في سلسلة الأسعار لسوق شنغهاي للذهب حيث تظهر بشكل كبير يوم "الاثنين" أما في سوق لندن لنفس المعدن لا توجد موسمية يومية .

12-دراسة Multu Basaran Ozturk And Mustafa Uysal And Halil Arslan And Temur Kayhan تحت عنوان The Impact Of Calendar Anomalies On Stock Returns And Volatility :Evidence From Turkish Stock Market :(2018)

بالاعتماد على سلوك المستثمرين في الأسواق التركية باستخدام نماذج ADF and OLS and GRACH و فرضية الفاما لتشير نتائج البحث أن أيام الأسبوع و شهر "رمضان" و شهر" يناير" ليس لهم آثار كبيرة على سوق الأسهم التقليدية أو الإسلامية من حيث العائد و التقلب و يمكن تفسيره على أن سوق البورصة التركية فعال و ذالك لأن المستثمرين الأتراك لا يأخذون بعين ألاعتبار العوامل التي لا تؤثر علي عمليات الشركة مثل الأيام الأسبوع أو الأشهر.

13- دراسة Fengyun Li And Huacheng Zhang And Dazhi Zheng تحت عنوان Seasonality In The Cross Section Of Stock Returns :Advanced Markets Versus Emerging Markets(2018) :

باللجوء إلى 42 سوق دولي منها 21 سوق ناشئ و 21 سوق دولي متقدم (أمريكا ، أمريكا الجنوبية ،أمريكا الشمالية ، أوروبا ،آسيا ،الشرق الأوسط و المحيط الهادي) للفترة الممتدة من يناير 1955 إلى جويلية 2013 باستخدام نموذج FAMA-FRENCHE-CARHART أشارت النتائج إلى وجود عائدات ايجابية للأسهم الموسمية في الأسواق المتقدمة كسوق مجمع و عدم تواجدها في الأسواق الناشئة .

14- دراسة Jussi Nikkinen And Timo Rothirus تحت عنوان Market Specific Seasonal Trading Behavoir In NASDAQ OMX electricity Option(2018):

في بورصة ناسداك للكهرباء و بداية من يناير 2006 إلى غاية سبتمبر 2011 اعتمادا على بيانات التداول اليومي و باستخدام نموذج الانحدار الخطي تم وجود ظاهرة موسمية تتقلب فيها العوائد بأوقاتها وأيضا حجم التداول إضافة إلى وجود اثر يومي و شهري و سنوي .

15- دراسة M.D Hashibul Hassan And M.D Shahidullah Kayser بعنوان Ramadan Effect On Stock Market Return And Trade Volume : Evidence From DHAKA Stock Exchange : (2019)

للقيام بدراسة تأثير شهر رمضان عن طريق تحليل العوائد و تقلبها و حجم التجارة في سوق DHAKA للأوراق المالية (DSE) خلال السنوات المحصورة بين 2002 و 2018 قام الباحثين باستعمال نموذج GRACH فتوصلوا إلى أن شهر رمضان ليس له علاقة مع سوق الأوراق المالية فيما يخص العائد و التقلب أما بالنسبة لحجم التجارة DES له تأثير سلبي كبير.

16- دراسة Eric Girarding And Fatenh Salimi Namin تحت عنوان The January Effect In The Foreign Exchange Market : Evidence For Seasonal Equity Carry Trades(2019):

مست الدراسة سوق الصرف للعملات الأجنبية في الفترة الممتدة من 1971 إلى 2017 و ذلك عن طريق اختبار تحليل التباين ANOVA و K-W TEST And OLSأكدت الدراسات تأثير كل من شهر يناير و ديسمبر على أسعار سعر الصرف في كل من الولايات المتحدة الأمريكية و ألمانيا.

17- دراسة Mahmoud Qadan And David Y .Aharon And Ron Eichel بعنوان Seasonal Patterners And Calendar Anomalies In The Commodity Market For Natural Resource (2019):

اشتملت عينة الدراسة على تسعة معادن ثمينة و اختلفت الفترة بين المعادن و عموما كانت الفترة الخاصة بكل المعادن ممتدة من 1986الى 2018 باستخدام OLS And GARCH إضافة إلى اختبار فيليبس بيرون و ديكي فولر أوضحت الدراسة أن المستثمرين غير عقلانيين لان أسعار السلع الحقيقية تتأثر بالحالات العاطفية للمستثمرين .

المبحث الثاني: الدراسات السابقة الخاصة بالدول العربية :

1- دراسة Hassan Aly And Sayed Mahdian And Mark J .Perry تحت عنوان An Analysis Of Day OF The Week Effects In The Egyptian Stock Market : (2004)

الدراسة خصت البورصة المصرية من 1998-2001 باستخدام نموذج OLSفأكدت النتائج عدم وجود نمط موسمي في البورصة المصرية للأسهم لان عوائد يوم في الأسبوع "يوم الاثنين" لا تختلف كثيرا عن أيام الأسبوع الأخرى و بالتالي دعم كفاءة السوق المالي المصري.

2- دراسة Fazalg Seyyed And Abraham Abraham And Mohsen Al .Hajji بعنوان : (2005) Seasonality In Stock Returns And Volatility : Ramadan Effect

لإبراز تأثير رمضان في أسواق الأسهم السعودية من سنة 2004 إلى سنة 2005 تم استخدام نموذج GRACH فتبين وجود نمطا منهجيا لهبوط التقلب خلال الشهر الفضيل بسبب انخفاض تداول النشاط و هذا التراجع يظهر بشكل كبير على تسعير الأوراق المالية في الدول الإسلامية.

3- دراسة A.M Al Barrak تحت عنوان Day Of The Week Effect In The Same Of The Gulf Cooperation Council (GCC) Stock Markets :(2008)

مست الدراسة دول مجلس التعاون الخليجي (السعودية ،الكويت و أبو ظبي) من 2002 إلى غاية 2005 و باستخدام نموذج ANOVA لتحليل البيانات اليومية تم تأكيد وجود أثر يوم في الأسبوع في سوق الكويت حيث سجل أعلى عائد يوم "السبت" و أدنى عائد يوم "الأحد".

4- دراسة Osamah Al-Khazali And Taisier A.Zoubi And Evargelos P.Koumanakos بعنوان The Saturday Feffect In Energing Stock Markets : A Stochastic dominance approoch :(2010)

تمت الدراسة بأسواق المالية في كل من الكويت، السعودية والبحرين من 1994 إلى غاية 2006 باستخدام نموذج ANOVA And SD approoch And K-W Test، قسمت العينة لثلاث فترات وكل فترة تمتد لأربع سنوات و أشارت النتائج إلى وجود أثر يوم "السبت" في أسواق الأسهم الخليجية و لكن بعد تصحيح البيانات باختبار SD للتصحيح المعلمي تم إلغاء ذلك الأثر كليا .

5- دراسة Rima Turk Arissa And Rasoul Rezvania And Sayed Mehdian بعنوان Calendar Anomalie In The Gulf Cooperation Council Stock Markets :(2011)

الدراسة شملت سوق دول مجلس التعاون الخليجي منذ نشأته إلى غاية جوان 2008 و باستعمال نموذج OLS أشارت النتائج إلى وجود تأثير للتقويم الذي يحدث في آخر يوم تداول في الأسبوع "تأثير يوم الأربعاء" كما لوحظ انه الأكثر وضوحا في الفترة التي تسبق شهر رمضان أكثر من بعده.

6-دراسة Omar Farooq and Mohammed Bouaddi And Neveen Ahmed تحت عنوان Day Of The Week And its Effect On Stock Market Volatility Evidence From An Emerging Market(2013):

خصصت الدراسة للسوق المالي السعودي للفترة الممتدة من 7 يناير 2007 إلى غاية 1 أفريل 2013 و باستخدام التباين المشروط تشير الدراسة و نتائجها إلى وجود اثر اليوم من الأسبوع الذي ظهر على التقلبات في الأسواق المالية السعودية فيما يخص الأسهم حيت سجل أعلى تقلب يوم "الأربعاء" وأدناه يومي "السبت" و "الأحد" كما انه يتحقق العائد الأعلى أيضا يوم "الأربعاء" باعتباره آخر يوم تداول في الأسبوع ويتوافق مع بداية أربعة أيام غير تجارية من جهة ومن جهة أخرى يميل المستثمرين إلى الخروج من السوق هذا اليوم .

7-دراسة Muhammad Arshad Haroon And Nida shah تحت عنوان Investigating Day Of The Week Effect In Stock Returns : Evidence From Karachi Stock Exchange Pakistan(2013) :

لدراسة تأثير يوم من الأسبوع على مؤشرKSE-100 لبورصة كراتشي في الفترة الممتدة من 2004 إلى 2011 و قسمت العينة إلى فترتين فرعيتين ، باستخدام النموذج OLS and GRACH حيث تشير النتائج إلي عدم وجود آثار اليوم من أيام الأسبوع في الفترة الفرعية الأولي (2004-2007) وذلك بسبب عدم الاستقرار السياسي أما في الفترة الفرعية الثانية (2008-20011) وجد تأثير و ذلك بسبب الانتخابات.

8- دراسة زينة الأحمد و كنان عباس بعنوان اختبار الأثر الشهري على عوائد الأسهم في عينة من الأسواق المالية العربية (2016) :

من خلال دراسة الأسواق المالية بمصر، الأردن، العراق و سوريا من 2010 إلى 2014. تم تحليل العوائد اليومية للمؤشرات الرئيسية الأسواق المدروسة . باستخدام نماذج الانحدار الخطي و T-Test And Mann- Whitney تم التوصل إلى وجود اثر نصف الشهر في السوق المالي في الأردن وسوريا على غرار سوق مصر و العراق وأيضا وجود اثر دوران الشهر في السوق العراقي فقط فأكدت النتائج عدم وجود كفاءة في الأسواق المالية العراقية ،السورية و بالأردن على المستوى الضعيف.

9- الدراسة Azwar Sonjaya And Imam Wahydi تحت عنوان Ramadahan Effect : Ilusion Or Reality(2016):

قاما بدراسة تأثير رمضان على الأسهم في 10 دول غالبيتها مسلمة في الفترة الممتدة من 2015 إلى 2016 ، باستخدام اختبارات التجريبية لفرضية السوق الفعالة EMH أشارت النتائج إلى أن تأثير رمضان موجود باستمرار في الكويت، عمان و تونس و في دول أخرى كأندونيسيا، ماليزيا، الأردن، المغرب و قطر يظهر أيضا تأثيره لكن غير موجود باستمرار أما بالمقابل في كل من البحرين و المملكة العربية السعودية لم يشهدوا تأثير هذا الشهر مطلقا.

10- دراسة Sedeaq Nassar تحت عنوان The Day Of The Week Effect Of Stock Returns : Empirical Evidence From Five Selected Arab Countries(2016):

قام الباحث بدراسة تأثير يوم من الأسبوع على 5 دول من البورصات العربية هي(قطر ،عمان ، فلسطين ،مصر و البحرين) خلال الفترة التالية (2010-2014) تم استخدام تحليل التباين (ANOVA) أظهرت النتائج عدم وجود تأثير اليوم في كل من قطر و عمان و مصر و البحرين بينما هو موجود في فلسطين حيث أدنى عائد هو يوم "الأحد" و أعلى عائد هو يوم ا"لثلاثاء".

11- دراسة Osamah Al Khazali And Ali Mizaei تحت عنوان Stock Market Anomalies Market Effeciency And The Adaptive Market Hypothesies(2017):

قاما باستخدام أدلة من 8 مؤشرات داو جونز الإسلامية خلال الفترات التالية 2016-2017 ذالك عن طريق اختبار تحليل الهيمنة العشوائية (SD) و تحليل التباين المتوسط (MV) و فرضية السوق التكيفية (AMH)، تظهر النتائج SD And MV إلى أن هناك ضعف في موسمية المؤشرات الإسلامية مع مرور الوقت أما بنسبة إلي AMH لو حظ أن المؤشرات تحقق قدر أكبر من الكفاءة مع مرور الوقت و خاصة خلال الأزمة المالية الأخيرة و بتالي فإن AMH يقدم تفسير أفضل لتأثير التقويم من الفرضية كفاءة السوق.

12-دراسة Walid Mensi And Aviral Kumar Tiwari And Seong Min Yoon تحت عنوان Global Financial Crisis And Week-From Efficiency Of Islamic Sectoral Stock Markets : An Mf-Dfa Analysis : (2017)

حيث قاموا بدراسة كفاءة الأسواق الأوراق المالية الإسلامية باستخدام مؤشرات الأسهم في 10 قطاعات من 22 جوان 2016 إلى غاية 21 نوفمبر 2016 و ذلك باستخدام طريقة MF-DFA القادرة على تحليل MULTIFRACTALITY (الذاكرة الطويلة) حيث تظهر النتائج دليل قوي على أن مستوى كفاءة السوق يختلف مع مرور الوقت و يتناقص مع انهيار السوق .و بشكل عام تعد مؤشرات الأسواق الإسلامية للقطاعات أكثر كفاءة على المدى الطويل مما كانت عليه في المدى القصير.

13-دراسة Omar Gharaibeh بعنوان The January Effect: Evidence From Four Arabic Market Indicets(2017):

في دراسة لأربع أسواق عربية الأردن، مصر، لبنان و المغرب في الفترة الممتدة من 1988الى 2014 باستخدام نموذجي GRACH OLS And حيث أشارت النتائج النهائية أن شهر يناير حقق أرباح ايجابية و إحصائية كبيرة في سوقي الأردن و المغرب عن السوقين الآخرين.

الملخص

من خلال المقالات المذكورة أعلاه و التي اختبر فيها الباحثين مدى تأثير العوامل الموسمية على كفاءة الأسواق المالية عن طريق القيام بمجموعة من الاختبارات أهمها: التباين المشروط، نماذج الانحدار الخطي، منهجية FAMA، ANOVA ،OLS ، GRACH، K-W TEST، ADF، SD و EMH، AMH، MV.....الخ، معتمدين على مجموعة بيانات يومية، أسبوعية، شهرية و سنوية لبعض المؤشرات في مجموعة من الأسواق المالية.

الدراسات السابقة منقسمة إلى دراسات متعلقة بالدول الأجنبية و أخرى بالدول العربية مرتبة حسب تسلسل زمني تصاعدي. تشير معظم النتائج المتوصل إليها إلى أن أكثر الحالات ملاحظة ومتابعة في مختلف الأسواق حول العالم هو أثر التقويم المتمثل في "أثر اليوم من الأسبوع" و "أثر الشهر من السنة".

لذلك يمكننا القول أن النتيجة النهائية المستخلصة هي عدم كفاءة معظم الأسواق المتطرق إليها في مختلف الدول المتقدمة لوجود العوامل الموسمية المؤثر فيها و في المقابل وجود كفاءة كلية في قلة من الأسواق العربية كالسوق المالي المصري.

الجدول (2-1): يلخص الدراسات السابقة

المؤلف	العنوان	العينة /الفترة	النموذج	النتائج
Hakam Berument Halil Kiymaz	The Day Of The Week Effect On Stock Market Volatility	مؤشر S & P 500 (USA) (1997-1973)	GRACH OLS	✓ وجود أثر يوم في الأسبوع على العائد و التقلب
Chris Brooks Gita Persand	Seasonality in Southeast Asian Stock Markets : Some New Evidence On Day Of The Week Effects	دول جنوب شرق آسيا 1996-1989	السوق التجريبي	✓ وجود تأثير يومي في الأسواق المالية
Halil Kaymaz Hakan Berument	The Day Of The Week Effect On Stock Market Volatility And Volume :Internatio nal Evidence	أسواق الأسهم (كندا،ألمانيا،اليابان، المملكة المتحدة ، الولايات المتحدة الامركية) 2002-1988	ARCH	✓ وجود تأثير يوم في الأسبوع على تقلب مؤشرات البورصة الرئيسية
George Marret Andrew Worthing	The Month Of The Year Effect In The Australian Stock Market :Ashort Technical Note On Market Industryand Firm Size Impact	سوق الأوراق المالية الاسترالية 1996	الانحدار الخطي	✓ وجود تأثير الشهر من السنة في الأسواق الاسترالية (عوائد السوق و الصناعة)
Raj K .Kohli	Day Of The Week Effect And January Effect Examined In Gold And Silver Metals	معدني الذهب و الفضة 2012-1980	Grach	✓ وجود تأثير يوم من الأسبوع على كل العينة ✓ وجود أثر شهر يناير على معدن الذهب فقط
Rasa Norvaisiene Jurgita Stankeviciene Ausrine Lakstutiene	Seasonality In The Baltic Stock Market	Nasdaq OMX Vulnius Nasdaq OMX Riga Nasdaq OMX Tallinn 2014-2003	regression with dummies	✓ تأثير عيد الهالوين ✓ تأثير الأشهر التالية : جانفي ،افريل ،أوت ، نوفمبر

Mostafa Seif Paulo Docherty Abul Shansuddin	Seasonal Anomalie In Advanced Emerging Stock Markets	9 أسواق ناشئة مؤشر DATASTREAM	OLS GRACH	✓ وجود شذوذ موسمي قوي يجعل الأسواق الناشئة أقل كفاءة من الأسواق المتقدمة
Lars kaiser	Seasonality In Crptocurrencies	10 اكبر عملات معدنية 2018	اختبار الموسمية	✓ وجود تأثير شهر يناير على عملة البتكوين ✓ وجود تأثير يوم الاثنين على بقية العملات
Elena Valentine	Seasonality In The Romanian Stock Market :The Day Of The Week Effect	مؤشر daw 2014-2013	GRACH	✓ وجود تأثير يوم من الأسبوع
Kentaro Iwatsubo Clinton Watkins Teo Xu	Seasonality In Efficiency ,Liquidity ,Volatility And Volume :Platinum And Gold Futures In Tokyo And New York	بورصة طوكيو و نيويورك 2015-2014	الانحدار الخطي	✓ عدم وجود كفاءة معلوماتية داخل الأسواق المالية
Xinya Wang Hurfang Liu Shupi Huang	Identification Of The Daily Seasonality In Gold Returns And Volatilities Evidence From Shanghai And London	سوق الذهب في شنغهاي و لندن 2017-2013	GRACH	✓ وجود موسمية كبيرة في سوق شنغهاي و غيابها في سوق لندن للذهب
Multu Basaran Ozturk Mustafa Uysal Halil Arslan Temur Kayhan	The Impact Of Calendar Anomalies On Stock Returns And Volatility :Evidence From Turkish Stock Market	سوق تركيا للأوراق المالية	ADF OLS GRACH FAMA	✓ عدم وجود تأثير يومي أو شهري أو حتى لشهر رمضان
Jussi Nikkinen Timo Rothirus	Market Specific Seasonal Trading Behavoir In NASDAQ OMX electricity Option	بورصة ناسداك للكهرباء 2011-2006	الانحدار الخطي	✓ وجود الظاهرة الموسمية اثر يومي، شهري و سنوي

Fengyun Li Huacheng Zhang Dazhi Zheng	Seasonality In The Cross Section Of Stock Returns :Advanced Markets Versus Emerging Markets	42 سوق دولي منها 21 ناشئ 2013-1955	FAMA-FRENCHE-CARHART	✓ تأثير الموسمية في الأسواق المتقدمة و هي مجمعة ✓ عدم وجود تأثير الموسمية في الأسواق الناشئة
M.D Hashibul Hassan M.D Shahidullah Kayser	Ramadan Effect On Stock Market Return And Trade Volume : Evidence From DHAKA Stock Exchange	سوق DAHAKA للأوراق المالية حجم التجارة (DSE) 2018-2002	GRACH	✓ عدم وجود أثر شهر رمضان على العائد و التقلب في سوق الأوراق المالية ✓ وجود تأثيره السلبي على حجم التجارة
Eric Girarding Fatenh Salimi Namin	The January Effect In The Foreign Exchange Market : Evidence For Seasonal Equity Carry Trades	سوق الصرف للعملات الأجنبية 2017-1971	ANOVA K-W TEST OLS	✓ أثر شهر يناير و ديسمبر على أسعار الصرف في الولايات المتحدة الأمريكية و ألمانيا
Mahmoud Qadan David Y .Aharon Ron Eichel	Seasonal Patterners And Calendar Anomalies In The Commodity Market For Natural Resource	10 معادن ثمينة 2018-1986	OLS GARCH اختبار فيليبس بيرون و ديكي فولر	✓ تأثير الحالات العاطفية للمستثمر على أسعار السلع الحقيقة
Hassan Aly Sayed Mahdian Mark J .Perry	An Analysis Of Day OF The Week Effects In The Egyptian Stock Market	بورصة مصر 2001-1998	OLS	✓ عدم كفاءة السوق المالي المصري
Fazalg Seyyed Abraham Abraham Mohsen Al .Hajji	Seasonality In Stock Returns And Volatility : Ramadan Effect	سوق الأسهم السعودي 2005-2004	GRACH	✓ تأثير سلبي لشهر رمضان على أسعار الأسهم
A.M Al Barrak	Day Of The Week Effect In The Same Of The Gulf Cooperation Council (GCC) Stock Markets	دول مجلس التعاون الخليجي 2005-2002	ANOVA	✓ وجود أثر يوم من الأسبوع في السوق المالي في الكويت

Osamah Al-Khazali Taisier A.Zoubi Evargelos P.Koumanakos	The Saturday Feffect In Energing Stock Markets : A Stochastic dominance approoch	أسواق المالية في كل من الكويت، السعودية والبحرين 2006-1994	ANOVA SD approoch K-W	✓ عدم وجود أثر يوم في الأسبوع في أسواق الأسهم الخليجية.
Rima Turk Arissa Rasoul Rezvania And Sayed Mehdian	Calendar Anomalie In The Gulf Cooperation Council Stock Markets	دول مجلس التعاون الخليجي من النشأة إلى غاية جوان 2008	OLS	✓ وجود تأثير التقويم و هو الأكثر وضوحا في الفترة التي تسبق شهر رمضان أكثر من بعده
Omar Farooq Mohammed Bouaddi Neveen Ahmed	Day Of The Week And its Effect On Stock Market Volatility Evidence From An Emerging Market	السوق المالي السعودي 2013-2007	التباين المشروط	✓ وجود أثر اليوم من الأسبوع في السوق المالي السعودي
Muhammad Arshad Haroon	Investigating Day Of The Week Effect In Stock Returns : Evidence From Karachi Stock Exchange Pakistan	بورصة الكويت 2011-2004	OLS GRACH	✓ عدم وجود أثر اليوم من أيام الأسبوع في العينة الفرعية الأولى ✓ وجود أثر اليوم من الأسبوع في العينة الفرعية الثانية
زينة الأحمد كنان عباس	اختبار الأثر الشهري على عوائد الأسهم في عينة من الأسواق المالية العربية	الأسواق المالية: مصر، الأردن، العراق و سوريا 2014-2010	الانحدار الخطي T-Test Mann-Whitney	✓ وجود أثر نصف الشهر في الأسواق المالية الأردنية و السورية ✓ وجود أثر دوران الشهر في السوق العراقي
Azwar Ramadahan Sonjaya Imam Wahydi	Ramadahan Effect : Ilusion Or Reality	10 دول إسلامية 2016-2015	EMH	✓ وجود أثير رمضان الكويت وعمان، تونس ✓ اندونيسيا ، ماليزيا ، الأردن ، المغرب قطر ✓ عدم وجود تأثيره في البحرين و المملكة العربية السعودية

✓ عدم وجود أثر يوم من الأسبوع في كل من قطر و عمان و مصر و البحرين بينما في فلسطين موجود	ANOVA	5 بورصات عربية (قطر، عمان، فلسطين، مصر، بحرين) 2014-2010	The Day Of The Week Effect Of Stock Returns : Empirical Evidence From Five Selected Arab Countries	Sedeaq Nassar
✓ وجود ضعف في موسمية المؤشرات الإسلامية.	SD MV AMH	8مؤشر داو جونز الإسلامية 2017-2016	Stock Market Anomalies Market Effeciency And The Adaptive Market Hypothesies	Osamah Al Khazali Ali Mizaei
✓ وجود كفاءة عالية لمؤشرات الأسواق الإسلامية على المدى الطويل	MF-DFA	مؤشرات الأسهم في 10قطاعات 2016	Global Financial Crisis And Week-From Efficiency Of Islamic Sectoral Stock Markets : An Mf-Dfa Analysis	Walid Mensi Aviral Kumar Tiwari Seong Min Yoon
✓ وجود أثر شهر "يناير" سوقي الأردن و المغرب فقط	OLS GRACH	أربعة أسواق عربية الأردن، مصر ’لبنان و المغرب 2014-1988	The January Effect: Evidence From Four Arabic Market Indicets	Omar Gharaibeh

خاتمة الفصل

في هذا الفصل حاولنا الاهتمام بالأدلة التجريبية من خلال دراسات المختلفة التي اختبرت فرضية كفاءة الأسواق المالية وعلاقتها بالعوامل الموسمية

إن استخدام تلك الأساليب عزز من إمكانية اكتشاف الموضوع أكثر من قبل ، حيث بتغير المعطيات و الأوضاع الاقتصادية و الفترات الزمنية للأسواق المستهدفة للدراسة جعل النتائج تختلف هي أيضا لتنقسم إلى اتجاهين احدهما يؤكد ثبات صحة فرضية الكفاءة للسوق المالي و تطورها بمرور الوقت خاصة على المستوى الضعيف و الاتجاه الآخر الذي يلغى الأول و السبب هو وجود مجموعة من الانحرافات و التشوهات المسيطرة على تذبذب أسعار الأوراق المالية.

ليبقى في الأخير النقاش قائما و متواصلا حول التغيرات الموسمية و أثرها الواضح على كفاءة السوق المالي.

الفصل الثالث:

الدراسة التطبيقية لإختبار أثر العوامل الموسمية على كفاءة الاسواق العربية

مقدمة الفصل

تعتبر الاسواق المالية العربية أسواقا حديثة النشأة لذلك فإنها لم تشهد الكثير من التعقيدات و لم تبلغ تلك الدرجة من التطور و مع ذلك فان الجهود لا تزال مستمرة سعيا لجذب اهتمام المستثمرين و تطوير انشطتها و تنويع أدواتها المالية بغية الدخول في سباق المنافسة مع البورصات العالمية.

يتأثر السوق المالي العربي بتفاعل سلوكيات الافراد المتعاملين فيه و المختلفين عن بعضهم البعض، ينجم هذا الاختلاف من جهة عن مجموعة من العوامل الداخلية كالتأثيرات النفسية و من جهة أخرى عن مجموعة من العوامل الخارجية كالتغيرات الموسمية. كل هذه الاسباب تأثر مباشرة على آليات التعامل في السوق و بالتالي على مؤشرات السوق المالي و هذا ما ينافي فرضية الكفاءة التي تنص على أن الاسعار تتأثر بالمعلومات المتاحة عنها فقط.

سيتم من خلال هذا الفصل تعريف الاسواق المالية العربية، اختبار كفاءتها عند المستوى الضعيف و أيضا اختبار وجود أثر العوامل الموسمية المتمثلة في أثر شهر رمضان و أثر يوم في الاسبوع على عوائد مؤشرات تلك الاسواق العربية.

المبحث الأول: نظرة عامة حول الأسواق العربية

زاد الاهتمام بتطوير الهياكل المالية في الدول العربية خلال العقد الاخير من القرن العشرين نظرا لأهمية الدور الذي تلعبه في جذب رؤوس الاموال تعبئة المدخرات الوطنية بهدف تمويل المشاريع وكنتيجة حتمية للظروف الاقتصادية وزيادة حاجة المؤسسات الاقتصادية للتمويل في ظل عجز مؤسسات التمويل التقليدية عن تغطيت جل الحاجيات تم انشاء الاسواق المالية.

تباينت نشأة الاسواق المالية العربية، معظمها يعود للحقبة الاستعمارية حيث أنشا العديد من البنوك و البورصات تسهيلا لمختلف العمليات القائمة انذاك.

حضيت مصر بالصدارة من حيث انشاء اول بورصة للأوراق المالية في الاسكندرية سنة 1883 ثم بورصة الاسكندرية سنة 1903 و من بعدها تم انشاء بورصة بيروت سنة 1920، ثم بورصة دار البيضاء بالمغرب 1929، لتأتي باقي البورصات العربية كالتالي:

تونس 1969، الكويت 1977، الاردن 1978 و في سنة 1989 تم انشاء كل من بورصة البحرين، مسقط و العراق و في سنة 1999 تم تأسيس اربعة بورصات اخرى وهي كل من السودان و قطر و الجزائر و فلسطين، لتبقى كل من دبي و أبو ظبي ودولة الامارات العربية المتحدة تأسست أسواقهم المالية سنة 2000.

لتظل نظرة المتتبع التاريخي حول إنشاء هذه الأسواق يلاحظ أن بوادر النشأة كانت موجودة قبل تواريخ تأسيسها الرسمي و المعلن عنها ، حيث أن معظم الدول كانت لها شركات مساهمة يعود تاريخها إلى الثلاثينيات من القرن الماضي مثلا عمان 1930،) المملكة العربية السعودية 1934، تونس 1937.

المطلب الأول: التعريف بعينة الدراسة

تعد الاسواق المالية العربية التالية أسواق حديثة النشأة، تشترك جميعها في مجموعة من الخصائص كما تختلف عن بعضها البعض في مجموعة اخرى من الخصائص .نوجز تقديمها في ما يلي:

1. سوق مصر المالي:

تعد البورصة المصرية أول بورصة للأوراق المالية ظهرت داخل الوطن العربي حيث تعود نشأتها إلى نهاية القرن التاسع عشره أنشأت بورصة الإسكندرية سنة 1883 ثم بورصة القاهرة سنة 1903 وقد أصدرت الحكومة أول لوائح سوق الأوراق المالية في سنة 1909، ثم وضعت لائحة أخرى سنة 1933 و عدلت هي الأخرى سنة 1940 ثم صدر قانون رقم 329 سنة 1951 و الذي اشترط اقتصار التعاملات داخل البورصة على السماسرة المقيدين فيها، و قد شهدت الفترة ما بين 1914-1952 تطورا كبيرا في السياسات الاقتصادية المصرية نظرا للتقدم الاقتصادي وقد صاحبها تطورا هائلا في بورصة الأوراق المالية و أصبحت القاهرة من خلال بورصتها تحتل مركزا ماليا إقليميا و دوليا واسع النشاط حيث بلغ النشاط ذروته في نهاية سنة 1958 و بداية الأسبوع الأول من سنة 1959 أين بلغ حجم التعاملات في بعض الأيام حوالي 1.25 مليون جنية بالأسعار السائدة في ذلك الوقت.

و قد كان لصدور القانون رقم 07 سنة 1959 المتعلق بوضع الحد الأقصى لنسبة الأرباح الموزعة أثره البالغ في انتكاسة النشاط الملحوظ لبورصة الأوراق المالية المصرية باعتباره أول خطوات تدخل الحكومة في النشاط الاقتصادي وتلته قرارات و إجراءات التأميم لتقلص من نشاط القطاع الخاص تماما وتقضي على ثقة المستثمرين في الحكومة ما أدى إلي تدهور أداء البورصة و تقلص دورها داخل الاقتصاد المصري.[1] حسب النشرة الفصلية لصندوق النقد الدولي لسنة 2019 فان عدد الشركات المدرجة في السوق هو 252 أما القيمة السوقية فتقدر ب 44.2 مليار دولار.[2]

الإطار التنظيمي للبورصة المصرية: تتكون من ما يلي:

- ✓ لجنة البورصة تتشكل من 17 عضو، 9 من السماسرة وخمسة من الأعضاء المنظمين وثلاثة يعينهم وزير الاقتصاد لمدة سنتين ومن اختصاصاتها:
  - تحقيق السير الحسن للبورصة وسلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة.
  - تحديد حد أعلى وحد أدنى للأسعار الأوراق المالية.
- ✓ الجمعية العامة تتكون من أعضاء البورصة العاملين والمنظمين وتختص ب:
  - التصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات.
  - إبداء التوصيات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة.
- ✓ اللجنة العليا للبورصات.
- ✓ هيئة التحكيم مجلس التأديب.
- ✓ مندوب الحكومة[3].

2. سوق المغرب المالي:

تم تأسيس بورصة دار البيضاء سنة 1929 باقتراح من البنوك القائمة آنذاك و عرفت بأنها مؤسسة غير رسمية تعمل تحت إشراف مكتب مقاصة القيم ليرجع تاريخ أول جلسة إلى 7 نوفمبر 1929 حيث كانت المبدلات تتم أسبوعيا عن طريق إجراء المقاصة الحرة بين البنوك لتداول أسهم الشركات غير المسجلة خصوصا لصالح الأجانب ثم أعطيت الصيغة القانونية لمكتب المقاصة سنة 1942.

و قد كان الإصلاح الأول سنة 1948 و الذي منح لبورصة الدار البيضاء الشخصية المعنوية و غير اسم المقاصة ليصبح مكتب تسعير القيم المنقولة أما الإصلاح الثاني فكان سنة 1967 بسبب نمو النشاط الاقتصادي بعد الاستقلال و تدفق رؤوس الأموال الأجنبية، صدر هذا التعديل بالقرار الملكي رقم 67-494 أن كل الإصلاحات الاقتصادية في إطار برنامج التعديل الهيكلي التي عرفتها المغرب في الثمانينات إلى ضرورة تكيف السوق المالي لتتماشى مع الأوضاع الاقتصادية الجديدة فجاء الإصلاح لسنة 1993 لتنفيذ برنامج الخصخصة ثم إصلاح 1997 لان السوق المالي المغربية تميزت بصغر حجم معاملاتها و

---

[1] بن دحان الياس الأزهر، "دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي دراسة حالة : الدول المشاركة قاعدة بيانات صندوق النقد العربي"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم اقتصادية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013/2012، ص 50.

[2] خليفة الشوشان، غسان ابو مويس، "أداء أسواق الأوراق المالية"، النشرة الفصلية، قسم تطوير القطاع المالي/ الدائرة الاقتصادية، صندوق النقد العربي، الربع الثاني،2019، العدد 97، ص47.

[3] بوكساني رشيد، "معوقات اسواق الاوراق المالية العربية و سبل تفعيلها"، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص 224..

إصداراتها قبل هذه الإصلاحات مما خلق عدم توازن بين العرض و الطلب. حسب النشرة الفصلية لصندوق النقد الدولي لسنة 2019 فان عدد الشركات المدرجة في السوق هو 75 أما القيمة السوقية فتقدر ب 57.45 مليار دولار.[1]

الاطار التنظيمي لسوق الاوراق المالية المغربية: تتكون سوق البورصة في المغرب من الاطراف الرئيسية التالية:

- ✓ بورصة دار البيضاء المكلفة بتنظيم و تسيير السوق.
- ✓ شركات البورصة المكلفة بالاستثمار لصالحها او لحساب العملاء كما تقدم المشورة و التوجيه في اعداد الوثائق الازمة للاستثمار في البورصة.
- ✓ مجلس اخلاقيات المهنة للقيم المنقولة و المكلفة بالمهام التالية :
  - حماية ادخار المستثمر في البورصة.
  - مراقبة مدى احترام الاجراءات القانونية و التشريعية في السوق المالي
- ✓ المؤتمن المركزي هي شركة مكلف بفتح حسابات جارية للأوراق المالية لصالح المنضمين اليها و مهامها يتركز في:
  - تسهيل و ادارة تداول القيم المنقولة.
  - وضع الاجراءات المتعلقة بالقيم المنقولة.
  - التحقق من التوازنات الحسابية و الرقابة عليها.[2]

3. سوق تونس المالي:

نشأت بورصة تونس سنة 1969 كسوق منظم وكجهة رقابية و تنفيذية في أن واحد. و قد إحداثها مع بداية وضع أسس نظام اقتصادي يعتمد علي آليات السوق.

ورغم عراقتها فإن البورصة لم تتمكن من القيام بدور فعال في تمويل الاقتصاد نتيجة ضعف الادخار طويل المدى و الاعتماد على التمويل البنكي مما جعل البورصة عبارة على مكتب لتسجيل العمليات أكثر منه تعكس أداء الاقتصاد. و لم تتعدى رسملة السوق في تلك الفترة 1% من الناتج المحلي الإجمالي.

و بدأت أولي إصلاحات السوق سنة 1988 بهدف وضع إطار تشريعي و تقني حديث يساهم في تمويل أفضل للاقتصاد.

و في سنة 1944 تم القيام بإصلاح جوهري يهدف إلي إعادة تنظيم السوق المالية وفقا المعايير الدولية من خلال إصدار القانون المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية يفصل بين مهام التسيير ورقابة السوق. [3]

حسب النشرة الفصلية لصندوق النقد الدولي لسنة 2019 فان عدد الشركات المدرجة في السوق هو 81 أما القيمة السوقية فتقدر ب 9.09 مليار دولار.[4]

---

[1] خليفة الشوشان، غسان ابو مويس، مرجع سبق ذكره، ص 51.

[2] رشيد هولي، "مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس و الجزائر و المغرب"، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم التسيير، فرع ادارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011/201، ص 18، 23، 24.

[3] أحمد نصير، يونس زين، "دراسة تحليلية لأداء و تنظيم الأسواق المالية و الناشئة في الدول العربية " السوق المالي تونس و السوق المالي الناشئ عمان"، مجلة الزيادة لاقتصاديات الأعمال 3، العدد 05، 2017، جامعة الوادي، 2017، ص 50 - 51.

[4] خليفة الشوشان، غسان ابو مويس، مرجع سابق الذكر، ص 25.

المتدخلين في السوق المالية التونسية: تضم البورصة كمتدخلين كل من:

- ✓ شركات وساطة تتولى نشاط تبادل السندات في البورصة.
- ✓ هيئة السوق المالية تسهر على حماية المستثمرين و حسن سير اسواق البورصة.
- ✓ الشركة التونسية بين المهنيين للمقاصة وإيداع الاوراق المالية:تؤمن عملية الدفع مقابل تسليم السندات.
- ✓ صندوق ضمان عمليات السوق تؤمن انهاء عمليات التداول بين الوسطاء.
- ✓ صندوق ضمان المتعاملين في سوق الاوراق و الادوات المالية بغية تغطية المخاطر غير تجارية.

أهمية السوق المالية التونسية بالنسبة للنشاط الاقتصادي: تعتبر البورصة وسيلة فعالة ل:

- ✓ تعبئة المدخرات المحلية و الاجنبية.
- ✓ استثمار الموارد الفائضة و تعزيز قيمة الشركات المدرجة.
- ✓ توسيع العمل الاستثماري و تعميمه.
- ✓ ضمان الاستدامة للشركات و الارتقاء بسمعتها.[1]

4. سوق عمان المالي:

نشأ مع بداية العقد الرابع من القرن العشرين تم تأسيس عدد من الشركات كالبنك العربي 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن، تلته شركة الكهرباء الأردنية 1938 و شركة مصانع الإسمنت الأردنية 1951 و كانت عملية تداول الأسهم تتم عبر أماكن متعددة و غير متخصصة نظرا لغياب السوق النظامي مما دعا الحكومة إلى التفكير في إنشاء سوق نظامية للأوراق المالية و بالتعاون مع عدد من المؤسسات الدولية قام البنك المركزي بإجراء عدة دراسات جدوى لتأكد الخطط الاقتصادية على أهمية السوق المالي في التنمية و التعزيز دور القطاع الخاص في الاقتصاد الوطني. بالتالي تأسس سوق عمان المالي بموجب قانون رقم 31 لعام 1976 و انبثقت بالتالي شخصية السوق الاعتبارية المستقلة ماليا و إداريا بالإضافة إلى لجنة الإدارة المكونة بعضوية القطاع الخاص و ممثلين عن الحكومة لتباشر عملها بتاريخ 16-03-1977، لكن السوق لم يباشر عمله الفعلي إلا في بداية عام 1978 بهدف تنمية المدخرات الوطنية و توجيهها للاستثمار في السوق المالي و خدمة الاقتصاد الوطني ولغرض الرقابة على حركة تداول الأوراق المالية و تنظيمها بما يخدم مصلحة الوطن و المواطن.[2] حسب النشرة الفصلية لصندوق النقد الدولي لسنة 2019 فان عدد الشركات المدرجة في السوق هو 193 أما القيمة السوقية فتقدر ب 21.77 مليار دولار.[3]

[1] شقبقب عيسى، ازغار يحي، "محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الازمة المالية العالمية"، المجلة الجزائرية للعولمة و السياسات الاقتصادية، العدد 07، 2016، ص 54، 59.

[2] أيمن الشهاب، "اختبار قدرة تسعير الراجحة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة بالتطبيق على سوق عمان للأوراق المالية و إمكانية الاستفادة منها في سوريا"، قسم ادارة أعمال، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، 2015، ص 157،156.

[3] خليفة الشوشان، غسان ابو مويس، مرجع سبق ذكره، ص 17.

الجدول (3-1): أسواق عينة الدراسة

السوق المدروس	فترة الدراسة	عدد المشاهدات
مصر	2019/05/29-2015/04/29	997
المغرب	2019/05/29-2015/04/29	1015
تونس	2019/05/29-2015/04/29	1021
عمان	2019/05/29-2015/04/29	1013

المصدر: من اعداد الباحثتين.

المطلب الثاني: التحليل الاحصائي للبيانات

1. فترة الدراسة و مصادر جمع البيانات:

من المبادئ الأساسية المعروفة في الدراسات القياسية هو أن تكون فترة الدراسة موحدة لجميع المتغيرات من حيث بدايتها ونهايتها، لذا تم الاعتماد على البيانات اليومية للفترة الممتدة من أفريل 2015 الى غاية ماي 2019، أي الفترة المقدرة ب 5 سنوات.

تم جمع كل البيانات اليومية المتعلقة بمؤشرات الأسواق الأربعة مصر، عمان، المغرب و تونس من الموقع الرسمي Investing.Com.

2. الاحصاء الوصفي لعوائد مؤشرات اسواق العينة المدروسة:

يمثل الجدول التالي الاحصاء الوصفي لعوائد مؤشرات الاسواق الاربعة و يتضمن عدد المشاهدات (N)، قيم المتوسط (Mean)، الوسيط (Median)، أعلى قيمة للعوائد (Maximum) و أدنى قيمة لها (Minimum)، الانحراف المعياري (Std.Deviation)، الالتواء(Skewness) و التفلطح (Kurtosis).

الجدول (3-2): الاحصاء الوصفي لعوائد مؤشرات أسواق العينة

	Returns of EXG	**Returns of MASI**	**Returns of TUNINDEX**	**Returns of SE**
N	997	1015	1021	1013
Mean	0.000606	0.000125	0.000245	0.000149
Median	0.000800	0.000200	0.000100	-0.000200
Maximum	0.067000	0.033500	0.027100	0.019400
Minimum	-0.056000	-0.020700	-0.029600	-0.019400
Std.Deviation	0.013207	0.005810	0.004426	0.004080
Skewness	-0.033965	0.528607	0.240677	0.104995
Kurtosis	6.279412	6.852219	8.588369	5.936245

المصدر: من اعداد الباحثتين اعتمادا على برنامج **(Eviews)**.

ملاحظة: EXG مؤشر سوق مصر، MASI مؤشر سوق المغرب، TUNINDEX مؤشر سوق تونس، SE مؤشر سوق عمان.

المطلب الثالث: تحليل نتائج الاحصاء الوصفي

نلاحظ من الجدول:

وجود متوسط العوائد **(Mean)** موجب في جميع اسواق العينة حيث أعلى قيمة له في سوق مصر للأسواق المالية، احتل السوق التونسي المركز الثاني من حيث ارتفاع قيمة العوائد يليه السوق عمان بينما أقل قيمة كانت في سوق المغرب المالي.

كما نلاحظ أن قيمة الوسيط **(Median)** التي تشير الى اعتدال توزع العوائد و انخفاض التذبذب كلما اقتربت قيمتها من قيمة المتوسط تشير الى أن العوائد في الاسواق التالية: تونس، المغرب و عمان تبتعد عن قيم المتوسط بينما تقترب هذه القيمة من المتوسط في سوق مصر و هو ما يدل على وجود اعتدال أكبر في توزع العوائد مقارنة بالأسواق الاخرى.

كما سجل سوق مصر أعلى قيمة للعوائد و ادنى قيمة لها خلال فترة الدراسة ، حيث ان ارتفاع الفرق بين أعلى قيمة و أدناها للمتغير و البعيدة عن قيم المتوسط يدل على وجود تذبذب في العوائد.

تشير قيم الانحراف المعياري **(Std.Deviation)** الى مقدار الخطر المرفق للاستثمار في الأسواق محل الدراسة، حيث أعلى قيمة له في سوق مصر من بعده سوق المغرب ثم تونس و أخيرا سوق عمان المالي.

تدل قيم الالتواء **(Skewness)** الموجبة على وجود التواء موجب أما السالبة فتدل على التواء سالب في منحنى توزع العوائد، فنلاحظ من الجدول وجود التواء موجب في كل من السوق المالية للمغرب ،تونس و عمان و الذي يدل على وجود قيم شاذة موجبة كبيرة في هذه الأسواق على عكس سوق مصر حيث هناك قيم شاذة سالبة كبيرة في العوائد.

يدل ارتفاع قيم التفلطح **(Kurtosis)** على احتمالية عالية في الانحراف كبيرعن متوسط العوائد و الذي غالبا ما ينظر له على أنه يمثل خطرا على المستثمرين مما هو عليه الحال في استثمار له قيم تفلطح منخفضة.

المبحث الثاني: اختبار كفاءة الاسواق المالية من حيث الصيغة الضعيفة

المطلب الأول: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لعوائد مؤشرات الاسواق العربية

لاختبار مدى استقرارية السلاسل الزمنية هناك مجموعة من الاختبارات من بينها اختبار "ديكي فيلر الموسع" (ADF) (Augmented Dickey-Fuller) و "فيليبس بيرون" (Phillips-Perron) (PP) و اختبار(Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin) (KPSS).

- **<u>اختبار ADF و PP</u>:** يعتمد كلا الاختبارين على ثلاثة نماذج وهي: نموذج بدون ثابت و بدون اتجاه عام، نموذج بوجود ثابت و بدون اتجاه عام و نموذج بوجود ثابت و اتجاه عام، كما يعتمدا على احصائية T لمعامل الانحدار الذاتي من اجل اختبار الفرضيات التالية:

الفرضية الصفرية: سلسلة العوائد غير ساكنة وتحتوي على جذر وحدوي.

الفرضية البديلة: سلسلة العوائد ساكنة ومستقرة و لا تحتوي على جذر وحدوي.

و في حالة تم رفض الفرضية الصفرية و قبول الفرضية البديلة فان سلسلة العوائد ساكنة مما يدل على أن السلسلة الزمنية لاتتبع سير عشوائي أي أن السوق غير كفء على المستوى الضعيف.

- **اختبار KPSS:** يعتمد على احصائية T في الفرضيات التالية:

الفرضية الصفرية: سلسلة العوائد ساكنة و مستقرة ولا تحتوي على جذر وحدوي.

الفرضية البديلة: سلسلة العوائد غير ساكنة، غير مستقرة و تحتوي على جذر وحدوي. بالتالي هذا الاختبار هو عكس الاختبارين السابقين.

في هذه الدراسة تم الاعتماد على الاختبارات الثلاث مع نموذج ثابت و باتجاه (Trend and intrcept) من اجل اختبار الاستقرارية (Stationality) للسلاسل الزمنية المستعان بها في الدراسة اي اختبار فرضية وجود الجذر الوحدوي. الجدول التالي يوضح نتائج الاختبارات الثلاث:

الجدول (3-3): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للأسواق عينة الدراسة

Tests	القيمة الحرجة	Returns of EXG	Returns of MASI	Returns of TUNINDEX	Returns of SE
Dickey-Fuller	-3.41	-24.82045	-26.64198	-26.51268	-26.99727
Phillips-Perron	-3.41	-24.82256	-26.61710	-27.27341	-26.87214
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin	0.14	0.151161	0.175380	0.194381	0.057350

المصدر: من اعداد الباحثتين اعتمادا على برنامج **(Eviews)**.

تحليل نتائج الجدول:

1. **بالنسبة للسوق المالي المصري:**

- **اختبار ADF:** لدينا القيمة المحسوبة (24.82-) أصغر من القيمة المجدولة (3.41-) عند مستوى معنوي (5%)، نقبل الفرضية Ho و نرفض H1 أي وجود جذر وحدوي و بالتالي السلسلة الزمنية لعوائد مؤشر السوق المالي غير مستقرة.
- **اختبار PP:** لدينا القيمة المحسوبة (24.82-) أصغر من القيمة المجدولة (3.41-) عند مستوى معنوي (5%)، نقبل الفرضية Ho و نرفض H1 أي وجود جذر وحدوي و بالتالي السلسلة الزمنية لعوائد مؤشر السوق المالي غير مستقرة.
- **اختبار KPSS:** لدينا القيمة المحسوبة (0.15) أكبر من القيمة المجدولة (0.14) عند مستوى معنوي (5%)، نقبل الفرضية Ho ونرفض H1 أي عدم وجود جذر وحدوي بالتالي السلسلة الزمنية لعوائد مؤشر السوق المالي مستقرة.

نتيجة: حسب الاختبارات الثلاث السوق المالي المصري كفء عند المستوى الضعيف.

2. بالنسبة للسوق المالي المغربي:

- **اختبار ADF:** لدينا القيمة المحسوبة (26.64-) أصغر من القيمة المجدولة (3.41-) عند مستوى معنوي (5%)، نقبل الفرضية Ho و نرفض H1 أي وجود جذر وحدوي و بالتالي السلسلة الزمنية لعوائد مؤشر السوق المالي المغربي غير مستقرة.
- **اختبار PP:** لدينا القيمة المحسوبة (26.61-) أصغر من القيمة المجدولة (3.41-) عند مستوى معنوي (5%)،نقبل الفرضية Ho ونرفض H1 أي وجود جذر وحدوي و بالتالي السلسلة الزمنية لعوائد مؤشر السوق المالي غير مستقرة.
- **اختبار KPSS:** لدينا القيمة المحسوبة (0.17) أكبر من القيمة المجدولة (0.14) عند مستوى معنوي (5%)، نقبل الفرضية Ho و نرفض H1 أي عدم وجود جذر وحدوي و بالتالي السلسلة الزمنية لعوائد مؤشر السوق المالي مستقرة.

نتيجة: حسب الاختبارات الثلاث السوق المالي المغربي كفء عند المستوى الضعيف.

3. بالنسبة للسوق تونس المالي:

- **اختبار ADF:** لدينا القيمة المحسوبة (51 .26-) أصغر من القيمة المجدولة (3.41-) عند مستوى معنوي (5%)، نقبل الفرضية Ho و نرفض H1 أي وجود جذر وحدوي و بالتالي السلسلة الزمنية لعوائد مؤشر سوق تونس المالي غير مستقرة.
- **اختبار PP:** لدينا القيمة المحسوبة (27.27-) أصغر من القيمة المجدولة (3.41-) عند مستوى معنوي (5%)، نقبل الفرضية Ho و نرفض H1 أي وجود جذر وحدوي و بالتالي السلسلة الزمنية لعوائد مؤشر سوق تونس المالي غير مستقرة.
- **اختبار KPSS:** لدينا القيمة المحسوبة (0.19) أكبر من القيمة المجدولة (0.14) عند مستوى معنوي (5%)، نقبل الفرضية Ho و نرفض H1 أي عدم وجود جذر وحدوي و بالتالي السلسلة الزمنية لعوائد مؤشر السوق المالي مستقرة.

نتيجة: حسب الاختبارات الثلاث السوق المالي التونسي كفء عند المستوى الضعيف.

4. بالنسبة للسوق عمان المالي:

- **اختبار ADF:** لدينا القيمة المحسوبة (99 .26-) أصغر من القيمة المجدولة (3.41-) عند مستوى معنوي (5%)، نقبل الفرضية Ho و نرفض H1 أي وجود جذر وحدوي و بالتالي السلسلة الزمنية لعوائد مؤشر سوق عمان المالي غير مستقرة.
- **اختبارPP:** لدينا القيمة المحسوبة (26.87-) أصغر من القيمة المجدولة (3.41-) عند مستوى معنوي (5%)، نقبل الفرضية Ho ونرفض H1 أي وجود جذر وحدوي و بالتالي السلسلة الزمنية لعوائد مؤشر السوق المالي غير مستقرة.
- **اختبار KPSS:** لدينا القيمة المحسوبة (0.05) أصغر من القيمة المجدولة (0.14) عند مستوى معنوي (5%)، نرفض الفرضية Ho و نقبل H1 أي وجود جذر وحدوي و بالتالي السلسلة الزمنية لعوائد مؤشر السوق المالي غير مستقرة.

نتيجة: حسب الاختبارات الثلاث السوق عمان المالي كفء عند المستوى الضعيف.

النتيجة العامة: حسب نتائج الاختبارات يمكن القول أن الاسواق المالية العربية محل الدراسة هي أسواق تتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف.

في دراسة سابقة لحسين جديدن (2013) تم تقييم السوق المالي لمصر، المغرب و عمان من حيث الصيغة الضعيفة عن طريق اختبارات ADF و PP انطلاقا من المعطيات اليومية لأسعار ثلاثة أسهم لقطاعات مختلفة لتبين النتائج النهائية عدم استقرارية السلاسل الزمنية و بالتالي عدم فعالية الاسواق العربية و هذا ما يتوافق و نتائج الدراسة الخاصة بنا.

في دراسة أخرى للباحثة Mona Kamel (2014) انطلاقا من البيانات اليومية الخاصة بمؤشرات الاسعار الرئيسية باستخدام اختبارات ADF و PP أظهرت النتائج النهائية للاختبارين عدم استقرارية السلاسل الزمنية و هذا ما يتوافق مع نتائج الدراسة الخاصة بنا.

المطلب الثاني: اختبار أثر شهر رمضان على عوائد مؤشرات الاسواق العربية

لاختبار اثر شهر رمضان في سلسلة عوائد مؤشرات الاسواق لدول عينة الدراسة (مصر، المغرب، تونس وعمان) للفترة الممتدة من 29-04-2015 الى غاية 29-05-2019، قمنا بتقسيم السلسلة الزمنية الى سلسلتين جديدتين حيث السلسلة الأولى تشمل على البيانات اليومية لعوائد مؤشرات الاسواق الخاصة بشهر رمضان فقط أما السلسلة الثانية فتتضمن البيانات اليومية لعوائد مؤشرات الاسواق لبقية أشهر السنة. تم جمع تواريخ الشهر الفضيل من الموقع الالكتروني www.myandroiddawn.com الجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول (3-4): تواريخ شهر رمضان في الاسواق محل الدراسة

	التواريخ				
	2015	2016	2017	2018	2019
مصر	07/16-06/18	07/05-06/06	06/24-05/27	06/14-05/16	06/03-05/06
المغرب	07/17/06-19	07/06-06/07	06/24-05/27	06/15-05/17	06/04-05/07
تونس	06/17-06/19	07/05-06/06	06/24-05/27	06/14-05/16	06/03-05/06
عمان	07/16-06/18	07/05-06/06	06/24-05/27	06/14-05/16	06/03-05/06

المصدر: من اعداد الباحثتين اعتمادا على www.myandroiddawn.com.

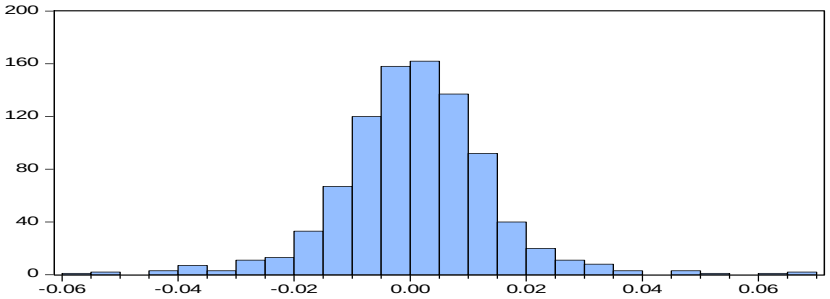
أ) **سوق مصر المالي:**

- **نتائج اختبار Jarque-Bera:**

1) **نتائج اختبار باقي أشهر السنة :**

يوضح الشكل التالي التحليل الوصفي للمتغير المتمثل في عوائد مؤشرات السوق خلال باقي أشهر السنة

الشكل (3-1):نتائج اختبار Jarque -Bera:



Series: RETURNS
Sample 4/29/2015 5/05/2019
Observations 898

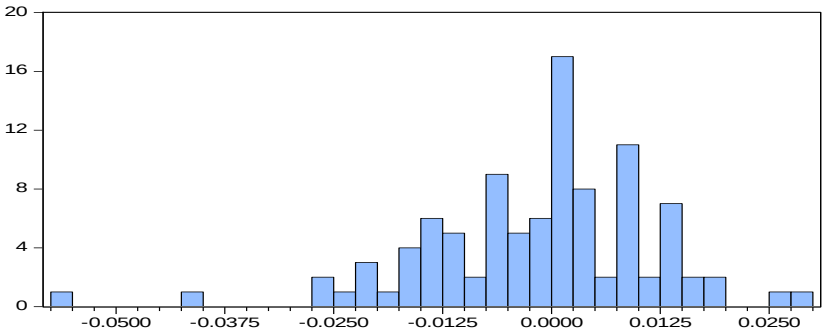
Mean	0.000858
Median	0.000800
Maximum	0.067000
Minimum	-0.056000
Std. Dev.	0.013215
Skewness	0.131578
Kurtosis	6.305531
Jarque-Bera	411.4258
Probability	0.000000

نلاحظ من الشكل أعلاه أن متوسط العوائد يقدر ب 0.00085، احتمالية Jarque-Bera تساوي 0.00 هي أصغر من 0.05 و بالتالي السلسلة لا تتبع توزيع طبيعي.

2) نتائج اختبار شهر رمضان:

يوضح الشكل التالي التحليل الوصفي للمتغير المتمثل في عوائد مؤشرات خلال شهر رمضان

الشكل (3-2):نتائج اختبار Jarque-Bera:



Series: RETURNS
Sample 6/18/2015 5/29/2019
Observations 99

Mean	-0.001684
Median	0.000500
Maximum	0.028800
Minimum	-0.055400
Std. Dev.	0.012983
Skewness	-0.929204
Kurtosis	5.495865
Jarque-Bera	39.94247
Probability	0.000000

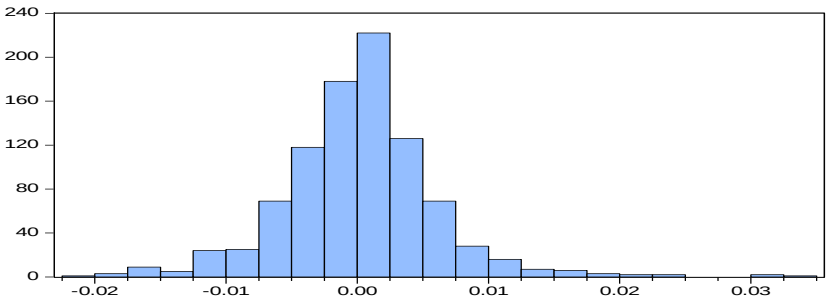
نلاحظ من الشكل أعلاه متوسط العوائد يقدر ب 0.0016- هي الاصغر مقارنة بعوائد باقي الأشهر كما أن احتمالية Jarque -Bera تساوي 0.00 أصغر من 0.05 و بالتالي السلسلة لا تتبع توزيع طبيعي.

ب) سوق المغرب المالي:

1. نتائج اختبار باقي أشهر السنة:

يوضح الشكل التالي التحليل الوصفي للمتغير المتمثل في عوائد مؤشرات السوق خلال باقي أشهر السنة

الشكل (3-3):نتائج اختبار Jarque-Bera:



Series: RETURNS
Sample 4/29/2015 5/06/2019
Observations 916

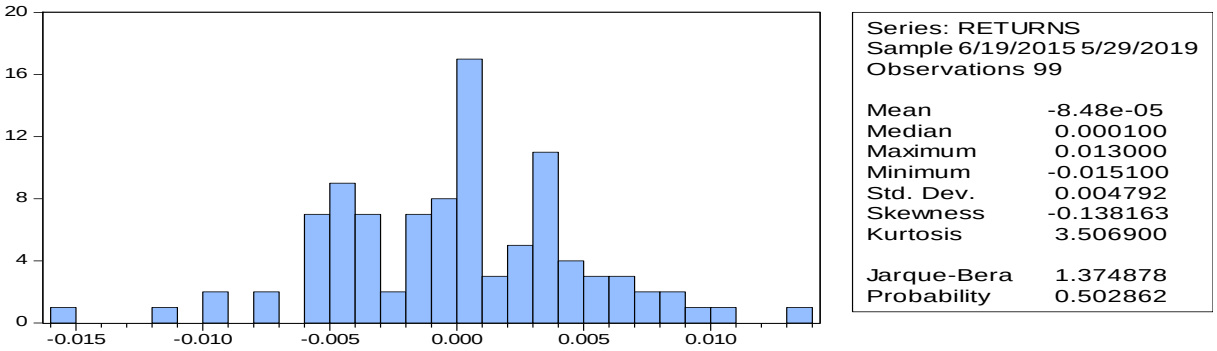
Mean	0.000148
Median	0.000200
Maximum	0.033500
Minimum	-0.020700
Std. Dev.	0.005912
Skewness	0.560042
Kurtosis	6.915772
Jarque-Bera	633.1033
Probability	0.000000

نلاحظ من الشكل أعلاه أن متوسط العوائد يقدر ب 0.00014 ، احتمالية Jarque-Bera تساوي 0.00 و هي أصغر من 0.05 و بالتالي السلسلة لا تتبع توزيع طبيعي.

2. نتائج اختبار شهر رمضان:

يوضح الشكل التالي التحليل الوصفي للمتغير المتمثل في عوائد مؤشرات خلال شهر رمضان

الشكل (3-4):نتائج اختبار Jarque-Bera:



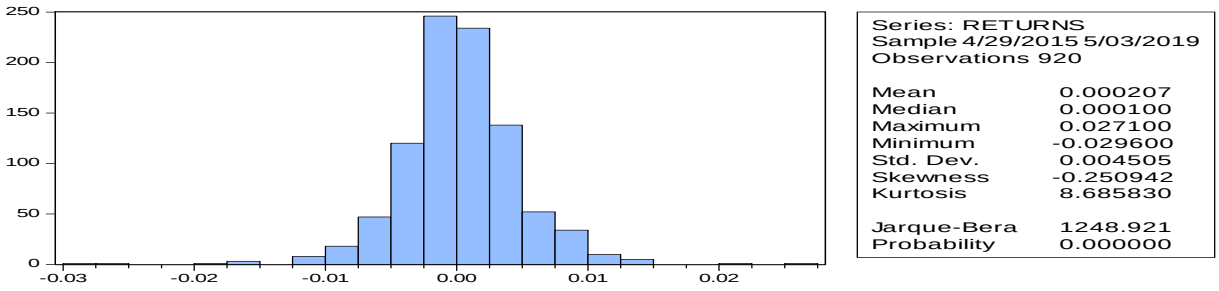
نلاحظ من الشكل أعلاه أن متوسط العوائد يقدر ب 8.48- هي الاصغر مقارنة بعوائد باقي الأشهر كما أن احتمالية Jarque-Bera تساوي 0.50 أكبر من 0.05 و بالتالي السلسلة تتبع توزيع طبيعي.

ت) سوق تونس المالي:

1. نتائج اختبار باقي أشهر السنة :

يوضح الشكل التالي التحليل الوصفي للمتغير المتمثل في عوائد مؤشرات السوق خلال باقي أشهر السنة

الشكل (3-5):نتائج اختبار Jarque-Bera:

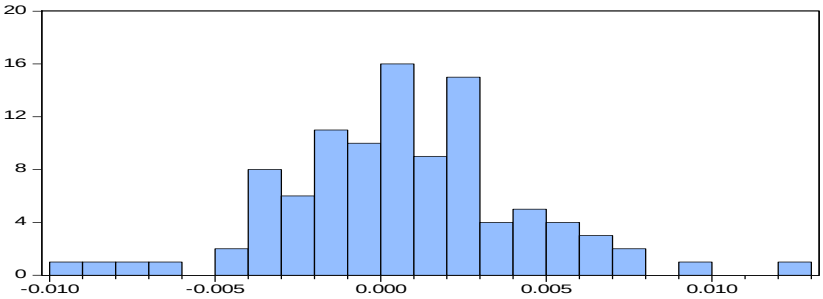


نلاحظ من الشكل أعلاه أن متوسط العوائد يقدر ب 0.00020، احتمالية Jaque-Bera تساوي 0.00 هي أصغر من 0.05 و بالتالي السلسلة لا تتبع توزيع طبيعي.

2. نتائج اختبار شهر رمضان:

يوضح الشكل التالي التحليل الوصفي للمتغير المتمثل في عوائد مؤشرات خلال شهر رمضان للفترة المدروسة.

الشكل (3-6):نتائج اختبار Jarque-Bera:



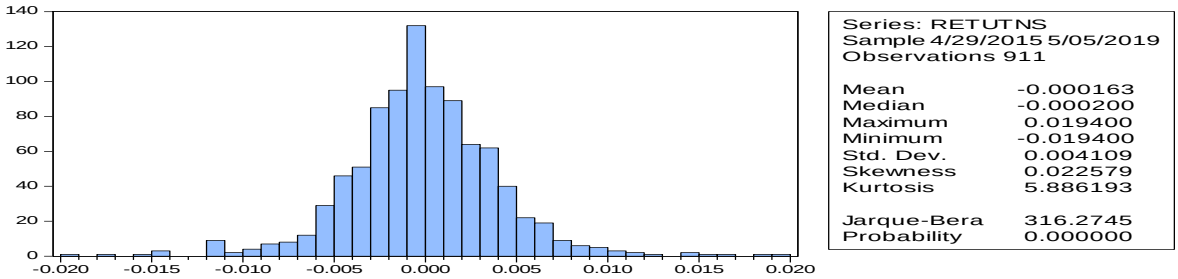
نلاحظ من الشكل أعلاه أن متوسط العوائد يقدر ب 0.00058 هي الاكبر مقارنة بعوائد باقي الأشهر كما أن احتمالية Jaque-Bera تساوي 0.09 أكبر من 0.05 و بالتالي السلسلة تتبع توزيع طبيعي.

ث) سوق عمان المالي للفترة:

1. نتائج اختبار باقي أشهر السنة:

يوضح الشكل التالي التحليل الوصفي للمتغير المتمثل في عوائد مؤشرات السوق خلال باقي أشهر السنة للفترة المدروسة.

الشكل (3-7):نتائج اختبار Jarque-Bera:

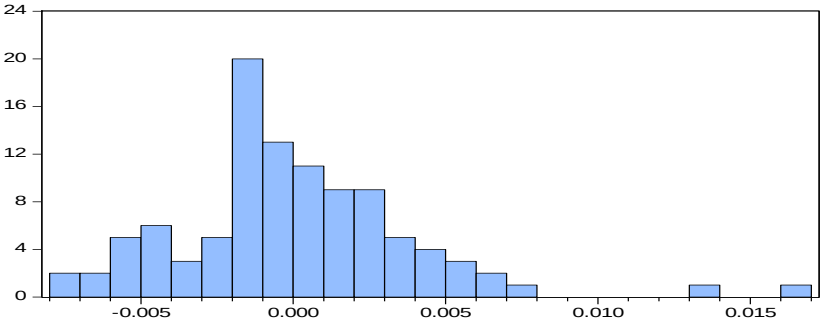


نلاحظ من الشكل أعلاه أن متوسط العوائد يقدر ب 0.00016- ، احتمالية Jarque-Bera تساوي 0.00 هي أصغر من 0.05 و بالتالي السلسلة لا تتبع توزيع طبيعي.

2. نتائج اختبار شهر رمضان:

يوضح الشكل التالي التحليل الوصفي للمتغير المتمثل في عوائد مؤشرات خلال شهر رمضان للفترة المدروسة.

الشكل (3-8):نتائج اختبار Jarque-Bera:



نلاحظ من الشكل أعلاه أن أعلى قيمة للعوائد تقدر ب 1.57- هي الاصغر مقارنة بعوائد باقي الأشهر كما أن احتمالية Jarque-Bera تساوي 0.00 أصغر من 0.05 و بالتالي السلسلة لا تتبع توزيع طبيعي.

نتيجة: نلاحظ هناك فرق في متوسط عوائد مؤشرات الأسواق المالية التالية: مصر، ،عمان حيث سجل أعلى متوسط خلال باقي أشهر السنة في ثلاثة على عكس نتيجة سوق تونس المالي و سوق المغرب التي لوحظ من خلالهما وجود ارتفاع طفيف للعوائد خلال شهر رمضان مقارنة بباقي الأشهر. كما نلاحظ لنستنتج في الاخير عدم وجود تأثير لشهر رمضان مفسرين ذلك بضعف نشاط المستثمرين خلاله رغم انه يعتبر فرصة لا تعوض لهم من أجل تحقيق أرباح غير طبيعية.

تبقى هذه النتيجة أولية و لتأكد من صحتها أو نفيها نقوم بالاختبارات التالية: اختبار أثر تجانس تباين خطأ البواقي ARCH Test و اختبار نموذج الانحدار الذاتي العام للتباين الشرطي غير ثابت GARCH.

- **نتائج اختبار ARCH و GARCH للأسواق محل الدراسة:**

الجدول (3-5): نتائج اختبار ARCH

	Confficient	Std.Error	T – Statistic	Prob
Returns of EXG	**0.04058**	**0.101996**	**0.393727**	**0.6947**
Returns of MASI	**0.028657**	**0.102031**	**0.280864**	**0.7794**
Returns of TUNINDEX	**0.172403**	**0.099928**	**1.725534**	**0.0877**
Returns of SE	**0.000647**	**0.100501**	**0.006441**	**0.9949**

المصدر: من اعداد الباحثتين اعتمادا على برنامج **(Eviews)**.

تحليل نتائج الجدول:

نلاحظ من الجدول عدم وجود أثر شهر رمضان على مؤشرات الاسواق المالية العربية لدول الأربعة (مصر، المغرب، تونس و عمان). حيث احتمالية العوائد (0.69، 0.77، 0.08، 0.99) أكبر من 0.05 و بالتالي ليس له دلالة احصائية.

الجدول (3-6): نتائج اختبار GARCH:

	Confficient	Std.Error	Z – Statistic	Prob
Returns of EXG	**-0.001106**	**-0.000853**	**-1.296556**	**0.1946**
Returns of MASI	**0.000138**	**0.000651**	**0.250114**	**0.8025**
Returns of TUNINDEX	**1.12E-50**	**0.000241**	**.0.046658**	**0.9628**
Returns of SE	**-0.000146**	**0.000392**	**-0.371786**	**0.7101**

المصدر: من اعداد الباحثتين اعتمادا على برنامج **(Eviews)**.

تحليل نتائج الجدول:

نلاحظ من الجدول عدم وجود أثر شهر رمضان على مؤشرات الاسواق المالية العربية لدول الأربعة (مصر، المغرب، تونس و عمان). حيث احتمالية العوائد (0.19، 0.80، 0.96، 0.71) أكبر من 0.05 و بالتالي ليس له دلالة احصائية.

نتيجة عامة: حسب الاختبارين السابقة (GARCH &ARCH) تبين عدم وجود أثر شهر رمضان في الاسواق العربية لذلك لا يمكن اعتباره عامل موسمي مؤثر على نفسية المستثمرين و الذي من شأنه أن يمثل فرص لجني ارباح غير عادية يمكن استغلالها في الاسواق المالية.

في دراسة سابقة Azwar Sonjaya And Imam Wahydi (2016) تبين وجود أثر شهر رمضان في الاسواق العربية (المغرب، تونس، عمان) و هذا ما يخالف نتائج الدراسة الخاصة بنا و قد يعود السبب الى اختلاف المعطيات ،الاختبارات المستخدمة أو الى الفترة الزمنية الخاصة بالدراسة.

في دراسة سابقة Osamah Al Khazali (2017) أظهرت النتائج عدم وجود أثر شهر رمضان في الاسواق العربية (مصر، تونس، عمان) و هذا ما يأكد نتائج الدراسة الخاصة بنا.

المطلب الثالث: اختبار أثر يوم في الاسبوع على عوائد مؤشرات الاسواق العربية

لاختبار اثر يوم من الاسبوع نقوم بحساب متوسط العوائد لمؤشرات الاسواق لدول عينة الدراسة (مصر، المغرب، تونس وعمان) للفترة الممتدة من 29-04-2015 الى غاية 29-05-2019 تمثلت النتائج فيما يلي:

- **نتائج اختبارالاحصاء الوصفي:**

الجدول (3-7): متوسط عوائد مؤشرات الاسواق العربية

	Returns of EXG	Returns of MASI	Returns of TUNINDEX	Returns of SE
Day	Mean	Mean	Mean	Mean
Monday	0.197593	0.198030	0.196866	0.199408
Tuesday	0.202608	0.200000	0.197845	0.199408
Wednesday	0.205617	0.204926	0.201763	0.205331
Thursday	0.197593	0.201970	0.201763	0.196446

المصدر: من اعداد الباحثتين اعتمادا على برنامج **(Eviews)**.

تحليل نتائج الجدول:

- نلاحظ من نتائج الجدول أعلاه أن أعلى متوسط لعوائد مؤشر السوق المالي المصري يصادف يوم "الأربعاء" بينما سجل أدنى متوسط يوم "الاثنين"و "الخميس".
- كما نلاحظ أن أعلى متوسط لعوائد مؤشر السوق المالي المغربي يصادف يوم "الأربعاء" بينما سجل أدنى متوسط يوم "الاثنين".
- كما نلاحظ أن أعلى متوسط لعوائد مؤشر سوق تونس المالي يصادف يوم "الأربعاء"، "الخميس"و بينما سجل أدنى متوسط يوم "الاثنين".
- كما نلاحظ أن أعلى متوسط لعوائد مؤشر سوق عمان المالي يصادف يوم "الأربعاء" بينما سجل أدنى متوسط يوم "الخميس".

نتيجة عامة: بعد ملاحظة التقلب الطفيف في متوسط عوائد مؤشرات الاسواق المالية لعينة الدراسة، حيث حققت جميع المؤشرات أعلى عائد لها يوم الاربعاء و أدنى عائد يومي الاثنين و الخميس،هذا ما يفسر وجود أثر يوم في الاسبوع فإذا قام المستثمر بانتهاز الفرصة أي يقوم بعملية الشراء يوم الاثنين مثلا و البيع يوم الاربعاء فانه سيحقق بذلك أرباحا غير عادية.

تبقى هذه النتيجة أولية و لتأكد من صحتها أو نفيها نقوم بالاختبارات التالية: اختبار أثر تجانس تباين خطأ البواقي ARCH Test و اختبار نموذج الانحدار الذاتي العام للتباين الشرطي غير ثابت GARCH.

- **نتائج اختبار ARCH و GARCH للأسواق محل الدراسة:**

الجدول (3-8):اختبار أثر تجانس تباين خطأ البواقي ARCH Test:

	Confficient	Std.Error	T –Statistic	Prob
Returns of EXG	0.160121	0.031308	5.114319	0
Returns of MASI	0.359588	0.029332	12.25921	0
Returns of TUNINDEX	0.386535	0.028909	13.37085	0
Returns of SE	0.202237	0.030817	6.562507	0

المصدر: من اعداد الباحثتين اعتمادا على برنامج **(Eviews)**.

تحليل نتائج الجدول:

نلاحظ من الجدول وجود لأثر أيام الاسبوع على عوائد مؤشرات الأسواق المالية العربية (مصر،المغرب، تونس و عمان) حيث أن احتمالية العوائد تساوي 0 هي أصغر من 0.05 و بالتالي له دلالة احصائية.

الجدول (3-9):اختبار نموذج الانحدار الذاتي العام للتباين الشرطي غير ثابت GARCH:

Prob	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday
Returns of EXG	0.1734	0.0060	0.0086	0.0011
Returns of MASI	0.0437	0.1694	0.0400	0.2343
Returns of TUNINDEX	0.1841	0.0232	0.0905	0.1058
Returns of SE	0.5111	0.0014	0.0449	0.0001

المصدر: من اعداد الباحثتين اعتمادا على برنامج **(Eviews)**.

تحليل نتائج الجدول:

- نجد من الجدول حسب نموذج GARCH وجود أثر يوم الثلاثاء، الأربعاء و الخميس على عوائد مؤشرات السوق المالي المصري حيث أن احتمالية العوائد تساوي0.006، 0.008، 0.001 هي أصغر من 0.05 و بالتالي له دلالة احصائية.
- نجد من الجدول حسب وجود أثر يوم الاثنين و الأربعاء على عوائد مؤشرات السوق المالي المغربي حيث أن احتمالية العوائد تساوي 0.04 هي أصغر من 0.05 و بالتالي له دلالة احصائية.

- نجد من الجدول حسب وجود أثر يوم الثلاثاء على عوائد مؤشرات السوق المالي التونسي حيث أن احتمالية العوائد تساوي 0.02 هي أصغر من 0.05 و بالتالي له دلالة احصائية.
- نجد من الجدول حسب وجود أثر يوم الثلاثاء،الاربعاء و الخميس على عوائد مؤشرات السوق عمان المالي حيث أن احتمالية العوائد تساوي 0.001، 0.04 ،0.0001 هي أصغر من 0.05 و بالتالي له دلالة احصائية.

نتيجة عامة: حسب الاختبارين السابقة (GARCH &ARCH) تبين وجود أثر يوم من الاسبوع في الاسواق العربية و الذي يختلف من سوق الى اخر لذلك يمكن اعتباره عامل موسمي مؤثر في كفاءة الاسواق المالية و الذي من شأنه أن يمثل فرص لتحقيق أرباح غير عادية يمكن استغلالها.

في دراسة سابقة صباح محمد ديلمي (2013) تبين وجود أثر يوم الاسبوع على كل من العائد والتذبذب في سوق عمان المالي و يظهر هذا الاثر على شكل نمط موسمي وهذا ما يأكد نتائج الدراسة الخاصة بنا.

في دراسة سابقة Sedeaq Nassar (2016) تبين عدم وجود أثر يوم الاسبوع على كل العوائد في سوق مصر المالي و هذا ما يخالف نتائج الدراسة الخاصة بنا و قد يعود السبب الى اختلاف المعطيات و الاختبارات المستخدمة أو الى الفترة الزمنية الخاصة بالدراسة.

خاتمة الفصل

باعتبار السوق المالي مكان لتداول أي بيع و شراء الأصول المالية فانه يخضع لمبادئ و فرضيات نظرية الكفاءة بمختلف مستوياتها لذا معظم الدراسات تهدف للتأكد من تطابق الاطار النظري و واقع الأسواق المالية.

لقد تم من خلال هذه الدراسة أولا التعرف على الأسواق العربية الأربعة هي مصر، المغرب، تونس و عمان ثم تم التحقق من كفاءتها عند المستوى الضعيف عن طريق مجموعة من الاختبارات و هي ADF ,PP و KPSS التي تدرس استقرارية السلاسل الزمنية اعتمادا على برنامج EVIEWS لتبين النتائج المتحصل عليها أن الأسواق المالية المذكورة سابقا تتميز بالكفاءة عند المستوى الضعيف.

ثانيا تم اختبار أثر العوامل الموسمية المتمثلة في كل من أثر شهر رمضان باعتباره شهرا دينيا يؤثر على نفسية المستثمرين لتصبح قراراتهم ايجابية بالإضافة الى اختبار أثر يوم في الاسبوع لتحقق من وجود تأثيرهما تم الاعتماد المقارنة بين متوسط العوائد و أيضا استخدام اختبارين أساسيين و هما: اختبار تجانس تباين خطأ البواقي ARCH و نموذج الانحدار الذاتي العام للتباين الشرطي غير ثابت GARCH لتشير نتائجهما: أولا عدم وجود أثر لشهر رمضان على عوائد مؤشرات الأسواق المالية الأربعة و ثانيا وجود أثر يوم في الاسبوع على عوائد مؤشرات جميع الاسواق المالية العربية.

لنتأكد في الاخير من أن نماذج نظرية المالية السلوكية تمكنت من تفسير التغيرات الموسمية التي طرأت على الأسواق المالية العربية في الآونة الأخيرة.

الخاتمة العامة

في ظل التطورات العالمية و التحرير المالي و اتجاه الاسواق المالية نحو الاندماج و التدويل في ظل العولمة أصبح العالم كله بمثابة سوق المالية واحدة تتلاشى فيها الحدود الجغرافية و السياسية مع زيادة أهمية الأنشطة المالية و في نفس الاطار أدركت الدول العربية أهمية هذه الأسواق لذلك كان من الضروري بناءها على أساس متين من الكفاءة لتحقيق الفعالية المطلوبة من أجل مواكبة التغيرات الحاصلة و التي تكون متباينة بين الدول من حيث التنظيم و طبيعة النشاط.

في ظل هذه الجهود تبقى أغلبية الدول العربية بعيدة و لا تزال في المراحل الأولى من تطوير أسواقها و بلوغ أهدافها. كما يبقى الواقع في السوق المالي مخالف تماما لما نصت عليه نظرية الكفاءة لتكون بذلك عاجزة عن تفسير الظواهر الملاحظة في اونة الأخيرة.

في ظل هذا التناقض الحاصل تمكنت نظرية المالية السلوكية من ايجاد منطق يبرر مختلف التغيرات التي تقوم على أساس المزج بين علم المالية و علم النفس لتثبت أن قرارات الأفراد المالية تتأثر بشكل كبير بسلوكياتهم الناجمة عن حالتهم النفسية و الاجتماعية مقترحة بذلك لكل تغير أو تشوه ملاحظ في السوق المالي تفسيرا رياضيا، منطقيا مناسبا.

من خلال المذكرة حاولنا تسليط الضوء على الاطار النظري لنظرية كفاءة الاسواق المالية و نظرية المالية السلوكية بالإضافة الى أهم العوامل الموسمية المؤثرة في كفاء السوق المالي في الفصل الأول، لنتطرق بعدها من خلال الفصل الثاني الى مختلف الدراسات السابقة لموضوعنا مقسمة الى دراسات خاصة بالدول الاجنبية و دراسات أخرى خاصة بالدول العربية لفترات زمنية مختلفة.

كما حاولنا من خلال الفصل الثالث الذي يشمل الجانب التطبيقي دراسة كفاءة الأسواق المالية التالية: سوق مصر المالي، السوق المغربي، تونس و سوق عمان المالي عند المستوى الضعيف للفترة الممتدة من 2015 الى غاية 2019 و ذلك باستخدام بيانات العوائد اليومية لمختلف مؤشرا الأسواق المذكورة و المتحصلة عليها من الموقع الالكتروني Investing.com و ذلك من خلال اختبار أثر شهر رمضان و أثر يوم في الاسبوع.

أشارت نتائج هذه الدراسة الى:

- ✓ أن الاسواق المالية العربية محل الدراسة في ظل الفترة السابقة(2015-2019) تتمتع بالكفاءة.
- ✓ لا وجود لأثر العامل الموسمي شهر رمضان في الاسواق العربية جميعها.
- ✓ وجود أثر يوم في الاسبوع في الاسواق المالية العربية حسب اختبار تجانس تباين خطأ البواقي ARCH و نموذج الانحدار الذاتي العام للتباين الشرطي غير ثابت GARCH.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

الكتب:

- أزهري الطيب الفكي احمد، "أسواق المال"، دار الجنان للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، المملكة الأردنية الهاشمية،
- سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية"، المعهد العالي للفكر الإسلامي، الطبعة الأولى، القاهرة، 1996.
- منير إبراهيم الهندي، "الأوراق المالية و أسواق المال"، كلية التجارة، جامعة طنطا، دالتا للطباعة، الإسكندرية،2006.

الملتقيات، المقالات و المجلات:

- أحمد عارف عساف، حسن ياسين طعمة، "اثر شهر رمضان المبارك على أداء سوق عمان المالي خلال الفترة 1988-2011"، المجلة الزرقاء للبحوث والدراسات الإنسانية، المجلد الخامس عشر، العدد الثاني ،2015.
- أمين حامد الخليل،"سوق الأوراق المالية و تأثيرها في تحسين الاقتصاد اليمني"، مجلة الأندلس للعلوم الإنسانية و الاجتماعية، المجلد15، العدد14، ابريل- يوليو2017.ص222.
- حسن شاكر الشمري، حيدر حمودي علي، "نظرية المالية كمدخل لإدارة المخاطر الفعالة دراسة استطلاعية لأراء عينة من العاملين في شركات الصناعة العراقية "، مجلة المثني للعلوم الإدارية و الاقتصادية، كلية الإدارة و الاقتصاد، جامعة الكوفة ،المجلد 8، العدد 3، 2018(60-72).
- بن أعمر بن حاسين، لحسين جديدن، محمد بوزيان، "كفاءة الاسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة عمان، تونسو المغرب"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2013.
- خليفة الشوشان، غسان ابو مويس، "أداء أسواق الأوراق المالية"، النشرة الفصلية، قسم تطوير القطاع المالي/ الدائرة الاقتصادية، صندوق النقد العربي، الربع الثاني،2019، العدد 97.
- خيرة الداوي، بولرباح غريب، "علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات"، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية ،عدد7، 31 ديسمبر 2017، ص 159.
- زينة الأحمد، كنان عباس، "اختبار الأثر الشهري على عوائد الأسهم في عينة من الأسواق المالية العربية" ،مجلة جامعة البعث،المجلد 38، العدد 25، 2016.
- ديلمي صباح، مسعودي عبد الكريم، "الآثار الموسمية كإحدى انحرافات الأسواق المالية عن فرضية السوق المالي الكفء اثر شهر السنة على عائد و تذبذب السوق المالي السعودي باستخدام نموذجي AR(n)-Modified EGARCH(p.q)-M AR(n)-Modified EGARCH(p.q)"، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 6، العدد 1، جوان 2018.
- زهير حامد الزيدي، "كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية الواقع و الطموح نظرة تحليلية"، كلية الإدارة و الاقتصاد، جامعة ديالي، مجلة ديالي.

- سامر الرجوب، "اثر رمضان على سوق الأسهم...فرصة ربحية للمتعاملين "، جريدة الرياض، العدد 17165، 23 يونيو2015.
- شقبقب عيسى، ازغار يحي، "محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الازمة المالية العالمية"، المجلة الجزائرية للعولمة و السياسات الاقتصادية، العدد 07، 2016.
- صباح محمد ديلمي، منى ممدوح المولا، "التأثيرات الموسمية على عائد وتذبذب بورصة عمان "،دراسة تطبيقية على المؤشرات القطاعية، المجلة العربية للمحاسبة، المجلد السادس عشر، العدد الأول، يونيو 2013.
- طاهري فاطمة الزهراء،سهام عيساوي، "دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة السوق المالي" ،قدم في الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد الإداري و المالي، بسكرة،2012.
- عبد الرحمان بن سانية، صلاح الدين النعاس، علي بن ضب،"الخلفية النظرية للمالية السلوكية و تحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال" مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد و الإدارة، المجلد 1، العدد2، جوان2017.

المذكرات و الاطروحات:

- أيمن الشهاب، "اختبار قدرة تسعير الراجحة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة بالتطبيق على سوق عمان للأوراق المالية و إمكانية الاستفادة منها في سوريا"، قسم ادارة أعمال، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، 2015.
- الجوزي غنية، "أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مر ودية المؤسسة و تمويل تطورها-دراسة حالة مجمع صيدال-"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع مالية مؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، سنة 2011/ 2012.
- المزيني، عماد الدين محمد، سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها و أفاقها، رسالة ماجستير، جامعة الدول العربية/ معهد البحوث و الدراسات العربية الاقتصادية، القاهرة 2002.
- برارمة ريمة، "اثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية-دراسة حالة باريس و لندن-"، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه للطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية بنوك والتأمينات، جامعة فرحات عباس سطيف 1، 2019/2018.
- بن اعمر بن حاسين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية"، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013/2012.
- بن دحان الياس الأزهر، "دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي دراسة حالة: الدول المشاركة قاعدة بيانات صندوق النقد العربي"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم اقتصادية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013/2012.
- بن زايد مبارك، "تأثير المالية السلوكية على كفاءة الأسواق المالية (دراسة قياسية باستخدام نظرية Chaos)"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2016/2015.

- رشيد هولي، "مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس و الجزائر و المغرب"، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم التسيير، فرع ادارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011/201.
- بوكساني رشيد، "معوقات اسواق الاوراق المالية العربية و سبل تفعيلها"، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005.
- رفيق مزاهدية، "الاتجاهات العشوائية و التكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2015/2014.
- سليمة حشايشي، "نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية-دراسة قياسية-"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف 1، 2018/2017.

- سمير خليل أبو راضي، " تحليل حجم تداول أسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان باستخدام نموذج السلاسل الزمنية"، رسالة مقدمة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال M.B.A "، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، 2009.
- سيرين خالد الحموي ،" تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية) "،رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم المالية و المصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق،2016/2015.
- صفية صديقي، "طرق تقييم و تحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع تطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007الى 2010"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011.

- عبد اللطيف طيبي، "التطبيقات المتمايزة التمويل والاستثمار في العمل المصر في الإسلامي من منظور العائد و المخاطرة-نموذج بنك البركة الجزائري-"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، وقلة، 2009/2008.
- محمد البني، "اختبار اثر التقويم في الأسواق المالية دراسة مقارنة بين عدة أسواق عربية ناشئة "، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم المالية و المصرفية، قسم المصارف و التأمينات، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2016/2015.

المراجع باللغة الانجليزية:

- Abraham Abraham, Mohsen al-hajji, Fazalj Seyyed, "Seasonality In Stock Returns And Volatility: Ramadan Effect", department of fiancé and economics , king fahd university of petroleum and minerals, Research in international business and finance 19(2005) 374-383.

- Ali Mizaei, Osamah Al Khazali," Stock Markert Anomalies Market Efficiency And The aAdaptive Market Hypothesies", American university of sharjah school of business administration finance department, journal of international financial markets, institutions and money (2017), doi : https//doi.org/10.1016/j . intfin .2017.10.001.
- A.M Al Barrak," Day of the Week Effect in the Same of the Gulf Cooperation Council (GCC) Stock Markets," finance department, king faisal university, Saudi Arabia, WIT transaction information and communication thechnologies, vol 41, 2008.
- Andrew W.LO, "Reconciling Efficient Markets With The Behavioral Finance: The Aadaptive Market Hypotesis", journal of investment consulting, vol 7, No 2, 2005.
- Aviral kumar tiwari, Seong Min Yoon, Walid Mensi, "Global Financial Crisis And Weak- From Efficiency Of Islamic Sectoral Stock Markets: An MF – DFA Analysis", univesity of Tunisia and india and korea, physica A (2016) , doi : http://dx.doi.org/10.1016/j.physa.2016.12.034 .
- Azwar Ramadhana Sonjaya, Iman Wahydi, "The Ramadan Effect: Ellusion or reality", departement of management , faculty of economics and business , Universitas indonseia, Jakarta, Indonesia, arab econmic and business journali (2016) 55-71.
- Chirs Brooks, Gita Persand, "Seasonality In Southeast Asian Stock Markets : Some New Evidence On Day Of The Week Effects", isma centre, university of reading, whiteknights, reading, UK, applaid economics letters, 2001,8, 155-158 http://dx.doi.org/10.1080/13504850150504504 .
- Clinton Watkins, kentaro Iwatsubo, Tao Xu, "Intraday Seasonality In Efficiency, Liquidity , Volatility And Volume: Platinum And Gold Futures In Tokyo And New York", kobe university, journal of commodity markets xxx (2018) 1-13.
- Elena Valentine, "Seasonality In The Romanian Stock Market The Day Of The Week Effect", The Burcharest university of economic studies, 5-7 mihail moxa street, Bucharest, 010961, Romania, procedia economics and finance 15 (2014) 704-710.
- Elory Denson Massoud , Mussavian ," A Brief history Of Market Efficiency",WP Published in European Financial Management, London Business Schools, vol.4, N1, March 1998.

- Eric Girarding, Fatenh Salimi Namin, " The January Effect In The Foreign Exchange Market: Evidence For Seasonal Equity Carry Trades", aix-marseille university, cnrs, ehess, centre Marseille, amse, france, journal home page, www. Journals Elsevier.com/economic modeling 81(2019) 422-439.
- Fengyun Li, Huacheng Zhang, DazhiZheng ," Seasonality In The Cross Section Of Stock Returns: Advanced Markets Versus EmergingMarkets " ,journale of empirical finance,2018.
- George Marret , Andrew Worthing ," The Month Of The Year Effect In The Australian Stock Market: Ashort Technical Note On MarketIndustryandFirm Size Impact", Australasian accounting, business and finance journal, 5 (1), 2011, 117-123.
- Hakam Berument, Hali lKiymaz, "The Day Of The Week Effect On Stock Market Volatility", journal of economics and finance, vol 25, November, 2001.
- Halil Arslan, Mutlu Basaran Ozturrk, Mustafa Uysal, Temur Kayhan, "The Impact Of Calendar Anomalies On Stock Return And Volatility: Evidence From Turkish Stock Market", Omer halisdemir universitesi journal of faculty of economics and administrative sciences, year: January 2018 VOL: 11(1) SS:221-238 ISSN : 2564-6931 doi: 10.25287 / ohuiibf.381031 http://dergipark.gov.tr/ohuiibf/.
- Halil Kaymaz , Hakan Berument, The Day Of The Week Effect On Stock Market Volatility And Volume: International Evidence", financialeconomics 12,2003,363-380.
- Hashibul Hassan, Shahidullah Kayser, "Ramadan Effect On Stock Market Return And Trade Volume : Evidence From Dhaka Stock Exchange" , department of finance , jagannath university, Dhaka, Bangladesh, cogent economics and finance (2019), 7: 1605105 .
- Hassan Aly, Sayed Mahdian ,Mark J .Perry ," An Analysis Of Day OF The Week Effects In The Egyptian Stock Market",international journale of business,9(3),2004,isnn :1083-4346.
- Huifang Liu, Shupie, Xinya Wang, "Indetification Of Daily Seasonality In Gold Returns And Volatilities: Evidence From Shanghai And London ", school of humanities and economic management , china university of geosciences, resources policy (2018) , https://doi.org/10.1016/j.resourpol 2018.5.004.

- Jussi Nikkinen, Timo Rothirus, " Market Specific Seasonal Trading Behavoir In NASDAQ OMX electricity Option", university of vaasa, departement of accounting and finance, P.O.Box 700, fin-65101,vaasa,finland, 201 8.
- Kamal, Mona, "Studying the Validity of the Efficient Market Hypothesis (EMH) in the Egyptian Exchange (EGX) after the 25thof January Revolution ", https://mpra.ub.uni-muenchen.de/54708/ MPRA Paper No. 54708, posted 27 Mar 2014 14:41 UTC.
- Lars Kaiser, "Seasonality In Cryptocurrencies", finance research letters , (2018) , doi: https.//doi.org/10.1016/j.frl.2018.11.007 .
- Mahmoud Qadan, David Y. Aharon, Ron Eichel , " Seasonal Patterners And Calendar Anomalies In The Commodity Market For Natural Resource", resource policy 63, 2019;101435.
- Mohamed Al Issis,"The impact of relegions experience on financiel markets", harverd university, Marche 2010.
- Mostafa Seif, Paulo Docherty , Abul Shansuddin, "Seasonal Anomalie In Advanced Emerging Stock Markets ",Newcastle business school, university of Newcastle Callaghan NSW 2308 Australia, 2017.
- Muhammed Arshad Haroon, Nida Shah, " Investigating Day Of The Week Effect In Stock Returns: Evidence From Karachi Stock Exchange Pakisten" , Isra university, Pakistan journal of commerce and social sciences 2013, vol .7(2), 381-393.
- Omar Gharaibeh, "The January Effect: Evidence From Four Arabic Market Indicets", international journal of academic research in accounting, fnance and management sciences,vol .7, no 1, January 2017, pp . 144-150.
- Osamah Al-Khazali , TaisierA.Zoubi , Evargelos P.Koumanakos ," The Saturday Feffect In Energing Stock Markets: A Stochastic dominance approoch", international journale of emerging markets, 2010.
- Osamah Al-Khazali, Elie Bouri, Taisier Zoubi, "The impact of religious practice on stock returns and volatility", International Review of Financial Analysis, Volume 52, July 2017, Pages 172-18.
- Omar Farooq, Mohammed Bouaddi, Neveen Ahmed, " Day Of The Week And its Effect On Stock Market Volatility Evidence From An Emerging Market " ,the journale of applied business research, November/December 2013.
- Raj k.kohli, "Day Of The Week Effect And January Effect Examined In Gold And Silver Metals", insurance markets and companies: analyses and actuarial computations , volume 3, issue 2, 2012.

- RimaTurkArissa, Rasoul Rezvania, Sayed Mehdian, " Calendar Anomalie In The Gulf Cooperation Council Stock Markets ", proceedigof the international conference on social science, economics and art 2011.
- Rasa Norvaisiene, Jurgita Stankeviciene, AusrineLakstutiene," Seasonality In The Baltic Stock Market", procedia-social and behavioral sciences 213, 2015, 468-473.
- Sedeaq Nassar, "The Day Of The Week Effect Of Stock Returns : Empirical Evidence From Five Selected Arab Countries", marmara university , turkey , Eurasian journal of business and management , 4(2) , 2016 55-64 doi: 10.15604/ejbm.2016.04.02.005.

المواقع الالكترونية:

- www.investing.com.
- www.myandroiddawn.com

الملاحق:

الملحق رقم 1: نتائج اختبار ARCH لعائد مؤشر سوق مصر لشهر رمضان.

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.155021	Prob. F(1,96)	0.6947
Obs*R-squared	0.157995	Prob. Chi-Square(1)	0.6910

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 06/24/20 Time: 18:27
Sample (adjusted): 6/21/2015 5/29/2019
Included observations: 98 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000162	4.01E-05	4.030441	0.0001
RESID^2(-1)	0.040158	0.101996	0.393727	0.6947

R-squared	0.001612	Mean dependent var	0.000168
Adjusted R-squared	-0.008788	S.D. dependent var	0.000357
S.E. of regression	0.000359	Akaike info criterion	-13.00817
Sum squared resid	1.23E-05	Schwarz criterion	-12.95541
Log likelihood	639.4003	Hannan-Quinn criter.	-12.98683
F-statistic	0.155021	Durbin-Watson stat	2.001836
Prob(F-statistic)	0.694656		

الملحق رقم 2: نتائج اختبار ARCH لعائد مؤشر سوق المغرب لشهر رمضان.

F-statistic	0.078885	Prob. F(1,96)	0.7794
Obs*R-squared	0.080462	Prob. Chi-Square(1)	0.7767

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 06/24/20 Time: 18:30
Sample (adjusted): 6/22/2015 5/29/2019
Included observations: 98 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.20E-05	4.35E-06	5.060837	0.0000
RESID^2(-1)	0.028657	0.102031	0.280864	0.7794

R-squared	0.000821	Mean dependent var	2.27E-05
Adjusted R-squared	-0.009587	S.D. dependent var	3.64E-05
S.E. of regression	3.65E-05	Akaike info criterion	-17.57693
Sum squared resid	1.28E-07	Schwarz criterion	-17.52418
Log likelihood	863.2696	Hannan-Quinn criter.	-17.55559
F-statistic	0.078885	Durbin-Watson stat	1.996467
Prob(F-statistic)	0.779419		

الملحق رقم 3: نتائج اختبار ARCH لعائد مؤشر سوق تونس لشهر رمضان.

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	2.977468	Prob. F(1,98)	0.0876
Obs*R-squared	2.948646	Prob. Chi-Square(1)	0.0859

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 06/24/20 Time: 18:32
Sample (adjusted): 6/22/2015 5/29/2019
Included observations: 100 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.09E-05	2.61E-06	4.150148	0.0001
RESID^2(-1)	0.172430	0.099928	1.725534	0.0876

R-squared	0.029486	Mean dependent var	1.31E-05
Adjusted R-squared	0.019583	S.D. dependent var	2.30E-05
S.E. of regression	2.28E-05	Akaike info criterion	-18.52148
Sum squared resid	5.09E-08	Schwarz criterion	-18.46937
Log likelihood	928.0739	Hannan-Quinn criter.	-18.50039
F-statistic	2.977468	Durbin-Watson stat	1.951078
Prob(F-statistic)	0.087583		

الملحق رقم 4: نتائج اختبار ARCH لعائد مؤشر سوق عمان لشهر رمضان.

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	4.15E-05	Prob. F(1,99)	0.9949
Obs*R-squared	4.23E-05	Prob. Chi-Square(1)	0.9948

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 06/24/20 Time: 18:33
Sample (adjusted): 6/21/2015 5/29/2019
Included observations: 101 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.47E-05	3.68E-06	3.990342	0.0001
RESID^2(-1)	0.000647	0.100501	0.006441	0.9949

R-squared	0.000000	Mean dependent var	1.47E-05
Adjusted R-squared	-0.010101	S.D. dependent var	3.37E-05
S.E. of regression	3.38E-05	Akaike info criterion	-17.72992
Sum squared resid	1.13E-07	Schwarz criterion	-17.67813
Log likelihood	897.3608	Hannan-Quinn criter.	-17.70895
F-statistic	4.15E-05	Durbin-Watson stat	1.995865
Prob(F-statistic)	0.994874		

الملحق رقم 5: نتائج اختبار GARCH لعائد مؤشر سوق مصر لشهر رمضان.

Dependent Variable: RETURNS
Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)
Date: 06/24/20 Time: 18:29
Sample: 6/18/2015 5/29/2019
Included observations: 99
Convergence achieved after 20 iterations
Coefficient covariance computed using outer product of gradients
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2 + C(4)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.001106	0.000853	-1.296556	0.1948
Variance Equation				
C	6.70E-06	6.24E-06	1.074399	0.2826
RESID(-1)^2	0.570420	0.180549	3.159369	0.0016
GARCH(-1)	0.552609	0.131621	4.198497	0.0000

R-squared	-0.001998	Mean dependent var	-0.001684
Adjusted R-squared	-0.001998	S.D. dependent var	0.012983
S.E. of regression	0.012996	Akaike info criterion	-5.947158
Sum squared resid	0.016552	Schwarz criterion	-5.842304
Log likelihood	298.3843	Hannan-Quinn criter.	-5.904734
Durbin-Watson stat	1.905983		

الملحق رقم 6: نتائج اختبار GARCH لعائد مؤشر سوق المغرب لشهر رمضان.

Dependent Variable: RETURNS
Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)
Date: 06/24/20 Time: 18:30
Sample: 6/19/2015 5/29/2019
Included observations: 99
Convergence not achieved after 500 iterations
Coefficient covariance computed using outer product of gradients
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2 + C(4)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.000138	0.000551	0.250114	0.8025
Variance Equation				
C	-1.76E-07	5.69E-07	-0.309938	0.7566
RESID(-1)^2	-0.058298	0.036679	-1.589382	0.1120
GARCH(-1)	1.069110	5.30E-05	20165.08	0.0000

R-squared	-0.002184	Mean dependent var	-8.48E-05
Adjusted R-squared	-0.002184	S.D. dependent var	0.004792
S.E. of regression	0.004797	Akaike info criterion	-7.867281
Sum squared resid	0.002255	Schwarz criterion	-7.762427
Log likelihood	393.4304	Hannan-Quinn criter.	-7.824857
Durbin-Watson stat	2.126087		

الملحق رقم 7: نتائج اختبار GARCH لعائد مؤشر سوق تونس لشهر رمضان.

Dependent Variable: RETURNS
Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)
Date: 06/24/20 Time: 18:32
Sample: 6/19/2015 5/29/2019
Included observations: 101
Failure to improve likelihood (non-zero gradients) after 76 iterations
Coefficient covariance computed using outer product of gradients
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2 + C(4)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	1.12E-05	0.000241	0.046658	0.9628
Variance Equation				
C	1.83E-05	5.16E-06	3.548580	0.0004
RESID(-1)^2	0.240792	0.100579	2.394054	0.0167
GARCH(-1)	-0.584469	0.314441	-1.858754	0.0631

R-squared	-0.025321	Mean dependent var	0.000586
Adjusted R-squared	-0.025321	S.D. dependent var	0.003631
S.E. of regression	0.003677	Akaike info criterion	-8.420014
Sum squared resid	0.001352	Schwarz criterion	-8.316445
Log likelihood	429.2107	Hannan-Quinn criter.	-8.378086
Durbin-Watson stat	1.318432		

الملحق رقم 8: نتائج اختبار GARCH لعائد مؤشر سوق عمان.

Dependent Variable: RETURNS
Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)
Date: 06/24/20 Time: 18:33
Sample: 6/18/2015 5/29/2019
Included observations: 102
Convergence achieved after 27 iterations
Coefficient covariance computed using outer product of gradients
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2 + C(4)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.000146	0.000392	-0.371786	0.7101
Variance Equation				
C	1.26E-06	1.79E-06	0.706585	0.4798
RESID(-1)^2	0.043686	0.065996	0.661941	0.5080
GARCH(-1)	0.876105	0.175803	4.983458	0.0000

R-squared	-0.001160	Mean dependent var	-1.57E-05
Adjusted R-squared	-0.001160	S.D. dependent var	0.003832
S.E. of regression	0.003834	Akaike info criterion	-8.254581
Sum squared resid	0.001485	Schwarz criterion	-8.151641
Log likelihood	424.9836	Hannan-Quinn criter.	-8.212897
Durbin-Watson stat	1.809481		

الملحق رقم 9: نتائج اختبار ARCH لعائد مؤشر سوق مصر لأيام الاسبوع.

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	26.15626	Prob. F(1,994)	0.0000
Obs*R-squared	25.53691	Prob. Chi-Square(1)	0.0000

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 06/24/20 Time: 18:13
Sample (adjusted): 4/30/2015 5/29/2019
Included observations: 996 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000145	1.37E-05	10.57325	0.0000
RESID^2(-1)	0.160121	0.031308	5.114319	0.0000

R-squared	0.025639	Mean dependent var	0.000172
Adjusted R-squared	0.024659	S.D. dependent var	0.000402
S.E. of regression	0.000397	Akaike info criterion	-12.82488
Sum squared resid	0.000156	Schwarz criterion	-12.81504
Log likelihood	6388.791	Hannan-Quinn criter.	-12.82114
F-statistic	26.15626	Durbin-Watson stat	2.044767
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم 10: نتائج اختبار ARCH لعائد مؤشر سوق المغرب لأيام الاسبوع.

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	150.2883	Prob. F(1,1012)	0.0000
Obs*R-squared	131.1140	Prob. Chi-Square(1)	0.0000

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 06/24/20 Time: 18:18
Sample (adjusted): 4/30/2015 5/29/2019
Included observations: 1014 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.16E-05	2.57E-06	8.400332	0.0000
RESID^2(-1)	0.359588	0.029332	12.25921	0.0000

R-squared	0.129304	Mean dependent var	3.37E-05
Adjusted R-squared	0.128443	S.D. dependent var	8.08E-05
S.E. of regression	7.54E-05	Akaike info criterion	-16.14535
Sum squared resid	5.75E-06	Schwarz criterion	-16.13565
Log likelihood	8187.694	Hannan-Quinn criter.	-16.14167
F-statistic	150.2883	Durbin-Watson stat	2.002670
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم 11: نتائج اختبار ARCH لعائد مؤشر سوق تونس لأيام الاسبوع.

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	178.7796	Prob. F(1,1018)	0.0000
Obs*R-squared	152.3715	Prob. Chi-Square(1)	0.0000

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 06/24/20 Time: 18:21
Sample (adjusted): 4/30/2015 5/29/2019
Included observations: 1020 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.19E-05	1.64E-06	7.290584	0.0000
RESID^2(-1)	0.386535	0.028909	13.37085	0.0000

R-squared	0.149384	Mean dependent var	1.94E-05
Adjusted R-squared	0.148548	S.D. dependent var	5.32E-05
S.E. of regression	4.91E-05	Akaike info criterion	-17.00262
Sum squared resid	2.46E-06	Schwarz criterion	-16.99296
Log likelihood	8673.338	Hannan-Quinn criter.	-16.99896
F-statistic	178.7796	Durbin-Watson stat	2.002738
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم 12: نتائج اختبار ARCH لعائد مؤشر سوق عمان لأيام الاسبوع.

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	43.06649	Prob. F(1,1010)	0.0000
Obs*R-squared	41.38703	Prob. Chi-Square(1)	0.0000

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 06/24/20 Time: 18:24
Sample (adjusted): 5/03/2015 5/29/2019
Included observations: 1012 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.31E-05	1.24E-06	10.54520	0.0000
RESID^2(-1)	0.202237	0.030817	6.562507	0.0000

R-squared	0.040896	Mean dependent var	1.64E-05
Adjusted R-squared	0.039947	S.D. dependent var	3.68E-05
S.E. of regression	3.61E-05	Akaike info criterion	-17.61850
Sum squared resid	1.32E-06	Schwarz criterion	-17.60877
Log likelihood	8916.959	Hannan-Quinn criter.	-17.61480
F-statistic	43.06649	Durbin-Watson stat	2.051241
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم 13: نتائج اختبار GARCH لعائد مؤشر سوق مصر لأيام الاسبوع.

Dependent Variable: RETURNS
Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)
Date: 06/24/20 Time: 18:15
Sample: 4/29/2015 5/29/2019
Included observations: 997
Convergence achieved after 24 iterations
Coefficient covariance computed using outer product of gradients
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(6) + C(7)*RESID(-1)^2 + C(8)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.001430	0.000797	-1.794179	0.0728
MONDAY	0.001497	0.001100	1.361247	0.1734
TURSDAY	0.003021	0.001099	2.748012	0.0060
WEDNESDAY	0.002724	0.001037	2.625998	0.0086
THURSDAY	0.003494	0.001074	3.253892	0.0011
Variance Equation				
C	2.26E-05	5.31E-06	4.264733	0.0000
RESID(-1)^2	0.241375	0.031742	7.604189	0.0000
GARCH(-1)	0.645723	0.050442	12.80134	0.0000

R-squared	0.009656	Mean dependent var	0.000606
Adjusted R-squared	0.005662	S.D. dependent var	0.013207
S.E. of regression	0.013170	Akaike info criterion	-5.946858
Sum squared resid	0.172055	Schwarz criterion	-5.907502
Log likelihood	2972.509	Hannan-Quinn criter.	-5.931898
Durbin-Watson stat	1.514653		

الملحق رقم 14: نتائج اختبار GARCH لعائد مؤشر سوق المغرب لأيام الاسبوع.

Dependent Variable: RETURNS
Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)
Date: 06/24/20 Time: 18:19
Sample: 4/29/2015 5/29/2019
Included observations: 1015
Convergence achieved after 25 iterations
Coefficient covariance computed using outer product of gradients
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(6) + C(7)*RESID(-1)^2 + C(8)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.000686	0.000327	2.099777	0.0357
MONDAY	-0.000995	0.000493	-2.016626	0.0437
TURSDAY	-0.000667	0.000485	-1.374266	0.1694
WEDNESDAY	-0.000945	0.000460	-2.054031	0.0400
THURSDAY	-0.000529	0.000445	-1.189464	0.2343
Variance Equation				
C	5.86E-06	1.19E-06	4.922317	0.0000
RESID(-1)^2	0.187017	0.028890	6.473448	0.0000
GARCH(-1)	0.636189	0.053324	11.93062	0.0000

R-squared	0.001864	Mean dependent var	0.000125

Adjusted R-squared	-0.002089	S.D. dependent var	0.005810
S.E. of regression	0.005816	Akaike info criterion	-7.586591
Sum squared resid	0.034167	Schwarz criterion	-7.547792
Log likelihood	3858.195	Hannan-Quinn criter.	-7.571856
Durbin-Watson stat	1.649410		

الملحق رقم 15: نتائج اختبار GARCH لعائد مؤشر سوق تونس لأيام الاسبوع.

Dependent Variable: RETURNS
Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)
Date: 06/24/20 Time: 18:21
Sample: 4/29/2015 5/29/2019
Included observations: 1021
Convergence achieved after 25 iterations
Coefficient covariance computed using outer product of gradients
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(6) + C(7)*RESID(-1)^2 + C(8)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.000594	0.000251	2.369674	0.0178
MONDAY	-0.000470	0.000354	-1.328370	0.1841
TURSDAY	-0.000725	0.000319	-2.269866	0.0232
WEDNESDAY	-0.000569	0.000336	-1.692978	0.0905
THURSDAY	-0.000577	0.000357	-1.617187	0.1058
Variance Equation				
C	2.86E-06	5.41E-07	5.279999	0.0000
RESID(-1)^2	0.270467	0.035770	7.561193	0.0000
GARCH(-1)	0.598801	0.041530	14.41839	0.0000

R-squared	0.004337	Mean dependent var	0.000245
Adjusted R-squared	0.000417	S.D. dependent var	0.004426
S.E. of regression	0.004425	Akaike info criterion	-8.174277
Sum squared resid	0.019896	Schwarz criterion	-8.135660
Log likelihood	4180.969	Hannan-Quinn criter.	-8.159615
Durbin-Watson stat	1.627795		

الملحق رقم 16: نتائج اختبار GARCH لعائد مؤشر سوق عمان لأيام الاسبوع.

Dependent Variable: RETURNS
Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)
Date: 06/24/20 Time: 18:24
Sample: 4/29/2015 5/29/2019
Included observations: 1013
Convergence achieved after 23 iterations
Coefficient covariance computed using outer product of gradients
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
GARCH = C(6) + C(7)*RESID(-1)^2 + C(8)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.000803	0.000244	-3.294003	0.0010
MONDAY	0.000239	0.000364	0.657135	0.5111
TURSDAY	0.001090	0.000341	3.200237	0.0014
WEDNESDAY	0.000738	0.000368	2.005996	0.0449

THURSDAY	0.001408	0.000351	4.017414	0.0001
Variance Equation				
C	3.41E-06	5.78E-07	5.902164	0.0000
RESID(-1)^2	0.194761	0.028701	6.785926	0.0000
GARCH(-1)	0.600813	0.053214	11.29046	0.0000

R-squared	0.012740	Mean dependent var	-0.000149
Adjusted R-squared	0.008823	S.D. dependent var	0.004080
S.E. of regression	0.004062	Akaike info criterion	-8.269961
Sum squared resid	0.016635	Schwarz criterion	-8.231101
Log likelihood	4196.735	Hannan-Quinn criter.	-8.255201
Durbin-Watson stat	1.665582		

الملخص

نظرا لاكتشاف ظاهرة الأنماط الموسمية و أثرها المباشر على كفاءة الأسواق المالية و على عوائد المستثمر فهي الفرصة التي يحقق من خلالها ربح غير عادي توجب القيام بدراسات من أجل تحديد هذه الانماط.
تهدف هذه الدراسة الى التحقق من وجود أثر العوامل الموسمية (أثر شهر رمضان و أثر يوم في الاسبوع) في الأسواق المالية المصرية، المغربية، التونسية و بسوق عمان و ذلك خلال الفترة الممتدة من 29 أفريل 2015 الى غاية 29 أفريل 2019(5 سنوات). تم تحليل العوائد اليومية لمؤشرات الاسواق المدروسة باستخدام اختبارات تجانس تباين خطأ البواقي ARCH و نموذج الانحدار الذاتي العام للتباين الشرطي غير ثابت GARCH، أظهرت النتائج عدم وجود أثر شهر رمضان في الاسواق الاربعة أما أثر اليوم في الاسبوع فتبين وجوده في جميع الاسواق المالية حسب الاختبارات السابقة.

الكلمات المفتاحية: كفاءة الأسواق المالية، العوامل الموسمية، أثر شهر رمضان، أثر يوم في الاسبوع.

Abstract

Due to the discovery of the phenomenon of seasonal patterns and their direct impact on the efficiency of financial markets and the returns of the investor ,it is an opportunity through which he achieves an extraordinary profit that studies must be undertaken in order to determine these patterns .

This study aims to verify the presence of the effect of the seasonal factors (the impact of the month of Ramadan and the effect of the day of the week) on the financial markets Egyptian , Moroccan , Tunisian , and Amman , during the period from April 29, 2015 to April 29, 2019 (5 years). The daily returns of the studied market indices were analyzed using the ARCH residual homogeneity tests and the general self-regression model for the conditional variance is not constant GRACH. The results showed that there was no effect of the month of Ramadan in the four markets, but the effect of the day of the week shows its presence in all financial markets according to pervious tests .

Key words: the efficiency of financial markets, seasonal factors, the impact of the month of Ramadan, the effect of the day of the week.