الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة بلحاج بوشعيب

-عين تموشنت-

Ministère de l'Enseignement Supérieur et

de la Recherche Scientifique

Universitébelhadjbouchaib

-Ain Temouchent-

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

قسم: العلوم المالية و المحاسبة

مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية و المحاسبة

تخصص :ماليةالمؤسسة

تحت عنوان:

أثر المعلومات المالية في التأثير على أسعار الأصول الرأسمالية

-دراسة سوق راس المال في المغرب-

إعداد الطالبة: تحت إشرافالأستاذ:

-سعيدان نور الهدى. - جديدن لحسن

لجنة المناقشة

جديدن لحسن	استاذ التعليم العالي	جامعة عين تموشنت	مشرفا
بن عامر عبد الكريم	استاذ محاضر "أ"	جامعة عين تموشنت	ممتحنا
بن يحي حسين	استاذ مساعد "أ"	جامعة عين تموشنت	ممتحنا

السنةالجامعية: 2021/2020

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحثالعلمي

جامعة بلحاج بوشعيب

-عين تموشنت-

Ministère de l'Enseignement Supérieur et

de la Recherche Scientifique

Universitébelhadjbouchaib

-Ain Temouchent-

كليةالعلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم المالية و المحاسبة

مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية و المحاسبة

تخصص :ماليةالمؤسسة

تحت عنوان:

أثر المعلومات المالية في التأثير على أسعار الأصول الرأسمالية

-دراسة سوق راس المال في المغرب-

إعداد الطالبة : تحت إشراف الأستاذ:

-سعيدان نور الهدى. - جديدن لحسن

لجنة المناقشة

جديدن لحسن	استاذ التعليم العالي	جامعة عين تموشنت	مشرفا
بن عامر عبد الكريم	استاذ محاضر "أ"	جامعة عين تموشنت	ممتحنا
بن يحي حسين	استاذ مساعد "أ"	جامعة عين تموشنت	ممتحنا

السنةالجامعية: 2021/2020

الإهداء

إلى من سهرت علي الليالي

إلى من بدعائها تنور دربي

إلى أغلى وردة في كل البساتين

إلى أمي رفيقة حياتي

إلى من علمني المثابرة والجد

إلى من زرع في حب العلم والعمل

إلى من دعمني وكان عونا لي وسند

إلى أعز وأصدق الناس أبي

أسأل الله العظيم أن يحفظهما ويرزقهما بالصحة والعافية

شكر وعرفان

الشكر والحمد لله على توفيقه لي في هذا العلم والعمل

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى الأستاذ المشرف:

جديدن

الملخص:

الهدف من الدراسة هو تسليط الضوء على أدبيات كفاءة أسواق رأس المال في دولة من الدول النامية وتوضيح أساليب قياس فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة أسواق رأس المال وكذلك أهمية ودور المعلومات في تسعير الأصول الرأسمالية ومن ذلك يتم تقييم الكفاءة في بورصة الدار البيضاء بالمغرب باستعمال إختبار الجذور الأحادية وفرضية التوزيع الطبيعي.

الكلمات المفتاحية: كفاءة الأسواق المالية ، تسعير الأصول المالية ، إختبار الجذور الأحادية

Résumé:

L'objectif de l'étude est d'éclairer la littérature sur l'efficacité des marchés de capitaux dans un pays en développement et de clarifier les méthodes de mesure de l'hypothèse de la formule faible de l'efficacité des marchés de capitaux, ainsi que l'importance et le rôle de l'information. dans la tarification des immobilisations, distribution normale.

Mots-clés : efficacité des marchés financiers, tarification des actifs financiers, test des racines uniques

قائمة المحتويات:

الإهداء	
شكر وعرفان	
قائمة المحتويات	**I**
قائمة الجداول	**IV**
قائمة الأشكال	**VI**
المقدمة	**1**
الفصل الأول:نماذج تقييم الأصول الرأسمالية	**5**
تمهيد	**5**
المبحث الأول:نماذج تسعير الأصول الرأسمالية	**6**
المطلب الأول:نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	**6**
الفرع الأول:عرض افتراضات النموذج	**6**
الفرع الثاني:مناقشة الافتراضات	**7**
الفرع الثالث: عرض نموذج تسعير الأصول المالية	**8**
أولا: خط سوق رأس المال	**8**
ثانيا: خط سوق الأوراق المالية	**11**
المطلب الثاني: نظرية المراجحة ونماذج فاما وفرنش	**12**
الفرع الأول: نظرية تسعير المراجحة	**12**
أولا: مفهوم نظرية تسعير المراجحة	**13**

قائمة المحتويات:

ثانيا:عرض افتراضات نموذج تسعير المراجحة	**14**
الفرع الثاني:نماذج فاما وفرنش متعدد العوامل	**16**
أولا:نماذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل	**16**
ثانيا: نماذج فاما وفرنش خماسي العوامل	**17**
ثالثا: نماذج فاما وفرنش سداسي العوامل	**18**
المطلب الثالث:نظرية المالية السلوكية	**18**
أولا:تعريف المالية السلوكية	**19**
ثانيا: دوافع ظهور المالية السلوكية	**19**
ثالثا: الفرضيات الأساسية للمالية السلوكية	**20**
المطلب الرابع:نظرية كفاءة أسواق رأس المال	**21**
أولا:مفهوم كفاءة الأسواق المالية	**21**
المبحث الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع	**22**
المطلب الأول: الدراسات السابقة في الدول المتطورة	**22**
المطلب الثاني: الدراسات السابقة في الدول النامية	**23**
خلاصة الفصل الأول	**24**
الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية في سوق المغرب (بورصة الدار البيضاء)	**25**
تمهيد	**25**
المبحث الأول: سوق الأوراق المالية للدار البيضاء	**26**
المطلب الأول: نشأة بورصة الدار البيضاء وتقديمها	**26**

قائمة المحتويات:

أولا: نشأة بورصة الدار البيضاء	**26**
ثانيا: تقديم بورصة الدار البيضاء	**27**
المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للبورصة أهدافها ومهامها	**27**
أولا: الهيكل التنظيمي	**27**
ثانيا: أهداف بورصة الدار البيضاء	**28**
ثالثا: مهام بورصة الدار البيضاء	**29**
المطلب الثالث: مؤشرات البورصة	**29**
أولا: مؤشر مازي عائم	**29**
ثانيا: مؤشر مادكس عائم	**29**
ثالثا: مؤشرات قطاعية	**30**
المبحث الثاني: الدراسة التطبيقية لسوق رأس المال في بورصة الدار البيضاء	**35**
المطلب الأول: معطيات الدراسة و المنهجية المتبعة	**35**
المطلب الثاني: الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة	**38**
أولا: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي	**38**
ثانيا:نتائج اختبار إستقرارية السلاسل الزمنية	**41**
خلاصة الفصل الثاني	**52**
الخاتمة العامة	**53**
قائمة المراجع	**55**

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	مؤشرات بورصة الدار البيضاء	32
02	الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة	38
03	اختبار الاستقرارية لشركة أفريقيا غاز عند المستوى	41
04	اختبار الاستقرارية لشركة أفريقيا غاز عند التفاضل الأول	42
05	اختبار الاستقرارية لشركة تأمينات المغرب عند المستوى	42
06	اختبار الاستقرارية لشركة تأمينات المغرب عند التفاضل الأول	43
07	اختبار الإستقرارية لشركة ألمنيوم المغرب عند المستوى	43
08	اختبار الإستقرارية لشركة ألمنيوم المغرب عند التفاضل الأول	43
09	اختبار الإستقرارية لشركة التجاري وفا بنك عند المستوى	44
10	اختبار الإستقرارية لشركة التجاري وفا بنك عند التفاضل الأول	44
11	اختبار الإستقرارية لشركة النقل سيتيام عند المستوى	44
12	اختبار الإستقرارية لشركة النقل سيتيام عند التفاضل الأول	45
13	اختبار الإستقرارية لشركة اتصالات المغرب عند المستوى	45
14	اختبار الإستقرارية لشركة اتصالات المغرب عند التفاضل الأول	45
15	تحليل اختبار الإستقرارية لديكي فولار لكل الشركات	46
16	تقدير نموذج شارب لشركة أفريقيا غاز	47
17	تقدير نموذج شارب لشركة تأمينات المغرب	47
18	تقدير نموذج شارب لشركة ألمنيو المغرب	48

19	تقدير نموذج شارب لشركة التجاري وفا بنك	49
20	تقدير نموذج شارب لشركة سيتيام	50
21	تقدير نموذج شارب لشركة اتصالات المغرب	51

+

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
01	منحنى المحافظ الكفئة التي من الممكن تشكيلها	9
02	منحنيات السواء للمستثمرين	9
03	منحنى يوضح توازن المستثمر عند دمج الأصل الحالي من المخاطر	10
04	مخطط بياني يمثل خط سوق الأوراق المالية	12
05	الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء	28
06	بعض المؤشرات المالية والاقتصادية لبورصة الدار البيضاء	32
07	نتيجة اختبار التوزيع الطبيعي لشركة افر يقيا غاز	38
08	نتيجة اختبار التوزيع الطبيعي لشركة ألمنيوم المغرب	39
09	نتيجة اختبار التوزيع الطبيعي لشركة تأمينات المغرب	39
10	نتيجة اختبار التوزيع الطبيعي لشركة التجاري وفا بنك	40
11	نتيجة اختبار التوزيع الطبيعي لشركة النقل سيتيام	40
12	نتيجة اختبار التوزيع الطبيعي لشركة اتصالات المغرب	41

مقدمة عامة

1_ توطئة

يكون أساس التقييم الجيد لأي أصل مالي هو إيجاد القيمة العادلة لمخاطر الاستثمار فيه, بحيث تعتبر مخاطر الاستثمار من أهم العوامل المؤثرة في الأسواق المالية , ومنه فإن فهم وقياس إدارة مخاطر الاستثمار في السوق المالي هو أساس تقييم الأصول المالية , ولم يجسد هذا المفهوم إلا بعد أن قدم شارب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لسنة1964, حينها أصبحت عملية تقييم الأوراق المالية تتم وفق إجراءات تعتمد على أساس علمي, ومنه على الرغم من أهمية هذا النموذج من الناحية العملية والمكانة إلا أنه كان عليه اعتماد مؤشر واحد في تحديد مخاطر الاستثمار وهو المخاطر النظامية .وذلك أن الاستثمار في الأصول المالية محاط بعدة مخاطر لا يمكن إدراجها تحت مظلة المخاطر النظامية, وهذا النوع من المخاطر منتشر بكثرة في الأسواق المالية الحديثة , وبالتالي فإن أداء الشركات المقيدة غير مستقر, ويتأثر بالتقلبات التي تحدث فيها.

تتميز الأسواق المالية العربية إجمالا بخصوصية وذلك أساس أن نظامها الاقتصادي معقد حيث تعتبر أنها دول حديثة العهد بالليبرالية الاقتصادية والانفتاح على الأسواق العالمية, لذلك يجب أن يتم تأسيس وتطوير الأسواق المالية كخطوة أساسية والبذل في الجهود من قبل الدول لتطويرها.

جاء على أساس النظرية المالية الحديثة نموذج تسعير الأصول المالية وهو على رأس الهرم في تطبيقه من خلال الأسواق المالية المتقدمة وبالتالي فالمالية الحديثة تشهد تطورات وظهور العديد من النماذج والنظريات ولهذا سنحاول من خلال هذه الدراسة تقديم نماذج التي خصصت لتقييم مخاطر الاستثمار في الأصول المالية وإمكانية تأثير المعلومات بصفة عامة في أسعار الأصول المالية ومنه هذا ما سيتم التطرق إليه في هذا الموضوع .

2_إشكالية الدراسة

من خلال ما سبق سوف نلجأ إلى طرح التساؤل الرئيسي التالي:

كيف تؤثر المعلومات على أسعار الأصول المالية في الأسواق المالية العربية؟

3_التساؤلات الفرعية

سيقودنا السؤال الرئيسي إلى طرح التساؤلات الفرعية التالية:

_ ما هي النظريات التي ساهمت في دراسة المخاطر وعلاقتها بالأصول المالية؟

_هل يمكن تطبيق هذه النظريات أو النماذج في سوق من الأسواق المالية العربية؟

4_فرضيات الدراسة

للإجابة عن السؤال الرئيسي والأسئلة الفرعية له تطرقنا إلى وضع الفرضيات التالية:

_تعتبر المخاطر المنتظمة كما جاء بها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في صيغته التقليدية والتي يعبر عنها بحساسية عوائد الأصل المالي.

_ يوجد مخاطر أخرى تؤثر على قيمة الأصول المالية في الأسواق المالية العربية وتتمثل في: مخاطر السيولة, انخفاض الأرباح, تقلبات الأسعار.

5_أهمية الدراسة

تتمثل أهمية الدراسة في أنها موضوع محل جدل في العديد من الأسواق المالية العربية وتزايد البحوث والاكتشافات فيها, وأما عن الدوافع اختيار الموضوع فهي أنه حديث ونادر الدراسات خصوصا في الأسواق المالية العربية وبالتالي يوجد العديد من الدراسات الأخرى في هذا المجال نظرا لخصوصيته وأساسه في تقييم الاستثمارات المالية.

6_أهداف الدراسة

_ الهدف الأسمى من هذه الدراسة هو بناء نموذج لتقييم الأصول المالية.

_ عرض لواقع الأسواق المالية العربية وما يتميز به كل سوق عربي عن آخر.

_ محاولة معرفة النموذج الذي يتماشى مع المخاطر المحيطة بالاستثمارات في السوق المالي العربي.

7_ المنهج المتبع في الدراسة والأدوات المستخدمة

المنهجية المتبعة في الدراسة تتمثل في المنهج الوصفي في الجانب النظري المتبع في الدراسات الاقتصادية ثم يكون تحليليا للواقع الاقتصادي في الجانب التطبيقي مدعما بدراسة قياسية من خلال برنامج Eviews6.

8_ أسباب اختيار الموضوع

_ اندراج الموضوع ضمن مجال تخصصي: مالية المؤسسة.

_ حداثة الموضوع وقلة البحوث المقدمة فيه وتطورها.

_ اعتبار مواضيع الأسواق المالية والاقتصاديات القياسية محل شغف كبير ومنهج متطور.

9_ تحديد الإطار الزماني والمكاني للدراسة

فترة الدراسة سوف تغطي المدة مابين 2021/01/01 و 2021/06/15 , أما الحدود المكانية فهي تشمل سوق رأس المال لبورصة الدار البيضاء.

10_ صعوبات الدراسة

_ قلة المراجع والمصادر خصوصا في الجانب التطبيقي.

_ تكرار في المعلومات في عدد كبير من المراجع وعدم التمكن من الحصول على كل البيانات.

11_ هيكل الدراسة

من أجل الإلمام بجميع جوانب الموضوع قسمنا البحث إلى فصلين وهما كالآتي:

الفصل الأول: قمنا بتقديم الإطار النظري والعام للمخاطر والأصول المالية والنظريات التي عالجت وتعرضت للمخاطر وطرق تقييمها.

الفصل الثاني: اقتراح نموذج الكفاءة للأسواق المالية وتقديره على عينة من الأسهم في سوق المغرب المالي.

12_ الدراسات السابقة

_ دراسة (how-karolyi-charkho2006): بعنوان **what fundamental factors drive global stock returns** وهي عبارة عن بحث مقدم إلى **ficher college of business**, حيث هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى قدرة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من توضيح

الاختلاف في متوسط العوائد للأسهم العالمية, وبلغ حجم العينة 26615 سهم عادي مختارة من 49 دولة, تمت الدراسة في الفترة مابين 1975-2003 ببيانات شهرية باستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد, وتوصلت الدراسة إلى وان هناك تأثير ايجابي للزخم ونصيب السهم من التدفق النقدي للعمليات التشغيلية على عائد السهم وان هناك قدرة تفسيرية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية على إضافة هذين المتغيرين.

_ دراسة الخريف (2015): بعنوان **سوق السهم السعودي هل مثال علاوات كبيرة** وهي عبارة عن ورقة عمل مقدمة لمؤسسة النقد العربي السعودي, هذه الدراسة هي عبارة عن اختيار نموذج fama&french خماسي العوامل على سوق الأسهم السعودي, حيث اختبر إمكانية وجود علاوات كبيرة للعوائد المرتبطة بعدة متغيرات منها: التذبذب, الحجم, القيمة, تؤكد وجود علاوات كبيرة في سوق الأسهم السعودي للفترة ما بين 1999-2004.

الفصل الأول

عموميات حول المخاطر و الأصول المالية

تمهيد:

يعد صاحب الفكر المستنير والمتميز في مجال التمويل والاستثمار هاري ماركويتز المبتكر لنظرية المحفظة المالية عام 1952,بحيث تعتبر النظرية المالية بمثابة ثورة فكرية في عالم الاستثمار حيث ساهمت في إمكانية قياس مخاطر الاستثمار كميا,وبالتالي لم يعد المستثمر يعتمد على العائد المتوقع كأساس لاختيار أي استثمار بل أضيف إليه عامل المخاطرة.

ومنه أساس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هو نظرية المحفظة بحيث تبين لنا كيفية التعامل مع ما هو قائم و ما هو موجود في السوق المالي,وحث عمل كل من شارب 1964 ولنتر1965 بتطوير نموذج ماركويتز الذي يعتمد على المفاضلة بين المخاطرة والعائد, وقدما نموذجهم على أساس افتراضات مهمة في بناء النظرية المالية الحديثة، حيث أسهم هذا النموذج في بناء العلاقة الرئيسية بين العائد والمخاطرة، ولكن نموذج شارب ليس الوحيد بحيث ظهرت عدة نماذج مثل نموذج التسعير بالمراجحة ونماذج فاما وفرنش متعددة العوامل.

المبحث الأول: نماذج تقييم الأصول المالية

استخدم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية **camp** في تحليل العلاقة بين مخاطر الورقة المالية والعائد المطلوب تحقيقه، إذ الخلل في المخاطر المنتظمة المتعلقة بالسوق والتي لا يمكن القضاء عليها بالتنويع، فإذا كان للمستثمر إمكانية امتلاك محفظة من الأوراق المالية فستجد اهتماماته إلى عائد ومخاطرة المحفظة وليس كل ورقة من الأوراق المالية.

المطلب الأول: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

سوف نتطرق هنا في هذا المطلب لكل عناصر المخصصة لنموذج camp.

الفرع الأول: عرض افتراضات النموذج

يقوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على عدة افتراضات نذكر منها ما يلي:

_ قرار الاستثمار يعتمد على العائد المتوقع والتباين(المخاطرة) بمعنى أن المستثمرين يختارون محافظهم الاستثمارية على أساس الشرطين السابقين.

_ تجانس توقعات المستثمرين بحيث لكل مستثمر نفس التقدير للعوائد ونفس المعلومات المتاحة.

_ يركز المستثمرين تخطيطاتهم على الاحتفاظ بالاستثمارات لفترة واحدة من الزمن وتعتبر الفترة نفسها.

_الشفافية في تدفق المعلومات بحيث كلها متاحة في السوق ولجميع المستثمرين وبدون تكلفة.

_ عدم وجود تضخم أو تقلبات في أسعار الفائدة بحيث كل مستثمر يقترض ويقرض بنفس معدل الفائدة السائد في السوق.(زودة، 2020، ص 99)/(بن علي، 2020،ص99).

- ومنه من خلال هذه الافتراضات تبين لنا أن السوق دائما في حالة توازن ولا تعطى أي فرصة لمستثمر من تحقيق أرباح غير عادية.

الفرع الثاني:مناقشة افتراضات النموذج

_ قدم شارب بحث حول الافتراضات القائم عليها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إلى مجلة journal of finance في عام 1962 ، ولكن رفض محكم المجلة نشر المقال وبرره لمدير التحرير، ذلك بأن الافتراضات تقييدية للغاية ولكن ثم نشرها بعد ذلك في سنة 1964، ومنه ذلك ما سوف نناقشه أي الافتراضات ونتائج النموذج.(jagammathan r wangz ,1996,p04).

_ يعتبر افتراض الإقراض والاقتراض على أساس معدل الفائدة ووجود أصل خالي من المخاطر من أهم الافتراضات التي أدت إلى تطور النموذج،ولكن يمكن للمستثمر الإقراض بمعدل الفائدة على الأصل خالي من المخاطر من خلال شراء سندات حكومية ، ولكنه لا يستطيع الاقتراض بنفس المعدل، بحيث أن معدل الاقتراض أعلى من معدل الإقراض، وبالتالي سوف يخلق اختلاف في خط سوق الأوراق المالية، ومنه بعد إسقاط الافتراض سوف تختلف نقطة التماس مع الحد الكفء ومنه اختلاف موقع المحفظة الخطرة المثلى.

_ إن افتراض عدم وجود تكاليف للصفقات سوف يبين أن الورقة المالية جذابة ، بحيث توجد فوق خط سوق الأوراق المالية، ويتم شراؤها حتى تصل في المنحنى إلى خط سوق الأوراق المالية.

_ يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية نموذجا لفترة استثمار واحدة فإذا اختلفت فترة الاستثمار المستخدمة من مستثمر لأخر سوف يؤدي إلى ظهور العديد من خطوط سوق الأوراق المالية.

_ أما بالنسبة لباقي الاستثمارات كتجانس التوقعات وعدم وجود تضخم يمكن إزالتها من النموذج دون تأثير جوهري.

*وفي الأخير لا يحكم على النظرية من خلال افتراضاتها بل من خلال مساهمتها في تفسير الواقع بحيث كلما ساهم النموذج في تفسير العوائد في ظل المخاطر يعتبر مفيدا، حتى وإن كانت بعض افتراضاته غير واقعية.

(مشرقي،2014، ص270).

الفرع الثالث: عرض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يعتبر مفهوم وجود الأصل الخالي من المخاطر من تصميمات نموذج تسعير الأصول المالية وأساس تطوره، واستخدم شارب هذا المفهوم وطوره العديد من الباحثين مثل موسين و لينسر ، ولكن معظم التحليل الذي قاد إلى تطور هذا النموذج يرجع إلى شارب.

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

*خط سوق رأس المال cml: وهو عبارة عن نموذج يقدم الإطار العام لربط وتحديد العلاقة بين العائد المتوقع ومخاطر المحفظة المثلى.

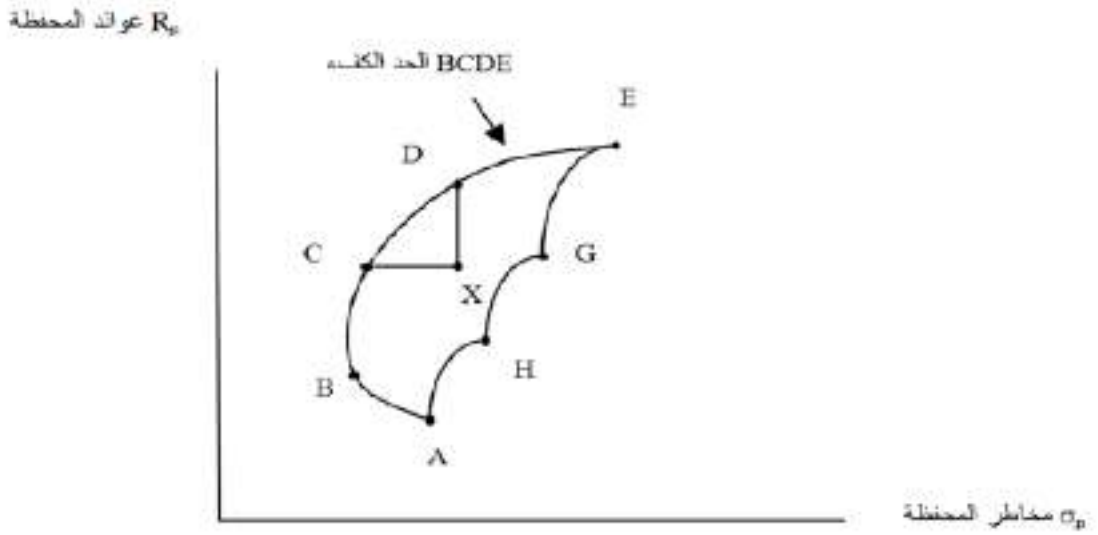
*خط سوق الأوراق المالية sml:وهو عبارة عن نموذج يقدم الإطار العام لربط العلاقة وتحديدها بين العائد المتوقع ومخاطر الأوراق المالية.

أولا:خط سوق رأس المال

يحدد هذا الخط العلاقة التوازنية بين العائد المتوقع والمخاطر الكلية للمحفظة المنوعة بكفاءة، وانطلاقا من مفهوم المحفظة فإن المستثمرين يختارون محافظهم على أساس نقطة في الحد الكفء، بحيث تمثل كل نقطة في الحد العائد الأعلى من بين كل الاستثمارات التي لها نفس المخاطر، وتبين أيضا المخاطر الأقل من بين كل الاستثمارات التي لها نفس العائد المتوقع، وهذا يعني أن هناك نقاط عديدة على الحد الكفء وأن كل مستثمر يختار النقطة التي تتناسب مع موقفه إذا كان محب أو كاره للمخاطرة وذلك من خلال منحنى السواء لديه.(الحناوي، 2012، ص209).

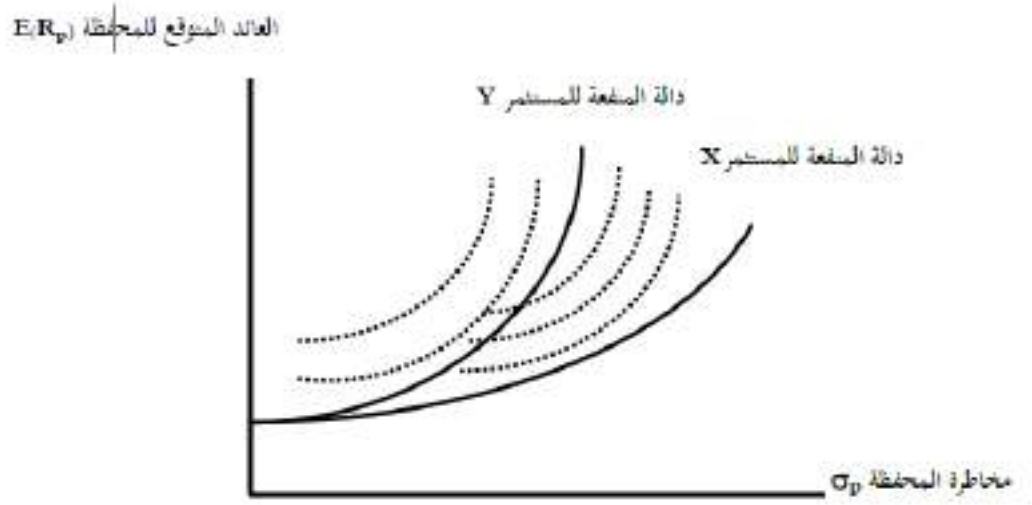
_ الأشكال الموالية تمثل منحنى المحافظ الكفئة التي من الممكن تشكيلها ومنحنيات السواء للمستثمرين وأيضا المنحنى البياني الذي يوضح توازن المستثمر عند دمج الأصل الخالي من المخاطر مع محفظة السوق.

الشكل 01: منحنى المحافظ الكفئة التي يمكن تشكيلها



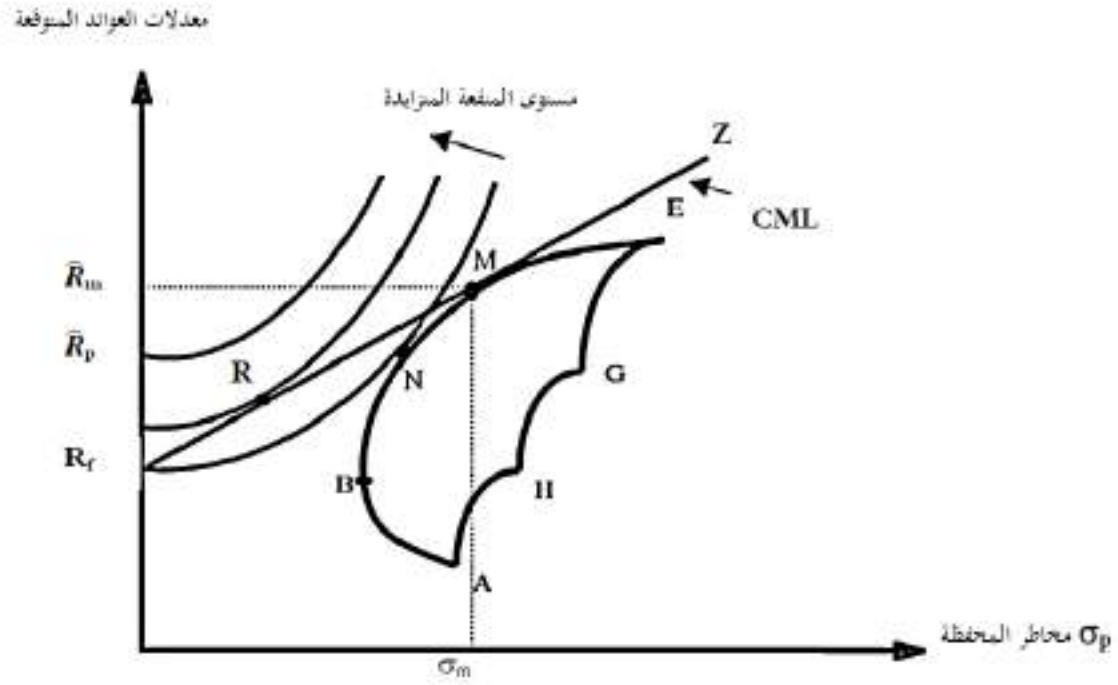
المصدر:مجلة الباحث ، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها،عدد03، 2004، ص 46.

الشكل 02: منحنيات السواء لمستثمرين



المصدر: مجلة الدراسات العدد الاقتصادي، المجلد:15،العدد02،جوان 2018، ص62-63.

الشكل 03: منحنى بياني يوضح توازن المستثمر عند دمج الأصل الخالي من المخاطر مع محفظة السوق



المصدر:مجلة الدراسات العدد الاقتصادي، المجلد 15، العدد 02،جوان 2015،جامعة الأغواط، ص63.

1_ تفسير الأشكال البيانية:

أ_ يوضح الشكل الأول المحافظ الاستثمارية الكفئة بحيث توضح في الحد BCDE، أما باقي المحافظ والتي تقع داخل المجموعة الممكنة على يمين الحد الكفء فهي غير كفئة، لأن كل المحافظ سوف تعطينا نفس العائد مع محفظة أخرى تقع على الحد الكفء ولكن بمخاطر أعلى، ومثال على ذلك أن النقطة X عند مقارنتها مع المحفظة C نجد أنها تعطينا نفس معدل العائد ولكن بمخاطر أقل ، وعند مقارنتها مع المحفظة التي تقع في النقطة D نجد أن لها نفس المخاطر لكن عائد المحفظة D أعلى.

_ومنه من خلال ذلك يمكن القول أن الحد الكفء هو المنحنى الذي يمر بمجموعة من المحافظ الكفئة والتي لها أكبر عائد متوقع عند أي درجة من المخاطر أو لها أقل المخاطر عند أي مستوى كان من العائد.

ب_ يوضح الشكل الثاني أن هناك 3 أنواع من المستثمرين:

- مستثمرين راغبين في المخاطرة وهم الأشخاص الذين يبحثون عن الاستثمارات الأكثر مخاطرة.

- مستثمرين متجنبين للمخاطرة وهم الأشخاص الذين يبحثون عن الاستثمارات القليلة المخاطرة فهم متخوفون من الخسائر.
- المستثمرين المحايدين وهم الأشخاص الذين لا يكترثون للمخاطرة.(برينغهام، 2009،ص165).

- ومنه من خلال الشكل نلاحظ أن المستثمر Y يحاول الحصول على عائد متوقع أعلى مما يريده المستثمر X وذلك لتعويض نسبة الزيادة في المخاطرة وعليه يمكن الحكم على المستثمر Y بأنه أكثر تجنبا للمخاطرة من المستثمر X ومنه من خلال منحنيات المنفعة يتضح أنها موازية المخاطرة والعائد عند مستويات مختلفة من الرضا فكلما اتجه نحو اليسار كلما كان مستوى الرضا (المنفعة) أعلى.

ج_ يوضح الشكل الثالث أن تمثيل المحفظة المكونة من أصل خالي من المخاطر ومحفظة السوق المثلى يتم برسم خط يبدأ من عائد الأصل الخالي من المخاطر، والممثل على المحور العمودي ويمتد ليلامس من أعلى نقطة على الحد الكفء ويستمر بالامتداد وهو ما يسمى بخط سوق رأس المال.

ثانيا: خط سوق الأوراق المالية

يمكن خط سوق رأس المال من تحديد العلاقة بين العائد المتوقع والانحراف المعياري للمحافظ الاستثمارية ذات الكفاءة ولكن قيم العائد المتوقع و الانحراف المعياري للأصل المنفرد لا تقع على خط سوق رأس المال، وذلك كون الأصل المنفرد لا يتمتع بكفاءة المحافظ التي تمتاز بالتنويع، وفي حالة التوازن فإن أي أصل هو جزء من المحفظة ذات الكفاءة M الواقعة على خط سوق رأس المال.

_ ومنه هناك علاقة بين الأصل المنفرد ومدى مساهمته في المخاطر الكلية للمحفظة.(هويشار، 2003،ص ص 240-248).

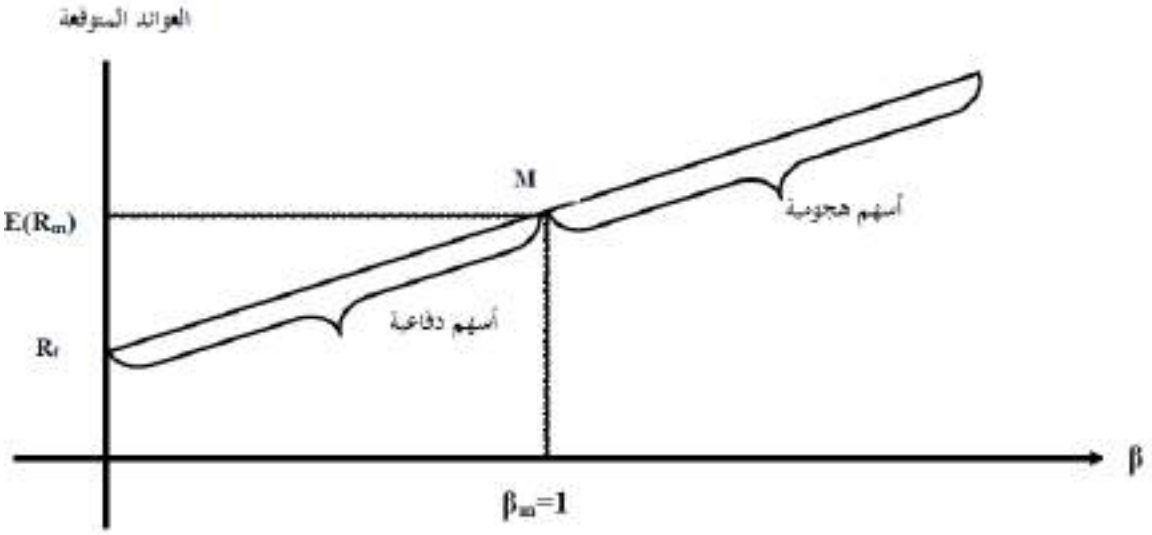
من خلال المعادلة التالية:

$$B= COV\ (Ri\ ,Rm)/VAR(Rm)$$

هذا المعامل اصطلح عليه المعامل بيتا.

من هنا يمكن تمثيل علاقة خطية بين عوائد الأصول المالية المنفردة ومخاطرها.

الشكل 04:مخطط بياني يمثل خط سوق الأوراق المالية



المصدر:مجلة الدراسات والأبحاث الاقتصادية في الطاقات المتجددة ،المجلد 07،العدد02، 2020،ص99.

من خلال الرسم البياني السابق نلاحظ أن العوائد المتوقعة على الأصل المالي المنفرد تساوي علاوة مخاطر السوق (Rm-Rf) مرجحة بالمخاطرة للورقة المالية Bi مضافا إليها معدل العائد الخالي من المخاطر بمعنى بدل المخاطرة السوقي.

_ تكمن أهمية سوق الأوراق المالية في تحديد معدل العائد المطلوب على الأصول المنفردة، بمعنى أن العائد المطلوب على أي أصل ذو مخاطر هو عبارة عن عائد الأصل الخالي من المخاطر مضافا إليه علاوة تمثل علاوة المخاطرة.

المطلب الثاني: نظرية المراجحة ونماذج فاما وفرنش

ظهرت عدة بدائل لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية حيث أدخلت نظرية تسعير المراجحة ونماذج فاما وفرنش عدة عوامل يمكن من خلالها تقدير العائد على الاستثمار في الأصول المالية.

الفرع الأول: نظرية تسعير المراجحةAPT

سوف نتطرق في هذا الفرع إلى توضيح مفهوم نظرية التسعير بالمراجحة وأهم افتراضاته بالإضافة إلى أهم الانتقادات.

أولا: مفهوم نظرية تسعير المراجحة

تقوم نظرية تسعير المراجحة على أساس إدخال تأثير العوامل الاقتصادية الخارجية والعوامل الداخلية الخاصة بكل شركة على معدل العائد على الأوراق المالية.(AR.PUBLICSPEAKING TIP.ORG/APT-7006).

ومنه من خلال هذا المفهوم يجب أن نتطرق إلى مفهوم المراجحة :

1_مفهوم المراجحة

عرفت المراجحة بصفة عامة بأنها عملية بيع الأدوات المالية المبالغ في قيمتها (قيمتها السوقية اكبر من قيمتها الحقيقية)،وشراء الأدوات بأقل من قيمتها الحقيقية وهذا حتى الرجوع إلى التوازن ، وهذا يعني أن المراجح يبحث عن الأصل غير المسعر بقيمة جيدة في سوق معين ، ويقوم بالبيع في آن واحد بسلسلة من البيع والشراء لنفس الأصل، حتى وإن كان ذلك في سوقين مختلفين بغرض الاستفادة من فروقات الأسعار وتحقيق عوائد وهذه العملية تؤدي إلى زيادة عرض الأصول المسعرة بأكثر من قيمتها مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها حتى تصل إلى قيمتها الحقيقية وهذه ما تسمى بالمراجحة(مجلة الأبحاث، 2015،ص48).

2_ تعريف نظرية تسعير المراجحة

هي نظرية بديلة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، قدمها ستيفن روس عام 1976، يعتمد أساسها على منطق المراجحة، بمعنى أن عائد ت يرتبط بالمخاطر الخاصة بالشركة وبتغيرات عائد محفظة السوق، ومنه النظرية تتماشى مع التقسيم الأساسي للمخاطر،أي مخاطر نظامية متعلقة بالسوق ومخاطر غير نظامية متعلقة بالمؤسسة، وبما أن المخاطر غير نظامية يمكن تجنبها عن طريق التنويع فعليه هذه النظرية تتعامل مع المخاطر النظامية فقط.

ومن أن المحافظ المنوعة بشكل جيد سوف تختفي فيها المخاطر الخاصة (المخاطر النظامية)،وتصبح جميع المحافظ متساوية في القيمة أي أن يكون لها نفس السعر عند التوازن.(شهاب، 2015،ص29).

3_العوامل المسعرة للمخاطرة في ظل نظرية التسعير بالمراجحة

يعرف العامل المسعر بأنه حدث اقتصادي غير مؤكد يؤثر على العائد المتوقع الذي يطلبه المستثمرون ، ومن هذا التعريف يجب أن يكون العامل مسعرا وهو عدم التأكد حول القيمة السعرية المستقبلية للحدث الاقتصادي ويؤثر أيضا على عوائد الأصول المالية.(الراوي،2000،ص167).

_ فيما يلي أهم العوامل المسعرة:

-الناتج المحلي الإجمالي وتغيراته، والنشاط الاقتصادي بصفة عامة.

-مستوى التضخم والبطالة.

-عرض النقد.

-أسعار الصرف وأسعار الفائدة.

-عجز ووفر الميزان التجاري والموازنة العامة.(جبار،2010،ص158).

ثانيا:عرض افتراضات نموذج تسعير المراجحة

نستعرض من خلال هذا الجزء صيغة نموذج تسعير المراجحة وأهم فرضياته.

أ_افتراضات النموذج

يقوم نموذج روس على ثلاث فروض أساسية وهي:

-تتميز أسواق رؤوس الأموال بالمنافسة الكاملة وإمكانية البيع على المكشوف وإجراء المراجحة باستمرار.

- يسعى المستثمرون دائما إلى زيادة ثروتهم في ظل ظروف التأكد.

-وجود عدد كاف من الأوراق المالية لتكوين محافظ.

- تجانس توقعات المستثمرين حول عوائد الأوراق المالية.(الشهاب،2015).

ب_الصيغة الرياضية لنموذج تسعير المراجحة

يمكن التعبير عن العائد على الاستثمار في الأصول المالية كدالة خطية في مجموعة من العوامل والمؤشرات ويتم صياغة معادلة نموذج تسعير المراجحة كالتالي:

$$R=E+b\ F+e$$

حيث:

R: العائد الفعلي.

E: العائد المتوقع للورقة المالية.

b: حساسية الورقة.

e: العائد في ظل المخاطر غير النظامية والعوامل العشوائية.

يمكن أن يأخذ النموذج الشكل التالي:

$$R=E+b1f1+b2f2+b3f3+b4df4$$

ج_ انتقادات النموذج

_ اعتماده على عدد قليل من الفرضيات عكس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

_سهولة تطبيقه من الناحية العملية،وكذلك اعتماده على عدة عوامل في تفسير عائدات الأصول المالية الفردية بدلا من عامل واحد كما في محفظة السوق.

_عدم تحديده للعوامل المؤثرة على عائدات الأسهم وكذلك أوزانها النسبية.(برينغهام، 2009،ص318).

الفرع الثاني: نماذج فاما وفرنش متعددة العوامل

قام كل من فاما وفرنش بتطوير النماذج المعدلة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية وأشهرها نموذج ثلاثي العوامل لسنة 1992،خماسي العوامل لسنة 2015،والحديث كليا سداسي العوامل، ومنه سوف نحاول الإلمام بهذه النماذج في الأجزاء التالية:

أولا: نموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل

إن الدراسة التي قدمها كل من فاما وفرنش لسنة 1992، من الدراسات التي عززت المواقف المعارضة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، والتي ظهر من خلالها عدم قدرة بيتا على تفسير عوائد الأسهم ،وأن حجم الشركة ونسبة القيمة الدفترية يضيفان قدرة تفسيرية أكبر على النموذج.

1_تقديم النموذج

أكد فاما وفرنش من خلال دراسة سنة 1992 أن عوائد المحفظة الاستثمارية تكون مرتبطة ب3 عوامل أساسية وهي:

_**العامل الأول**: يتمثل في حساسية عائد المحفظة لعوائد السوق وهي بيتا المحفظة كما جاء في نموذج شارب لسنة 1965.

_**العامل الثاني**:هو عامل الحجم فإذا كانت الشركات الصغيرة هي الأكثر مخاطرة من الشركات الكبيرة فيتوقع أن تكون الشركات الصغيرة تحقق أكبر العوائد ومنه المحافظ التي تضم أسهم شركات صغيرة تكون اكبر عائد.

_**العامل الثالث**:هو عامل القيمة متمثلا في القيمة الدفترية لحقوق الملكية مقسوما على القيمة السوقية لحقوق الملكية، فإذا كانت القيمة السوقية أكبر من الدفترية يكون السهم جذاب باعتباره مؤشر على الوضعية الجيدة للمؤسسة والعكس صحيح .(ar.thelittle collection.com/fama and french-8678).

وعليه فإن النموذج يعبر عليه بالصيغة الرياضية التالية:

$$E(Ri)-Rf=Bi(E(Rm-Rf))+Si(SMB)+hi(HML)$$

حيث:

E(Ri)-Rf: تمثل علاوة مخاطر المحفظة.

E(Rm-Rf): تمثل علاوة سوق المخاطرة.

Bi: تمثل حساسية السهم لمخاطر السوق.

SMB: تمثل الفرق بين عوائد المحافظ ذات الأسهم صغيرة الحجم وعوائد المحافظ ذات الأسهم كبيرة الحجم.

HML: تمثل الفرق بين عوائد المحافظ التي لديها قيمة الدفترية هي الأعلى على السوقية وبين المحافظ التي لديها القيمة السوقية هي الأعلى.

Si: حساسية المحفظة للفرق الأول (الحجم).

hi: حساسية المحفظة للفرق الثاني (نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية).

يتضح من خلال الصيغة الرياضية للنموذج أن العامل الأول المتعلق بمخاطرة السوق مطروحا منه معدل العائد الخالي من المخاطر هي نقطة مشتركة بينه وبين نموذج تسعير الأصول الرأسمالية .

أما العاملين الآخرين المتعلقان بالحجم والقيمة فلقد قام الباحثان بطرح محافظ مشكلة من عدد معين من الأسهم واستخلصوا بأن هناك عوامل أخرى تدخل في تفسير النموذج.(مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير، 2017).

ثانيا: نموذج فاما وفرنش خماسي العوامل

أجمع بعض الباحثين أمثال نوفي ومارك في سنة 2013 ووي كسي على أن النموذج ثلاثي العوامل غير كامل على تحسين القدرة التفسيرية له مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، لذلك قام فاما وفرنش بإضافة عاملين يعكسان الربحية والاستثمار و وضحوا ذلك من خلال العلاقة التالية:

$$Rit-Rft=ai+Bi(Rmt-Rft)+Si(SMB)+hi(RMWt)+Ci(CMAt)+eit$$

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

أما العامل الخامس فيمثل عامل الاستثمار أي الفرق بين عوائد أسهم الشركات ذات القيمة السوقية العالية والمنخفضة.(عرنوق،2015،ص82-83).

ومن أجل القيام بحساب معاملات ri , ci ، si ,hi, قام كل من فاما وفرنش باستخدام بيانات شهرية لأسهم شركات مدرجة في بورصة نيويورك للفترة 1963-2013 بحيث أخذ بعين الاعتبار كل عامل على أساس تقسيمات سوقية.

ثالثا:نموذج فاما وفرنش سداسي العوامل

بما أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يقوم على أسس نظرية وهي افتراض وجود محفظة السوق ومن المفترض أن تكون تمثل جميع الأسهم المتداولة في الاقتصاد وغير قابلة للرصد،وهذا له تأثير واسع النطاق خصوصا على النماذج الخطية ومنه من خلال الدراسات التي قدمها روس وثم تلاه فاما وفرنش الذين أوضحوا من خلاله أن عوامل الخطر ترتبط بعدة عوامل مثل:الحجم ،القيمة السوقية ولكن أضافا عاملا سادسا يتمثل في الأثر العكسي وارتدادات والتغيرات الطويلة ومنه يمكن صياغة النموذج كالتالي:

$$Rit-Rrft=ai+Bi(Rmt-Rft)+Si$$
$$(SMBt)+hi(HMLt)+ri(RMWt)+ci(CAMt)+li(Ltrevt)+Ut$$

ومنه:

Ltrevt: تمثل الارتدادات طويلة الأجل التي تأثر في المردودية بحيث تكون منخفضة كلما قلت مدة .(مجلة دراسات وأبحاث ،2020،ص116).

المطلب الثالث: نظرية المالية السلوكية

نظرا لحداثة نموذج العوامل الخماسي والسداسي لفاما وفرنش وصعوبة تطبيقه عمليا، وأيضا لم يكن قادر على إيجاد تفسيرات للحالات الشاذة مثل: أثر الأيام،وأحوال المستثمرين والتي عادة ما يلجا الباحثون من أجل تفسيرها إلى نماذج المالية السلوكية وسوف نتطرق لها من خلال هذا المطلب.

أولا: تعريف المالية السلوكية

تعتبر المالية السلوكية فرع من فروع الاقتصاد السلوكي ، ويعد هذا الأخير منهج من مناهج التحليل الاقتصادي الذي يدمج التبصر السيكولوجي بسلوكيات الأفراد،بغية وصف وتحليل السوق وإعطاء نتائج تتفق بدرجة أكبر من الواقع.(بن سانية، وآخرون،2017،ص16).

وتعرف أيضا على أنها العلم الذي يعمل على الدمج بين النظرية النفسية السلوكية وبين النظريات الاقتصادية والمالية التقليدية لإعطاء توضيح حول تصرفات الأفراد غير العقلانية.(meemapps.com/term/behavfinance).

ثانيا: دوافع ظهور المالية السلوكية

نظرا لوجود العديد من الحالات الشاذة والتشوهات في الأسواق المالية،والتي عجزت المالية التقليدية عن تفسيرها ومما أدى إلى ظهور المالية السلوكية التي تسعى لتقديم تفسيرات لهذه التشوهات، كما تبحث عن أساليب لتفاديها، وأيضا لوحظ أن سلوك الأفراد في الواقع لا يتماشى مع ما تقوم عليه النظرية، وإنما تحكمه مشاعر وعواطف و تحيزات مما يؤدي إلى ظهور تشوهات أهمها:

_التشوهات الموسمية(المرتبطة بالزمن): هذه التشوهات ترتبط بفترة زمنية معينة ولا تجدها إلا في تلك الفترة ومنها:

أ - تأثير شهر جانفي: وما يسمى أيضا بتأثير نهاية العام بحيث تسجل أسهم الشركات أرباحا غير عادية ويرجع السبب أن المستثمرين يلجئون إلى بيع أسهمهم بخسارة للتقليل من الوعاء الضريبي مما يؤدي إلى ارتفاع العوائد في شهر جانفي ، بحيث يحدث هذا الأثر في المناطق التي لا تجد بها ضرائب على الأرباح الرأسمالية مثل: اليابان،أستراليا.

ب - أثر نهاية الأسبوع: ويعرف أيضا بأثر يوم الاثنين بحيث يتم الشراء في هذا اليوم على أن يتم البيع عند الإقفال يوم الجمعة حيث تنخفض عوائد الأسهم بشكل كبير ناتج عن ارتفاع مسبوق ليوم الجمعة.

ت - أثر العطلة الصيفية: وتتمثل هذه الظاهرة في أن عوائد الأسهم تنخفض عند أخد المستثمرين عطل في شهور الصيف.

_ التشوهات المرتبطة بخصائص : تكون التشوهات هنا مرتبطة بالمؤسسة في حد ذاتها بحيث تتمثل الآثار في:

أ – أثر الحجم: تحقيق المؤسسات الصغيرة لعوائد أكبر من المؤسسات الكبيرة أثر أغلب الدارسون اختلف فيه بحيث يرجعونه إلى ارتفاع تكاليف المعاملات على أسهم الشركات صغيرة الحجم ويرتبط أيضا بأثر شهر جانفي.

ب – أثر القيمة: المؤسسات التي نسبة السعر فيها إلى ربح السهم منخفض تعتبر الأكثر ارتفاعا في عوائدها مقارنة مع المؤسسات ذات مضاعف الربحية المرتفع.

_ تشوهات أخرى: هناك مجموعة مختلفة من الحالات الشاذة غير مصنفة فيما سبق ومنه ذكرت العديد من الدراسات بعضها:

أ – أثر الزخم:وهو ما يبين استمرارية الأسهم الرابحة في التفوق على بقية الأسهم،و استمرارية الأسهم الخاسرة في نفس الأداء.

ب – أثر الطقس: إن حالة الطقس (المطر،الثلج ،الرطوبة، الضباب.....إلخ) تؤثر على العوائد تأثير كبير حيث أنه لكل حالة من حالات الطقس تؤثر على المزاج والشعور بالكآبة أو السعادة، وبالتالي تؤثر أيضا على العوائد والتداول وقد عجزت نظرية الكفاءة عن تفسير أثر الطقس بالرغم من أن التنبؤات بأحوال الطقس متوفرة وبالمجان للجميع.(سحنون،وآخرون،2015،ص256).

ثالثا:الفرضيات الأساسية للمالية السلوكية

تقوم المالية السلوكية على فرضيتين أساسيتين جاءتا مناقضتين لفرضيات كفاءة السوق المالي،أولى هاتين الفرضيتين هي عدم تمتع كافة المستثمرين بالرشادة والعقلانية بحيث يمكن أن تأثر فيهم العاطفة والعوامل السيكولوجية وقد تؤثر أيضا على تحصيلهم للمعلومات وتأثرها أو استخدامها على نحو خاطئ.

أما في خصوص الفرضية الثانية فتنص على محدودية المراجحة بمعنى أن المستثمرين العقلانيين يصححون دائما حالات التسعير الخاطئ وبالتالي فإن آلية المراجحة تلعب دور في إعادة السعر إلى مستواه الحقيقي.(بن سانية، وآخرون،2015).

المطلب الرابع: نظرية كفاءة أسواق رأس المال

نعلم أن الدول النامية تسعى إلى حل مشكل العجز في تمويل الطلب المتزايد على الأموال لتمويل استثماراتها، وهو ما جعلها تعمل على تطوير وتنمية أسواقها ومسايرة العولمة ويكمن الهدف في ذلك إلى دراسة كفاءة الأسواق و ما هي علاقة المعلومات بالكفاءة.

أولا: مفهوم كفاءة الأسواق المالية

1_تعريف كفاءة الأسواق المالية

تعرف على أنها السوق الذي يعكس فيه سعر السهم المصدر كافة البيانات الحاضرة والمتاحة سواء كانت المعلومات تمثل معلومات تبثها تلك المؤسسة أو صادرة عن القوائم المالية .(هندي، 1995،ص13).

كما تعرف أيضا بأن سوق الأوراق المالية يكون كفء بالنسبة لنظام المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل عملها إذا توفر كل فرد على المعلومات الكاملة. (الحناوي، 2008،ص125).

_ يمكن التمييز بين عدة أنواع من الكفاءة منها:

أ – الكفاءة الكاملة: ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى النتائج المحددة بشأن أسعار الأسهم.

ب – الكفاءة الاقتصادية: يقصد بها الفارق الزمني بين وصول المعلومات إلى السوق وانعكاس أثارها على أسعار الأسهم.(مفتاح،و آخرون، 2009-2010،ص183-185).

2_ صيغ كفاءة الأسواق المالية

أ_ الصيغة الضعيفة: يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق أن تكون أسعار الأسهم عاكسة لقيمتها التاريخية المحددة في الماضي بمعنى لا يمكن التنبؤ بسعر السهم بالاعتماد على المعلومات التاريخية المتاحة عن أسعارها في الماضي ولهذا القيمة السوقية لا تعكس المعلومات الحقيقية.(بن عزوز، 2012،ص58).

ب_ الصيغة المتوسطة: عند هذا المستوى تعكس الأسعار جانب المعلومات الماضية المنشورة والمتاحة للجمهور سواء تعلقت بالاقتصاد ككل أو بالمؤسسة المصدرة.

ج_ الصيغة القوية: تقتضي هذه الصيغة بأن أسعار الأصول المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة والمعلومات المميزة والسرية،وبالتالي يستحيل على أي مستثمر في هذه الحالة تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين.(صديقي،2012،ص68).

المبحث الثاني: الدراسات السابقة في الموضوع

المطلب الأول: الدراسات السابقة في الدول المتطورة

_دراسة رول1977وبان 1981 و فاما و فرنش 1992: خلصت هذه الدراسات إلى أن نموذج تسعير الأصول المرجعية الأساسية في مالية السوق، ولكن لا يعني أنه لم ينتقد بحيث لا يأخذ بعين الاعتبار متغيرات مثل:الحجم، ولكنها لا تستبعد القوة التفسيرية لهذا النموذج بحيث لخصت الدراسات قيم مثل معدل العائد على الأصل ومخاطرة الأصل ومعدل العائد للأصل الخالي من المخاطرة.

_دراسة روبرت شيلبير 1981: لخصت الدراسة أن الأسعار الحقيقية للأسهم يمكن أن تفسر بقيمة الحصة المتوقعة من الأرباح الموزعة وقد تبين من خلال الدراسة أن الأسعار الفعلية تختلف أو تتشتت مقارنة بالأسعار النظرية بدرجة كبيرة.

_ دراسة كينث وست 1988:أجريت الدراسة بغرض معرفة تذبذب أسعار الأسهم في بعض الأسواق المالية وأثره مهم في عدم قدرة النماذج الموضوعة من قبل الباحثين على تفسير هذه التذبذبات في تلك الأسواق، واقترح استخدام نماذج غير منطقية في تقدير العائد المتوقع،وأن هناك متغيرات أخرى تؤثر وذلك استنتج وست أن المتاجرة الفوضوية تلعب دورا في تذبذب الأسعار للأسهم في الأسواق المالية.

_ دراسة يوجن فاما 1970:في مقالة له تحدثت عن نظرية الكفاءة للأسواق التي تتخذ استجابة أسعار الأسهم للمعلومات الملائمة المتعلقة بها، وتقسيم كفاءة الأسواق إلى 3 مستويات: المستوى الضعيف، المتوسط، القوي، وقد خلص إلى أن نظرية كفاءة السوق يمكن اختبارها من خلال علاقتها بتوازن السوق.

_دراسة بلومفيلد 1977: تم اختبار نماذج شائعة الاستخدام لتشكيل المحافظ الاستثمارية في سوق نيويورك للأوراق المالية، وقد وصفت الدراسة الشائعة في مجملها على أنها علاقات بين المتوسط الحسابي لقيم عائد السهم من جهة والانحراف المعياري والتباين ومعامل الاختلاف لقيم العائد من جهة أخرى.

_ دراسة باري هاريسون2004: تناولت الدراسة كفاءة الأسواق المالية في كل من رومانيا وجمهورية التشيك باستخدام نماذج قارش المصحح والتي تعتبر من الاختبارات الشائعة في فحص واختبار عوائد الأسواق المالية وذلك بالاعتماد على بيانات أسعار الأسهم المالية للدولتين في ظل اقتصاد انتقالي وأفضى استخدام النموذج إلى رفض عدم الكفاءة في السوق الروماني وعدم رفضها في جمهورية التشيك.(بن الضب، 2011).

المطلب الثاني: الدراسات السابقة في الدول النامية

_ دراسة ميديابي أيمن 1991: تمت الدراسة بسوق الكويت للشركات المسعرة في سنة 1991، هدفت هذه الدراسة لتحديد العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم،وهي معدل توزيعات الأرباح للسهم الواحد ونسبة المديونية وغيرها ومنه استنتج أن سوق الأوراق المالية الكويتي لا تعكس المعلومات فيه وبالتالي هو ضعيف الكفاءة.

_دراسة عصام عباس محمد فضل المولى 2008:تناولت الدراسة دور المعلومات المحاسبية في قياس كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية وهدفت إلى تحقيق الدور الذي تساهم به المعلومات في قياس درجة الكفاءة وكذلك التعرف على المشكلات التي تحد من كفاءة السوق وطرح الحلول الممكنة.

_ دراسة أحمد الحسين:تبين لنا أن نموذج تسعير الأصول المالية لا ينطبق على سوق عمان المالي حيث استخدم العوائد الشهرية على سندات الخزينة الحكومية لتمثيل العائد الخالي من المخاطر.

_ دراسة الخداش وصيام 2003: بعنوان تأثير النقدية على القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية بحث مقدم لمجلة جامعة الملك عبد العزيز، هدفت إلى معرفة العلاقة بين التدفقات النقدية وتأثيرها على سلوك القيمة السوقية للسهم ولكن لم تأثر عليه في هذه الدراسة.

_دراسة الجفري و باشيخ2005:بعنوان العلاقة بين القيمة السوقية ومؤشرات الأداء للشركات السعودية المساهمة، وهي عبارة عن ورقة عمل مقدمة للقاء سنوي لجمعية الاقتصاد السعودية، وهدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين السعر السوقي للسهم والمتغيرات التالية: القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ، ربحية السهم ، العائد على حقوق الملكية ،بحيث كانت هذه الدراسة شاملة على كل الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية مابين 2000-2004، وتوصلت النتائج إلى وجود علاقة ايجابية بين القيمة السوقية للأسهم ومتغيرات الدراسة.

خلاصة الفصل الأول:

لازالت نماذج تسعير الأصول الرأسمالية وبعد ظهورها منذ أكثر من نصف قرن، تلاقي اهتمام العديد من الباحثين الأكاديميين والمحللين الماليين وهذا نظرا لأهميتها في حساب معدلات العوائد المطلوبة على الاستثمارات المختلفة،أو في إدارة أداء المحافظ الاستثمارية، أو في الدراسات الأكاديمية، ولقد تطورت هذه النماذج عبر الزمن محاولة في كل مرة تحسين قدرتها على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم، فبعد نموذج تسعير الأصول المالية، ظهرت نظرية تسعير المراجحة، ثم نماذج فاما وفرنش متعددة العوامل،إلى غاية النظرية المالية السلوكية ونظرية كفاءة الأسواق، ومنه ما أدى إلى تعدد النظريات هو الانتقادات الموجهة لكل نموذج من خلال الدراسة التي تليه.

الفصل الثاني

الدراسة التطبيقية في سوق المغرب [بورصة الدار البيضاء]

تمهيد:

لقد شهدت الدول النامية تطورات هامة في اقتصادياتها خاصة على مستوى مؤسساتها المالية ولأهميتها في التنمية الاقتصادية و أصبح اهتمامها منصب على جلب الموارد وتوفير الاحتياجات التمويلية، وتوجيه المدخرات نحو المؤسسات الاقتصادية والمالية والتي تعود بالفوائد عليها مما أدى إلى ضرورة الالتفات لهذه الأسواق في الدول النامية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي،ولكن لازالت هذه الدول والأسواق المالية فيها تعاني من مشاكل تعيق نموها ونشاطها وتضعف فعاليتها.

ومنه من خلال هذه الدراسة سنتطرق إلى أداء السوق المالي في بورصة الدار البيضاء وتقييمه من خلال كفاءته أو ضعفه، بحيث سنتعرض في الأول إلى سوق الدار البيضاء وأدبياته الكلية من مهام وأهداف ثم سنعالج كفاءته وتقييمه من خلال دراسة تطبيقية.

المبحث الأول:سوق الأوراق المالية للدار البيضاء

سنحاول التطرق في هذا المبحث إلى معرفة سوق الأوراق المالية في دولة المغرب التي لها عجز مالي في ظل الحرية الاقتصادية، ولكنها تسعى جاهدة من خلال مختلف الإمكانيات لعصرنة نظامها المالي.

المطلب الأول: نشأة بورصة الدار البيضاء وتقديمها

سنحاول التطرق إلى ظهور البورصة وكيفية تشكلها

أولا: نشأة بورصة الدار البيضاء

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929، وكانت تحمل آنذاك إسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة، إن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين وتنظيم سير هذه السوق ففي سنة 1948، حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة، غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقى إهتماما متزايدا، وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967، لتدارك هذا العجز وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني، إثر هذه المبادرة وتحديد سنة 1986، شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق 10سنوات، وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم، سبع سنوات بعد ذلك أي في سنة 1993، شهدت سوق البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة فتم إصدار ثلاث نصوص مؤسسة وهي:

_ ظهير معتبر بمثابة قانون 1-93-211 متعلق ببورصة القيم المنقولة.

_ ظهير معتبر بمثابة قانون 1-93-212 متعلق بمجلس القيم المنقولة والمعلومات اللازم تقديمها للأشخاص المعنويين الذين طرحوا أوراقهم المالية للاكتتاب.

_ظهير معتبر بمثابة قانون 1-93-213 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي .

ثانيا:تقديم بورصة الدار البيضاء

بورصة الدار البيضاء هي شركة مجهولة الاسم تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة، وهي خاضعة لوصاية وزارة الاقتصاد والمالية وتزاول نشاطها بناء على دفتر التحملات مع مراعاة قواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة.

وتعتبر بورصة الدار البيضاء أحد أوجه التقدم الاقتصادي للمغرب الحديث، وقد استفادت من ثورة الانترنت حيث أصبحت جل التعاملات انطلاقا من موقعها الالكتروني بحيث قاعة التعاملات أصبحت فارغة ولم يعد المتعاملون يلزم عليهم لشراء أوراق مالية اللجوء إلى مقر البورصة.

هي السوق المالي الوحيد في المغرب وتعد الأولى مغاربيا والثالثة عربيا من حيث القيمة السوقية التي بلغت 90 مليار دولار، وعرفت زيادة غي عدد الشركات بحيث تم إدراج 9 شركات جديدة وذلك خلال سنة 2006.

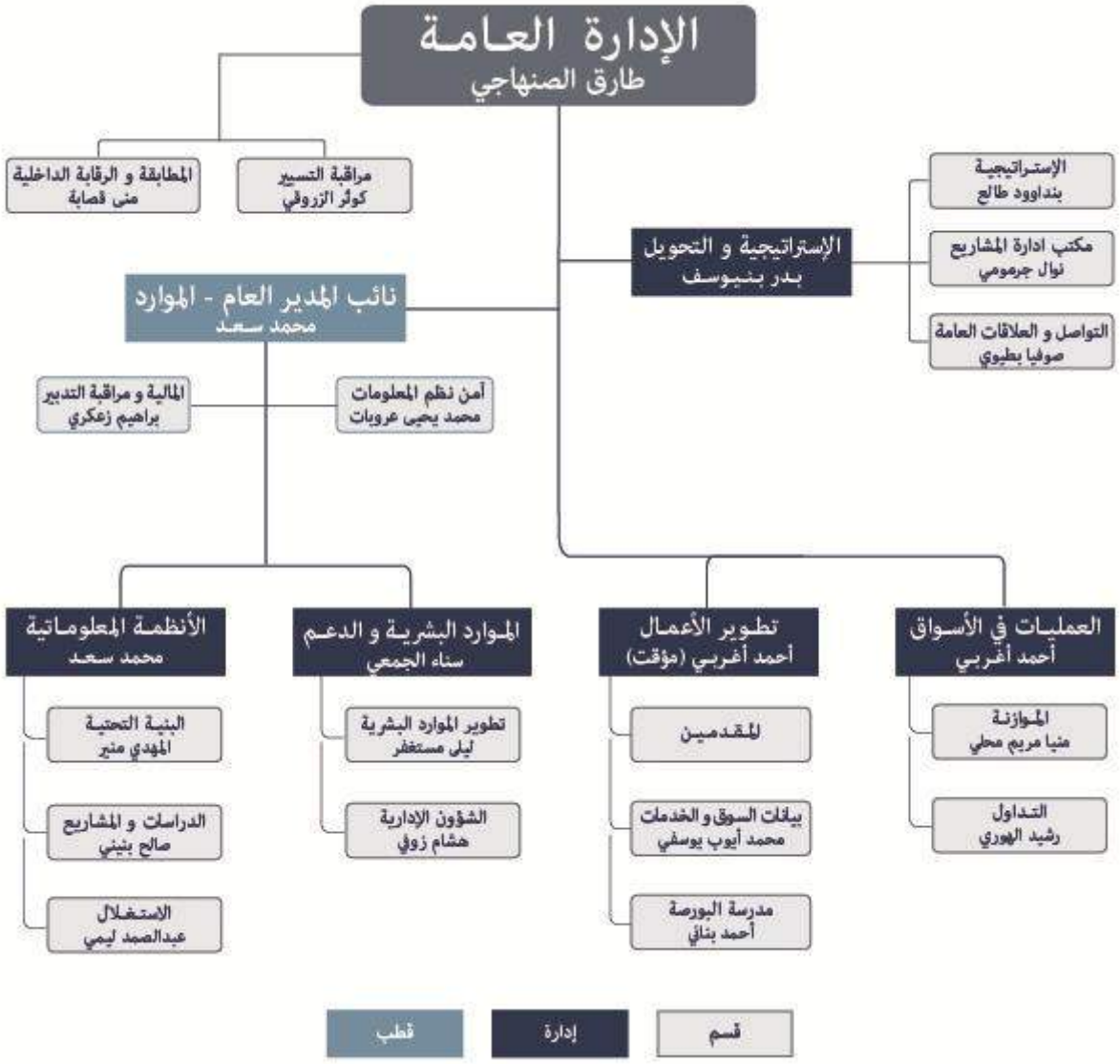
المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للبورصة وأهدافها وأهم المهام فيها

أولا: الهيكل التنظيمي

يشغل السيد كمال مقداد منصب رئيس مجلس الإدارة لمدة سنتين وذلك منذ 18 جوان 2020، ويشغل منصب المدير العام منذ أفريل 2009 السيد طارق الصنهاجي.

تتألف لجنة الإدارة من مديري المقاولة، وتتمثل مهمتها في إدارة المشاريع الإستراتيجية و تحديد الأهداف والسعي للأولويات وضمان حسن سير المقاولة ومنه سنتطرق للشكل التالي الذي يمثل الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء:

الشكل05: الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء



sourse : casablanca_bourse.com/bourse.com.

ثانيا: أهداف بورصة الدار البيضاء

وضعت بورصة الدار البيضاء في إطار مزاولة نشاطها وتطبيق المهام التي أسندت إليها رؤية واضحة وطموحة لأهدافها وهي كالتالي:

1_ مواكبة التطور الاقتصادي للبلاد من خلال المساهمة بشكل أكثر فعالية في تمويل اقتصاد البلاد.

2_ التواصل بين المستثمرين والفاعلين والمصدرين.

3_ اقتراح خدمات ذات جودة عالية لتلبية حاجيات الفاعلين في السوق.

4_ تعزيز وتطوير وتسريع تطورات البورصة وسوقها.

5_ السعي لاحتلال الصدارة بين الأسواق الرائدة في إفريقيا.

ثالثا: مهام بورصة الدار البيضاء

تكمن مهمة بورصة الدار البيضاء في ضمان سير وتطوير وتشجيع سوق البورصة المغربي وذلك من خلال:

1_ مراقبة ورصد حصة التداول.

2_ إصدار ونشر المعلومات في السوق.

3_ مساعدة الجهات المصادرة عن تداول قيمهم المنقولة وعن تنفيذ عملياتهم المالية.

4_ ضمان حركة الأوراق المالية في حالة عجز أحد الوسطاء.

5_توزيع الأسهم والتدخل عند إتمام الصفقات المبرمة بين مختلف الأطراف.

المطلب الثالث:مؤشرات البورصة

تضم بورصة الدار البيضاء أكثر من مؤشر وهي كالتالي:

أولا: مؤشر مازي عائم

هو مؤشر عام يشمل جميع القيم المنقولة من نوع الأسهم أي أنه لا يشمل السندات والمنتجات المالية المشتقة،فعندما يسجل مؤشر مازي ارتفاعا هذا يعني أن معدل تغير قيم أسهم الشركات ارتفع بنفس نسبة مازي، ولكن لا يعني أن كل الشركات سترتفع بنفس القيمة، وذلك بأن أسهم الشركات حققت ارتفاعا وأخرى انخفاضا وأخرى لم تتغير أبدا، وهذا ما يدل على تقديمهم لجدول يفسر أهم الارتفاعات والانخفاضات.

ثانيا: مؤشر مادكس عائم

هو مؤشر مدمج يتكون من القيم الخاضعة لتداول المستثمر،أي أنه لا يقتصر على الأسهم بل يضم أنواع وأشكال مالية أخرى، ولكنه يقتصر على القيم التي يتم تداولها بشكل مستمر في بورصة الدار البيضاء ويمثل المؤشر معدل التغير أو التقلب في القيم الخاضعة للتداول المستمر، بغض النظر عن أنها أسهم أم أنواع مالية أخرى وما قلناه في

مؤشر مازي ينطبق على مادكس أي أنه مجرد معدل لا يعني أن كل القيم حققت نفس الرقم، ولكنها تحقق أرقاما مختلفة.

ثالثا: مؤشرات قطاعية

هو مؤشر مدمج يتكون من القيم المنتسبة لنفس القطاع، أهمية هذا النوع من المؤشرات أنه يتبع التغيرات حسب قطاعاتها مثل: قطاع البنوك، التأمينات،المناجم،العقارات،.....إلخ.

ويعبر عن هذه المؤشرات بالرموز التالية:

الجدول 01: مؤشرات بورصة الدار البيضاء

رمز المؤشر	محرر المؤشر
MASI	مازي عائم
MASIR	مازي المردودية الإجمالية
MASRN	مازي المردودية الصافية
MASID	مازي (دولار أمريكي)
MASIE	مازي (أورو)
MADX	مادكس عائم
MADXR	مادكس المردودية الإجمالية
MADRN	مادكس المردودية الصافية
MADXD	مادكس (دولار أمريكي)
MADXE	مادكس (أورو)

MINES	المناجم
P&G	البترول والغاز
B&MC	البناء ومواد البناء
CHIM	الكيماويات
S&P	صيانة واستغلال الغابات . الورق
EEE	التجهيزات الإلكترونية والكهربائية
BOISS	المشروبات
AGRO	الفلاحة الغذائية / الإنتاج
IBEI	الهندسيات والتجهيزات الصناعية
DISTR	التوزيع
TRANS	النقل
BANK	الأبناك
ASSUR	التأمينات
SP&H	شركات محافظ الأوراق المالية . المجموعات الكبرى
IMMOB	العقار
SF&AF	شركات التمويل وأنشطة مالية أخرى
L&SI	مواد وبرامج وخدمات معلوماتية
L&H	الفنادق والترفيه
TCOM	الاتصالات

PHARM	صناعة الأدوية
SAC	خدمات للجماعات المحلية

تعطى لكل شركة مدرجة في بورصة الدار البيضاء رمز ومؤشر حسب نوع القطاع الذي تنتمي إليه.

الشكل رقم 06:بعض المؤشرات الاقتصادية والمالية لبورصة الدار البيضاء خلال السنوات 2017-2019

_نلاحظ من خلال التطور الشهري لمؤشر ftsecse المغرب 15والتطور الشهري لمازي عائم بأن المؤشر يحقق عوائد مرتفعة في السنتين2017و2018وذلك بارتفاع واضح من خلال التخطيط البياني، بحيث التخطيط الذي باللون الأزرق والذي يمثل العوائد للأسهم من خلال المؤشرين ftsecse و مازي عائم والذي كان في سنة 2017.

_أما التخطيط البياني باللون الأخضر فيمثل تطور المؤشرين في سنة2018 وكان ارتفاع مقارنة مع السنة السابقة.

_أما التخطيط باللون الأحمر فيمثل تطور المؤشرين في سنة 2019 و كان انخفاضا بحيث كان ذلك بسبب موجة الوباء التي ضربت العالم وأثرت على مجمل الأسواق المالية سواء النامية أو المتقدمة.

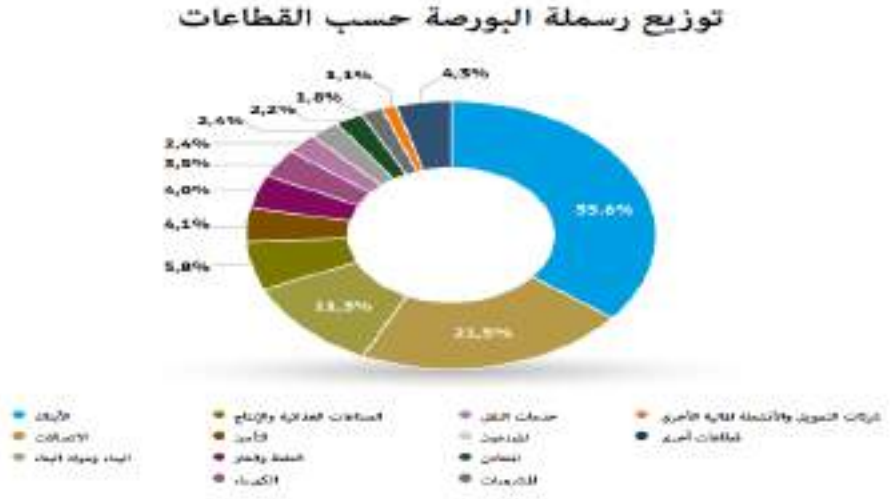
_ولكن رغم ذلك حققت البورصة أداء على المستوى الدولي كما هو موضح في الشكل الثاني بنسبة معتبرة تمثلت في 7.1%.

أداء المؤشرات القطاعية

المؤشر	2019	2018	2017
الأجهزة والبرمجيات وخدمات تكنولوجيا المعلومات	35,1%	13,4%	53,3%
النفط والغاز	26,8%	-23,2%	25,9%
خدمات النقل	26,2%	2,5%	36,8%
الموزعون	24,0%	-0,2%	7,7%
الصناعات الغذائية / الإنتاج	20,6%	-10,1%	26,8%
الكيمياء	12,6%	-23,2%	216,7%
الاتصالات	8,1%	5,6%	-5,6%
شركات الحوافظ المالية – شركات الهولدينغ	8,0%	-5,9%	15,6%
المعادن	8,0%	-38,3%	39,1%
مـازي	7,11%	-8,27%	6,39%
المشروبات	6,8%	-6,1%	19,0%
الأبناك	5,6%	-7,5%	9,9%
الكهرباء	4,4%	-3,3%	18,0%
البناء ومواد البناء	1,6%	-8,5%	-7,5%
شركات الاستثمار العقاري (١)	1,4%	-0,5%	(*)
التجهيزات الالكترونية والكهربائية	1,2%	-0,8%	-9,5%
شركات التمويل وأنشطة مالية أخرى	0,9%	-2,6%	6,3%
التأمين	0,3%	-14,5%	14,3%
الترفيه والفنادق	-1,7%	20,1%	22,2%
الصناعة الصيدلية	-3,0%	0,3%	23,9%
النقل	-3,6%	5,5%	27,4%
الحراية والورق	-4,5%	-36,4%	30,1%
الخدمات الجماعية	-9,9%	-20,2%	14,8%
المشاركة والانعاش العقاري	-36,2%	-47,8%	-14,3%
الهندسة وسلع التجهيز الصناعي	-57,8%	-39,1%	-1,8%

(*): تم إنشاء قطاع "شركات الاستثمار العقاري" في 2018 بعد إدراج شركة Immorente Invest.
(**): تم تغيير اسم قطاع "العقار" في 2018ليصبح قطاع "المشاركة والإنعاش العقاري".

_يتربع قطاع خدمات التكنولوجيا والبرمجيات على رأس أهم المؤشرات القطاعية وما تحققه من أداء لتعكس على السوق ككل رغم أنها حققت تراجع في السنتين الأخيرتين 2018-2019 وذلك نظرا للعوائق التي مرت بها البورصات عموما إلا أنها حاولت الحفاظ على المؤشرات في مستوى أداء معين، وتم إنشاء قطاع جديد في الاستثمار العقاري وتمت تسميته بالإنشاء والإنعاش العقاري ولكنه لم يحقق الأداء الكافي لينعكس على السوق.



_تأخذ البنوك و الاتصالات مركزا مهما في رسملة البورصة وذلك لأنها تحقق عوائد معتبرة تساهم في تطور سوق المغرب، وتتوزع باقي الرسملة على باقي القطاعات من بناء وصناعات غذائية.....إلخ.

حجم المعاملات

الحجم الإجمالي سنة 2017/2018/2019 (بملايين الدراهم)

الفئة/السوق	2017	2018	2019	التغير السنوي 2019/2018
الأسهم	66 878	50 915	74 864	47,0%
السوق المركزي	39 489	37 122	31 200	-16,0%
سوق الكتل	24 051	8 791	26 676	203,4%
عمليات إدراج	-	799	0	غير ذا معنى
زيادات في رأس المال	1 435	3 497	9 848	181,6%
العروض العامة	67	25	2 383	غير ذا معنى
التحويلات	623	430	622	44,8%
مساهمات السندات	1 213	251	4 135	غير ذا معنى
القروض السندية	2 860	1 773	531	-70,1%
السوق المركزي	308	55	3	-94,0%
سوق الكتل	1 684	950	527	-44,5%
عمليات الإدراج	658	767	0	غير ذا معنى
التحويلات	-	-	0	غير ذا معنى
مساهمات السندات	210	-	0	غير ذا معنى
المجموع العام	69 738	52 688	75 395	32,6%

_ تعتبر الأسهم النسبة الأكبر في حجم المعاملات الإجمالي لبورصة الدار البيضاء وذلك لعصرنة النظام ومحاولة البورصة احتلال أولى المراكز على الصعيد العربي،والابتعاد عن التمويل التقليدي بالقروض فقط وإنما تحقيق مزيج تمويلي أفضل.

الرأي حول البيانات المالية الموجزة:

يعد التقرير المالي لمندوبي الحسابات للسنة المالية من 2019/01/01إلى 2019/12/31بمثابة إشهاد أن البيانات في هذه الفقرة سليمة وصادقة وأنها تعطي في جميع جوانبها صورة وفية عن نتائج العمليات السنة المالية ل2019 وتبيان الوضعية المالية لبورصة الدار البيضاء وذلك طبقا للمبادئ المحاسبية، بحيث تتجلى المسؤولية في إعطاء البيانات وتوضيح النواحي المادية الحقيقية للذمة المالية في هذا السوق وذلك ما يعتبر معلومات تساعد في التشجيع على جذب المزيد من المستثمرين نظرا لشفافية السوق.

المبحث الثاني: الدراسة التطبيقية (تقييم كفاءة سوق رأس المال لبورصة الدار البيضاء)

المطلب الأول: معطيات الدراسة و المنهجية المتبعة

سنقوم بدراسة اثر المعلومات على اسعار الاصول المالية في بورصة الدار البيضاء من خلال تقييم فرضية الصيغة الضعيفة التي تتطلب تحقيق بعض الفرضيات وهي:

_ استقرارية السلاسل الزمنية.

_ السلاسل الزمنية يجب أن تتبع التوزيع الطبيعي.

نعتمد في اختبار هذه الفرضيات على:

1_ فرضية التوزيع الطبيعي باستعمال كل من إحصائية Jarque Bera , Kurtosis,skewness, .

2_ فرضية الاستقرارية باستعمال اختبار الجذور الأحادية لADF.

_ تتحقق الكفاءة من المستوى الضعيف إذا كانت أسعار الأوراق المالية تتبع نموذج السير العشوائي، أي أن جميع المعلومات التاريخية من الاستثمارات تكون منعكسة في سعر السهم، وبالتالي لا يستطيع المستثمر تحقيق أرباح غير عادية.

_ اختبار فرضية التوزيع الطبيعي يعتمد على إحصائيات لاختبار هذه الفرضية وهي:

- معامل الالتواء (skewness): وتعني التناظر وينبغي أن يكون هذا المعامل مساويا للصفر من أجل أن تتبع السلسلة الزمنية للتوزيع الطبيعي، وتكون قيمته سالبة في حالة ارتفاع التقلبات السالبة على التقلبات الموجبة بالنسبة للمتوسط ويأخذ قيمة موجبة في حالة العكس.
- معامل التفلطح(kurtosis):وتعني أن يكون التوزيع طبيعيا إذا أخذ قيمة نظرية تساوي (3).
- اختبار جارك و بيرا(jarque-bera):وتفسر على أساس مقارنة قيمتها الاحتمالية (probability) بمستوى المعنوية،بحيث كلما ارتفعت قيمتها الاحتمالية عن مستوى الدلالة المعنوية كلما السلسلة تتوزع توزيعا طبيعيا والعكس صحيح،أي تفسر على أساس قبول فرضية العدم.

_فرضية الاستقرارية من خلال اختبار ADF:

- تم تطوير اختبار ديكي فولر ليصبح موسعا وأصبح يسمى بديكي فولر المطور(Augmanted Dickey Fuller)بسبب عدم أخذه بعين الاعتبار إمكانية الارتباط الذاتي في الخطأ العشوائي وبالتالي فإن تقديرات المربعات الصغرى العادية OLS لن تتسم بالكفاءة، وعليه فإن هذا الاختبار يقيس لنا الدقة في تحديد الاستقرارية لسلسة الزمنية ومنه تقوم فرضياته على:

H0: سلسلة زمنية غير مستقرة (وجود جذر الوحدة في قيم السلسلة الزمنية).

H1:سلسلة زمنية مستقرة (عدم وجود جذر الوحدة في قيم السلسلة الزمنية).

ومنه عندما تكون:

_Ttab<Tcal قبول الفرضية البديلة H1ورفض الفرضية العدميةH0 وبالتالي سلسلة زمنية مستقرة.

_Tcal< Ttabقبول الفرضية العدمية H0ورفض الفرضية البديلةH1 وبالتالي سلسلة زمنية غير مستقرة.

_ تقتص الدراسة الإحصائية بالقيام بالخطوات التالية:

- تقدير نموذج MEDAF لشارب:

$$Ri-Rf= C +(Rm-Rf)\beta i+\varepsilon i$$

بحيث:

C: الثابت ويمثل العائد الخالي من المخاطرة

Ri-Rf:علاوة مخاطرة المحفظة.

Rm-Rf:بدل المخاطرة السوقي.

βi: المخاطرة.

εi: الخطأ العشوائي.

- اختبار فرضية التوزيع الطبيعي من خلال 3 إحصائيات المذكورة.
- اختبار فرضية الاستقرارية من خلال اختبار ADF.
- البيانات المستعملة في الدراسة هي سلاسل زمنية لبيانات يومية ماخوذة من بورصة الدار البيضاء خلال فترة ستة اشهر من جانفي 2021 الى غاية جوان 2021، وتتكون عينة الدراسة من 6 شركات وهي:

AFMA: تأمينات المغرب وهي عبارة عن شركة في قطاع التامين وهي مدرجة منذ 2015/12/16.

AFGAZ: أفريقيا غاز وهي عبارة عن شركة في قطاع النفط والغاز وهي مدرجة منذ 1999/05/03.

ALMAR: ألمنيوم المغرب وهي عبارة عن شركة في قطاع البناء ومواد البناء وهي مدرجة منذ 1998/10/27.

ATBANK: التجاري وفا بنك وهي عبارة عن شركة في قطاع الأبناك وهي مدرجة منذ 1943/08/13.

MATEL:اتصالات المغرب وهي عبارة عن شركة في قطاع الاتصالات والتكنولوجيا وهي مدرجة منذ 2004/12/13.

CTM: سيتيام وهي عبارة عن شركة مدرجة في قطاع النقل منذ 2015/12/15.

MAZI: مؤشر عام عائم يشمل جميع القيم المنقولة من نوع الأسهم.

وكانت فترة الدراسة لمدة 6 أشهر من 2021/01/02 إلى 2021/06/15.

المطلب الثاني: الوصف الاحصائي لمتغيرات الدراسة

يبين الجدول التالي الوصف الاحصائي لكل متغيرات الدراسة

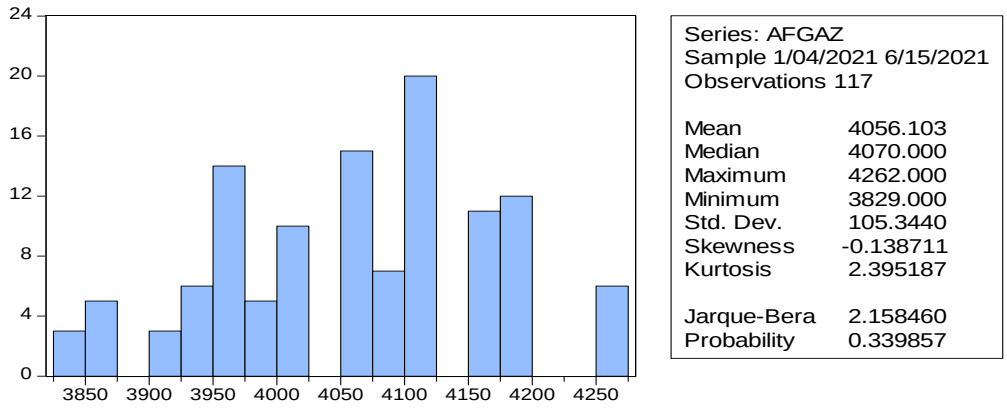
الجدول رقم02: الوصف الاحصائي لمتغيرات الدراسة

:	AFGAZ	AFMA	ALMAR	ATBANK	CTM	MATEL	MAZI
Mean	4056.103	1174.863	1401.316	433.5714	706.1615	140.9752	956.6271
Median	4070.000	1163.000	1411.000	429.0000	708.0000	139.6000	947.3200
Maximum	4262.000	1225.000	1548.000	467.0000	734.0000	148.8500	1032.100
Minimum	3829.000	1129.000	1283.000	415.0000	678.0000	135.5500	915.6700
Std. Dev.	105.3440	29.02196	57.66426	14.43769	11.77390	3.228901	29.93434
Skewness	-0.138711	0.238014	-0.694295	0.882872	-0.346291	0.824248	0.862913
Kurtosis	2.395187	1.805368	2.837195	2.584893	3.274636	2.447817	2.693362
Jarque-Bera	2.158460	8.062028	9.529113	16.03956	2.706087	14.73443	14.97845
Probability	0.339857	0.017756	0.008527	0.000329	0.258452	0.000632	0.000559
Observations	117	117	117	117	117	117	117

المصدر: من اعداا الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews

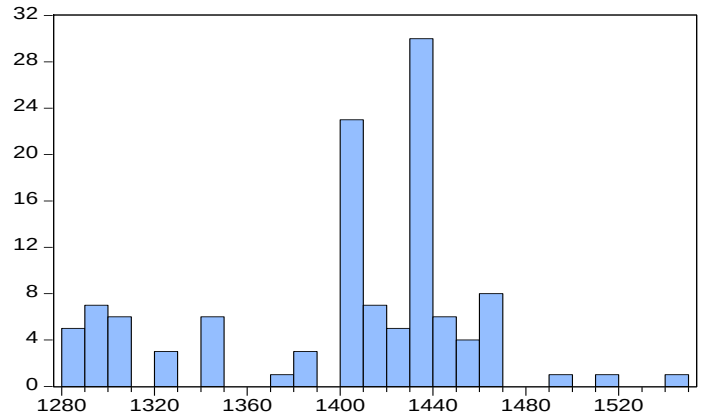
أولا:_ نتائج اختبار التوزيع الطبيعي

الشكل رقم 07: نتيجة اختبار التوزيع الطبيعي لشركة أفريقيا غاز:



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews

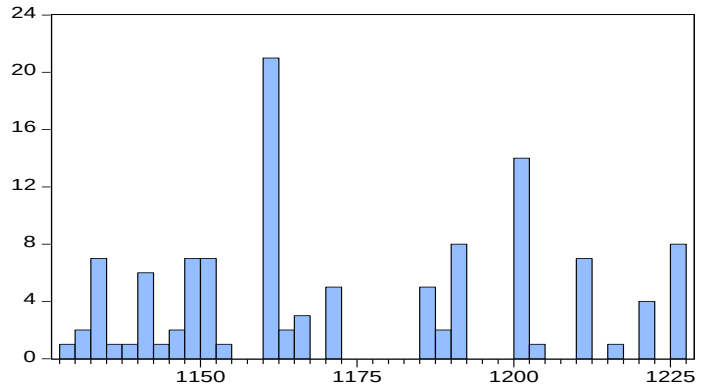
الشكل 08:نتيجة اختبار التوزيع الطبيعي لشركة المنيوم المغرب:



Series: ALMAR	
Sample 1/04/2021 6/15/2021	
Observations 117	
Mean	1401.316
Median	1411.000
Maximum	1548.000
Minimum	1283.000
Std. Dev.	57.66426
Skewness	-0.694295
Kurtosis	2.837195
Jarque-Bera	9.529113
Probability	0.008527

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews

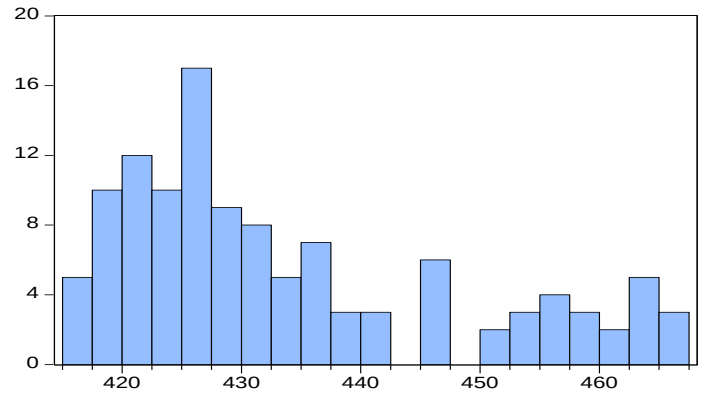
الشكل 09:نتيجة اختبار التوزيع الطبيعي لشركة تامينات المغرب:



Series: AFMA	
Sample 1/04/2021 6/15/2021	
Observations 117	
Mean	1174.863
Median	1163.000
Maximum	1225.000
Minimum	1129.000
Std. Dev.	29.02196
Skewness	0.238014
Kurtosis	1.805368
Jarque-Bera	8.062028
Probability	0.017756

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews

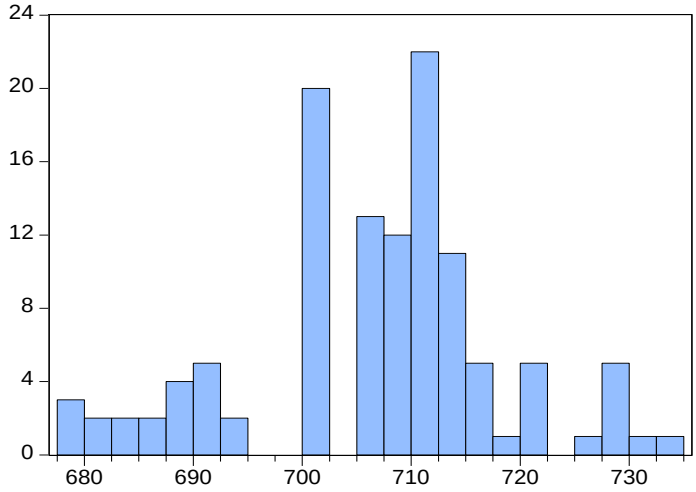
الشكل 10:نتيجة اختبار التوزيع الطبيعي لشركة التجاري وفا بنك:



Series: ATBANK	
Sample 1/04/2021 6/15/2021	
Observations 117	
Mean	433.5714
Median	429.0000
Maximum	467.0000
Minimum	415.0000
Std. Dev.	14.43769
Skewness	0.882872
Kurtosis	2.584893
Jarque-Bera	16.03956
Probability	0.000329

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews

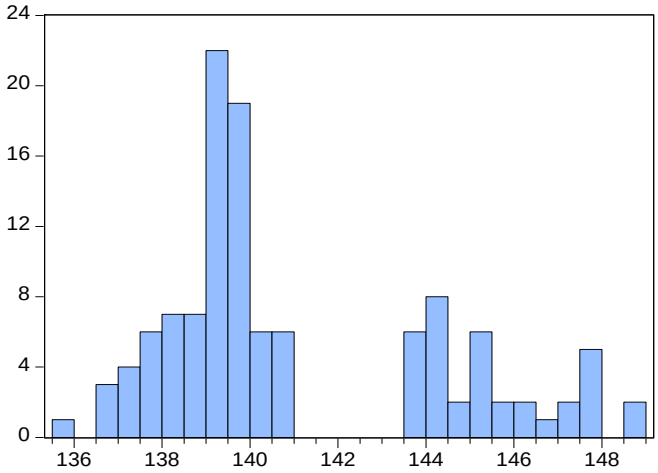
الشكل 11:تيجة اختبار التوزيع الطبيعي لشركة النقل سيتيام:



Series: CTM	
Sample 1/04/2021 6/15/2021	
Observations 117	
Mean	706.1615
Median	708.0000
Maximum	734.0000
Minimum	678.0000
Std. Dev.	11.77390
Skewness	-0.346291
Kurtosis	3.274636
Jarque-Bera	2.706087
Probability	0.258452

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews

الشكل 12:نتيجة اختبار التوزيع الطبيعي لشركة اتصالات المغرب:



Series: MATEL
Sample 1/04/2021 6/15/2021
Observations 117

Mean	140.9752
Median	139.6000
Maximum	148.8500
Minimum	135.5500
Std. Dev.	3.228901
Skewness	0.824248
Kurtosis	2.447817
Jarque-Bera	14.73443
Probability	0.000632

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews

_تظهر نتيجة الاختبار بأن احصائية skewness تأخذ قيمة سالبة وبالتالي هناك تقلبات سالبة على المتوسط، وأما احصائية Kurtosis فتأخذ قيمة أقل من 3، و أيضا إحصائية Jarque-Bera تأخذ قيم أكبر وبالتالي قيمتها الاحتمالية Probability أصغر من مستوى المعنوية 5 % في أغلب الشركات ومنه تفسر على أساس عدم قبول الفرضية العدمية وبالتالي حركية الأسعار لا تتبع التوزيع الطبيعي.

ثانيا: اختبار الاستقرارية لسلاسل الزمنية

الجدول رقم 03:بالنسبة لشركة أفريقيا غاز عند المستوى:

Null Hypothesis: AFGAZ has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.879588	0.1730
Test critical values:	1% level	-4.039075	
	5% level	-3.449020	
	10% level	-3.149720	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews

الجدول رقم04: بالنسبة لشركة أفريقيا غاز عند التفاضل الأول:

Null Hypothesis: D(AFGAZ) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-10.53180	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.040532	
	5% level	-3.449716	
	10% level	-3.150127	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews

الجدول رقم 05:بالنسبة لشركة تأمينات المغرب عند المستوى:

Null Hypothesis: AFMA has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.607842	0.2778
Test critical values:	1% level	-4.039075	
	5% level	-3.449020	
	10% level	-3.149720	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews

الجدول رقم 06: بالنسبة لشركة تأمينلت المغرب عند التفاضل الأول:

Null Hypothesis: D(AFMA) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-11.76682	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.039797	
	5% level	-3.449365	
	10% level	-3.149922	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews

الجدول رقم 07:بالنسبة لشركة ألمنيوم المغرب عند المستوى:

Null Hypothesis: ALMAR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.380087	0.3879
Test critical values:	1% level	-4.039075	
	5% level	-3.449020	
	10% level	-3.149720	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الجدول رقم 08: بالنسبة لشركة ألمنيوم المغرب عند التفاضل الأول

Null Hypothesis: D(ALMAR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-9.218531	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.039797	
	5% level	-3.449365	
	10% level	-3.149922	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات eviewsب

الجدول رقم 09:بالنسبة لشركة التجاري وفا بنك عند المستوى:

Null Hypothesis: ATBANK has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.643740	0.7694
Test critical values:	1% level	-4.039797	
	5% level	-3.449365	
	10% level	-3.149922	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات eviews

الجدول رقم 10: بالنسبة لشركة التجاري وفا بنك عند التفاضل الأول:

Null Hypothesis: D(ATBANK) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-14.33580	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.039797	
	5% level	-3.449365	
	10% level	-3.149922	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات eviews

الجدول رقم 11:بالنسبة لشركة النقل سيتيام عند المستوى:

Null Hypothesis: CTM has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.254743	0.0052
Test critical values:	1% level	-4.039075	
	5% level	-3.449020	
	10% level	-3.149720	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الجدول رقم 12: بالنسبة لشركة سيتام عند التفاضل الأول:

Null Hypothesis: D(CTM) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-12.22090	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.039797	
	5% level	-3.449365	
	10% level	-3.149922	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات eviews.

الجدول رقم 13:بالنسبة لشركة اتصالات المغرب عند المستوى

Null Hypothesis: MATEL has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.875455	0.6608
Test critical values:	1% level	-4.039075	
	5% level	-3.449020	
	10% level	-3.149720	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات eviews.

الجدول رقم 14:بالنسبة لشركة اتصالات المغرب عند التفاضل الأول:

Null Hypothesis: D(MATEL) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-9.573982	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.039797	
	5% level	-3.449365	
	10% level	-3.149922	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الجدول رقم15:تحليل نتائج اختبار الاستقرارية لديكي فولار:

المتغيرات		Fstat	القيم الحرجة %1	القيم الحرجة %5	القيم الحرجة %10	Prob	القرار
AFGAZ	عند المستوى	-2.87	-4.03	-3.44	-3.14	0.17	غير مستقرة
	التفاضل الأول	-10.53	-4.04	-3.44	-3.15	0.00	متفاضلة
AFMA	عند المستوى	-2.60	-4.03	-3.44	-3.14	0.27	غير مستقرة
	التفاضل الأول	-11.76	-4.03	-3.44	-3.14	0.00	متفاضلة
ALMAR	عند المستوى	-2.38	-4.03	-3.44	-3.14	0.38	غير مستقرة
	التفاضل الأول	-9.21	-4.03	-3.44	-3.14	0.00	متفاضلة
ATBANK	عند المستوى	-1.64	-4.03	-3.44	-3.14	0.76	غير مستقرة
	التفاضل الأول	-14.33	-4.03	-3.44	-3.14	0.00	متفاضلة
CTM	عند المستوى	-4.25	-4.03	-3.44	-3.14	0.00	غير مستقرة
	التفاضل الأول	-12.22	-4.03	-3.44	-3.14	0.00	متفاضلة
MATEL	عند المستوى	-1.87	-4.03	-3.44	-3.14	0.66	مستقرة
	التفاضل الأول	-9.57	-4.03	-3.44	-3.14	0.00	متفاضلة

يبين لنا الجدول من اختبار ديكي فولار أن القيم الحرجة أصغر من الاحصائية الجدولية للتفاضل الأول لسلاسل الزمنية عند مستوى المعنوية 5% مما يعني عدم وجود استقرارية لسلاسل الزمنية ويعني وجود عشوائية في الأسعار.

تقدير نموذج MEDAF بطريقة المربعات الصغرى

الجدول رقم 16:لشركة أ.ف غاز

Dependent Variable: AFGAZ-RF
Method: Least Squares
Date: 07/04/21 Time: 14:10
Sample (adjusted): 1/04/2021 6/14/2021
Included observations: 116 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	4773.315	307.3034	15.53291	0.0000
MAZI-RF	-0.755542	0.322624	-2.341868	0.0209

R-squared	0.045900	Mean dependent var	4053.991
Adjusted R-squared	0.037531	S.D. dependent var	103.7921
S.E. of regression	101.8258	Akaike info criterion	12.10150
Sum squared resid	1182009.	Schwarz criterion	12.14897
Log likelihood	-699.8867	Hannan-Quinn criter.	12.12077
Durbin-Watson stat	0.264556		

تبين نتائج التقدير أن المعلمات لها معنوية إحصائية، إلا أن القدرة التفسيرية ضعيفة جدا حيث معامل التحديد يساوي 0.04 ، أي يوجد عوامل أخرى تفسر أسعار الأصل المالي للشركة بنسبة أكثر من 99 % ، وبالتالي لا يمكن الاعتماد على النموذج في تفسر سعر الأصل المالي

الجدول رقم 17:لشركة أ.ف.ما

Dependent Variable: AFMA-RF
Method: Least Squares
Date: 07/04/21 Time: 14:13
Sample (adjusted): 1/04/2021 6/14/2021
Included observations: 116 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	1526.957	80.95443	18.86194	0.0000
MAZI-RF	-0.373645	0.084990	-4.396322	0.0000

R-squared	0.144964	Mean dependent var	1171.224
Adjusted R-squared	0.137463	S.D. dependent var	28.88300
S.E. of regression	26.82447	Akaike info criterion	9.433597
Sum squared resid	82028.92	Schwarz criterion	9.481073
Log likelihood	-545.1486	Hannan-Quinn criter.	9.452869
Durbin-Watson stat	0.118533		

تبين نتائج التقدير أن المعلمات لها معنوية إحصائية،إلا أن القدرة التفسيرية ضعيفة جدا حيث معامل التحديد يساوي 0.14، أي يوجد عوامل أخرى تفسر أسعار الأصل المالي للشركة بنسبة أكثر من 99%، وبالتالي لا يمكن الاعتماد على النموذج في تفسير سعر الأصل المالي.

الجدول رقم 18:لشركة أ.ل مار

Dependent Variable: ALMAR-RF
Method: Least Squares
Date: 07/04/21 Time: 14:14
Sample (adjusted): 1/04/2021 6/14/2021
Included observations: 116 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	2884.679	105.5922	27.31906	0.0000
MAZI-RF	-1.561743	0.110856	-14.08799	0.0000

R-squared	0.635167	Mean dependent var	1397.802
Adjusted R-squared	0.631966	S.D. dependent var	57.67378
S.E. of regression	34.98825	Akaike info criterion	9.964993
Sum squared resid	139556.3	Schwarz criterion	10.01247
Log likelihood	-575.9696	Hannan-Quinn criter.	9.984265
Durbin-Watson stat	0.212656		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات eviews1

تبين نتائج التقدير أن المعلمات لها معنوية إحصائية، إلا أن القدرة التفسيرية قوية حيث معامل التحديد يساوي0.63، أي يوجد عوامل أخرى تفسر أسعار الأصل المالي للشركة بنسبة أقل من 40% ، وبالتالي يمكن الاعتماد على النموذج في تفسر سعر الأصل المالي.

الجدول رقم 19:لشركة أ.ت بنك

Dependent Variable: ATBANK-RF
Method: Least Squares
Date: 07/04/21 Time: 14:14
Sample (adjusted): 1/04/2021 6/14/2021
Included observations: 116 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	497.3569	43.47976	11.43881	0.0000
MAZI-RF	-0.071166	0.045647	-1.559044	0.1218

R-squared	0.020876	Mean dependent var	429.6022
Adjusted R-squared	0.012287	S.D. dependent var	14.49647
S.E. of regression	14.40713	Akaike info criterion	8.190415
Sum squared resid	23662.47	Schwarz criterion	8.237891
Log likelihood	-473.0441	Hannan-Quinn criter.	8.209688
Durbin-Watson stat	0.066573		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات eviews

تبين نتائج التقدير أن المعلمات لها معنوية إحصائية،إلا أن القدرة التفسيرية ضعيفة جدا حيث معامل التحديد يساوي 0.02، أي يوجد عوامل أخرى تفسر أسعار الأصل المالي للشركة بنسبة أكثر من 99%، وبالتالي لا يمكن الاعتماد على النموذج في تفسير سعر الأصل المالي.

الجدول رقم 20:بالنسبة لشركة ستي .أم

Dependent Variable: CTM-RF
Method: Least Squares
Date: 07/04/21 Time: 14:15
Sample (adjusted): 1/04/2021 6/14/2021
Included observations: 116 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	757.6693	35.01053	21.64118	0.0000
MAZI-RF	-0.058122	0.036756	-1.581293	0.1166

R-squared	0.021463	Mean dependent var	702.3336
Adjusted R-squared	0.012880	S.D. dependent var	11.67627
S.E. of regression	11.60083	Akaike info criterion	7.757122
Sum squared resid	15342.04	Schwarz criterion	7.804598
Log likelihood	-447.9131	Hannan-Quinn criter.	7.776394
Durbin-Watson stat	0.518448		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات eviews

تبين نتائج التقدير أن المعلمات لها معنوية إحصائية،إلا أن القدرة التفسيرية ضعيفة جدا حيث معامل التحديد يساوي 0.02، أي يوجد عوامل أخرى تفسر أسعار الأصل المالي للشركة بنسبة أكثر من 99%، وبالتالي لا يمكن الاعتماد على النموذج في تفسير سعر الأصل المالي.

الجدول رقم 21:بالنسبة لشركة ماتل

Dependent Variable: MATEL-RF
Method: Least Squares
Date: 07/04/21 Time: 14:15
Sample (adjusted): 1/04/2021 6/14/2021
Included observations: 116 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	56.27107	6.239662	9.018288	0.0000
MAZI-RF	0.084744	0.006551	12.93662	0.0000

R-squared	0.594820	Mean dependent var	136.9530
Adjusted R-squared	0.591265	S.D. dependent var	3.233932
S.E. of regression	2.067529	Akaike info criterion	4.307676
Sum squared resid	487.3130	Schwarz criterion	4.355152
Log likelihood	-247.8452	Hannan-Quinn criter.	4.326949
Durbin-Watson stat	0.208953		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات eviews

تبين نتائج التقدير أن المعلمات لها معنوية إحصائية،إلا أن القدرة التفسيرية قوي حيث معامل التحديد يساوي 0.59، أي يوجد عوامل أخرى تفسر أسعار الأصل المالي للشركة بنسبة أقل من 40%، وبالتالي يمكن الاعتماد على النموذج في تفسير سعر الأصل المالي.

خلاصة الفصل:

من دراستنا لهذا الفصل التطبيقي توصلنا إلى استنتاج هو أن اختبارات الجذور الأحادية أي عدم استقرارية السلاسل الزمنية وفرضية التوزيع الطبيعي باستعمال كل من إحصائية جاك وبيرا وسكوينس وكرتيزس في العينة المدروسة لبورصة الدار البيضاء أن هناك عشوائية في حركية الأسعار مما يفسر حسب الصيغة الضعيفة فعالية منخفضة لسوق المغربي، ومنه عليهم بتوفير مناخ ملائم لاستثمار والتنويع في الأدوات المالية.

خاتمة عامة

الخاتمة العامة

خلاصة:

تعتبر الأسواق المالية في الدول العربية ، وعلى خلاف باقي دول العالم محرك أساسي للتنمية الاقتصادية خصوصا أن هذه الدول أصبحت تنتهج نظام الاقتصاد الليبرالي، إلا أن هذه الدول لم تحقق هدفها نظرا لوجود مشكلات وعراقيل تعرض الاستثمار في هذه الأسواق لدرجة مخاطرة عالية مقارنة مع الأسواق المالية المتقدمة، مما يؤدي إلى المستثمرين بالأخذ بعين الاعتبار هذه المخاطر وتأثيرها على تقييمهم للأسواق المالية المتداولة فيها .

من هذا المنطلق قمنا من خلال الدراسة بتقدير نموذج يأخذ بعين الاعتبار مجموعة من المؤشرات المالية التي تعبر عن مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية العربية والعالمية، ومن اجل تحقيق هذا الهدف تطرقنا إلى الجوانب النظرية التي لها علاقة بالموضوع، بغية التعرف على متغيرات التي من الممكن أن تساهم في التنبؤ بعلاوة المخاطرة للسهم والتركيز على إبراز المخاطر ألا وهي نوعين النظامية وغير النظامية، بمعنى المخاطر المالية التي تمس الأسواق والمؤسسات المالية، وتقاس كميا عن طريق المعامل بيتا الذي يمكن الحصول عليها من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وهي أساس بناء هذا النموذج والذي يعتبر أول نموذج عالج من خلال فرضياته مفهوم المخاطرة ، ومن خلاله يمكن تقييم الأصول المالية، ولكنه تعرض للانتقادات لأن الأسواق المالية تتميز بالحركية والوجود العديد من الحالات الشاذة وغير المنطقية،لذلك ظهرت نماذج أكثر تعقيدا تمزج بين المالية وعلم النفس السلوكي والتي تعرف بالمالية السلوكية.

بعد ذلك تطرقنا للدراسة التطبيقية،بحيث حاولنا الإلمام بجانب نشأة وتطور وتحليل أداء سوق المغرب (الدار البيضاء) للفترة محل الدراسة والممتدة مابين02/01/2021- 16/05/2021 .

من أهم النتائج المتوصل إليها:

- صحيح أن الأسواق المالية العربية تتمتع بدرجة مخاطر عالية لكن هذا لا يجعلها مرفوضة الاستثمار تماما.
- يجب مراعاة جوانب أخرى في تقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية.
- ليس كل الأسواق المالية العربية غير كفئة أو لا تحقق عوائد بل يوجد أسواق تتمتع بدقة عالية وموضوعية في تقييم أوراقها المالية.

آفاق الدراسة

نظرا لحداثة موضوع تقييم الأصول المالية وطرق تسعيرها لا يمكن الاكتفاء بدراسة واحدة أو نموذج معين لأن هناك انتقادات كبيرة في المجال المالي والاقتصادي، وتطورات غير منتهية في البرامج القياسية و الإحصائية والاقتصادية لذلك يجب مواصلة البحث في طرق جديدة سهلة وتفسر الواقع الاقتصادي الفعلي.

قائمة المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية

الكتب والمقالات

1 -أوجين برينغهام، ميشال إيرهاردت، الإدارة المالية، تعريب سرور علي إبراهيم سرور،دار المريخ، الرياض،2009.

2 -أيمن الشهاب، اختبار قدرة نظرية تسعير المراجحة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة،بالتطبيق على سوق عمان للأوراق المالية وإمكانية الاستفادة منها في سوريا، رسالة دكتوراه، جامعة حلب، سوريا، 2015.

3 -بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس،مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2012.

4 -بهاء غازي عرنوق، أثر عوامل فاما وفرنش في التنبؤ بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة (دراسة تطبيقية)، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، جامعة دمشق، سوريا، 2015.

5 -حسين مشرقي، أيمن الشهاب، اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة البعث،العدد01، سوريا، 2012.

6 -سليمة حشايشي، نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية على الأسواق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس ،سطيف2017،1-2018.

7 -عبد الرحمان بن سانية، صلاح نعاس، علي بن الضب، الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، العدد02،جوان 2017.

8 -عمار زودة، عبد الغاني بن علي، أمال بوسمبتة،مجلة الدراسات والأبحاث الاقتصادية في الطاقات المتجددة، المجلد 07، العدد 02، 2020.

9 -مجلة الأبحاث الاقتصادية، العدد13، جامعة البليدة2، ديسمبر 2015.

10 - مجلة الدراسات – العدد الاقتصادي،المجلد15، العدد 02،جامعة الأغواط، جوان 2016.

11 - محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، الاستثمار في الاوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية،2012.

12 - مريم سحنون، عباسية رشاش، فعالية إستخدام نموذج العوامل المتعددة في تفسير سلوك الأسواق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، جامعة ورقلة، العدد2015،01.

13 - مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 2009،07-2010.

14 - هويشار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية دار ضياء، الطبعة الأولى، عمان،2003.

المواقع الإلكترونية

1_ar.publics peaking tip .org /apt-7006.

2_ar.thelittle collection.com/fama and french threef actur model-8678.

3_casablanca- bourse.com/bourse.com.

4_meema pps.com/term/behaivioral.finance.

ثانيا:المراجع باللغة الاجنبية

1_jagammathan r,wang z , the conditional camp and the cross section of expected returns, journal of finanace, vol 51,N°01,march 1996.

2_sami gharbi, reaction de la voltilite boursiere aux annonce macro- economique , cas de la bourse de paris, laboratoire best mod,institut superieur de gestion, universite de tunis 2002.

3_ midiaani ;m.aymen , determigants of kuwati stock prices,1991.