

جامعة غرداية
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية
المسار: علوم تجارية
التخصص: مالية المؤسسة
بـعـنـوان:

تأثير المعلومات المالية على حركة الأسعار في السوق المالي
" دراسة لعينة من المؤسسات الإقتصادية المدرجة في بورصة أبوظبي للفترة
2009 - 2013 "

من إعداد الطالب: بورقعة مولاي عبد الوهاب

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 20 ماي 2015

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الدكتور/بن سانية عبد الرحمان.....(أستاذ محاضر - أ - جامعة غرداية) رئيسا
الأستاذ الدكتور/ مصيطفى عبد اللطيف.....(أستاذ تعليم عالي - جامعة غرداية) مشرفا
الأستاذ/حميدات عمر.....(أستاذ مساعد - أ - جامعة غرداية) مناقشا

جامعة غرداية
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية
المسار: علوم تجارية
التخصص: مالية المؤسسة
بـعـنـوان:

**تأثير المعلومات المالية على حركة الأسعار في السوق المالي
" دراسة لعينة من المؤسسات الإقتصادية المدرجة في بورصة أبوظبي للفترة
2009 - 2013 "**

من إعداد الطالب: بورقعة مولاي عبد الوهاب

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 20 ماي 2015

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الدكتور/بن سانية عبد الرحمان.....(أستاذ محاضر - أ - جامعة غرداية) رئيسا
الأستاذ الدكتور/ مصيطفى عبد اللطيف.....(أستاذ تعليم عالي - جامعة غرداية) مشرفا
الأستاذ/حميدات عمر.....(أستاذ مساعد - أ - جامعة غرداية) مناقشا

السنة الجامعية: 2014/2015

الإهداءات

أهدي هذا العمل المتواضع إلى:

إلى معلمي الأول في هذه الحياة أبي الكريم " الحاج محمد " أتمنى له دوام الصحة والعافية.

إلى أمي الكريمة أتمنى لها الشفاء ودوام الصحة والعافية.

كما لا يفوتني أن أهدي هذا العمل إلى روح جدي " الحاج الميهوب " رحمه الله وأسكنه

فسيح جناته، وإلى روح عم الوالد " الحاج براشد " رحمه الله وأسكنه فسيح جناته.

كذلك لا أنسى روح إبت خالتي " فاطمة الزهرة بورقعة " تغمدها الله برحمته الواسعة وأسكنها

فسيح جناته.

إلى إخوتي نصر الدين، عبد الحكيم وأخواتي.

إلى كل عائلة بورقعة: جدتي الكريمة، الحاج الهاشمي، أحمد، معمر، إبراهيم، وإلى الأقارب جدي

الحاج العيد أيضا علال، بكيري محمد السايح، أيمن وعزام، سليمان، بديار علي ومحمود.

وزملائي في العمل عمال القاعة المتعددة الرياضات بالضاية بن أوديع محمد الزين،

بن بريك عمر، وإلى السيد مدير الديوان المركب المتعدد الرياضات لولاية غارداية بوزيد

سليمان.

وإلى عمال مركز بريد بالضاية الحاج علي ثابت، بوجمعة فاطمي.

وفي الأخير زملائي في الدراسة معمر بن علي ، صلاح نعاس، مداح محمد، عباس بوهريرة،

سليمان أولاد سعيد، عبد الكريم حلاي، والطالبة أمينة مداح.

وإلى كل طلبة جامعة غارداية.

عبد الوهاب

الشكر

الحمد لله رب العالمين وصلى الله وسلم على خير الأنام سيد الخلق وأشرف المرسلين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه وسلم تسليما كثيرا.
نحمد الله العلي القدير على جميع النعم التي أنعم بها علينا وعلى نعمة الإسلام وعلى نعمة العلم خاصة وتيسيره لي كل سبل لإنجاز هذا البحث الذي أرجو من الله أن يكون فيه إفادة لغيرنا.

أتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير لأستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور:
مصطفى عبد اللطيف على إشرافه على هذا العمل وما تقدم به من نصح وتوجيه وإرشاد طيلة فترة البحث دون كل أو ملل.
كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر للأستاذ حفصي رشيد على مساعدته لي في إنجاز هذا العمل، وأشكر الأستاذ عبادة عبد الرؤوف، والأستاذة بن عبد الرحمان ذهيبية. والأستاذة علي بن الضب، عبد الله بن الضب.
وأتقدم بالشكر الجزيل أيضا لأعضاء لجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه من تصويبات وتوجيهات.

كما أتقدم بشكري لزملائي الذين ساهموا في إنجاز هذا العمل من قريب أو بعيد.

عبد الوهاب

تهدف الدراسة إلى اختبار العلاقة بين النسب المالية BPA ربحية السهم الواحد، BVS القيمة الدفترية للسهم، PER مضاعف السعر إلى العائد، YPS توزيعات الأرباح إلى القيمة السوقية للسهم، NP نسبة العائد إلى القيمة السوقية، BPV نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، TR نسبة التداول) وأسعار أسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة أبوظبي، شملت الدراسة 33 مؤسسة اقتصادية مدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة ما بين 2009 – 2013، موزعة على سبعة قطاعات هي قطاع الاتصالات، الخدمات، السلع الاستهلاكية، الصناعة، الطاقة، العقار، الاستثمار والخدمات المالية. استخدمنا نموذج الانحدار الخطي لدراسة العلاقة، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين النسب المالية المدروسة وأسعار الأسهم المدروسة، ومعامل تحديد عال بقيمة 97.44 % ، كما أن ربحية السهم والقيمة الدفترية الأكثر تأثير. **الكلمات المفتاحية:** أسعار الأسهم، النسب المالية، بورصة أبوظبي، نموذج الانحدار الخطي.

ABSTRACT:

The goal of this study is to test the relationship between stock prices and financial ratios; BPA earnings per share, BVS book value per share, PER multiple of price to earnings, YPS dividends to the market value of shares, NP rate of return to the market value, BPV market value to book value. The study included 33 listed stocks on Abu Dhabi Stock Exchange during the period 2009-2013, this shares spread over seven sectors : telecommunications, services, consumer goods, industry, energy, real estate, investment and financial services. We used linear regression model to examine the relationship.

The study concluded that there is a statistically significant relationship between financial ratios studied and the stock price, and higher value of R2 (97.44%), earnings per share and book value most impact.

Keywords: stock prices, financial ratios, stock exchange of Abu Dhabi, the linear regression model.

قائمة المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
I	الإهداء
II	الشكر
III	الملخص
IV	قائمة المحتويات
VI	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال
VIII	قائمة الملاحق
IX	قائمة الاختصارات و الرموز
أ	المقدمة العامة
01	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية للمعلومات المالية وتحليل حركة الأسعار
02	تمهيد الفصل
03	المبحث الأول: الأدبيات النظرية
03	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول المعلومات المالية
04	1- مفهوم المعلومات المالية وخصائصها
07	2- المؤشرات المالية ومصادر المعلومات المالية
11	3- جودة المعلومات المالية
12	المطلب الثاني: المداخل الأساسية لتحليل حركة الأسعار
12	1- التحليل الفني
17	2- التحليل الأساسي
25	المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية
25	1- مفهوم كفاءة السوق المالي
26	2- شروط وافتراضات الكفاءة
27	3- متطلبات وصيغ الكفاءة
29	4- الكفاءة والحركة العشوائية للأسعار
30	المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية
30	المطلب الأول: الدراسات السابقة العربية
35	المطلب الثاني: الدراسات السابقة الأجنبية

36	المطلب الثالث: مقارنة الدراسات السابقة بالدراسة الحالية
39	الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية حول تأثير المعلومات المالية على حركة الأسعار
40	تمهيد الفصل
41	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
41	المطلب الأول: الطريقة المعتمدة في الدراسة
41	1- تقسيم عام حول سوق أبوظبي للأوراق المالية
42	2- مجتمع وعينة الدراسة
42	3- شروط اختيار العينة
43	4- حدود الدراسة ومصادر البيانات ومتغيرات الدراسة
44	المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة
44	1- الأدوات المستخدمة
46	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها
46	المطلب الأول: عرض وتقديم النتائج المتوصل إليها
46	1- إيجاد المعاملات بطريقة المربعات الصغرى
47	2- تحليل نتائج الارتباط
48	3- تحليل نتائج الانحدار المتعدد
51	4- إعادة صياغة النموذج
54	5- الاختبار الاقتصادي للنموذج
55	6- تحليل نتائج الانحدار الخطي البسيط
62	المطلب الثاني: مناقشة وتفسير النتائج المتوصل إليها
62	أولاً- مناقشة وتفسير النتائج
63	ثانياً- الاستنتاجات
65	خلاصة الفصل
66	الخاتمة العامة
71	قائمة المصادر والمراجع
80	قائمة الملاحق

قائمة الجداول:

الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
42	عينة الدراسة	(1-2)
47	نتائج الارتباط	(2-2)
48	نتائج اختبار الانحدار الخطي المتعدد	(3-2)
51	علاقة (BPV و NP،BVS،BPA) بسعر السهم	(4-2)
55	علاقة ربحية السهم الواحد BPA بسعر السهم PM	(5-2)
56	علاقة القيمة الدفترية BVS بسعر السهم PM	(6-2)
57	علاقة BPV بسعر السهم PM	(7-2)
58	علاقة NP بسعر السهم PM	(8-2)
59	علاقة نسبة التداول TR بسعر السهم PM	(9-2)
60	علاقة PER بسعر السهم PM	(10-2)
61	علاقة YPS بسعر السهم PM	(11-2)

قائمة الأشكال

الصفحة	اسم الشكل	رقم الشكل
06	خصائص المعلومات المالية	(1-1)
15	التمثيل البياني بالأعمدة مع اتجاهي للسوق السعودي والنزولي	(2-1)
16	خريطة النقطة والشكل (نموذج مخطط فوركس)	(3-1)
16	اتجاهات الأسعار	(4-1)
17	التمثيل البياني لكل من الدعم والمقاومة	(5-1)
21	دورة حياة الصناعة	(6-1)
29	علاقة المعلومات بصيغ الكفاءة	(7-1)
43	متغيرات الدراسة	(1-2)
53	مناطق القبول والرفض لاختبار Durbin et Watson	(2-2)
54	مقارنة السلسلة الأصلية بالسلسلة المقدرة	(3-2)

قائمة الملاحق

الصفحة	اسم الملحق	رقم الملحق
81	مؤسسات عينة الدراسة	01
82	متوسط قيم متغيرات الدراسة خلال سنوات الدراسة	02
84	جدول إحصائية دربن واتسون	03
85	جدول إحصائية توزيع فيشر	04
86	جدول إحصائية توزيع T de Student	05

قائمة الاختصارات والرموز

<u>الرمز</u>	<u>الدلالة</u>
MCR	معدل رسملة البورصة
CM	رسملة البورصة (القيمة السوقية للأوراق المدرجة في البورصة)
GDP	الناتج المحلي الخام
PER	مضاعف السعر إلى العائد
BPA	ربحية السهم الواحد
DPA	حصة السهم الواحد من التوزيعات
YPS	مردود السهم العادي (نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي)
HPR	عائد الاحتفاظ بالسهم
ST	معدل دوران السهم
FASB	مجلس المحاسبة المالية
RSI	مؤشر القوة النسبية
Dx	القيمة المطلوبة من السلعة
Px	سعر الوحدة الواحدة من السلعة
Pz	أسعار سلع أخرى
a	قيمة ثابتة
Y	دخل المستهلك
b1b2b3	معالم النموذج، وهي المعاملات الواجب تقديرها
BVS	القيمة الدفترية
TR	نسبة التداول
NP	نسبة السعر إلى العائد
BPV	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية
R ²	معامل التحديد

المقدمة العامة

توطئة:

إن نجاح وأداء الأسواق المالية يتوقف على مدى دقة المعلومات المالية والبيانات التي تقدمها لمختلف المستثمرين والمتعاملين بتلك الأسواق المالية، والتي بمقتضاها يتم تفعيل عملية التداول في الأسواق المالية، و تحظى المعلومات والبيانات المالية التي تنشرها الأسواق المالية بأهمية بالغة من طرف المتعاملين في الأسواق المالية، بحيث تؤثر هذه المعلومات والبيانات المالية على قراراتهم المالية.

وتتأثر الأسعار السوقية للأسهم نتيجة للتغيرات التي تطرأ على المعلومات المالية المتمثلة في المؤشرات المالية، كما تختلف هذه المؤشرات من سوق إلى آخر، وإن التعامل مع الأسواق المالية والنفوذ إليها مرتبط أساسا بتحليل أسعار الأسهم لتلك الأسواق ومعرفة المتغيرات والعوامل المؤثرة فيها ومدى علاقة الأسواق مع بعضها البعض لغرض الوصول إلى النتائج من خلالها تمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم، وعليه فإن تحليل سلوك الأسعار مرتبط بالتعامل بتلك بالأسواق بهدف تزويد المستثمر بالبيانات والمعلومات اللازمة لتبني الأداة الاستثمارية المناسبة في الوقت المناسب، فبدون التحليل العملي لحركة الأسعار المستند على معلومات وبيانات شفافة وبدون تخطيط مسبق لاتخاذ القرارات المالية سوف يكون الاستثمار معرض إلى مخاطر كبيرة وقد يكون ضياع لمبدأ الاستثمار نفسه.

يعتبر السوق الكفاء المكان الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة سواء كانت هذه المعلومات متعلقة بالأحداث التاريخية أو الحالية، أو المستقبلية عامة أو خاصة، كما يعتبر السوق كفتا عندما يضم عددا كبيرا من المتعاملين الذين يتصفون بالرشد، والذين يرغبون في تعظيم عوائدهم، وفي إطار السوق الكفاء يكون السوق في حالة توازن، حيث تكون قيمة الورقة المالية مساوية لقيمتها الحقيقية، وبهذا الشكل لن يتمكن أي مستثمر من تحقيق عوائد تفوق ما يحقق غيره من المستثمرين.

وإذا ما رجعنا إلى سلوك السعر في السوق الكفاء سنسجل تحركا عشوائيا للأسعار، حيث يتغير سعر السهم تبعا لطبيعة المعلومة التي تصل إلى السوق، بتعبير آخر نجد أن سعر السهم في ظل السوق الكفاء يعكس كل معلومة تصل إلى السوق، هذا الأمر يبرز أهمية ووزن المعلومة لأسواق رأس المال.

تعتبر الدراسة الحالية محاولة لمعرفة مدى تأثير المعلومات المالية المتمثلة في بعض المؤشرات المالية المختارة على أسعار أسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة أبوظبي خلال الفترة 2009-2013.

من خلال ما تقدم يمكن طرح الإشكالية الرئيسية:

الإشكالية الرئيسية:

ما مدى تأثير المعلومات المالية المتمثلة في المؤشرات المالية على حركة أسعار أسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة أبوظبي خلال الفترة (2009-2013) ؟
ولتحليل مضامين هذه الإشكالية قمنا بتجزئتها إلى إشكاليات فرعية:

1- الإشكاليات فرعية:

أ- فيما تتمثل المعلومات المالية ؟

ب- ما هو مضمون كفاءة السوق المالي؟

ج- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية والسعر السوقي للسهم ويمكن تقسيمها إلى إشكاليات فرعية أخرى ؟

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عائد السهم الواحد **BPA** والسعر السوقي للسهم في بورصة أبوظبي ؟

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الدفترية للسهم **BVS** والسعر السوقي للسهم في بورصة أبوظبي؟

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية **BPV** والسعر السوقي للسهم في بورصة أبوظبي ؟

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ونسبة العائد إلى السعر السوقية **NP** والسعر السوقي للسهم في بورصة أبوظبي ؟

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مضاعف السعر إلى العائد **PER** والسعر السوقي للسهم في بورصة أبوظبي ؟

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة تداول السهم **TR** والسعر السوقي للسهم في بورصة أبوظبي ؟

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي **YPS** والسعر السوقي في بورصة أبوظبي ؟

2- فرضيات البحث:

أ- تكمن المعلومات المالية في مختلف الأحداث الاقتصادية، المالية، والنسب والمؤشرات المالية المتعلقة بأسعار الأوراق المالية.

ب- تعتبر كفاءة السوق المالي جميع المعلومات المتعلقة بالأسهم التي تعكس لجميع المتعاملين دون تمييز وبدون تكلفة.

ج- يمكن تجزئة هذه الفرضية إلى فرضيات:

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عائد السهم الواحد **BPA** والسعر السوقي للسهم في بورصة أبوظبي.
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الدفترية للسهم **BVS** والسعر السوقي للسهم في بورصة أبوظبي.
- هناك توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية **BPV** والسعر السوقي للسهم في بورصة أبوظبي.
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة العائد إلى السعر السوقية **NP** والسعر السوقي للسهم في بورصة أبوظبي.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مضاعف السعر إلى العائد **PER** والسعر السوقي للسهم في بورصة أبوظبي.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة تداول السهم **TR** والسعر السوقي للسهم في بورصة أبوظبي.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي **YPS** والسعر السوقي في بورصة أبوظبي.

3- مبررات اختيار الموضوع:

أ- مبررات ذاتية:

- محاولة التعرف والدخول في مجال الأسواق المالية.
- الرغبة في إثراء رصيد علمي جديد حول تطبيق البرامج الإحصائية من خلال نموذج تأثير المعلومات على الأسعار.
- إثراء رصيد مكتبة الجامعة بموضوع جديد حول سوق أبوظبي للأوراق المالية.

ب- مبررات موضوعية:

- محاولة توضيح المؤشرات المالية وأثرها في أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في بورصة أبوظبي.
- محاولة الإطالة على بورصة أبوظبي التي تعتبر من أهم الأسواق المالية الخليجية الأكثر تدولا في الأوراق المالية.

- دراسة هذا الموضوع من أجل الحصول على نتائج جديدة مقارنة بالدراسات السابقة.

4- أهداف الدراسة:

- التعرف على مختلف المؤشرات المالية من خلال التقارير السنوية للشركات المدرجة في بورصة أبوظبي.
- معرفة نتائج اختبار العلاقة من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع المتمثل في السعر السوقي للسهم.
- محاولة تفسير نتائج الاختبارات من خلال تطبيق البرنامج الإحصائي **Eviews 8.0**.

5- أهمية الدراسة:

- الوقوف على أهمية المعلومات المالية في الأسواق المالية من خلال ما تنشره من بيانات ومعلومات ومؤشرات.
- التركيز على تفسير كل المتغيرات المستقلة على المتغير التابع السعر السوقي للسهم.
- البعد الجزئي والمتمثل في المعلومات المالية والكفاءة، تحليل حركة الأسعار والبعد الكلي المتمثل في محددات أسعار الأسهم.

6- حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة في اختيار عينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة أبوظبي الذي يقدر عددها 33 مؤسسة اقتصادية موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المصرفي وقطاع التأمينات، وأما الحدود الزمنية فكانت خلال الفترة 2009 - 2013 والتي تعتبر كافية لأجراء الدراسة من أجل الإجابة على الإشكاليات الفرعية.

7- منهجية الدراسة والأدوات المستخدمة:

سنعتمد في إعداد دراستنا على المنهج الوصفي في الجانب النظري من خلال التطرق إلى مفاهيم المعلومات المالية وخصائصها، والمداخل الأساسية لتحليل حركة الأسعار ومفهوم كفاءة السوق المالي، وفي الجانب التطبيقي سنعتمد على المنهج الكمي لدراسة الحالة لمعرفة تأثير المعلومات المالية المتمثلة في المؤشرات المالية على حركة أسعار أسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة أبوظبي وهذا بالاعتماد على البرنامج الإحصائي **SPSS 20** و البرنامج الإحصائي **Eviews 8.0** الذي سيكشف العلاقة من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع من خلال نموذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط.

8- صعوبات البحث:

- صعوبة اختيار وتحديد المتغيرات المستقلة وفترة الدراسة بحيث في تحديد النموذج الأول قمنا بتحديد أربع متغيرات مستقلة، وفترة دراسة لا تتجاوز سنتين إلا أن نتائج النموذج الإحصائي غير كافية وليست لها قدرة تفسيرية ولا معنوية إحصائية.
- صعوبة تفسير النتائج المختلفة من خلال نتائج نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط.
- صعوبة الحصول على الدراسات السابقة الأجنبية.

9- هيكل الدراسة:

- بهدف إنجاز هذه الدراسة إلى النتائج المطلوبة وفقا لمنهجية علمية، قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى فصلين مسبوقين بمقدمة وتنتهي بخاتمة للدراسة وتوصيات للأبحاث الأخرى، وتمثلت فصول الدراسة إلى:
- **الفصل الأول:** لقد قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، وذلك من خلال تسليط الضوء وبشكل مختصر على أهم العناصر التي لها ارتباط بهذا الموضوع، حيث يشمل المبحث الأول على أهم المفاهيم المتعلقة بالمعلومات المالية من حيث الخصائص والجودة، والمؤشرات المالية ومصادر المعلومات، جودة المعلومات، والمداخل الأساسية لتحليل حركة الأسعار، والكفاءة، بالإضافة إلى مبحث آخر يشمل الدراسات السابقة .
 - **الفصل الثاني:** والذي يهتم بالدراسة التطبيقية، ولذا سنحاول من خلاله الكشف عن العلاقة بين المعلومات المالية والتمثلة في المؤشرات المالية والمتغير التابع المتمثل في السعر السوقي للسهم من خلال اختبار فرضيات الدراسة باستخدام طريقة الانحدار الخطي المتعدد، والانحدار الخطي البسيط للكشف عن تحديد القدرة التفسيرية للنماذج المختلفة، وتحديد المعنويات الإحصائية.

الفصل الأول

الأدبيات النظرية والتطبيقية حول المعلومات المالية وحركة

الأسعار

تمهيد الفصل:

تتميز المعلومات بأهمية كبيرة جدا وهي التي تمكن الأفراد من إدراك مختلف الحقائق التي يعيشون بها في هذا العالم، وفي مجال الأسواق المالية وفي ظل التغيرات السريعة للأحداث والحاجة إلى إيجاد السبل الكفيلة لربط مختلف أنحاء العالم مع بعضها، أصبح من الضروري الاهتمام بالأنظمة المعلوماتية التي تعتمد على توفير وتدفق المعلومات لتلك الأسواق للمساهمة في اتخاذ القرارات المالية على أساس علمي محكم عن التحيز خاصة عدم التأكد من جهة، وتحقيق الكفاءة والفاعلية من جهة أخرى، وفي هذا الصدد لا بد من معرفة حقيقة مهمة متمثلة في أن معظم البيانات والمعلومات التي تعتمد عليها الأسواق المالية والتي تنشرها مستمدة من مخرجات نظام معلومات مالي مقدم من طرف الشركات المدرجة في هذه الأسواق والتي تقدم وفق مبادئ وأسس معينة ودقيقة متعارف عليها، وتنشر هذه البيانات ويتم دراستها وتحليلها وعلى أساسها تتم عملية التداول في السوق ومن ثم تتحرك الأسعار فيها، ومن أصبحت عملية إيجاد وسائل عملية ووسائل وتقنيات لتوصيل هذه البيانات والمعلومات إلى أيدي المتعاملين في الأسواق المالية.

مما سبق، فإن هذا الفصل يحاول تقديم مفاهيم عملية ومبسطة للمعلومات المالية التي تقدمها الأسواق المالية والشركات المدرجة ودورها في أداء حركة مؤشر الأسعار في تلك الأسواق، وكذلك شرح وجيز للمداخل الأساسية لتحليل حركة الأسعار المتمثلة في التحليل الأساسي والتحليل الفني، وتم التطرق كذلك إلى مفهوم كفاءة الأسواق المالية وتحديد أنواعها، شروطها، خصائصها، وكذلك الفرضيات الأساسية والصيغ المختلفة. وفي المبحث الثاني تم التطرق إلى مختلف الدراسات المحلية الوطنية والعربية الدولية بالإضافة إلى الدراسات السابقة الأجنبية.

المبحث الأول: الأدبيات النظرية

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول المعلومات المالية

1- مفهوم المعلومات المالية:

تعتبر المعلومات المالية المادة الخام للمستثمرين لاتخاذ قراراتهم. بحيث يهدف مستعملي المعلومات المالية إلى وضع تشخيص لوضعية المؤسسة، والوسيلة المستخدمة لتوصيل هذه المعلومات هي التقارير المالية بصفة عامة والقوائم المالية بصفة خاصة والتي يجب أن تكون ملائمة وموثوقة، حيث يتم استخدامها في اتخاذ القرارات المالية المتعلقة بالمؤسسة لهذا تولي اهتماما خاصا لإعداد وعرض هذه التقارير والمتمثلة أساسا في الميزانية، جدول حسابات النتائج والجداول الملحقة.¹

ويمكن تعريف المعلومات المالية²: "على أنها كافة المعلومات الكمية وغير الكمية والتي ترد في القوائم المالية الأساسية وملحقاتها والتي تهدف إلى وصف وتفصيل الأحداث الاقتصادية في المؤسسة وتحديد وضعيتها المالية لترشيد قرارات الأطراف المستخدمة."³

كما تتمثل أيضا في³: كل المعلومات الكمية وغير الكمية التي تخص الأحداث الاقتصادية التي تتم معالجتها والتقرير عنها بواسطة نظم المعلومات المحاسبية في القوائم المالية المقدمة للجهات الخارجية وفي خطط التشغيل والتقارير المستخدمة داخليا.

وأهمية المعلومات بشكل كبير في السوق المالي والتي تتمثل⁴: في مجموعة البيانات التي تم تجهيزها للمتعاملين، وهي ذات قيمة حقيقة أو متوقعة عن العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار، وتعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد لأي حالة، وتتصف بالدقة، والملائمة، وتوفرها في الوقت المناسب، والشمول، والانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية، والعدالة في توفير البيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي، والمعلومات المالية تنشأ من المعالجة المحاسبية لمختلفة التدفقات المالية والمادية للكيان الاقتصادي، وبما أن التطبيقات المحاسبية تختلف من بلد لآخر لاعتبارات اقتصادية، سياسية، اجتماعية، ثقافية وعليه.⁵

¹ جلييلة بن خروف، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ القرارات دراسة حالة المؤسسة الوطنية لانجاز القنوات

KANGHAZ (2005-2008)، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة بومرداس، 2009، ص 36-37

² عبد القادر دشاش، أثر المعلومات المالية على ترشيد القرارات الاستثمارية دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية، مذكرة ماجستير غير منشورة، تخصص محاسبة وجباية، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2013، ص 17

³ سيد عطالله السيد، نظم المعلومات المحاسبية، دار الرياء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، سنة 2009، ص 77

⁴ مفتاح صالح، فريدة معاري، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة محمد خيضر، بسكرة، سنة 2010، ص ص 183 - 184 (بتصرف)

⁵ تسعديت بوسعين، المشتقات المالية كأداة للتحوط من المخاطر المتعلقة بالمعلومة المحاسبية والمالية، الملتقى الدولي الأول بعنوان إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات العالم، جامعة العقيد أكلي محمد أولحاج، البويرة، سنة 2010، ص 6

من خلال كل هذا نستنتج أن المعلومات المالية هي مختلف المتغيرات المالية التي تتغير كل سنة من خلال نشاطات المؤسسات وحركة التداول في الأسواق المالية وتكمن أيضا في المؤشرات المالية الخاصة بالأسواق المالية التي من شأنها تحديد البدائل الخاصة بالأوراق المالية من أجل اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

2- خصائص المعلومات المالية:

تعد المعلومات المالية إحدى الركائز الأساسية التي تستند إليها عملية صنع واتخاذ القرارات الاستثمارية، ولكي يتسنى للمعلومات المالية إحداث هذا التأثير لا بد أن تكون بمستوى معين من الجودة يكون نابعا من مجموعة من الخصائص الذاتية لهذه المعلومات،¹ وتمثل هذه الخصائص فيما يلي:

2-1- الملائمة:

خاصية الملائمة تقيس أو تعبر عن قدرة المعلومات المالية في التأثير على القرارات الاقتصادية للمستخدمين والمتعلق بالوحدة الاقتصادية المصدرة لهذه القوائم،² وتعرف كذلك ملائمة المعلومات أن تكون قادرة على التأثير على القرار للمستثمرين والتي تجعل المعلومات ملائمة وهي أن تكون لها قدرة تنبؤية و أن يحصل عليها متخذ القرار في الوقت المناسب و أن تمكنه من التحقق من صحة التوقعات السابقة³، وتعني كذلك خاصية الملائمة أن تكون المعلومات المالية المعروضة على صلة بالقرار الذي سيتم اتخاذه، وبالتالي تأثيرها عليه من خلال تقييم المستخدمين للأحداث الماضية والحالية والمستقبلية، أو تصحيح ما تم تقييمه سابقا واتخاذ القرارات بناء على ذلك.⁴

2-2- الموثوقية:

تتعلق خاصية الموثوقية بأمانة المعلومات وإمكانية الاعتماد عليها، وإن درجة الوثوق بالمعلومات المالية تعتبر انعكاسا واضحا للأدلة الموضوعية أو طرق أو أسس القياس السليمة التي بنيت عليها تلك المعلومات.⁵

¹ قاسم محسن الحبيطي، شكر محمود مصطفى، تأثير كفاءة سوق المستثمر في تحديد التوازن الظرفي لخصائص المعلومات المحاسبية، مجلة بحوث مستقبلية، العدد 10، جامعة الموصل، العراق، 2005، ص 151

² محمود مبروك أبو زيد، التحليل المالي (شركات وأسواق المالية)، دار المريخ للنشر، الطبعة 2، الرياض، السعودية، سنة 2009، ص 96

³ ضياء حامد الدباغ، وحيد محمود رمو، دور التقارير المالية في زيادة كفاءة الأسواق المالية، مجلة بحوث مستقبلية، العدد 12، مركز الدراسات المستقبلية، كلية الحدباء، سنة 2005، العراق، ص 77 (بتصرف)

⁴ خالد جمال الجعرات، وضع نموذج مقترح لخصائص المعلومات المالية ذات الجودة العالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 33، العراق، 2012، ص 192

⁵ منذر يحيى الداية، أثر استخدام نظم المعلومات المحاسبية على جودة البيانات المالية في قطاع الخدمات في قطاع غزة، مذكرة ماجستير، غير منشورة، تخصص المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، سنة 2009، ص ص 47-48 (بتصرف)

2-3- القابلية للمقارنة و القابلية للفهم:

وتعني أن المنفعة من المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات ستتحسن إذا كانت المعلومات قابلة للمقارنة مع معلومات مشابهة عن وحدات اقتصادية أخرى أو لنفس الوحدة على مدى الزمن ولنفس النشاط.¹ إن قدرة المستخدم على فهم القوائم المالية المنشورة، يعتمد من ناحية جزئية على قدراته العلمية، ومن ناحية أخرى، على الطريقة والشكل الذي يتم به عرض القوائم المالية.²

2-4- التوقيت الملائم:

يقصد بالتوقيت الملائم تقديم المعلومات في حينها بمعنى إتاحة المعلومات المالية لمن يستخدمها عند الحاجة، وذلك لأن المعلومات تفقد منفعتها إذا لم تكن متاحة عندما تدعو الحاجة إلى استخدامها،

2-5- الأهمية النسبية والإفصاح الأمثل:

يرتبط هذان المفهومان ببعضهما كما أنهما يرتبطان بمفهومي الملائمة وأمانة المعلومات ويرجع السبب في ارتباط الأهمية النسبية بالإفصاح الأمثل إلى أن المعلومات المهمة يتعين الإفصاح عنها كما أن المعلومات التي لا يتم الإفصاح عنها يفترض أنها غير مهمة، وأن القوائم المالية التي يمكن الاعتماد عليها يجب أن تفصح كافة المعلومات ذات الأهمية النسبية بتوجيه الاهتمام إلى من يستخدم القوائم المالية والتعرف على ما يحتاجونه من معلومات.³

2-6- القيمة التنبؤية و القيمة الرقابية

أي أن تكون للمعلومات المالية إمكانية تحقيق استفادة منها في اتخاذ القرارات التي لها علاقة بالتنبؤات المستقبلية و أن تكون للمعلومات المالية إمكانية الاستخدام في الرقابة والتقييم من خلال التغذية العكسية وتصحيح الأخطاء التي يمكن أن تنتج عن سوء الاستخدام أو عدم الكفاية... إلخ.⁴

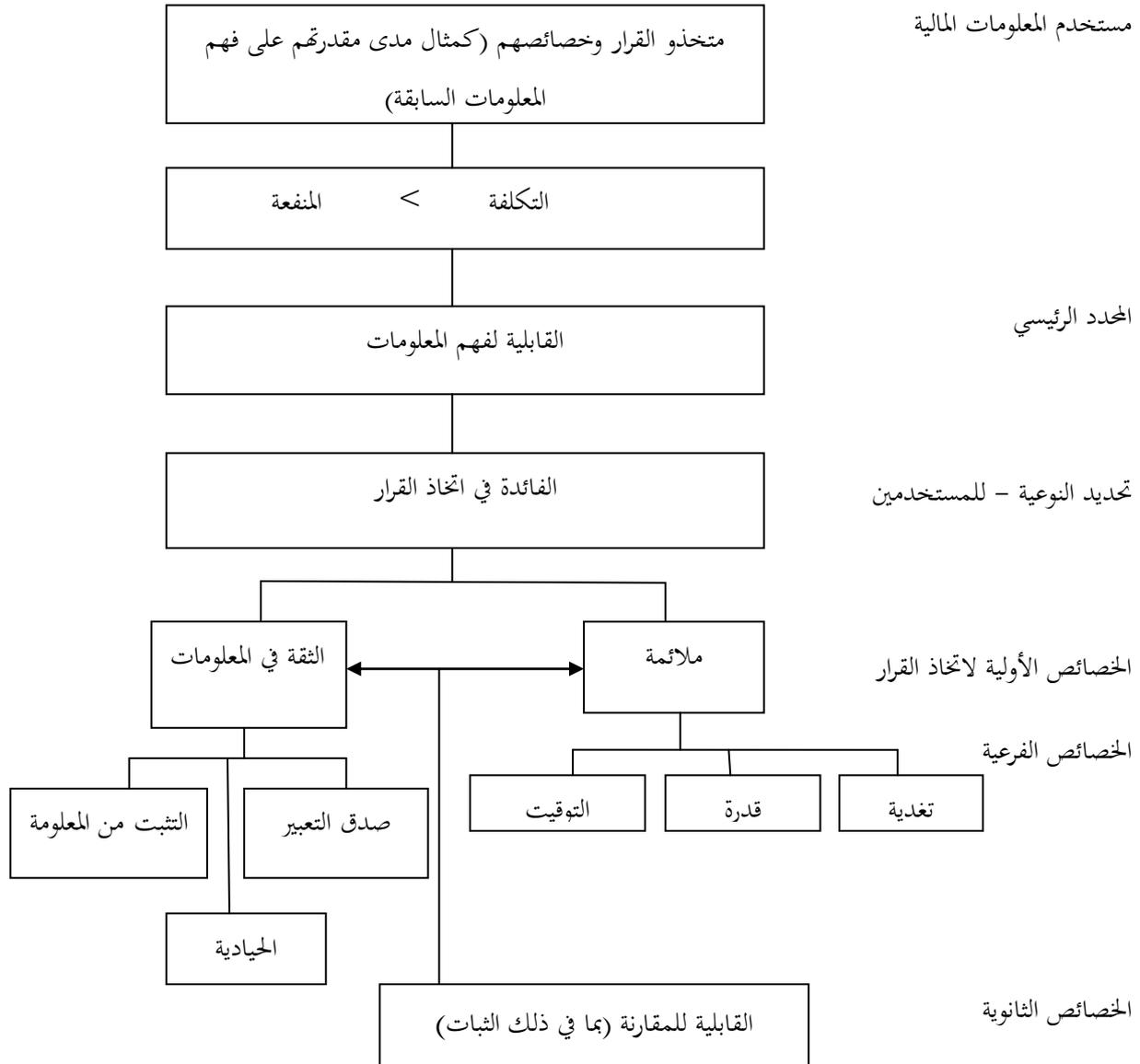
¹ طلال محمد الجعاوي وآخرون، أساسيات المعرفة المحاسبية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية سنة 2009، الأردن، 2009، ص64 (بتصرف)

² محمود مبروك أبو زيد، مرجع سبق ذكره، ص98 (بتصرف)

³ حسين عبد الجليل آل غزوي، حوكمة الشركات وآثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، تخصص المحاسبة، فرع التحليل المالي، كلية الإدارة والاقتصاد، الأكاديمية العربية في الدنمارك، سنة 2010، صص 40-41

⁴ هواري سويسي، بدر الزمان خمتاني، مدى قدرة المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار ENTPE على تقديم معلومات مالية عالية الجودة في ظل قواعد الإفصاح النصوص عليها في النظام المحاسبي المالي، مداخلة في أعمال الملتقى الدولي في النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير المحاسبية الدولية IAS/IFRS، والمعايير الدولية للمراجعة ISA، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة، سنة 2011، صص 6-7

الشكل (1-1): خصائص المعلومات المالية



المصدر: سفيان بوفروعة، نظام المعلومات المحاسبية ودوره في تسيير المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، سنة 2012، ص 28.

يوضح الشكل (1-1) خصائص المعلومات المالية بحيث نلاحظ من خلاله أن متخذ القرار هو مستخدم المعلومات المالية، وخاصية القابلية هي المحدد الرئيسي والفائدة من اتخاذ القرار تحدد النوعية للمستخدمين، والخصائص الأولية لاتخاذ القرار تكمن في الملائمة والثقة في المعلومات، ومن بين الخصائص الفرعية هي التغذية، القدرة، التوقيت، صدق التعبير والتثبيت من المعلومة، الخصائص الثانوية هي القابلية لفهم الحيادية.

3- المؤشرات المالية ومصادر المعلومات المالية:

تعتبر المؤشرات المالية معلومات مالية تؤثر بشكل كبير على حركة الأسعار في الأسواق المالية وللحصول على هذه المعلومات ينبغي تحديد مصادرها وسنحاول التطرق إلى بعضها في هذا الجانب:

3-1- المؤشرات المالية:

3-1-1- القيمة الاسمية :

تشير القيمة الاسمية للسهم إلى قيمة السهم التي تم تحديدها من خلال عقد الشركة. والقيمة الاسمية للسهم ببساطة هي قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيمة السهم،¹

3-1-2- القيمة الدفترية :

تُحسب القيمة الدفترية بقسمة مجموع حقوق الملكية على عدد الأسهم. وما يعاب على القيمة الدفترية هو كونها قيمة تاريخية، ولا تأخذ بعين الاعتبار مستوى التضخم السائد، وإذا ما قيمت هذه الأصول حالياً سنجد هذه القيمة أن هذه القيمة سجلت بها سابقاً والتي تعتبر تاريخية، يمكن القول بأن القيمة الدفترية تعكس فقط قيمة الاستثمارات بواسطة الملاك في الورقة المالية، فإذا ما أثمرت هذه الاستثمارات لعائد أعلى أو أقل مما يطلبه المستثمر حالياً، فإن القيمة المحورية لثروة هؤلاء المستثمرين ستكون أعلى أو أقل من الاستثمار المبدئي.² ويمكن اعتماد الصيغة الآتية لحساب القيمة الدفترية:

$$(1-1) \dots \text{القيمة الدفترية}^3 = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} + \text{الأرباح غير الموزعة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

3-1-3- القيمة السوقية⁴ :

هي السعر الذي يمكن أن يباع به أصل في السوق، وبالنسبة للسهم العادي فإن سعره في السوق قد يساوي إلى أو يكون أعلى من قيمته الدفترية، وذلك بحسب مدى الربحية المؤسسة ففي بداية عمل المؤسسة من الممكن أن تكون القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الدفترية وذلك لعدم وجود سجل من الأداء للمؤسسة يدل على ربحيتها. وحين تحقق المؤسسة أرباحاً عالية ومتنامية فإن سعر السهم في السوق يفوق قيمته الدفترية، أما إذا كانت

¹ محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال العيد، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية الإسكندرية، سنة 2003، ص44
² سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، سنة 2010، ص ص 230-231 (بتصرف)

³ عبد القادر دشايش، مرجع سبق ذكره، ص25

⁴ غنية الجوزي، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، سنة 2012، ص74

ربحية المؤسسة متدنية أو أنها تحقق خسائر مستمرة، فإن سعر السهم في السوق سينخفض عن قيمته الدفترية. أما القيمة السوقية للمؤسسة فإن تساوي إلى إجمالي القيمة السوقية لأسهمها العادية.

وتعرف القيمة السوقية على أنها¹ : "السعر الذي يتداول به السهم في سوق الأوراق المالية "البورصة"، ويتحدد هذا السعر بناء على عدة عوامل منها المعلومات المتاحة عن السهم، وقوى العرض والطلب."
3-1-4- معدل رسملة البورصة²:

يعتبر معدل القيمة السوقية للأسهم المقيدة معدل رسملة للبورصة Ration of Market
 Capitalization أهم مؤشرات قياس حجم البورصة نسبة إلى الناتج المحلي الخام حسب الصيغة الآتية:

$$\text{MCR} = \text{CM}/\text{GDP} \dots (2-1)$$

حيث:

MCR: معدل رسملة البورصة

CM: رسملة البورصة (القيمة السوقية للأوراق المدرجة في البورصة)

GDP: الناتج المحلي الخام

3-1-5- نموذج مضاعف السعر إلى العائد (PER (Price Earning Ration)³:

يتم اللجوء إلى استعمال مضاعف السعر إلى العائد PER في مجال تقييم أسهم المؤسسات لأغراض اتخاذ القرار في إطار الاستثمار في الأوراق المالية، ويعد هذا المؤشر من بين المؤشرات الهامة التي يتم حسابها وتتبعها في بورصات القيم لجميع المتعاملين فيها و يتأثر مضاعف الربحية بمخرجات نظام المعلومات المحاسبي على مستوى العائد، مما قد يفضي إلى أخطاء فادحة في اتخاذ القرارات على مستوى اختيار الاستثمار بين أمكنة مالية لدول مختلفة (تسيير محفظة الاستثمار الدولية).
 ويتم حساب هذا المؤشر بالعلاقة التالية⁴ :

$$\text{نسبة} = \frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{الربح على كل سهم}} \times 100 \dots (3-1)$$

¹ محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، مصر، سنة 2011، ص 41
² سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الحاج لخضر، باتنة، سنة 2004، ص ص 27-28
³ هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص ص 180-181 (بتصرف)
⁴ رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي في المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، سنة 2011، ص 47

3-1-6- ربحية السهم الواحد BPA:

يتمثل في نصيب السهم العادي من الأرباح الصافية للمؤسسة، ويعتبر مؤشراً لمقدار الثروة النظرية التي سيحصل عليها المستثمر في المستقبل، فكلما زاد نصيب السهم من الربح كلما زاد سعر السهم في السوق.¹ ويتمثل هذا المؤشر في النتيجة الصافية للسهم الواحد ربح/خسارة لسنة معينة،² و يتم احتسابه بالمعادلة التالية³:

$$\text{BPA} \dots (4-1) = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية}}$$

3-1-7- حصة السهم الواحد من التوزيعات DPA:

وتمثل حصة كل سهم عادي من الأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية في نهاية السنة وذلك سواء تم توزيعها في صورة نقد أو أي أصل آخر أو في صورة أسهم مجانية،⁴ وتحدد هذه الحصة بعد طرح حصة الأسهم الممتازة من الأرباح المعلن عن توزيعها وذلك من خلال المعادلة التالية⁵:

$$\text{DPA} \dots (5-1) = \frac{\text{التوزيعات المعلن عنها - توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية المسجلة في سجلات الشركة بتاريخ الميزانية}}$$

3-1-8- مردود السهم العادي Yield Per Share (YPS):⁶

ويعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة بين الاستمرار في الاحتفاظ بالسهم أو بيعه والتحول إلى فرص استثمارية أخرى.

$$\text{YPS} \dots (6-1) = \frac{\text{DPA}}{\text{السعر السوقي للسهم}}$$

3-1-9- عائد الاحتفاظ بالسهم Holding Period Return (HPR):

يستعمل هذا المؤشر في قياس معدل النمو أو التآكل في ثروة حامل السهم.⁷

¹ عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة- دراسة حالة المؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007-2009، مجلة الباحث، العدد 10، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، سنة 2012، ص 228

² علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، سنة 2009، ص 7 (بتصرف)

³ محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، سنة 2005، ص 134

⁴ إسلام فيصل أحمد، أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياساتها في توزيع الأرباح، مذكرة ماجستير في المحاسبة، غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، سنة 2011، ص 10 - 17

⁵ محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق ذكره، ص 139

⁶ محمد مطر، فايز تيم، نفس المرجع السابق، ص 139

⁷ عبد القادر دشاش، مرجع سبق ذكره، ص 30

3-1-10- معدل دوران السهم (ST) ¹:

ويمثل قيمة الأسهم المتداولة خلال مدة معينة كنسبة مئوية من القيمة السوقية لتلك المدة، ويحدد كما يلي:

$$(1-7) \dots \text{معدل الدوران (ST)} = \frac{\text{حجم التداول}}{\text{القيمة السوقية}}$$

ويعد معدل الدوران من المؤشرات المهمة التي تقيس سيولة سوق الأوراق المالية.

3-2- مصادر المعلومات المالية:

من أجل اتخاذ القرارات الاستثمارية في الأوراق المالية يمكن للمستثمر الحصول على العديد من مصادر المعلومات المفيدة، وفي ما يلي عرض لأهم مصادر المعلومات:

أولاً: المصادر الخارجية

3-2-1- الصحف ²:

تساهم الصحف المتخصصة بأسواق المال في نشر أهم المعلومات عن الشؤون المالية العالمية والمحلية، كما تزود المستثمر بمعلومات عن المؤسسات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وتعليق الخبراء عن هذه المعلومات.

3-2-2- التقارير المنشورة ³:

أ- التقارير التي تنشرها الشركات: وتتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات إلى المساهمين مفصلة عن نشاط الشركة، هيكلها، أرباحها... إلخ، بشكل سنوي، أو ربع سنوي، أو في شكل نشرات إخبارية.

ب- التقارير التي تنشرها شركات السمسرة: تقوم شركات السمسرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق المالية، توصيات بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.

3-2-3- المجالات المالية المتخصصة ⁴:

توجد العديد من المجالات المتخصصة في مجال المال والأعمال نذكر منها مجلة Barron's وهي مجلة أسبوعية تصدرها شركة داو جونز، أما مجلة أخبار التجارة والمال فهي محلية تختص في إصدار مفصل عن الأوراق المالية.

¹ إيمان عبد المطلب حسن المولى، مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد السابع، العدد 23، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة تكريت، العراق، سنة 2011، ص 122

² سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، غير منشورة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، سنة 2012، ص 72

³ صالح مفتاح، فريدة معاري، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2010، ص 184

⁴ أميرة طلبة، أثر الإفصاح المالي المحاسبي على القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير في الاقتصاد والمناجمت، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم والتسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009، ص 60 (بتصرف)

3-2-4- المطبوعات¹:

أ- مطبوعات استشاري الاستثمار: يقصد باستشاري الاستثمار المؤسسات المتخصصة في مجال المال والأعمال.
ب- مطبوعات بيوت السمسرة: عادة ما يوجد في بيوت السمسرة الكبيرة أقسام متخصصة للبحوث والدراسات، من شأنها أن تحقق لبيت السمسرة مركزا تنافسيا من بين أقرانه.

3-2-5- المطبوعات الحكومية:

تعتبر مصدرا للمعلومات عن العديد من الصناعات، ودون الدخول في تحديد الجهة الحكومية التي تصدر تلك المعلومات، بحيث تتضمن بيانات إحصائية عن الأسعار والأجور والإنتاج، وخرائط توضح حجم الدخل القومي وعناصره، والدورات الاقتصادية، وظروف العمل أسواق المال، والتوقعات بشأن أمور تخص المؤسسات.

3-2-6- بنوك المعلومات:

توفر للمستثمرين بيانات تفصيلية عن الأوراق المالية المتداولة وعن المؤسسات التي أصدرتها. وتبعاً لتلك البيانات في ملفات الحاسوب التي يمكن شراؤها من مؤسسات متخصصة بتكلفة زهيدة.²
ثانياً: المصادر الداخلية³

3-2-7- القوائم المالية الأساسية: وتشمل أربع قوائم أساسية هي قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التغيرات في حقوق الملكية، قائمة التدفقات النقدية.

3-2-8- المذكرات والملاحظات المرفقة بالقوائم المالية: وتعد تلك الملاحظات جزءاً ضرورياً من مصادر المعلومات المفيدة وتوفر معلومات إضافية غير موجودة في القوائم المالية.

3-2-9- التقارير المؤقتة: والتي تقدم على مدار السنة (نصف سنوية أو ربع سنوية).

3-3-10- تقارير مجلس الإدارة: والتي تحتوي على معلومات مفيدة تتناول بيانات مالية وإحصائية وبعض الخطط المستقبلية.

3-2-11- تقارير مراقب الحسابات: وما قد يحتويه من ملاحظات وتحفظات خاصة بالقوائم المالية التي مراجعتها.

وتتعد المعلومات الداخلية مثل قوائم التنبؤات الخاصة بالإدارة والمعلومات الأخرى.

4- جودة المعلومات المالية:

يعتبر مجلس المحاسبة المالية (FASB) أول من تطرق إلى جودة المعلومات المالية بمجموعة من المفاهيم المعاصر.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المكتب العربي الحديث، الطبعة الثانية، الإسكندرية، 2012، ص ص 231-237

² منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 238

³ أنو عدنان نجم، مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006، ص 46

4-1- جودة المعلومة المالية: هناك عدة تعاريف لجودة المعلومات المالية نذكر منها:

تمثل في مجموعة الخصائص التي تؤدي بالمستثمر إلى اتخاذ قرار الاستثمار في موارد المؤسسة فهذه الخصائص هي: الملائمة، الشفافية، القابلية للفهم، القابلية للمقارنة.

كما أنه يوجد تعريف لجودة المعلومات وهذا حسب مساعي التوحيد المحاسبي الفرنسية:

يقصد بجودة المعلومات المالية مدى الإمثال للقواعد والإجراءات التي يتم تطبيقها بانتظام وإخلاص بشكل يعكس حقيقة حسابات المؤسسة والأهمية النسبة للأحداث المسجلة.¹

إذ تعد جودة المعلومات المالية كمعايير يمكن على أساسها الحكم على مدى تحقيق المعلومات المالية لأهدافها.²

و هنا يبرز دور النظام المحاسبي كنظام للمعلومات من خلال المراحل التالية:

- حصر العمليات والأحداث المتعلقة بنشاط المؤسسة في صورة مواد خام (بيانات) تمثل مدخلات النظام المحاسبي.
- تشغيل ومعالجة البيانات المدخلة كمواد خام أي البيانات وفق المبادئ والفروض المحاسبية المتعارف عليها للحصول على معلومات مالية.
- الرقابة والمتابعة للبيانات من خلال المراجعة والتقييم وقياس ردة فعل المستخدمين من هذه المعلومات.³

المطلب الثاني: المداخل الأساسية لتحليل حركة الأسعار

من أجل توضيح وتفسير حركة وسلوك الأسعار في السوق المالي يجب التطرق إلى المدخلين التاليين:

1- مدخل التحليل الفني:

يركز هذا النوع من التحليل على تحركات الأسعار وتغيراتها الماضية وكذا حجم التداول بغية التنبؤ بالسعر وعادة ما يكون هذا في الأجل القصير مقارنة بالأساسي، حيث يستخدم بكثرة من طرف المضاربين والسماسرة. ويتم التنبؤ استنادا على الأشكال البيانية عادة كونها سهلة القراءة والتفسير، ولا يكفي فقط ببيان الأسعار فقط فيتم استخدام كذلك حجم التداول لدراسة حيوية العرض والطلب لتحديد اتجاه السوق (صعودي، نزولي).⁴

¹ Céline Michalesco, **Qualité de l'information Comptable**, Archives – Ouvertes, publié dans Encyclopédie de Comptabilité, Contrôle de gestion et audit, France, 2009, pp 1023-1033.

² سعاد سعيد غزال، إيمان عبد الكريم قاسم العبادي، جودة المعلومات المحاسبية وأثرها في ترشيد قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 2، العدد 2، 2012، العراق، ص 163

³ ماجد إسماعيل أبو حماد، أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2009، ص 54-55

⁴ علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 13-14 (بتصرف)

ويقصد بالتحليل الفني دراسة حركة السوق من الرسوم البيانية بغرض التنبؤ باتجاهات الأسعار مستقبلاً.¹ كما أنه أسلوب لدراسة حركة الأسعار السابقة، وبيانات السعر التاريخية المتاحة وذلك بهدف توقع اتجاهات السعر القادمة، أو هو فن التغيير الذي يطرأ على أسعار الأسهم داخل السوق بما يتيح فرص استثمارية أفضل للمستثمر.²

1-1- الفرضيات التي يقوم عليها التحليل الفني:

- تتحدد القيمة السوقية للسهم على أساس قوى السوق ممثلة في العرض والطلب.
- تحكم العرض والطلب عوامل متعددة بعضها موضوعي والبعض الآخر غير موضوعي حيث أن العوامل الموضوعية نجدها تدخل في نطاق اهتمامات التحليل الأساسي، بينما العوامل غير الموضوعية التي لا تتفق مع التحليل الأساسي على سبيل مزاج المستثمرين (الحالة النفسية) والتخمين.
- يتيح السوق بصفة آلية ومستمرة وزناً لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب.
- باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر، فإن الحالة العامة تقضي بأن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك باتجاه معين وتستمر لفترة طويلة زمنية طويلة.
- يرجع التغيير في اتجاه أسعار الأسهم في الأساس إلى التغيير في العلاقة بين العرض والطلب.³

1-2- أدوات التحليل الفني:

يكون المستثمر على دراية باتجاه أسعار السوق من حيث الصعود والهبوط. ذلك من خلال الأدوات التحليل المستخدمة في تحديد أسعار الأوراق المالية والمتمثلة في ما يلي:

1-2-1- مؤشر القوة النسبية:

يحاول هذا المؤشر اكتشاف الأسهم ذات القوة النسبية، إذ أن هذا المفهوم يقضي بأن درجة تقلب أسعار الأسهم متفاوتة، بحيث توجد بعض الأسهم التي ترتفع أسعارها بشكل حاد وسريع استجابة لارتفاع السوق، غير أن أسعارها تستجيب ببطء نحو الانخفاض في حالة السوق النزولي.⁴ حيث يكون السوق يمر بمرحلة شراء مغالي فيها أو مرحلة بيع مغالي فيها فإذا كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالي فهذا يدل على أنه عدد كبير من المستثمرين يمتلكون حصص من الأسهم، وبالتالي فإنه من المتوقع أن تنخفض الأسعار عندما يقوم المستثمرين ببيع ما لديهم ما الأسهم لتحقيق الربح. أما إذا كان العكس بمعنى أن السوق يمر بمرحلة مغالي فيها، فإن هذا يدل

¹ John J.Murphy, Technical Analyses Of The Financial Markets, New York Institute Of Finance, Prentice Hall Direct, New York, 1999, p1

² محمد عبد الحميد عطية، مرجع سبق ذكره، ص 255

³ خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص ص 44 - 45

⁴ هوارى سويسى، مرجع سبق ذكره، ص 163

على أن عدد من المستثمرين يمتلكون عدد قليل من الأسهم، ومن المتوقع أن يلجأ عدد كبير من المستثمرين إلى شراء الأسهم وهو ما يؤدي إلى ارتفاع السعر في المستقبل.¹
ويتم حسابه بالمعادلة التالية:²

$$RSI = 100 - \left(\frac{100}{1+RS} \right) \dots (1-2)$$

حيث تمثل RS القوة النسبية، وهي عبارة عن مجموع التغيرات الموجبة لأسعار الإقفال على مجموع التغيرات السالبة لأسعار الإقفال، وذلك لفترة معينة عادة ما تكون السنة.³
وللتوضيح أكثر يحسب كذلك مؤشر القوة النسبية:⁴

$$RSI = 100 - \frac{100}{1 + \frac{\text{التغيرات الموجبة}}{\text{التغيرات السالبة}}} \dots (2-2)$$

1-2-2- خط المتوسط المتحرك:

يعتبر المتوسط المتحرك من أكثر المؤشرات الفنية سهولة في الفهم والتعامل حيث يظهر هذا المؤشر قيمة المتوسط الحسابي للسهم في صورة سلسلة زمنية خلال مدة معينة، ويكمن الهدف من استخدام المتوسط المتحرك التخلص من التذبذبات والتغيرات الحادة التي توجد في السلسلة الزمنية التي يتكون منها المؤشر وذلك بهدف التخلص من التغيرات العارضة أو التقلبات الموسمية أو الدورية، حتى تتمكن كمحللين من معرفة الاتجاه العام للسهم (صعودي أم هبوطي).⁵

1-2-3- خريطة الأعمدة البيانية:

تتمثل هذه الخرائط والتي تعتبر الشائعة الاستعمال في خرائط المستويات المساعدة والمقاومة، كذلك خريطة الرأس والأكتاف، والتي سنقوم بتوضيحها:⁶
- خريطة المستويات المساعدة والمقاومة: تقوم على هذه الأخيرة على تصور سلوك المستثمرين في المستوى المساعد والذي يمثل السعر المتدني، أما سعر المقاومة فيمثل السعر المرتفع.

¹ خيرة الداوي، مرجع سبق ذكره، ص 50

² Pierre Laroche, **Introduction à l'analyse Technique**, Négociation en salle marchés (2-298-98), Ecole des Hautes Etudes Commerciales, Montréal, 1998, p22

³ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 118

⁴ Stutzmann Yann, **Etude comparative de l'analyse technique et de l'analyse fondamentale**, Travail de Diplôme, mars 2011, p24

⁵ محمد عبد الحميد عطية، مرجع سبق ذكره، ص 348

⁶ خيرة الداوي، نفس المرجع السابق، ص 51

- خريطة الرأس والأكتاف: تعتبر هذه الخريطة من بين أنواع حركة الأسعار التي يبحث فيها المحلل الفني، حيث نجد هذا النوع أن الأسعار تزداد لزيادة حجم الصفقات والعكس صحيح.

الشكل (2-1): التمثيل البياني بالأعمدة مع اتجاهي للسوق الصعودي والنزولي



المصدر: علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، مرجع سبق ذكره، ص 14

1-2-4- خريطة النقطة والشكل :

يتم بناء خريطة النقطة والشكل برسم محور رأس يمثل سعر السهم، أما المحور الأفقي فلا يمثل أي شيء آخر (الزمن أو غيره) ويتم تسجيل أسعار الأسهم على الخريطة، غير أنه عادة لا يسجل السعر إلا إذا كان التغيير فيه بحجم معين يحدده المحلل¹. وبعد بناء الخريطة فإن المحلل الفني يهتم بالمنطقة الخاصة بالأسعار والاتجاه الذي أخذته الأسعار حين خروجها من المنطقة.²

¹ جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 165

² خيرة داوي، مرجع سبق ذكره، ص 51 (بتصرف)

الشكل رقم (3-1): خريطة النقطة والشكل (نموذج مخطط فوركس)

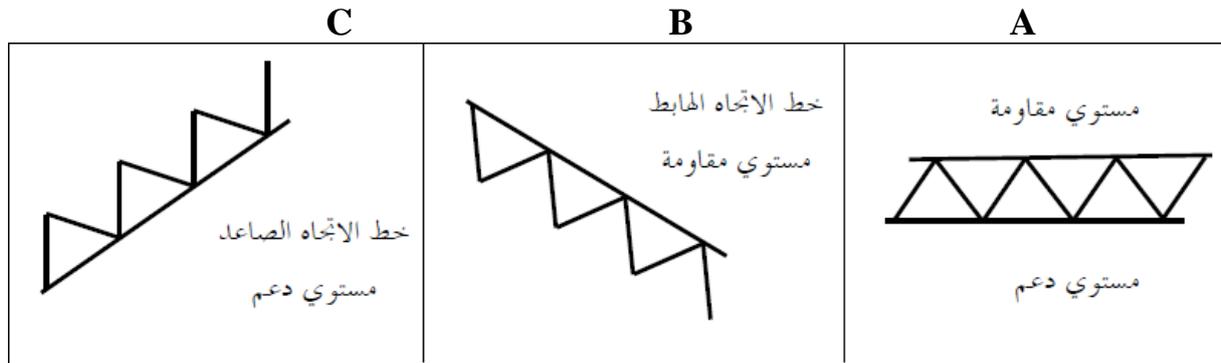
Price	P&F Chart (X = Up, O = Down)									
125.81 to 125.90										
125.71 to 125.80										
125.61 to 125.70										
125.51 to 125.60										
125.41 to 125.50	O	X								
125.31 to 125.40	O	X	O							
125.21 to 125.30	O	X	O							
125.11 to 125.20	O	X	O							
125.01 to 125.10	O	X	O							
124.91 to 125.00	O	X	O							
124.81 to 124.90	O	X	O							
124.71 to 124.80	O		O							
124.61 to 124.70			O							
124.51 to 124.60			O	X						
124.41 to 124.50			O	X						
124.31 to 124.40			O	X						
124.21 to 124.30			O	X						
124.11 to 124.20			O	X						
124.01 to 124.10			O							

Source: <http://ar.forexabode.com/technical-analysis/indicators/point-figure-charts/> 25/03/2015 à 18:52 PM

3-1- اتجاهات السعر:

ويتم التعرف على الاتجاه من خلال النظر إلى أعلى أو أدنى النقاط في حركة الأسعار، هذه الأخيرة تتحرك في اتجاه معين ارتفاعاً أو هبوطاً، أو تتقلب داخل منطقة سعرية معينة صعوداً أو هبوطاً وهي تواصل حركتها في إحدى الجهات الثلاث (إلى أعلى أو إلى أدنى أو جانبياً) لحين حدوث ما يؤثر عليها ويغير اتجاهها.¹

الشكل رقم (4-1): اتجاهات الأسعار



المصدر: سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 102

4-1- الدعم والمقاومة:

يستخدم الفنيون في المدى الطويل مجال تغير الأسعار، يسمى حده بمستوى المساندة أو الدعم، ويسمى حده الأعلى بمستوى المقاومة، حيث تحديد السعر هو ناتج معركة بين البائعين والمشتريين، منطقة الدعم

¹ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 102

(Support) هي النقطة التي يعتقد أغلبية المستثمرين عندها بأن السعر سوف يرتفع، ونقطة المقاومة (Resistance) هي النقطة التي يعتقد عندها أغلبية المستثمرين أن السعر سوف يهبط.¹

الشكل (1-5) : التمثيل البياني لكل من الدعم والمقاومة



<http://www.markets.com/ar/education/technical-analysis/support-resistance.html> 26/03/15 à 22:47 PM

2- مدخل التحليل الأساسي:

يتضمن تحليل الشركة من حيث الأصول، الربحية، الإدارة... إلخ، بالإضافة إلى تحليل القطاع الذي تنتمي إليه الشركة وأيضاً يتضمن التحليل الأساسي أخذ المؤشرات الاقتصادية في الاعتبار مثل إجمالي الناتج المحلي، أسعار الفائدة، معدلات البطالة والمدخرات... إلخ.² ويهتم بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح والتدفقات المستقبلية للمؤسسة محل التحليل، بحيث يقوم المحلل المالي الذي يتبع هذا المدخل خطوات وهي التحليل الاقتصادي، تحليل العوامل المرتبطة بالقطاع المستهدف، الذي تنشط فيه المؤسسة وتحليل العوامل المرتبطة مباشرة بالمؤسسة.³

2-1- التحليل الاقتصادي:

تؤثر الظروف الاقتصادية العامة على مستوى أسعار الأوراق المالية، وهناك عدد من المتغيرات الاقتصادية الأساسية التي ينبغي أن تحظى باهتمام المحللين، في مقدمتها السياسة النقدية، السياسة المالية، إضافة إلى المعلومات المتاحة عن التضخم، والناتج المحلي الإجمالي.⁴

¹ علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 15

² عصام حسن، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، بدون تحديد رقم الطبعة، عمان، الأردن، سنة 2010، ص 158 (بتصرف)

³ هوارى سويسى، مرجع سبق ذكره، ص 164

⁴ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، دار المعرفة الجامعية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر، 2010، ص 123

أولاً: العوامل المؤثرة على بورصة الأوراق المالية

2-1-1-1- السياسة النقدية:

هي الإجراءات النقدية والمصرفية التي تستهدف مراقبة حجم النقد المتيسر في الاقتصاد الوطني،¹ وتكمن هذه الإجراءات في القواعد والأحكام التي تتخذها الحكومة أو أجهزتها المختلفة للتأثير في النشاط الاقتصادي.²

2-1-1-2- السياسة المالية:

وهي السياسة التي بفضلها تستعمل الحكومة برامج نفقاتها وإيراداتها العامة والتي تنظم الموازنة العامة لإحداث آثار مرغوبة وتجنب الآثار غير المرغوبة على الدخل والإنتاج والتوظيف أي تنمية واستقرار الاقتصاد الوطني ومعالجة مشاكله ومواجهة كافة الظروف المتغيرة.³

2-1-1-3- معدل التضخم:

يقصد بالتضخم الارتفاع المستمر والمؤثر في المستوى العام للأسعار خلال فترة زمنية قد تطول كثيراً، فهو يؤدي إلى تآكل وانخفاض مضاعف السعر إلى ربحية السهم، وكونه جزء من معدل العائد المطلوب على الاستثمار فمن المتوقع أن يكون هناك اتجاه عكسي في حركة أسعار الأسهم.⁴

2-1-1-4- الناتج المحلي الإجمالي:

يمكن تعريف الناتج المحلي الإجمالي بأنه القيمة السوقية للسلع والخدمات النهائية المنتجة،⁵ أو بعبارة أخرى مجموعة الدخول التي يحصل عليها المواطنين والأجانب عن أعمال تنفذ على أرض الوطن. وكما يبدو فإنه مؤشر على مستوى النمو الاقتصادي. وكذلك حجم الناتج الإجمالي له تأثير على أداء السوق. مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم، ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها.⁶

¹ عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010، ص 25

² إكن لونيس، السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة (2000-2009)، مذكرة ماجستير في العلوم

الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، سنة 2010، ص 09 (بتصرف)

³ مسعود درواسي، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر: 1990-2004، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، سنة

2006، ص 49 (بتصرف)

⁴ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 92

⁵ علي خالفي، المدخل إلى علم الاقتصاد، دار أسامة للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجزائر، 2009، ص 204

⁶ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 129 (بتصرف)

ثانياً: التنبؤ بحالة السوق

يسعى المحلل الأساسي لمعرفة القطاعات التي تتأثر بفترات الرواج والكساد، فالصناعات الدورية تكون أكثر حساسية لهذه الحركة في الاقتصاد، بينما الصناعات الدفاعية في حالة مرونتها فإنها تستطيع التصدي فترة الكساد في الاقتصاد، وبذلك يتيح للمستثمر المالي أخذ صورة عامة عن الاستثمار ومن ثم يستطيع أن يتخذ القرارات المناسبة والمتطابقة مع حالة الرواج أو الكساد.¹

2-2- تحليل الصناعة أو العوامل المرتبطة بالقطاع المستهدف الذي تنشط فيه المؤسسة:

يعتبر تحليل الصناعة التي تعمل فيها الشركة من العوامل الأساسية التي تزيد من احتمالات جودة الشركة التي يقرر المستثمر توجيه جزء من استثماراته في الأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركة. ويستخدم النموذج القوي الخمسة التنافسية (Five Basic Competitive Forces) والذي قدمه * (Porter) في تقييم وتحليل البيئة الصناعية ويمثل النموذج في إمكانية دخول منافسين محتملين، المنافسة بين الشركات القائمة، قوة المنافسة عند المشترين، قوة المساهمة عند الموردين، التهديد من قبل المنتجات البديلة. وكل عامل من هذه العوامل يمثل فرصة وتهديد للشركة في الوقت نفسه، فكلما زادت قوة أي عامل من هذه العوامل كلما مثل ذلك تهديداً للشركة، وكلما ضعفت قوة عامل من هذه العوامل مثل ذلك فرصة للشركة.²

2-2-1- الاعتبارات الأساسية في تحليل ظروف الصناعة أو القطاع المستهدف:

يركز المحلل الأساسي في تحليل الصناعة أو القطاع إلى جوانب أساسية تكمن فيما يلي:

أ- التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح: يساعد المحلل في تحديد المرحلة الحالية والمستقبلية في دورة حياة الصناعة.³ ويركز التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح على⁴: التغيير في معدل نمو المبيعات بين الماضي والحاضر، ومدى الاستقرار في نمو المبيعات عبر الزمن له أهمية خاصة وكذلك قياس الربحية من خلال عدد من النسب المالية.

ب- حجم الطلب وحجم العرض: من الجوانب الهامة التي ينبغي أن يعنى التحليل الأساسي هو دراسة الطلب والعرض لمنتجات الصناعة. فمن المهم أن يتعرف المحلل على ما إذا كان الطلب على منتجات الصناعة في تزايد أو في هبوط أو لم يطرأ عليه تغيير. وأيضاً ما إذا كانت الطاقة المتاحة للصناعة قادرة على تغطية أي

¹ Stutzmann Yann, Op Cit, p29

* Michael Porter, né le 23 mai 1947 à Ann Arbor dans le Michigan, est professeur de stratégie d'entreprise à l'Université Harvard et consultant d'entreprise.

² محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، الأردن، 2009، ص ص

102 - 101

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 133

⁴ محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص 104

زيادة محتملة في الطلب. وإذا ما كانت الطاقة غير كافية، حينئذ يصبح على المحلل أن يتعرف على إمكانيات الصناعة في تمويل التوسع. وإذا ما ثبت عدم قدرة الصناعة على مواجهة الزيادة في الطلب، فسوف يعد هذا إنذارا بدخول منتجين جدد، وهو ما قد يترتب عليه زيادة كبيرة في العرض واحتدام المنافسة بين مؤسسات الصناعة، مما يترك أثرا عكسيا على ربحيتها، وعلى أسعار أسهمها بالتبعية.¹

ج- ظروف المنافسة: للوقوف على ظروف المنافسة في المستقبل على المحلل أن يسأل نفسه عما إذا كان هناك موانع تحد من دخول مؤسسات جديد أما لا.² ومن أهم تلك الموانع مثل تميز المنتج أي أن المشتريين لهم تفضيلاتهم الخاصة فيما يتعلق بمنتجات المؤسسة المكونة للصناعة، والمزايا المطلقة في التكاليف ويقصد بها قدرة كل مؤسسة في الصناعة على الإنتاج والتوزيع عند أي مستوى وبأقل تكلفة بالمقارنة مع أي مؤسسة جديدة يمكن أن تفكر في الدخول. ومن الموانع الحجم الكبير فتنطبق على الصناعات التي لا يمكنها أن تحقق عائدا ملائما إلا في ظل حجم كبير من الإنتاج.³

د- طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة: تعد طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة من أهم الجوانب التي ينبغي أن يعنى بها تحليل ظروف الصناعة،⁴ ولتحديد طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة يجب مراعاة النقاط التالية:⁵

- ضرورة تحليل نصيب المنتج من متوسط دخل الفرد، ذلك لأن الصناعات التي تنمو بسرعة عادة ما تكون لسلع تستخدم حصة متزايدة من متوسط دخل الفرد على المستوى القومي. (أمثلة: الحاسوب الآلي، الإلكترونيات المنزلية).

- ينبغي معرفة العلاقة بين التغير في الطلب على المنتج والتغير في دخول المستهلكين لذلك المنتج، وهو ما يطلق عليه مرونة الطلب.

هـ- تأثير الحكومة: مدى تدخل الحكومة في شؤون الصناعة وقدرتها على تنمية علاقات مثمرة تسهم في النهوض بالصناعة وكذلك تتدخل الحكومة لتقديم مساعدات مالية أو خصم ضريبي أو تشجيع الاستثمار.⁶

¹ منير إبراهيم هندي، نفس المرجع السابق، ص 134

² محمد أحمد عبد النبي، نفس المرجع السابق، ص 105

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص ص 134 - 135 (بتصرف)

⁴ منير إبراهيم هندي، نفس المرجع السابق، ص 136

⁵ نادية أمين محمد علي، تحليل أسواق الأوراق المالية، أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، المؤتمر العملي الخامس عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، سنة 2006، ص 16 16:43 à 31/12/2015

⁶ نادية أمين محمد علي، مرجع سبق ذكره، ص 16

و- العلاقة بين أسعار الأسهم والأسعار: ضرورة معرفة مدى تناسب السهم مع الأرباح المتوقعة، إذا كان سعر السهم قد بلغ مستوى عال لا تبرره الأرباح المستقبلية فإن قرار الاستثمار في ذلك السهم يكون خاطئاً.¹

2-2-2- أدوات تحليل ظروف الصناعة:

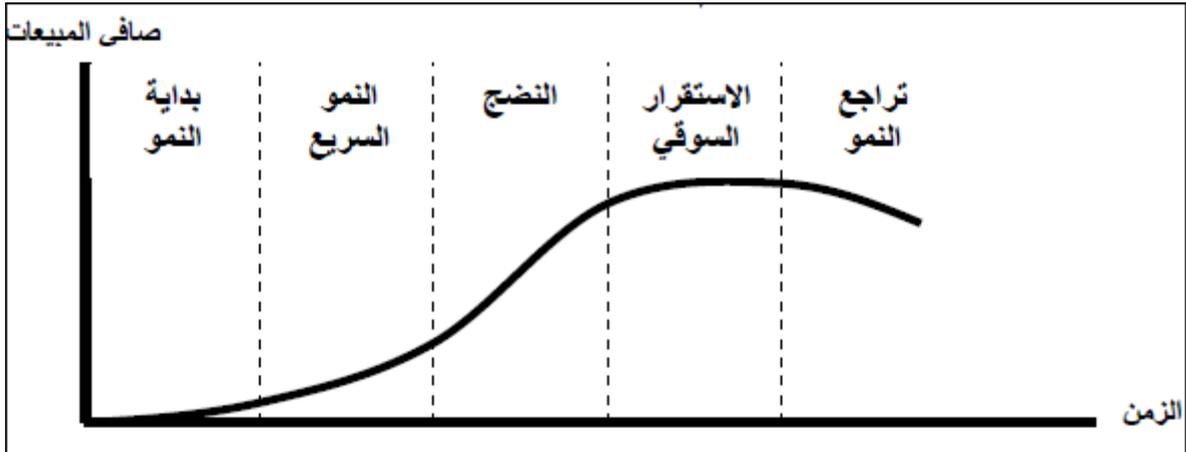
من أكثر أدوات تحليل الصناعة شيوعاً، تحليل دورة حياة الصناعة، التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة، والتنبؤ بمعدل نمو الربحية.

أ- دورة حياة الصناعة: تمر دورة حياة الصناعة بعدة مراحل على النحو التالي:

- مرحلة الظهور: وهي تقديم منتج جديد، حيث تكون المبيعات على حدها الأدنى، والمزيد من البحوث والحملات الإعلانية، وتكون المنافسة في حدها الأدنى مع وجود خسارة محتملة.
- مرحلة النمو السريع: وهي ظهور نماذج مختلفة من المنتج، حيث يتزايد حجم المبيعات وتزايد الأرباح المتولدة، وبالتالي مزيد من الاستثمار. وقرب نهاية تلك المرحلة تدخل مؤسسات جديدة وبالتالي يزداد العرض وتنخفض الأسعار وينخفض معها هامش الربح، وبالتالي انخفاض معدل نمو المبيعات وتتبع السوق.
- مرحلة النضج: وهي نهاية سنوات نمو السريع حيث يحدث تشبع تام للسوق ويصل معدل نمو الصناعة إلى مستوى أقل من مستوى نمو الدخل القومي، ويصبح النمو في المستقبل رهوناً بأحداث معينة مثل تغير إيجابي في أذواق المستهلكين أو نجاح الصناعة في دخول أسواق جديدة وبالتالي اشتداد المنافسة السعرية وانخفاض هامش الربح.

- مرحلة الاستقرار أو الانحدار: وتتسم تلك المرحلة باستقرار أو تدهور الوحدات المباعة وذلك باختلاف الصناعة و تتضاءل فرص الاستثمار المتاحة.²

الشكل (1-6): دورة حياة الصناعة



المصدر: سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 95

¹ محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص 106

² نادية محمد أمين علي، مرجع سبق ذكره، ص 17

2-2-3- التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة:

يقوم بالتنبؤ على تحليل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة بهدف الوقوف على العوامل المؤثرة في ذلك الطلب (المتغيرات المستقلة) والتي تعد الأساس التي تعتمد عليه في التنبؤ بمبيعات الصناعة (المتغير التابع). ومن بين الأساليب الشائعة في التنبؤ بتحليل الانحدار المتعدد والذي يقضي أولاً بإيجاد العلاقة التاريخية بين حجم مبيعات الصناعة (متغير تابع) وبين العوامل المؤثرة عليه (المتغيرات المستقلة).¹ وهذا كما هو مبين في العلاقة التالية:²

$$D_X = \alpha + b_1 P_X + b_2 Y + b_3 P_Z \dots (3-2)$$

حيث أن:

D_X : القيمة المطلوبة من السلعة X. α : قيمة ثابتة.

P_X : سعر الوحدة الواحدة من السلعة. Y : دخل المستهلك.

P_Z : أسعار سلع أخرى. $b_1 b_2 b_3$: معالم النموذج، وهي المعاملات الواجب تقديرها.

2-2-4- التنبؤ بمعدل الربحية:

ينبغي توفر بيانات تاريخية عن ربحية الصناعة ثم صياغتها في رسم بياني أو معالجتها من خلال تحليل الانحدار بشكل عملية ييسر عملية التنبؤ بما سيكون عليه معدل نمو الربحية في المستقبل.³

2-3- تحليل المؤسسة:

يتم الاعتماد في التحليل الأساسي على مستوى المؤسسات على دراسة ظروف المؤسسات ودراسة القوائم المالية للتعرف على إدارة قدرة المؤسسة في تعظيم قيمة المشروع وبالتالي تعظيم سعر السهم في البورصة، حيث يهتم المحلل بتحليل الوضع التاريخي للمؤسسة، بهدف تحديد الربحية والنمو والقوة المالية والقدرة على المنافسة مع المؤسسات في نفس القطاع، مما يساعد على اتخاذ القرار الاستثماري، وفي هذا الصدد سيتم توضيح ما سبق من خلال ما يلي:

¹ محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص 108

² سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 96

³ محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص 109

2-3-1- التحليل التاريخي لأوضاع المؤسسة:¹

يعتبر تحليل البيانات التاريخية للمؤسسة أول خطوة للتعرف على مستقبلها، إذ أن مدى تحقيق المؤسسة لأهدافها - خاصة المبيعات والأرباح- يتوقف على مركزها التنافسي داخل الصناعة، فقد تتجه أرباح ومبيعات الصناعة إلى الزيادة غير أن المؤسسة المعنية ليست على مستوى معين من المنافسة، وبهذا لا تستطيع اقتطاع جزء معين من الزيادة في مبيعات الصناعة. ويتوقف مركز المؤسسة التنافسي داخل الصناعة على عدة عوامل أهمها:

- حجم الموارد التي تملكها المؤسسة ونوعيتها مقارنة بالمؤسسات المنافسة.
- سلسلة المنتجات التي تقدمها المؤسسة ومدى انتشارها مقارنة بالمؤسسات المنافسة.
- المنتجات الجديدة التي تقدمها المؤسسة ومدى ريادةها في مجال الابتكار والتجديد.
- مدى قدرة المؤسسة على التنوع ودخول أسواق جديدة ومدى قوة منافسي المؤسسة.

2-3-2- تحليل المتغيرات المالية:

تتاح للمحلل المالي مجموعة متنوعة من أدوات التحليل، إذ يمكنه الاختيار فيما بينها بما يلائم الغرض من التحليل وأهمها:

أ- القوائم المالية: هي مجموعة كاملة من الوثائق المحاسبية والمالية التي تسمح بتقديم صورة عادلة عن الوضعية المالية، الأداء خزينة المؤسسة في نهاية الدورة،²

- قائمة المركز المالي: تظهر هذه القائمة المركز أو الوضع المالي في لحظة أو تاريخ معين، فهي تشمل الأصول (أي كل الموارد والأصول الخاصة بالشركة) والخصوم أو الالتزامات (أي التزامات الشركة اتجاه الغير)، حقوق الملكية (أي قيمة حقوق الملكية والتي تتمثل في رأس مال الأسهم والأرباح المحتجزة من الربح) حيث تبلغ حقوق الملكية الفرق بين الأصول والخصوم.³

- قائمة الدخل: يمكن اعتبار قائمة الدخل إحدى القوائم المهمة في كل من المحاسبة والتحليل المالي، لأنها تعد مصدرا هاما للبيانات التحليلية، فهي عبارة عن كشف يبين مقدار الإيرادات والنفقات والأرباح والخسائر خلال مدة زمنية معينة.⁴

- قائمة الأرباح المحتجزة: يربط صافي الأرباح (أو الخسائر) قائمة الدخل بقائمة المركز المالي ويبدو هذا واضحا من خلال قائمة التغيرات في الأرباح المحتجزة، حيث يتم إجراء التوزيعات على حملة الأسهم الممتازة

¹ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 97

² لزعر محمد سامي، التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المحاسبي المالي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، سنة 2012، ص 35

³ سعيدة تلي، التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، سنة 2009، ص 28

⁴ عمار بن مالك، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011، ص 21

والأسهم العادية من صافي الدخل ويتم إضافة الرصيد المتبقي من صافي الدخل إلى الأرباح المحتجزة في القسم الخاص بحقوق الملكية بقائمة المركز المالي، تعتبر هذه القوائم من القوائم الثلاثة التي يتضمنها التقرير السنوي.¹

- **قائمة التغيرات في النقدية:** تظهر هذه القائمة التغيرات التي حدثت في النقدية خلال فترة زمنية من خلال تحليل المصادر والاستخدامات النقدية، حيث يتضح من ثلاث أقسام الأولى من القائمة النقدية من العمليات حيث تلخص التغيرات في الأقسام الخاصة بالاستثمار والتمويل والمصادر والاستخدامات النقدية من خلال التغير في الأصول والالتزامات، أي من خلال تلك البنود في قائمة المركز المالي، تزودنا القوائم المالية بالبيانات اللازمة لتحليل المركز المالي للشركة والتعرف على جوانب القوة والضعف في الأوضاع المالية.²

ب- تحليل النسب: يعتبر تحليل النسب أكثر أدوات التحليل المالي شيوعاً واستخداماً، فهي تعبر عن علاقات بين بنود القوائم المالية، إذ تفيد في إعطاء معلومات عن أداء المؤسسة وهيكل تمويلها، ويفضل عدم الاعتماد على نسبة واحدة في تحليل الوضع المالي للمؤسسة.³ ومن بين أهم النسب ما يلي:

- **نسب السيولة:** تقيس العناصر السائلة والعناصر الأقرب من السيولة، من أجل معرفة ما إذا كان المشروع لا يعاني من عسر مالي في مجال سداد إلتزاماته.⁴

نسب النشاط: تقيس هذه النسبة مدى كفاءة إدارة المؤسسة في توزيع مواردها المالية توزيعاً مناسباً على الأصول المختلفة، وتأتي أهمية هذه النسبة من خلال سرعة تشغيل أصول المؤسسة (دورانها).⁵

- **نسب الربحية:** تقيس قدرة المشروع على الكسب ومدى كفايته في تحقيق الأرباح الصافية من النشاط العادي الذي يمارسه.⁶

- **نسبة الرفع والتغطية:** تقيس تركيبة رأس المال.⁷

ج- تحليل العائد والمخاطرة:

يعتبر العائد من أهم العوامل المحددة لسعر السهم، لذلك فهو من أكثر المجالات خضوعاً للبحث والدراسة، ومن أهم المؤشرات المستخدمة هناك مؤشر ربحية السهم، مضاعف الربح، الربح الموزع، ... والتي تمثل مؤشر جودة السهم. ولا تعد عملية تحليل العائد غاية في حد ذاتها، ولكن يتم القيام بها كجزء من التقييم الشامل للمخاطرة النسبية للمؤسسة، ويقصد بمخاطر الاستثمار عدم التأكد من التدفقات المستقبلية المتأتية منه، أو أنها درجة التذبذب في العائد المتوقع أو درجة اختلاف العائد الفعلي قياساً بالعوائد المتوقعة. يوجد ارتباطاً مباشراً بين العائد

¹ تلي سعيدة، مرجع سبق ذكره، ص 28

² تلي سعيدة، نفس المرجع السابق، ص 28

³ وليد ناجي الحيايلى، التحليل المالي، الأكاديمية العربية المفتوحة، الدنمارك، 2007، ص 132

⁴ عمار بن مالك، مرجع سبق ذكره، ص 39 (بتصرف)

⁵ رشيد حفصي، مرجع سبق ذكره، ص ص 41-42

⁶ وليد ناجي الحيايلى، مرجع سبق ذكره، ص 148

⁷ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 98

المتوقع ودرجة المخاطرة، فكلما كان العائد أعلى زادت المخاطرة المحتملة، وكلما زادت درجة المخاطرة يكون العائد أعلى للتعويض عن تحمل المخاطر الإضافية.¹
ويمكن تقدير المخاطر بعدة مقاييس إحصائية أهمها:²

- الانحراف المعياري (Standard deviation): وهو يقيس درجة تشتت قيم المتغير موضوع الدراسة حول القيمة المتوقعة له، وكلما زادت قيمة الانحراف المعياري دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر.
- معامل بيتا (Beta coefficient): وهو مقياس لحساسية قيم المتغير المالي موضوع الدراسة للتغيرات التي تحدث في متغير آخر، ويدل معامل بيتا المرتفع على ارتفاع درجة الحساسية وبالتالي ارتفاع مستوى الخطر.

2-3-3- التنبؤ بالوضع المستقبلي:

بعد فحص الوضعية التاريخية لظروف المؤسسة وتحليل كل المتغيرات المالية، يتمكن المحلل الأساسي من التنبؤ بالوضع المستقبلي للمؤسسة، وذلك من خلال إعداد القوائم المالية التقديرية والوقوف على نقاط القوة والضعف، ومن ثم التنبؤ بربحية السهم المستقبلية، وبالتالي تقدير القيمة الحقيقية للورقة المالية والتي يتم من خلالها اتخاذ قرار الاستثماري.³

المطلب الثالث: كفاءة السوق المالي

من خلال هذا المطلب يتم التطرق إلى ما يعرف بكفاءة سوق الأوراق المالية، وفي هذا السياق سيتم إعطاء فكرة عامة حول مفهوم كفاءة السوق، وخصائصها، وصيغها المختلفة، إضافة إلى علاقتها بالحركة العشوائية.

1- مفهوم كفاءة السوق المالي:

يعتبر العالم أوجين فاما Eugene Fama سنة 1965 من أبرز الباحثين إذ أعطى مفهوما دقيقا وواضحا حول كفاءة السوق المالي، حيث يرى أنه في ظل السوق الكفؤة تعكس أسعار الأوراق المالية وبصفة خاصة الأسهم جميع المعلومات المتاحة عن الشركة أو الهيئة التي أصدرت هذه الأوراق، وتتعلق تلك المعلومات بالأحداث

¹ سليم جابو، نفس المرجع السابق، ص 98

² ربيع بوصبيح العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية: تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القطري، مذكرة ماجستير في تخصص مالية الأسواق، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، سنة 2012، ص ص 76 - 77 (بتصرف)

³ سليم جابو، نفس المرجع السابق، ص 99

الماضية، الجارية والمتوقعة.¹ ويمكن وصف السوق المالية الكفؤة بأنها سوقية مالية كفؤة إذا عكست أسعار الأسهم المتداولة فيها جميع المعلومات المتاحة واستجابت بشكل فوري للمعلومات الجديدة.² ويمكن القول أن السوق الكفاء هو السوق العادل الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات التاريخية أو الجارية أو المتوقعة المتاحة للجميع، بحيث يشعر المتعاملين فيه بعدم وجود تحيز أي عدم وجود أدنى فرصة لتمييز مستثمر أو آخر، من حيث حصوله على المعلومات ومستوى فهمه لها تمكنه من تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.³

2- شروط وافتراضات كفاءة السوق:

- في ظل السوق الكفؤة لا يستطيع أي مستثمر أن يقوم باستغلال معلومات معينة لتحقيق أرباح غير عادية* إذ تكون القيمة السوقية للسهم هي القيمة الحقيقية له، وهذا ما يعرف بالكفاءة الكاملة** (الكفاءة التامة)⁴، والتي تقتضي توافر الشروط التالية:
- أن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية فيما يخص أحداثها الماضية ووضعيتها الحالية أو توقعاتها المحتملة متاحة للجميع في ذات اللحظة وبدون وجود تكاليف، وفي ظل وجود هذا الشرط تكون توقعات المستثمرين متماثلة نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.⁵
 - عدم وجود أي قيود على التعاملات مثل تكاليف المعاملات والصفقات، كما يمكن للمستثمر شراء وبيع أي كمية من الأوراق المالية مهما صغر حجمها وذلك بسهولة، كما أنه لا توجد أية قيود تشريعية تحد من حرية دخول وخروج المستثمرين أو تلك المؤسسات التي هي في حاجة إلى مصادر تمويل طويل الأجل.

¹ Christophe Barraud, **D'efficiencia des Marchés Financiers à la Finance comportementale**, Analyse financière N°35, Technique et Recherche, Université de Paris, France, 2010, P 59

² بشرى نجم عبد الله المشهداني، جوان حاسم خضير العبيدي، دور التقارير المرحلية في تعزيز كفاءة السوق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 26، جامعة بغداد، العراق، 2011، ص 304

³ ذهيبية بن عبد الرحمان، دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في تخصص مالية الأسواق، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص 54

⁴ سليم جابو، نفس المرجع السابق، ص 74

* الأرباح غير العادية: هي الأرباح الناتجة عن فوارق القيمة السوقية والقيمة الحقيقية.

** الكفاءة الكاملة: مرتبطة بالجانب النظري وغير قابلة للتحقيق على أرض الواقع، ويقصد تلك الكفاءة التي ينعدم فيها الفاصل الزمني بين تلقي المعلومات الجديدة والاستجابة السريعة للأصول المتداولة.

⁵ Philippe Bernard, **L'hypothèse d'efficiencia des marchés**, Université de paris, France, 2003, p 26

- وجود عدد كبير من المستثمرين، بحيث أن كل من هؤلاء المستثمرين لا يستطيع أي منهم التغيير أو التأثير على أسعار الأوراق المالية، من خلال عمليات البيع والشراء ومهما كبر حجم العمليات.¹
 - المستثمرون يتصفون بالرشادة، ومن ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استثمار ثرواتهم.²
- ففي ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق هناك فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، إذ يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصل المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، ولكن سبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمرون من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.³

3- متطلبات كفاءة السوق:

إن السوق الكفؤة هي التي تحقق تخصيصا كفا للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية،⁴ ولكي يتحقق هذا الهدف ينبغي أن تتوفر سمتان أساسيتان وهما:

3-1- كفاءة التسعير:⁵

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بالسرعة - دون فاصل زمني كبير - بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة.

3-2- كفاءة التشغيل:

وتسمى بالكفاءة الداخلية ويقصد بها " قدرة السوق على تحقيق التوازن العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو

¹ ذهية بن الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 55

² سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 75

³ سليم جابو، مرجع سابق، ص 75

⁴ عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، مارس 2004، ص 10

⁵ رشيد بوكساني، معوقات أسواق المال العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم

التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص 107

هامش ربح فعالاً فيه"¹، وتتعلق بتكلفة المعاملات ويتصف السوق بالكفاءة التشغيلية في حال تنفيذ السوق للعمليات بالسرعة القصوى.²

4- صيغ كفاءة السوق المالي:

تكون كفاءة السوق على مستويات تدرج وفقاً لتدرج المعلومات الواردة في السوق، لنأخذ ثلاث مستويات أو صيغ نوردها بشكل موجز.

4-1- الصيغة الضعيفة للكفاءة:

تقترح هذه الصيغة أن السعر السوقي للورقة المالية المتداولة يعكس كل المعلومات التاريخية وحجم صفقات التداول لهذه الورقة، ولذلك أن المستثمر لن يكون قادراً على أرباح غير اعتيادية من جراء تحليل هذه المعلومات، وترتبط فرضية الصيغة الضعيفة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار.³ وتشكل هذه الصيغة رفضاً صريحاً لفلسفة التحليل الفني الذي يقوم على إمكانية التنبؤ بحركة أسعار الأسهم في المستقبل اعتماداً على دراسة التغيرات الماضية في سعرها.⁴

4-2- الصيغة المتوسطة للكفاءة:

تفترض هذه الصيغة بأن الأسعار الحالية لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم، بل تعكس كذلك المعلومات المتاحة للجمهور كلها، والتوقعات التي تقوم على تلك المعلومات عن الظروف الاقتصادية وظروف الشركة، والتقارير المالية وغيرها،⁵ فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء.⁶

¹ محمود محمد سمير، محمود المصري، تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2011، ص 25

² سمير عبد الدائم حسن العويسي، تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2010، ص 30

³ حاكم محمد محسن، عدي عباس عبد الأمير، تحليل العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والقيمة السوقية للسهم، مجلة الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، العدد 11، كلية الاقتصاد، جامعة بابل، العراق، سنة 2014، ص 117 (بتصرف)

⁴ Steve Ambler, L'efficience des marchés financières, économie financières, Département de science économique, Université de Québec, Montréal, 2010, p 04

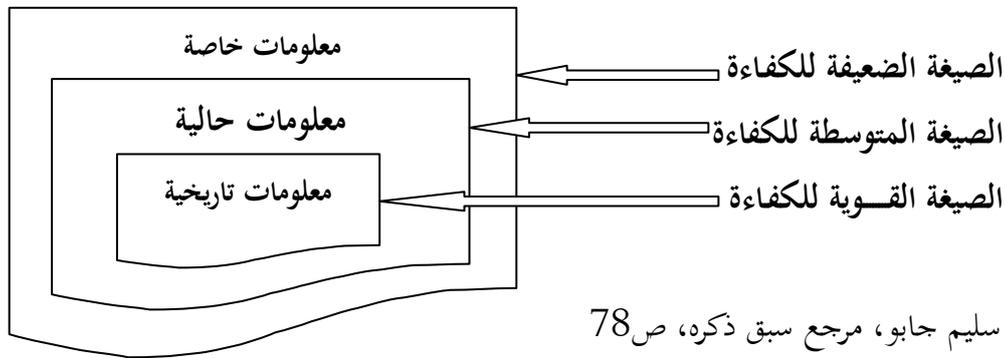
⁵ سليمان موصللي، حازم السمان، دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد الثاني، جامعة دمشق، سوريا، 2013، ص 156

⁶ محمد فادي القرعان، كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة تنمية الرفادين، العدد 114، المجلد 35، 2012/10/24، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، سوريا، 2013، ص 140

4-3- الصيغة القوية للكفاءة:

تكمن هذه الصيغة في أن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامّة والخاصة، أي أن المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات والتي تكون متاحة لفئة معينة من إدارة المؤسسة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها، وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق، حتى ولو كان هو رئيس إدارة المؤسسة المصدرة للسهم.¹

الشكل (1-7) : علاقة المعلومات بصيغ الكفاءة:



المصدر: سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص78

5- الكفاءة والحركة العشوائية للأسعار:

لقد كان مفهوم فرضية الحركة العشوائية مكافئاً لمفهوم فرضية كفاءة السوق وذلك لمدة لا بأس بها من الزمن. لكن مع تطورات الأبحاث أصبح التمييز بينهما واضحاً ولم يعد أحدهما لازماً ولا كافياً للآخر، لكن تظل الأبحاث التطبيقية لفرضية كفاءة السوق تلجأ لدراسة الحركة العشوائية للعائد.² كون أن الفرض الأساسي الذي يقوم عليه مفهوم كفاءة السوق هو أن المستثمرون يهدفون إلى تعظيم أرباحهم، ومن ثم فإنهم يسعون جاهدين - كل منهم في استقلال عن الآخر- لتحليل المعلومات الواردة في السوق بأسرع ما يمكن، وبما يؤدي في النهاية إلى أن تكون الأسعار مرآة لتلك المعلومات.³

¹ صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012، ص 143

² سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية الناشئة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع القياس الاقتصادي، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004، ص 132

³ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، 79

المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية

بعدما تطرقنا في المبحث الأول إلى البعد النظري للمعلومات المالية من حيث خصائصها، مصادرها وأنواع المؤشرات المالية وجودة المعلومات المالية، سيتم في هذا المبحث عرض لبعض الدراسات السابقة العربية منها المحلية وكذلك الدراسات السابقة الأجنبية. وإبراز أوجه الاختلاف بين مختلف الدراسات السابقة والدراسة الحالية.

المطلب الأول: الدراسات السابقة العربية

أولاً- الدراسات السابقة المحلية:

1- دراسة سميرة لطرش (2010) بجامعة منتوري قسنطينة¹: أطروحة دكتوراه بعنوان " كفاءة سوق رأس

المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم- دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية "

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة ما إذا كان لكفاءة سوق رأس المال أثر على القيمة السوقية للسهم. وقد هذه الدراسة ستة أسواق رأسمال عربية، حيث تم مرحلة أولى استخدام مجموعة من المؤشرات لقياس كفاءة سوق رأس المال في هذه الأسواق. كما تم استخدام طريقة الأنماط الطارئة لاختبار كفاءة سوق رأس المال في شكلها الضعيف في مرحلة ثانية، وأخيراً تم دراسة الارتباط بين مؤشر السوق ومجموعة من العوامل الاقتصادية من أجل تحديد سلوك السعر في السوق، في محاولة لقياس كفاءة السوق في صيغتها المتوسطة.

ولقد خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج، إذ تبين وباستعمال مؤشرات السوق أن معظم أسواق رأس المال محل الدراسة تملك القدرة على جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار، بالشكل الذي يساهم في اتساع السوق واتجاهه نحو الكفاءة، ورغم تفاوت هذه القدرة من سوق إلى آخر فإن بورصة الجزائر تبقى عاجزة عن تعبئة الادخار وتشجيع الاستثمار، وهو ما يعني أن الجزائر لا تملك أدنى مقومات الكفاءة.

2- دراسة خيرة الداوي (2012) بجامعة قاصدي مرباح ورقلة²: مذكرة ماجستير بعنوان " تقييم كفاءة وأداء

الأسواق المالية - دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005-2009 "

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة بورصة الأردن عند المستوى الضعيف، وذلك بالاعتماد على اختبارات إستقرارية السلاسل الزمنية لسلسلة أسعار الأسهم المدرجة ببورصة الأردن والمعبر عنها بمؤشر السوق، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2005/01/01 إلى غاية 2009/12/30، كما قامت الباحثة بدراسة أداء بورصة الأردن وذلك من خلال دراسة تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر سوق بورصة الأردن، حيث تمثلت العينة في 80 مشاهدة شهرية وذلك خلال الفترة 2005/01/01 إلى غاية 2009/12/31.

¹ سميرة لطرش، مرجع سبق ذكره، ص ص 354-355

² داوي خيرة، مرجع سبق ذكره، ص VI

حيث خلصت الدراسة إلى أن أداء سوق عمان للأوراق المالية تعد سوقاً غير كفء عند المستوى الضعيف، وأن لكل من المتغيرين معدل التضخم ومعدل الناتج المحلي الإجمالي لهما تأثير ذو معنوية إحصائية على مؤشر سوق بورصة الأردن، أما بالنسبة لمعدل الفائدة فإنه ليس هناك تأثير ذو معنوية إحصائية على مؤشر السوق.

3- دراسة سليم جابو (2012) بجامعة قاصدي مرياح ورقلة¹: مذكرة ماجستير بعنوان " تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية - دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين 2009 - 2011 "

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010، وذلك خلال تتبع حركة أسعار الأسهم المدرجة في بورصة عمان، والقيام بدراسة للمتغيرات المالية التي من شأنها أن تؤثر في حركة أسعار الأسهم، وإجراء تحليل فني قصد اكتشاف نمط للتغيرات التي تطرأ على حركة أسعار الأسهم من أجل التنبؤ بالحركة السعرية المستقبلية، وفي هذه الدراسة تم الاعتماد على نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، إضافة إلى نماذج خاصة تتعامل مع تقلب أسعار الأسهم عبر سلسلة زمنية. وقد خلصت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم في بورصة عمان لا تتحرك بطريقة عشوائية، كما تبين في نتائج الدراسة أن بورصة عمان حساسة بالصدمات الخارجية وارتباطها سلباً بالأزمات الأخيرة.

4- دراسة عبد القادر دشاش (2013) بجامعة قاصدي مرياح ورقلة²: مذكرة ماجستير بعنوان " أثر المعلومات المالية على ترشيد القرارات الاستثمارية - دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية 2009-2010 "

يتمحور موضوع هذه الدراسة إلى إبراز مدى تأثير المعلومات المالية المفصح عنها في القوائم المالية للشركات المعلومات المالية المتداولة في السوق على ترشيد القرارات الاستثمارية بسوق الكويت للأوراق المالية، حيث افترضت بأن المعلومات المفصح عنها في القوائم والمتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية تؤثر على القرار الاستثماري بسوق الكويت للأوراق المالية ولتحقيق هذا الهدف قام الباحث بتأصيل نظري للإفصاح المحاسبي ومقوماته وأنواعه وكذلك تناول مفاهيم للمعلومات المالية وخصائصها، لذلك أجرى دراسته الميدانية لسوق الكويت للأوراق المالية على مجموعة القطاعات خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2010، حيث قام باختبار مستوى كفاءة السوق عند المستوى الضعيف خلال الفترة الممتدة من 2006/01/02 - 2010/12/31 ومدى ارتباط المعلومات المالية بالقيمة السوقية لسعر السهم وقام باختبار فرضيات الدراسة عند مستوى الدلالة 5% فتوصل إلى أن هناك تأثيراً للمعلومات على القرار الاستثماري كما أن المعلومات المالية الواردة في القوائم المالية للشركات المدرجة في سوق الكويت أكثر تأثيراً من المعلومات المتداولة في السوق.

¹ سليم جابو، نفس المرجع السابق، ص I

² عبد القادر دشاش، مرجع سبق ذكره، ص VI

5- دراسة جهيدة زيد (2014) بجامعة قاصدي مرباح ورقلة¹: مذكرة ماستر بعنوان "دراسة العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في السوق المالي- دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق قطر المالي للفترة 2009-2012"

هدفت الدراسة إلى معرفة مدى تأثير المتغيرات المستقلة (العائد على حقوق المساهمين، العائد على إجمالي الأصول، إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ونصيب السهم من صافي الأرباح) على المتغيرات التابع (أسعار الأسهم) ومن هي المتغيرات الأكثر تأثيراً على هذا الأخير، وقد شملت عينة الدراسة على مجموعة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر المالي موزعة على مختلف القطاعات باستثناء قطاع التأمين والبنوك والبالغ عددها 24 مؤسسة كما غطت هذه الدراسة الفترة 2009 إلى 2012.

وقد توصلت الدراسة عند استخدام النموذج المتعدد إلى عدم وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة مجتمعة وبين أسعار أسهم العينة، وبعد اختبار عدة نماذج باستخدام الانحدار المتعدد تمكنت الباحثة من التوصل إلى النموذج الأمثل والذي له علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين المستقلين العائد على إجمالي الأصول وإجمالي الديون على إجمالي الأصول والمتغير التابع أسعار الأسهم، كما أظهرت نتائج الانحدار البسيط وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة كل على حدى مع أسعار الأسهم والمتغير الأكثر تأثيراً هو العائد على إجمالي الأصول.

ثانياً- الدراسات العربية الدولية:

1- دراسة رافعة إبراهيم الحمداني وعمر غازي العبادي (2008) بجامعة الموصل العراق²: بحث في مجلة تكريت للعلوم الاقتصادية والإدارية بعنوان "أثر المعلومات المالية على حركة أسعار الأسهم بسوق عمان للأوراق المالية"

يهدف البحث إلى قياس مدى العلاقة بين متغيرات المعلومات المالية وحركة أسعار الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية، وللوصول إلى هدف البحث تم الاعتماد على المنهج الإحصائي باستخدام معاملات الارتباط لقياس مدى المستقلة المتمثلة في بمتغيرات المعلومات المالية والمتغير التابع والمتمثل في مؤشر حركة أسعار الأسهم، إضافة إلى استخدام الانحدار لقياس مدى تأثير المتغيرات المستقلة في التابع، توصل البحث إلى مجموعة استنتاجات كانت أهمها ثبات صحة فرضياته.

¹ جهيدة زيد، دراسة العوامل المؤثر على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في السوق المالي، مذكرة ماستر تخصص مالية المؤسسة، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014.

² رافعة إبراهيم الحمداني وعمر غازي العبادي، أثر المعلومات المالية على حركة أسعار الأسهم بسوق عمان للأوراق المالية، مجلة تكريت للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد السابع، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، 2008، ص2

وخلص البحث إلى مجموعة توصيات كان من أهمها أن على الأسواق المالية والشركات المسجلة فيها الاهتمام بنشر نظم المعلومات المالية وتوفيرها في الوقت المناسب للمتعاملين في الأسواق المالية باستخدام الأساليب والتقنيات الحديثة والمتطورة في نشر تداول المعلومات.

2- دراسة إلياس خضير فنوش (2008) بجامعة الموصل العراق¹: بحث في مجلة تنمية الرافدين بعنوان " المؤثرات الفائقة في حركة أسعار الأسهم - دراسة في سوق العراق للأوراق المالية "

ستهدفت هذا البحث اختبار عدد من المتغيرات الداخلية المتعلقة بعينة من شركات القطاع الصناعي العراقي المساهمة المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية، وهي مقسوم الأرباح النقدي ومقسوم الأرباح بشكل أسهم ومكرر (مضاعف) الربحية وأثرها في تقلبات أسعار الأسهم. وقد غطت مدة البحث ثلاث سنوات للفترة من 1998 إلى غاية 2000 وتطلب تحقيق هدف البحث اختيار عينة من 10 شركات تم اختيارها وفق أسس معينة. وتوصل البحث إلى الاستنتاجات التالية:

- عدم وجود تأثير لمقسوم الأرباح النقدي ومقسوم الأرباح بشكل أسهم ومكرر الربحية في تقلبات أسعار الأسهم، أي بمعنى آخر أن هذه المتغيرات لا تفسر التقلبات في أسعار الأسهم.
- إن جانبا كبيرا من تقلبات أسعار لا يستند إلى أسس منطقية، أي أنها تخضع لتأثير متغيرات أخرى بعضها داخلية تتعلق بنشاط الشركات وبعضها خارجية تنبع من اتجاهات سيكولوجية تنعكس في سلوك المستثمرين وتصرفاتهم، فضلا عن وجود ممارسات أخرى تحدث داخل الأسواق المالية.

3- دراسة حسن أحمد جزوري (2010) بجامعة الموصل العراق²: بحث في مجلة تنمية الرافدين بعنوان " تأثير المعلومات المحاسبية المنشورة على المستثمرين في سوق الأوراق المالية في المنطقة الشرقية في المملكة العربية السعودية "

تمحورت هذه الدراسة حول تأثير المعلومات المحاسبية المنشورة على المستثمرين في سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية حيث أظهرت أن البيانات المحاسبية التي تؤثر في أسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودية لا تفسر كل التغيرات في أسعار الأسهم، مما يعني وجود عوامل أخرى تؤثر فيها، وهذا يعني أن أسعار الأسهم لا تعكس بالضرورة كافة البيانات المتاحة عنها، مما قد يسمح لبعض المتعاملين في السوق من تحقيق مكاسب غير عادية، وذلك نتيجة لعدم تماثل المعلومات بين المتعاملين، وبالتالي لا يمكن وصف سوق الأسهم السعودية بالسوق الكفاء.

¹ دراسة إلياس خضير فنوش، المؤثرات الفائقة في حركة أسعار الأسهم، مجلة تنمية الرافدين، العدد 86، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، 2010، ص 213

² حسن أحمد جزوري، تأثير المعلومات المحاسبية المنشورة في سوق الأوراق المالية في المنطقة الشرقية بالمملكة العربية السعودية، مجلة تنمية الرافدين، العدد 101، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، سنة 2010، ص 61

وقد أظهرت هذه الدراسة أن نسبة كبيرة من المستثمرين يعرفون القوائم المالية، ويرون أن لها أهمية كبيرة، لكن على الرغم من ذلك هناك عدد كبير منهم لا يتابعون هذه القوائم ولا يعتمدون عليها في قراراتهم الاستثمارية. وأظهرت أيضاً أن نسبة كبيرة من المستثمرين تعتمد في قرار شراء الأسهم على الأخبار التي ينقلها الناس عن تلك الأسهم.

4- دراسة محمود محمد سمير ومحمود المصري (2011) بالجامعة الإسلامية غزة¹: مذكرة ماجستير

بعنوان " تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين - دراسة تحليلية - "

هدفت الدراسة إلى تحليل سلوك أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية وبالتالي الحكم على كفاءة بورصة فلسطين، وتم تجميع أسعار الإغلاق الأسبوعية من 2006 وحتى 2009، حيث تم استخدام اختبار الأحداث المتشابهة لفحص درجة الاستقلالية واختبار التوزيع الطبيعي للحكم على كفاءة البورصة، واستخدام بيرسون لمعرفة اتجاه وحركة أسعار الإغلاق وإمكانية التنبؤ بالمستقبل. وخلصت الدراسة إلى أن بورصة فلسطين للأوراق المالية غير كفؤة وإن أسعار إغلاق الأسهم غير مستقلة ولا تتصف بالتوزيع الطبيعي ويمكن للمستثمر أن يتنبأ بالأسعار المستقبلية وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية. وأوصت الدراسة بضرورة نشر المعلومات والبيانات والتقارير المالية وغير المالية بشكل دائم لتحقيق الشفافية والموضوعية، وإيجاد شركات تحليل مالي، وتوسيع قاعدة المساهمين.

5- دراسة صلاح الدين محمد أمين الإمام وازدهار عبد الله زامل (2014) بالجامعة القادسية العراق²:

بحث في مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية بعنوان " أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية المرحلية

في أسعار الأسهم - دراسة تطبيقية في عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية "

تتركز الدراسة إلى التعرف على أثر المعلومات التي تحتويها التقارير المالية المرحلية في أسعار الأسهم لهذه المعلومات من أهميته على قرارات المستثمرين. وتعد التقارير المالية المرحلية أحد الجوانب المهمة في عملية الإفصاح المالي التي تحوي معلومات يحتاجها مستفيدون كثيرون ومنهم المستثمرون في القيام بعمليات الاستثمار في الأوراق المالية إذ إن المدة الزمنية في إعداد التقارير المالية طويلة تحدث خلالها أحداث كثيرة البعض منها جوهري لهذا تم اعتماد التقارير المرحلية كأحد الجوانب المهمة في عمليات الإفصاح المالي.

وقد اشتملت الدراسة على عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، للوقوف على مدى مساهمة المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية المرحلية في أسعار الأسهم، وباختبار فرضيات البحث وتحليل البيانات تم التوصل

¹ محمود محمد سمير ومحمود المصري، مرجع سبق ذكره، ص د

² صلاح الدين محمد أمين الإمام وازدهار عبد الله زامل، أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية المرحلية في أسعار الأسهم، مجلة القادسية

للعلم الإدارية والاقتصادية، العدد 2، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، العراق، 2014، ص 46

إلى نتائج تشير إلى عدم وجود علاقة معنوية ذات أثر معنوي بين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية المرحلية ومؤشرات التداول خلال مدة نشر التقارير المالية المرحلية.

وتم التوصل إلى عدد من الاستنتاجات أهمها أن الهدف من إعداد التقارير المالية المرحلية وهو أن تقدم معلومات مالية في وقت أقل من سنة والتي تتطلبها هيئة الأوراق المالية من الشركات المدرجة في السوق المالي والتي تقوم بنشر المعلومات إلى المستثمرين والمستخدمين من أصحاب المصلحة، وإن إصدار التقارير المالية المرحلية من قبل الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لم يكن ملزماً للشركات إلى بعد إصدار تعليمات رقم (8) لسنة 2010 الإفصاح للشركات المدرجة.

المطلب الثاني: الدراسات السابقة الأجنبية

1- Nidhi Malhotra, Kamini Tandon (2007)¹ " Determinants of Stock: Empirical Evidence from NSE 100 Companies.

" محددات أسعار الأسهم: الأدلة التطبيقية في 100 شركة سنة 2007

هدفت هذه الدراسة لتحديد العوامل المؤثرة (القيمة الدفترية، ربحية السهم، نسبة السعر إلى السهم) على أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية المختلفة، وقد شملت عينة الدراسة على 100 شركة مدرجة في الأسواق المالية المختلفة للفترة 2007، ولمعالجة هذا الباحثان باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، فتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين القيمة الدفترية للشركات وربحية السهم، نسبة السعر إلى الأرباح مع أسعار الأسهم للشركات عينة الدراسة ووجود علاقة عكسية بين توزيعات الأرباح وسعر السوق.

2- Mousa Kalaf Awaad, Ali jeeran Abid Ali (2008)² " Evaluation The Efficiency And Effectiveness of The Irak stock Exchange- An Empirical Study From July 2004 to March 2008"

تهدف هذه الدراسة لإعطاء تقييم شامل لكفاءة سوق العراق للأوراق المالية من خلال استخدام نماذج التقييم المعروفة حيث استخدم نموذج السوق الكفاء لفأما كمفهوم مناقض لفرضية السير العشوائي لقياس كفاءة السوق الذي وجد أن حركته عشوائية ولا يمكن توقع أسعار الأسهم على أساس المعلومات الماضية. فيما استخدم نموذج العوامل المتعددة والمسمى أيضا الانحدار المتعدد لاكتشاف العلاقة بين مقياس السوق والمؤشرات الاقتصادية الرئيسية حيث أظهر التحليل التطبيقي ترابط ضعيف جدا بين مقياس السوق وتلك المؤشرات.

¹ Nidhi Malhotra, **Determinants of stock prices: Empirical Evidence from NES 100 Companies**,

International Journal of Research in Management & Technology, N°3, June 2013, p86

² Mousa Kalaf Awaad, Ali jeeran Abid Ali, **Evaluation The Efficiency And Effectiveness of The Irak Stock Exchange**, Journal of AL-Qadisia, Faculty of Management and Economics, University of Baghdad, 2008, p01

3- Placido M.Menaje, (2009)¹ " The impact of Selected Financial Variables on Share Price Publicly Listed Firms in the Philippines"

أثر المتغيرات المالية في سعر السهم دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الفلبين سنة 2009

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد ما إذا كان العائد على السهم (EPS) والعائد على الأصول (ROA) لديهما تأثير على سعر الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة الفلبين لسنة 2009، وقد شملت الدراسة على 50 شركة مدرجة في بورصة الفلبين، ولمعالجة هذا الموضوع استعان الباحث بالتقارير لسنة 2009 للشركات عينة الدراسة والمأخوذة من قاعدة البيانات الإلكترونية Osiris حيث تم استخدام البرنامج الإحصائي PASW وأسلوب تحليل الانحدار المتعدد عن طريق SPSS وذلك لتحديد العلاقات المتبادلة والخطية ومعاملات بيتا و R^2 ، فتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية قوية بين العائد على السهم وأسعار الأسهم أي له تأثير إيجابي قوي، وضعف الارتباط أو وجود علاقة سلبية بين العائد على الأصول وأسعار كما أظهرت نتائج الانحدار المتعدد أن النموذج المختار كان قادر على تفسير 73% من متوسط التغير في السهم.

المطلب الثالث: مقارنة الدراسات السابقة بالدراسة الحالية

من خلال عرضنا لمختلف الدراسات السابقة العربية المحلية منها وكذلك العربية الدولية وكل من الدراسات السابقة الأجنبية تبين أن هناك محددات ذات علاقات جزئية، وهذا ما ساعدنا على الاستفادة من النتائج المتوصل إليها، كما تميزت الدراسات السابقة أغلبها باهتمامها بمفهوم كفاءة السوق بمختلفة فرضياته وصيغته عن الدراسة الحالية التي اهتمت بموضوع تأثير المعلومات المالية على حركة الأسعار، بحيث تترجم خاصية الكفاءة موضوع المعلومات من خلال إبرازها لصيغها الضعيفة، المتوسطة والقوية، وإن مختلف هذه الصيغ يحدد نوعية المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية وهذا من أجل اتخاذ القرار الاستثمار من قبل المستثمرين، ويتحدد مؤشر حركة الأسعار باعتباره متغيراً تابعاً بمجموعة من المتغيرات المالية وهي ربحية السهم الواحد، مضاعف السعر إلى العائد، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ، معدل دوران السهم .. إلخ.

كما تختلف أيضاً دراستنا عن الدراسات السابقة في الجانب التطبيقي، حيث أن دراستنا أجريت على 33 مؤسسة اقتصادية مدرجة في أبو ظبي موزعة على مختلف القطاعات الاقتصادية باستثناء القطاعات المالية والمصرفية، وبقية الدراسات نلاحظ من خلال الجانب التطبيقي أن أغلبها أجريت على القطاعات المصرفية، وبعض الدراسات اختارت قطاع معين فقط، في حين أن دراستنا اعتمدت على عدد من المتغيرات المستقلة أكثر من المتغيرات المستقلة المعتمدة في أغلب الدراسات السابقة.

¹ Placido M.Menaje, The impact of Selected Financial Variables on Share Price Publicly Listed Firms in the Philippines, American International Journal Of Contemporary Research, Vol 2, N°9, Septembre2012, P 98

خلاصة الفصل :

تم إبراز مختلف مفاهيم المعلومات المالية من حيث الخصائص، الأنواع ومصادر هذه المعلومات وجودتها، حيث أن هذا المعلومات ومن ضمنها المؤشرات المالية الخاصة بالسوق المالي تمثل متغيرات مستقلة من شأنها التأثير في مؤشر حركة الأسعار، وكذلك تم عرض المداخل الرئيسية التي تهتم بتحليل حركة الأسعار داخل السوق المالي من بينها التحليل الأساسي الذي يتضمن في أوله تحليل الاقتصاد من خلال المتغيرات الاقتصادية الكلية التي لها أثر كبير في حركية أسعار الأوراق المالية، وثانيا تحليل العوامل المرتبطة بالقطاع المستهدف الذي تنشط فيه المؤسسة، إلا أن درجة الاستثمار والتداول بالأوراق المالية يختلف من قطاع إلى آخر كذلك هو الآخر يؤثر على حركة الأسعار، وأخيرا التحليل الفني، إذ يقوم المحلل الفني من خلال أدوات التحليل الفني بمعرفة تحركات الأسعار خلال فترة التداول من أسعار الافتتاح إلى غاية إغلاقها، وتعلب كفاءة السوق المالي دورا كبيرا في الأسعار حيث أن الكفاءة تكمن في مدى استفادة جميع المتعاملين والمستثمرين من المعلومات دون تحيز إلا أن غايتها تتمثل ورود المعلومات في حينها إلى هؤلاء المتعاملين، وتشمل هذه المعلومات جميع البيانات المتعلقة بأسعار الأوراق المالي.

الفصل الثاني

الدراسة التطبيقية حول تأثير المعلومات المالية على حركة
الأسعار

تمهيد الفصل:

من خلال ما تقدم في الجانب النظري إلى البعد النظري حول ماهية المعلومات المالية من حيث الخصائص، والمؤشرات المالية ومصادر المعلومات المالية الداخلية والخارجية، وكذلك الإشارة إلى المداخل الرئيسية لتحليل حركة الأسعار والمتمثلة في التحليل الفني والتحليل الأساسي، وتحديد مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية وما يتضمنه من أنواع للكفاءة والصيغ المختلفة والفرضيات الأساسية، ومع ذلك قمنا بعرض لمختلف الدراسات السابقة.

سعيًا لتحقيق الأهداف المنشودة من هذه الدراسة، سنحاول في هذا الفصل إجراء الدراسة الإختبارية حول تأثير المعلومات المالية على حركة الأسعار في بورصة أبوظبي خلال الفترة 2009 - 2013 ، باعتبار المعلومات المالية متغيرات مستقلة ممثلة في مجموعة من المؤشرات المالية، وحركة الأسعار متغيرًا تابعًا ممثلًا في السعر السوقي للسهم، وذلك من خلال الأدوات الإحصائية من خلال البرامج المستعملة في تطبيق الانحدار الخطي المتعدد بهدف بناء نموذج يفسر تأثيرات المؤشرات المالية (المتغيرات المستقلة) على السعر السوقي للسهم، وأيضًا استعمال الانحدار الخطي البسيط لكشف من هو المتغير الأكثر تأثيرًا على السعر السوقي للسهم والمحدد الأساسي له.

وفي هذا الفصل سنتطرق إلى مبحثين أساسيين من خلال تقديم مجتمع وعينة الدراسة والأدوات المستعملة في الدراسة في المبحث الأول، وتحليل ومناقشة النتائج من خلال المبحث الثاني.

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة.

المبحث الثاني: النتائج والمناقشة.

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

يركز هذا المبحث إلى وصف شامل لمجتمع وعينة الدراسة، وذلك من خلال تقديم عام ومختصر لسوق أبوظبي للأوراق المالية والشركات المدرجة، وتقديم عينة الدراسة، وطريقة جمع المعطيات والأدوات المستخدمة وتحديدات المتغيرات المستقلة والمتمثلة في المؤشرات المالية والمتغير التابع الذي يعبر عن السعر السوقي للسهم خلال فترة الدراسة.

المطلب الأول: الطريقة المعتمدة في الدراسة

أولاً: تقديم مجتمع وعينة الدراسة

1- تقديم عام حول سوق أبوظبي للأوراق المالية:¹

تم تأسيس سوق أبوظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000، وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، وله مراكز وفروع خارج إمارة أبوظبي، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 2000/11/15. ويهدف السوق لإتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني، ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين، وترسيخ أسس التعامل السليم والعاقل وإحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية بما يضمن سلامة التصرفات والإجراءات، وتنمية الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة، والمساهمة في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي.

وتتألف إدارة السوق من سبعة أعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم أميري وتكون عضوية المجلس لمدة ثلاث سنوات، وقد تم تشكيل أو مجلس إدارة للسوق بموجب المرسوم الأميري رقم (8) لسنة 2000.

2- مجتمع الدراسة:

يشمل مجتمع الدراسة جميع المؤسسات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية، والتي تعتبر من بين أهم الأسواق المالية الخليجية من حيث حجم التداول، وعدد المؤسسات، ووجود التنظيم، والاستعمال المكثف لوسائل لوسائل الاتصال الحديثة.

حيث يبلغ عدد الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية 80 شركة مدرجة موزعة على عدة قطاعات.

¹ تاريخ الإطلاع : 2015/04/26 على الساعة <http://www.adx.ae/Arabic/AboutADX/Pages/MarketEstablishment.aspx>

3- عينة الدراسة:

تمثلت عينة الدراسة في 33 مؤسسة اقتصادية مدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية (الملحق 01) موزعة على سبعة قطاعات باستثناء مؤسسات قطاع البنوك وقطاع التأمينات التي تم استبعادها وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول (1-2): عينة الدراسة.

القطاع	عدد المؤسسات	نسبة من العينة
الخدمات	06	18.18 %
السلع الاستهلاكية	04	12.12 %
الطاقة	02	6.06 %
الصناعة	13	39.39 %
الاستثمار والخدمات المالية	02	6.06 %
الاتصالات	03	9.09 %
العقار	03	9.09 %
المجموع	33 مؤسسة	100 %

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01.

4- شروط اختيار عينة الدراسة: تم اختيار عينة الدراسة بناء على جملة من الاعتبارات أهمها:

- أن تكون مؤسسات العينة مؤسسات اقتصادية، ليست مالية ولا مصرفية.
- أن تكون مؤسسات العينة مدرجة في بورصة أبوظبي خلال فترة الدراسة.
- لم تقم بعملية اندماج أو استحواذ خلال الفترة.
- لم تقم بتوقيف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة.
- أن تكون معلومات متوفرة عن عينة الدراسة.

- ثانياً: حدود الدراسة ومصادر البيانات

1- حدود الدراسة:

تكمن حدود الدراسة في الحدود الزمنية المتمثلة في الفترة 2009 - 2013 والتي تعتبر كافية لدراسة تأثير المتغيرات المستقلة المتمثلة في المؤشرات المالية (ربحية السهم، مؤشر القيمة الدفترية للسهم، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، نسبة عائد السهم إلى قيمته السوقية، معدل دوران السهم، مضاعف السعر إلى العائد بالإضافة إلى نسبة التوزيعات إلى القيمة السوقية) على المتغير التابع والمتمثل في السعر السوقي للسهم.

2- مصادر البيانات:

تم جمع بيانات عينة الدراسة من الموقع الإلكتروني الرسمي لسوق أبوظبي للأوراق المالية والتي تنشرها بكونها مدققة ومعتمدة، تتمتع بمصدقية معقولة يمكن الاعتماد عليها للقيام بالدراسات التحريية، وتمثل هذه البيانات في القوائم المالية، التقارير السنوية، دليل الشركات.

ثالثاً: متغيرات الدراسة

أ- المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع في القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة، ومن أجل الحصول على أحسن تمثيل لهذا المتغير فقد اعتمدنا على أسعار الأسهم السوقية لأسهم العينة خلال 5 سنوات للفترة الممتدة بين 2009 - 2013 هذا من خلال أخذ مشاهدات سنوية لأسعار الأسهم.

ب- المتغيرات المستقلة:

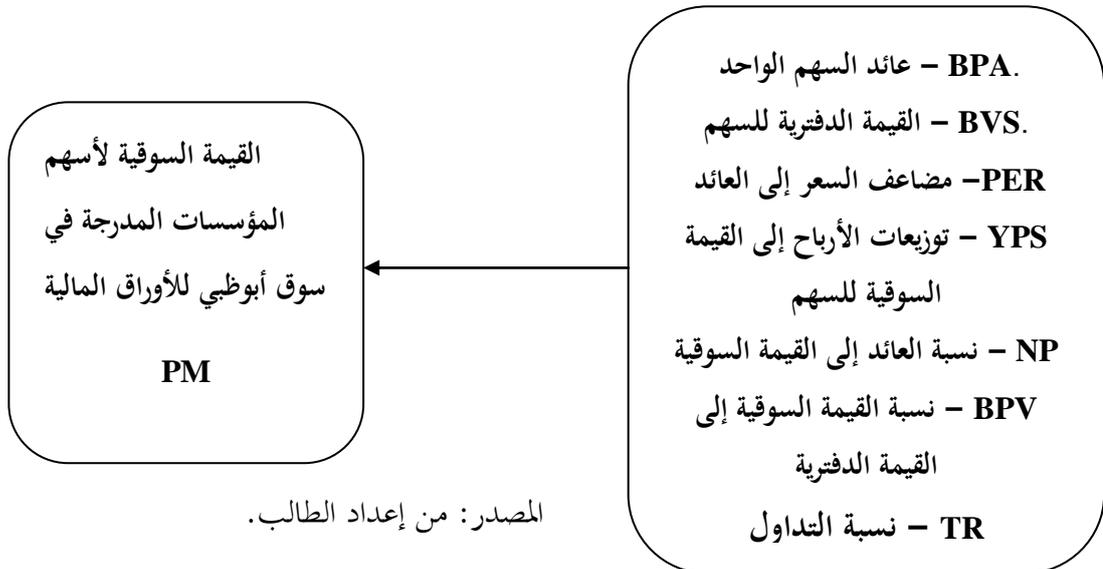
على حساب هدف الدراسة اعتمدنا على سبعة متغيرات مستقلة (BPA عائد السهم الواحد، BVS القيمة الدفترية للسهم، PER مضاعف السعر إلى العائد، YPS توزيعات الأرباح إلى القيمة السوقية للسهم والمعبر عنها بمردودية السهم العادي) أنظر في الفصل الأول، بالإضافة إلى متغيرات مستقلة إلى أخرى.

NP نسبة العائد إلى القيمة السوقية: وهي حاصل قسمة عائد السهم على قيمته السوقية.

BPV نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية: وهي حاصل القيمة السوقية للسهم على قيمته الدفترية.

TR نسبة التداول: تعبر عن عدد مرات تداول السهم خلال السنة.

الشكل (1-2): متغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الطالب.

$\varepsilon_{i,t}$ الخطأ العشوائي ويعود وجود حد الخطأ إلى عدة أسباب منها¹:

- إهمال بعض المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على المتغير التابع في النموذج.
- الصياغة الرياضية غير السليمة للنموذج.
- حدوث خطأ في تجميع البيانات وقياس المتغيرات المالية.

رابعاً: طريقة جمع وتلخيص البيانات

بغرض تنفيذ أهداف الدراسة، واختبار فرضياتها تم جمع المعطيات اللازمة لها بشكل التالي:

تتمثل المعطيات اللازمة للدراسة في الأسعار السوقية لكل مؤسسة من مؤسسات الدراسة خلال فترة الدراسة (5 سنوات)، ثم تحديد المتغيرات المستقلة لمؤسسات عينة الدراسة أثناء فترة الدراسة من خلال تحديد ربحية السهم الواحد، ونسبة العائد إلى القيمة السوقية، ومضاعف سعر السوق إلى العائد، ومؤشر القيمة الدفترية للسهم، نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، نسبة التداول، وذلك من أجل تجانس المعطيات بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة

1- الأدوات المستخدمة:

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة للدراسة واختبار فرضياتها تم الاعتماد على مجموعة من الأدوات الإحصائية، بحيث تم اعتماد منهج دراسة الحالة باستخدام الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، ومن ثم بناء نماذج مختلفة واختيار النموذج الأمثل من بينها، وذلك لاختبار فرضيات الدراسة، ودراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، بالإضافة إلى دراسة معرفة كل متغير مستقل لوحده ومدى تأثيره على المتغير التابع.

ومن أجل القيام بذلك تمت الاستعانة ببرنامج **Microsoft Excel 2007**، والاعتماد على البرنامج

الإحصائي **Eviews 8.0** و البرنامج الإحصائي **SPSS 20**.

لقد تم تمثيل المتغير التابع في الدراسة بالقيمة السوقية للسهم **PM** وذلك من خلال تحديد الأسعار السوقية

لكل مؤسسة من عينة الدراسة خلال خمس سنوات، وتم تحديد كل من المتغيرات المستقلة التالية:

العائد على السهم الواحد **BPA**، القيمة الدفترية للسهم **BVS**، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية

BPV، ونسبة العائد إلى السعر السوقية **NP**، ومضاعف السعر إلى العائد **PER**، ونسبة تداول السهم **TR**،

ونسبة التوزيعات إلى السعر السوقي **YPS** والمعبر عنها بمردودية السهم.

¹ حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي، مذكرة ماجستير تخصص مالية الأسواق، غير منشورة،

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011، ص 147

ومن خلال دراسة العلاقة بين المتغير التابع **PM** والمتغيرات المستقلة **NP**، **BPV**، **BVS**، **BPA**، **YPS**، **TR**، **PER** عن طريق برنامج **Eviews 8.0** يمكننا الإجابة على إشكاليات الدراسة واختبار الفرضيات.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

يهدف هذا المبحث إلى عرض مختلف النتائج المتوصل إليها واختبار مدى صحة فرضيات الدراسة وذلك باستخدام الانحدار الخطي المتعدد والبسيط بالاعتماد على نتائج **Eviews 8.0**.

المطلب الأول: عرض وتقديم النتائج المتوصل إليها

سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى بناء نموذج إحصائي يبين تأثير المتغيرات المستقلة على التغيرات في أسعار الأسهم للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في من خلال من خلال تحديد المعاملات $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$ ومن بين أفضل الطرق لذلك هي طريقة المربعات الصغرى ويتمثل هدفها في إيجاد أحسن تمثيل خطي بتدئة مربعات الانحراف بين المشاهدات الفعلية والمقدرة.

1- إيجاد المعاملات بطريقة المربعات الصغرى:

$$PM = \beta_0 + \beta_1 BPA_{it-1} + \beta_2 NP_{it-1} + \beta_3 BVS_{it-1} + \beta_4 BPV_{it-1} + \beta_5 TR_{it-1} + \beta_6 PER_{it-1} + \beta_7 YPS_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots(1-2)$$

حيث:

BPA : ربحية السهم الواحد.

NP : نسبة العائد إلى السعر.

BVS : القيمة الدفترية.

BPV : نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية.

TR : نسبة التداول.

PER : مضاعف السعر إلى العائد.

YPS : نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي.

يتميز الاقتصاد القياسي بثلاثة أهداف وهي¹:

(أ) - بناء النماذج القياسية الاقتصادية في شكل قابل للاختبار الميداني، وتمثل هذه المرحلة مشكلة تصور الصياغة الرياضية في منهجية الاقتصاد القياسي.

(ب) - تقدير واختبار هذه النماذج مستعملين البيانات المتوفرة، وتمثل هذه العملية المرحلة الإحصائية في القياس الاقتصادي.

(ج) - استعمال النماذج المقدرة لغرض التنبؤ، التحليل الاقتصادي أو اتخاذ القرارات المناسبة.

¹ سعيد هتهات، دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2006، ص 89

ويتمثل هدفنا الرئيسي من استعمال الاقتصاد القياسي هو دراسة مدى وجود العلاقة الإحصائية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وذلك في تصور نموذج لتفسير الظاهرة محل الدراسة وكذلك اختبار هذه النماذج مستعملين البيانات المتوفرة.

أولاً: تحليل نتائج الارتباط

الجدول رقم (2-2): نتائج الارتباط

	PM	BPA	NP	BVS	BPV	TR	PER	YPS
PM	1	0.952	0.012	0.986	0.146	0.05	0.025	0.033
BPA		1	0.121	0.954	0.082	0.047	0.036	0.031
NP			1	0.41	0.207	0.073	0.117	0.048
BVS				1	0.064	0.052	0.034	0.031
BPV					1	0.038	0.152	0.073
TR						1	0.016	0.001
PER							1	0.022
YPS								1

من إعداد الطالب بالاعتماد برنامج SPSS 20

من خلال نتائج الجدول أعلاه والذي يبين نتائج معاملات الارتباط لبيانات المؤسسات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية محل الدراسة عن وجود ارتباط قوي بين المتغير التابع، (السعر السوقي للسهم) PM والمتغيرات المستقلة، BPA (ربحية السهم) و BVS (القيمة الدفترية للسهم)، حيث بلغت النسب 95.2 % و 98.6 % على التوالي، بينما تظهر النتائج عن وجود علاقة ضعيفة جدا بين المتغير التابع (السعر السوقي للسهم) PM وبين مؤشر عائد السهم إلى سعره السوقي NP و(نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) BPV، و(نسبة التداول) TR، و (مضاعف السعر إلى العائد) PER، و(نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي للسهم) YPS، حيث بلغت النسب 1.2 % ، 10.46 % ، 5 % ، 2.5 % ، 3.3 % على التوالي.

كذلك كشفت نتائج تحليل الارتباط عن وجود علاقات بين المتغيرات المستقلة، فقد أظهرت معاملات الارتباط عن وجود علاقة ارتباط قوية BPA (ربحية السهم) ونسبة القيمة الدفترية للسهم حيث بلغت 95.4 %

فيما أظهرت معاملات الارتباط أن هناك علاقة ارتباط ضعيفة بين BPA (ربحية السهم) و (مؤشر عائد السهم إلى سعره السوقي) NP و(نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) BPV، و(نسبة التداول) TR، (مضاعف السعر إلى العائد) PER، و(نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي للسهم) YPS، حيث بلغت معاملات الارتباط 12.1 % و 8.2 % ، 4.7 % ، 3.6 % ، 3.1 % على التوالي.

كما أوضحت نتائج الجدول أن هناك علاقة ارتباط متوسطة نسبيا بين مؤشر عائد السهم إلى سعره السوقي NP و BVS (القيمة الدفترية للسهم)، و علاقة ارتباط أقل منها بين نسبة NP و(نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) BPV، حيث بلغت معاملات الارتباط 41 % و 20.7 % ، كما أن هناك علاقة ارتباط ضعيفة جدا بين نسبة NP و (نسبة التداول) TR، و (مضاعف السعر إلى العائد) PER، حيث بلغت النسب 3.7 %، 11.7 %، 4.8 % على التوالي. وتوجد علاقات ارتباط ضعيفة جدا بين (نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) BPV، (نسبة التداول) TR، و(نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي للسهم) YPS حيث بلغت 3.8 % ، 7.3 % وتوجد علاقة ارتباط لا بأس بها بين نسبة BPV و (مضاعف السعر إلى العائد) PER، حيث وصلت النسبة 15.2 % ، كما توجد أيضا علاقة ارتباط ضعيفة جدا بين (نسبة التداول) TR و (مضاعف السعر إلى العائد) PER، و(نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي للسهم) YPS حيث بلغت 1.6 % ، و 0.01 % وتوجد علاقة ضعيفة جدا بين (مضاعف السعر إلى العائد) PER، و(نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي للسهم) YPS حيث بلغ معامل الارتباط 2.2 % .

ثانيا: تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد

من أجل معرفة العلاقة بين جميع المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وبعد إدخال جميع بيانات المتغيرات في البرنامج الإحصائي **EvIEWS 8.0** تحصلنا على المخرجات التالية:

الجدول رقم (2-3): نتائج اختبار الانحدار الخطي المتعدد

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.322753	0.421273	-3.139896	0.0020
BPA	1.402413	0.456645	3.071124	0.0025
NP	-1.873570	0.623048	-3.007103	0.0031
BVS	1.166194	0.058698	19.86783	0.0000
BPV	0.698987	0.237872	2.938499	0.0038
TR	0.033325	0.390079	0.085432	0.9320
PER	0.001049	0.003193	0.328587	0.7429
YPS	-0.030933	0.315358	-0.098090	0.9220
R-squared	0.974495	Mean dependent var	7.067697	
Adjusted R-squared	0.973358	S.D. dependent var	24.33311	
S.E. of regression	3.971725	Akaike info criterion	5.643548	
Sum squared resid	2476.612	Schwarz criterion	5.794139	
Log likelihood	-457.5927	Hannan-Quinn criter.	5.704678	
F-statistic	856.9635	Durbin-Watson stat	1.866681	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على برنامج **EvIEWS 8.0**

من خلال الجدول (2-3) يمكن كتابة معادلة الانحدار الخطي المتعدد كما يلي:

$$PM = -1.3227 + 1.4021BPA_{it} - 1.8735NP_{it} + 1.1661BVS_{it} + 0.6989PBV_{it} + 0.0332TR_{it} + 0.0010PER_{it} - 0.0309YPS_{it} + \varepsilon_{it} \dots (1-2)$$

1- الاختبارات الإحصائية للنموذج:

1-1- اختبار جودة التوفيق:

يعتمد اختبار جودة التوفيق على معامل التحديد R^2 والذي يقوم بدراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة مرة واحدة، كذلك مراعاة معامل التحديد المصحح Adjusted R-squared والذي يساعد على مدى قبول النموذج الكلي، وبقيس معامل التحديد R^2 النسبة من التغير الإجمالي في PM الذي تفسره المعادلة المقدره.

من خلال الجدول أعلاه يمكن ملاحظة أن المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية تفسر 97.44 % من التغير في السعر السوقي للسهم، حيث بلغ معامل التحديد R-squared 97.44 % مما يدل على أنها هنالك قدرة تفسيرية عالية، بحيث بلغ معامل التحديد المصحح Adjusted R-squared 97.33 %، ويمكن اعتبار نسبة 2.55 % الباقية من معامل التحديد بعض المتغيرات المستقلة المفسرة التي تم إهمالها.

1-2- المعنوية الإحصائية للمعالم المقدره:

يمكن قبول مقدرات ربحية السهم الواحد BPA و مؤشر عائد السهم إلى سعره السوقي NP و القيمة الدفترية للسهم BVS و نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية BPV كأساس لمعالم المجتمع الإحصائي وفي هذا السياق فإن فرضيات النموذج هي كالاتي:

$$H_0: \alpha_j = 0 / j = 1,2,3$$

$$H_1: \alpha_j \neq 0 / j = 1,2,3$$

حيث:

j: مؤشر المتغيرات المستقلة.

α_j : مقدرات النموذج.

انطلاقاً من الجدول رقم (2-3)، نجد قيمة t-Statistic للمتغير المستقل BPA أكبر تماماً من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي (1.96) بنسبة دلالة 5 %، وهذا ما نلاحظه من خلال نسبة الاحتمال Prob لنفس المتغير والتي تساوي 0.0025 (في العمود الأخير)، فهي أقل من نسبة المعنوية 0.05 (5 %)، إذن نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، أي مقدرة ربحية السهم تختلف معنوياً عن الصفر، أما بالنسبة للمعنوية الإحصائية بالنسبة لمقدرة لمؤشر عائد السهم إلى سعره السوقي NP نجد قيمة t-Statistic بنسبة -3.007 أقل من القيمة الجدولة (1.96)، ونلاحظ نسبة الاحتمال Prob لنفس المتغير تساوي 0.0031، فهي أقل من نسبة المعنوية (5 %) أي $0.05 > 0.0031$ ، إذن نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، أي مؤشر عائد

السهم إلى سعره السوقي NP يختلف معنويًا عن الصفر ، وبالنسبة للمعنوية الإحصائية لمقدرة مؤشر القيمة الدفترية BVS نجد قيمة t-Statistic بنسبة 19.86 أكبر من القيمة المجدولة (1.96)، وهذا ما نلاحظه من خلال نسبة الاحتمال Prob لنفس المتغير والتي تساوي 0.0000، فهي أقل من نسبة المعنوية 0.05 (5%) أي $0.05 > 0.0000$ ، إذن نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، أي مؤشر القيمة الدفترية BVS يختلف معنويًا عن الصفر، كما نلاحظ كذلك أن المعنوية الإحصائية لمقدرة مؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية BPV قيمة t-Statistic بنسبة 2.9684 أكبر من القيمة المجدولة (1.96)، وهذا ما نلاحظه من خلال نسبة الاحتمال Prob لنفس المتغير والتي تساوي 0.0038، فهي أقل من نسبة المعنوية 0.05 (5%) أي $0.05 > 0.0038$ ، إذن نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، أي مؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية BPV يختلف معنويًا عن الصفر.

أما بخصوص المعنوية الإحصائية لمقدرة نسبة التداول TR فإننا نلاحظ أن قيمة t-Statistic بنسبة 0.0854 أقل من القيمة المجدولة (1.96)، وهذا ما نلاحظه من خلال نسبة الاحتمال Prob لنفس المتغير والتي تساوي 0.9320 أكبر من نسبة المعنوية 0.05 (5%) أي $0.05 < 0.9320$ ، إذن نرفض الفرضية H_1 ونقبل الفرضية H_0 ، أي نسبة التداول TR لا تختلف معنويًا عن الصفر، ونلاحظ كذلك المعنوية الإحصائية لمؤشر مضاعف السعر إلى العائد PER أن قيمة t-Statistic تساوي 0.3285 أقل من القيمة المجدولة (1.96)، ونسبة الاحتمال Prob لنفس المتغير تساوي 0.7429 أكبر من نسبة المعنوية 0.05 (5%) أي $0.05 < 0.7429$ ، إذن نرفض الفرضية H_1 ونقبل الفرضية H_0 ، أي مؤشر مضاعف السعر إلى العائد PER لا يختلف معنويًا عن الصفر. وفي آخر معنوية إحصائية نلاحظ نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي للسهم YPS أن قيمة t-Statistic تساوي -0.0980 أقل من القيمة المجدولة (1.96)، و نسبة الاحتمال Prob لنفس المتغير تساوي 0.9220 أكبر من نسبة المعنوية 0.05 (5%) أي $0.05 < 0.9220$ ، إذن نرفض الفرضية H_1 ونقل الفرضية H_0 ، إذن نرفض الفرضية H_1 ونقبل الفرضية H_0 ، أي نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي للسهم YPS لا تختلف معنويًا عن الصفر.

1-3- اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

يمكن اختبار المعنوية الإجمالية للانحدار باستخدام نسبة التباين المفسر، إلى التباين غير المفسر، ويتبع هذا توزيع فيشر F ، بدرجات حرية $k-1$ و $n-1$ ، حيث n عدد المشاهدات و k عدد المعالم المقدرة.¹ يمكن اختبار مدى قبول هذا النموذج إحصائياً، وذلك من خلال اختبار المعنوية الإحصائية الكلية له، من خلال مستوى الدلالة المرفقة بإحصائية فيشر (F-Statistic) Prob، والمقدرة بـ 0.000000، فهي أقل من النسبة المعنوية 0.05 (5%) .

¹ سعيد هتهات، مرجع سبق ذكره، ص 115

ومن خلال الجدول رقم 02 نجد قيمة $F_c = 856.96$ أكبر تماما من القيمة الإحصائية الجدولة حسب توزيع فيشر $(K, n-k-1, \alpha)$ ، أي $F(7, 25, 0.05)$ بدرجتي حرية 3 و 25 و نسبة معنوية $\alpha = 5\%$ والتي تساوي 2.40 ومنه للنموذج معنوية إحصائية كلية، وأن قيمة R^2 لها دلالة إحصائية.

ثالثا: إعادة صياغة النموذج

سنقوم في هذه المرحلة بإعادة صياغة النموذج باستبعاد المتغيرات المستقلة (YPS و TR ، PER) التي ليس لها تأثير على المتغير التابع بغرض الحصول على نموذج أكثر تفسيراً للظاهرة المدروسة.

الجدول رقم (2-4): علاقة (BPV و NP،BVS،BPA) بسعر السهم.

Dependent Variable: PM				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/04/15 Time: 12:11				
Sample: 2009 2013				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 33				
Total panel (balanced) observations: 165				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.307476	0.402742	-3.246436	0.0014
BPA	1.403785	0.452450	3.102630	0.0023
BPV	0.706864	0.234655	3.012357	0.0030
BVS	1.165816	0.058158	20.04571	0.0000
NP	-1.873705	0.617278	-3.035433	0.0028
R-squared	0.974475	Mean dependent var	7.067697	
Adjusted R-squared	0.973837	S.D. dependent var	24.33311	
S.E. of regression	3.935884	Akaike info criterion	5.607982	
Sum squared resid	2478.589	Schwarz criterion	5.702102	
Log likelihood	-457.6585	Hannan-Quinn criter.	5.646189	
F-statistic	1527.092	Durbin-Watson stat	1.864770	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج **Eviews 8.0**

من خلال الجدول أعلاه يمكن كتابة الانحدار للنموذج الجديد كما يلي:

$$PM = -1.3074 + 1.4037BPA_{it} + 0.7068BPV_{it} + 1.1658BVS_{it} - 1.8737NP_{it} + \epsilon_{it} \dots (2-2)$$

من خلال استبعاد المتغيرات المستقلة (YPS و TR ، PER) تحصلنا على نتائج النموذج الجديد وسنقوم بالاختبارات الإحصائية من معرفة القدرة التفسيرية والاعتماد عليه.

ومن خلال نتائج الجدول أعلاه نلاحظ أن المتغيرات المستقلة تفسر 97.44% من التغيرات الكلية للمتغير التابع سعر السهم PM، حيث بلغ معامل التحديد $R^2 = 97.44\%$ ومعامل التحديد المصحح 97.38%

انطلاقاً من الجدول رقم 04 يمكن اختبار المعنوية الإحصائية للمتغير BPA، نلاحظ أن القيمة الإحصائية t-Statistic أكبر من القيمة الجدولة $3.1026 > 1.96$ ، مما نلاحظه في نسبة الاحتمال لنفس المتغير أقل من النسبة المعنوية 0.05 (5%) أي $0.0023 < 0.05$ ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، أي أن ربحية السهم BPA تختلف معنوياً عن الصفر، وبالنسبة للمعنوية الإحصائية للمتغير BPV نلاحظ أن قيمة t-Statistic أكبر من القيمة الجدولة أي $3.0123 > 1.96$ ، ونلاحظ نسبة الاحتمال لنفس المتغير أقل من النسبة المعنوية 0.05 (5%) أي $0.0030 < 0.05$ ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، أي أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية BPV تختلف معنوياً عن الصفر، ونلاحظ أيضاً أن المعنوية الإحصائية للمتغير BVS نسبة القيمة الدفترية أن نسبة t-Statistic أكبر من القيمة الجدولة أي $20.0454 > 1.96$ ، ونلاحظ نسبة الاحتمال لنفس المتغير أقل من النسبة المعنوية 0.05 (5%) أي $0.0000 < 0.05$ ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، أي أن نسبة القيمة الدفترية تختلف معنوياً عن الصفر، وبخصوص نسبة العائد إلى القيمة السوقية NP نرى أن نسبة t-Statistic أقل من القيمة الجدولة $1.96 < -3.0354$ ونسبة الاحتمال لنفس المتغير أقل من النسبة المعنوية 0.05 (5%) أي $0.0028 < 0.05$ ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، أي أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية تختلف معنوياً عن الصفر.

1-1- اختبار المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج الجديد:

انطلاقاً من الجدول أعلاه نجد $F_c = 1527.092$ أكبر تماماً من القيمة الإحصائية الجدولة حسب توزيع Fisher والتي تقدر $F(4, 28, 0.05) = 2.714$ ، ومن خلال القيمة الاحتمالية المرفقة للإحصائية والتي قدرت بـ $\text{Prob}(F\text{-Statistic}) = 0.000000$ بحيث أن هذه النسبة الاحتمالية أقل من النسبة المعنوية 0.05 (5%) أي $0.000000 < 0.05$ ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، أي أن المعامل المقدر للنموذج لها معنوية إحصائية كلية وأن قيمة R^2 لها دلالة إحصائية، وهذا ما يدل على الدلالة الإحصائية الكلية للنموذج المقدم في هذه الدراسة.

1-2- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

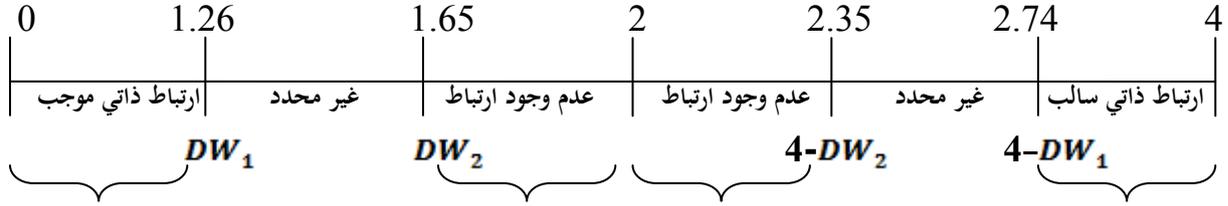
من بين أهم المشاكل التي تواجه القياسين في تقديرهم للنماذج هي الارتباط الذاتي للأخطاء والذي يؤدي إلى أخطاء معيارية وبالتالي اختبارات إحصائية خاطئة ويكون هذا المشكل حد الخطأ للفترة الزمنية مرتبط طردياً مع أخطاء الفترة الزمنية السابقة.

ويعتبر اختبار Durbin et Watson من أهم الاختبارات الشائعة المستخدمة في اكتشاف الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى.¹ انطلاقاً من الجدول رقم 03 يمكن تحديد من الانحدار الخطي المتعدد والتي تقدر

¹ سعيد هتهات، مرجع سبق ذكره، ص 126

بـ $DW = 1.8647$ ومن خلال الشكل التالي الذي يوضح قيم d (القيم الجدولية الإختبارية)، والتي تشير إلى وجود أو عدم وجود الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى الموجب أو السالب.

الشكل رقم (2-2): مناطق القبول والرفض لاختبار Durbin et Watson

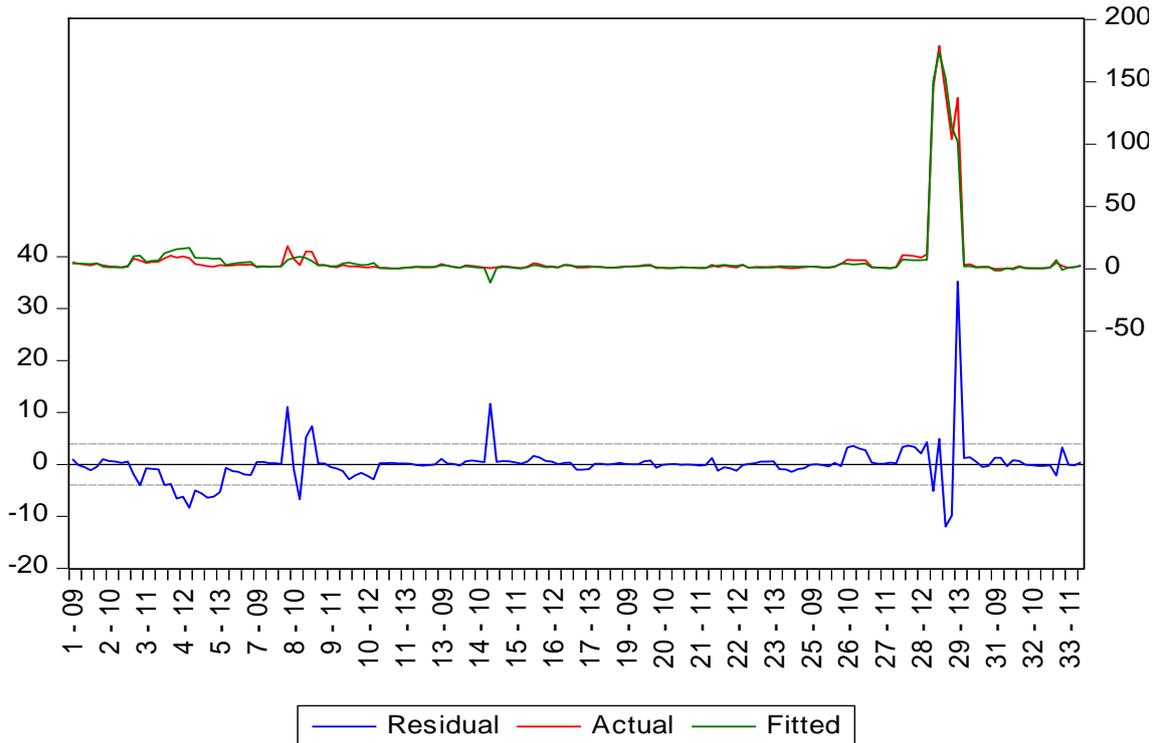


المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على سعيد هتهات، مرجع سابق، ص 127.

ومن نلاحظ من خلال الشكل أن إحصائية $DW = 1.8647$ تقع ما بين 2 و $DW_2 = 1.65$ أي في منطقة عدم وجود ارتباط، ومنه نقول أنه لا يوجد مشكل ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

ومن خلال ما تقدم من الاختبارات الإحصائية الناجحة التي أجريت على النموذج الجديد يمكننا القول أن النموذج المقدر مقبول إحصائياً.

الشكل رقم (2-3) : مقارنة السلسلة الأصلية بالسلسلة المقدرة



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج **Eviews 8.0**

من خلال الشكل البياني أعلاه يمكننا ملاحظه أن هناك شبه تطابق بين منحنى السلسلة الأصلية (Actual) ومنحنى السلسلة المقدرة (Fitted)، وهذا من شأنه يمكن أن يعطينا فكرة عن مدى أهمية تعبير وتفسير النموذج المقدر للسعر السوقي للسهم.

1-3- الاختبار الاقتصادي للنموذج:

انطلاقاً من الصيغة الرياضية لنموذج السعر السوقي للسهم PM ، فإن المتغيرات المستقلة (ربحية السهم الواحد BPA ، نسبة العائد إلى السعر NP ، القيمة الدفترية BVS ، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية BPV ، نسبة التداول TR ، مضاعف السعر إلى العائد PER ، نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي YPS) المستخدمة في النموذج الإحصائي المقدر لسعر السهم، وتبدو معاملات المتغيرات المستقلة أغلبها موجبة، بمعنى لها تأثير على سعر السهم السوقي بحيث يكون هذا التأثير في الاتجاه الموجب، وعليه يمكن قبول النموذج من الناحية الاقتصادية.

رابعاً: تحليل نتائج الانحدار الخطي البسيط

من خلال تقدير النموذج الأول والذي يفسر تأثير المتغيرات المستقلة (ربحية السهم الواحد BPA ، نسبة العائد إلى السعر NP ، القيمة الدفترية BVS ، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية BPV ، نسبة التداول TR ، مضاعف السعر إلى العائد PER ، نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي YPS) على المتغير التابع السعر السوقي للسهم PM ، سنقوم في الجزء بتقدير نماذج الانحدار الخطي البسيط لكل متغير مستقل على المتغير التابع كل على حدا، بهدف الكشف عن أي من التغيرات المستقلة الأكثر توزيعاً على المتغير التابع (سعر السهم السوقي).

1- النموذج الأول: علاقة ربحية السهم الواحد BPA بسعر السهم PM

الجدول رقم (2-5): علاقة ربحية السهم الواحد BPA بسعر السهم PM

Dependent Variable: PM				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/04/15 Time: 23:20				
Sample: 2009 2013				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 33				
Total panel (balanced) observations: 165				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.336229	1.609423	3.936957	0.0001
BPA	3.036092	0.376788	8.057820	0.0000
R-squared	0.284863	Mean dependent var		7.067697
Adjusted R-squared	0.280476	S.D. dependent var		24.33311
S.E. of regression	20.64050	Akaike info criterion		8.904434
Sum squared resid	69442.92	Schwarz criterion		8.942082
Log likelihood	-732.6158	Hannan-Quinn criter.		8.919717
F-statistic	64.92846	Durbin-Watson stat		0.728470
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 8.0

1-1- المعنوية الجزئية " معنوية المعالم المقدره": من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob تساوي 0.0000 أقل من المعنوية الإحصائية أي 0.05 (5 %) أي $0.0000 < 0.05$ ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، أي أن ربحية السهم BPA تختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين BPA و PM.

1-2- المعنوية الكلية: من خلال إحصائية فيشر يمكن اختبار المعنوية الكلية، حيث نلاحظ أن النموذج المقدر $Prob(F-Statistic) = 0.000000$ أقل من المعنوية الإحصائية أي 0.05 (5 %) ومنه للنموذج معنوية إحصائية كلية.

1-3- معامل التحديد "قوة ارتباط النموذج": إن المتغير المستقل ربحية السهم BPA له قدرة تفسيرية بنسبة 28.48 % من التغيرات الكلية للمتغير التابع سعر السهم PM. وهي تعبر عن جودة توفيق ضعيفة لهذا النموذج، أما النسبة المتبقية ترجع إلى المتغيرات المفسرة غير المدرجة في النموذج.

1-4- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء " اختبار Durbin Watson": من خلال الجدول رقم (2-5) نجد قيمة $DW = 0.7284$ تقع ما بين 0 و $DW_1 = 1.26$ حسب الشكل رقم 09 والتي تشير إلى أن هناك ارتباط ذاتي موجب وهذا يدل على أن النموذج جيد، ومن خلال الاختبارات الإحصائية التي أجريت على النموذج يمكن أن النموذج مقبول إحصائياً.

2- النموذج الثاني: علاقة القيمة الدفترية BVS بسعر السهم PM

الجدول رقم (2-6): علاقة القيمة الدفترية BVS بسعر السهم PM

Dependent Variable: PM				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/05/15 Time: 00:25				
Sample: 2009 2013				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 33				
Total panel (balanced) observations: 165				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.970059	0.339409	-2.858083	0.0048
BVS	1.341214	0.018047	74.31723	0.0000
R-squared	0.971333	Mean dependent var	7.067697	
Adjusted R-squared	0.971157	S.D. dependent var	24.33311	
S.E. of regression	4.132512	Akaike info criterion	5.687695	
Sum squared resid	2783.657	Schwarz criterion	5.725343	
Log likelihood	-467.2348	Hannan-Quinn criter.	5.702977	
F-statistic	5523.051	Durbin-Watson stat	1.633178	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 8.0

2-1- المعنوية الجزئية " معنوية المعالم المقدرة": من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob تساوي 0.0000 أقل من المعنوية الإحصائية أي 0.05 (5 %) أي $0.0000 < 0.05$ ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، أي أن القيمة الدفترية BVS تختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين BVS و PM.

2-2- المعنوية الكلية: من خلال إحصائية فيشر يمكن اختبار المعنوية الكلية، حيث نلاحظ أن النموذج المقدر $\text{Prob (F-Statistic)} = 0.000000$ أقل من المعنوية الإحصائية أي 0.05 (5 %) ومنه للنموذج معنوية إحصائية كلية.

2-3- معامل التحديد "قوة ارتباط النموذج": إن المتغير المستقل ربحية السهم BPA له قدرة تفسيرية بنسبة 97.13 % من التغيرات الكلية للمتغير التابع سعر السهم PM. وهي تعبر عن جودة توفيق قوية لهذا النموذج، أما النسبة المتبقية ترجع إلى المتغيرات المفسرة غير المدرجة في النموذج.

2-4- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء " اختبار Durbin Watson " : من خلال الجدول (2-6) نجد قيمة $DW = 1.6331$ تقع ما بين $DW_1 = 1.26$ و $DW_2 = 1.65$ حسب الشكل رقم 09 والتي تشير إلى أنه لا يمكن اتخاذ القرار وهذا يدل على أن النموذج جيد، ومن خلال الاختبارات الإحصائية التي أجريت على النموذج يمكننا القول أن النموذج مقبول إحصائياً.

3- النموذج الثالث: علاقة نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية BPV بسعر السهم PM

الجدول رقم (2-7): علاقة BPV بسعر السهم PM

Dependent Variable: PM				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/05/15 Time: 00:42				
Sample: 2009 2013				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 33				
Total panel (balanced) observations: 165				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.434085	2.321898	2.340363	0.0205
BPV	1.705824	1.406006	1.213241	0.2268
R-squared	0.008950	Mean dependent var	7.067697	
Adjusted R-squared	0.002870	S.D. dependent var	24.33311	
S.E. of regression	24.29817	Akaike info criterion	9.230726	
Sum squared resid	96235.36	Schwarz criterion	9.268374	
Log likelihood	-759.5349	Hannan-Quinn criter.	9.246009	
F-statistic	1.471954	Durbin-Watson stat	0.448027	
Prob(F-statistic)	0.226793			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 8.0

3-1- المعنوية الجزئية " معنوية المعالم المقدرة": من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob تساوي 0.2268 أكبر من المعنوية الإحصائية أي 0.05 (5 %) أي $0.2268 > 0.05$ ومنه نرفض الفرضية H_1 ونقبل الفرضية H_0 ، أي أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية BPV لا تختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين BPV و PM.

3-2- المعنوية الكلية: من خلال إحصائية فيشر يمكن اختبار المعنوية الكلية، حيث نلاحظ أن النموذج المقدر $Prob(F-Statistic) = 0.226793$ أكبر من المعنوية الإحصائية أي 0.05 (5 %) ومنه لا توجد للنموذج معنوية إحصائية كلية.

3-3- معامل التحديد "قوة ارتباط النموذج": إن المتغير المستقل نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية BPV له قدرة تفسيرية بنسبة 0.895 % من التغيرات الكلية للمتغير التابع سعر السهم PM. وهي تعبر عن جودة توفيق ضعيفة جدا لهذا النموذج، أما النسبة المتبقية ترجع إلى المتغيرات المفسرة غير المدرجة في النموذج.

3-4- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء " اختبار Durbin Watson " : من خلال الجدول رقم (2-7) نجد قيمة $DW = 0.4480$ تقع ما بين $DW_1 = 1.26$ و 0 حسب الشكل رقم 09 والتي تشير إلى وجود ارتباط ذاتي موجب وهذا يدل على أن النموذج غير جيد، ومن خلال الاختبارات الإحصائية التي أجريت على النموذج لا يمكن اعتبار النموذج مقبول إحصائيا.

4- النموذج الرابع: علاقة عائد السهم إلى السعر السوقي NP بسعر السهم PM

الجدول رقم (2-8): علاقة NP بسعر السهم PM

Dependent Variable: PM				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/05/15 Time: 01:05				
Sample: 2009 2013				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 33				
Total panel (balanced) observations: 165				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.115100	1.904930	3.735098	0.0003
NP	0.237857	0.721320	0.329753	0.7420
R-squared	0.000667	Mean dependent var	7.067697	
Adjusted R-squared	-0.005464	S.D. dependent var	24.33311	
S.E. of regression	24.39950	Akaike info criterion	9.239049	
Sum squared resid	97039.67	Schwarz criterion	9.276697	
Log likelihood	-760.2216	Hannan-Quinn criter.	9.254332	
F-statistic	0.108737	Durbin-Watson stat	0.431769	
Prob(F-statistic)	0.742010			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 8.0

4-1- المعنوية الجزئية " معنوية المعالم المقدرة": من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob تساوي 0.7420 أكبر من المعنوية الإحصائية أي 0.05 (5 %) أي $0.7420 > 0.05$ ومنه نرفض الفرضية H_1 ونقبل الفرضية H_0 ، أي أن نسبة العائد إلى القيمة السوقية NP لا تختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين NP و PM.

4-2- المعنوية الكلية: من خلال إحصائية فيشر يمكن اختبار المعنوية الكلية، حيث نلاحظ أن النموذج المقدر $Prob(F\text{-Statistic}) = 0.742010$ أكبر من المعنوية الإحصائية أي 0.05 (5 %) ومنه لا توجد للنموذج معنوية إحصائية كلية.

4-3- معامل التحديد "قوة ارتباط النموذج": إن المتغير المستقل العائد إلى القيمة السوقية NP له قدرة تفسيرية بنسبة 0.0667 % من التغيرات الكلية للمتغير التابع سعر السهم PM. وهي تعبر عن جودة توفيق ضعيفة جدا لهذا النموذج، أما النسبة المتبقية ترجع إلى المتغيرات المفسرة غير المدرجة في النموذج.

4-4- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء " اختبار Durbin Watson": من خلال الجدول رقم (2-8) نجد قيمة $DW = 0.4317$ تقع ما بين $DW_1 = 1.26$ و 0 حسب الشكل رقم 09 والتي تشير إلى وجود ارتباط ذاتي موجب وهذا يدل على أن النموذج غير جيد، ومن خلال الاختبارات الإحصائية التي أجريت على النموذج لا يمكن اعتبار النموذج مقبول إحصائيا.

5- النموذج الخامس: علاقة نسبة التداول TR بسعر السهم PM

الجدول رقم (2-9): علاقة نسبة التداول TR بسعر السهم PM

Dependent Variable: PM				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/05/15 Time: 09:19				
Sample: 2009 2013				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 33				
Total panel (balanced) observations: 165				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.383098	1.960137	3.766624	0.0002
TR	-1.535957	2.389532	-0.642786	0.5213
R-squared	0.002528	Mean dependent var	7.067697	
Adjusted R-squared	-0.003591	S.D. dependent var	24.33311	
S.E. of regression	24.37676	Akaike info criterion	9.237184	
Sum squared resid	96858.88	Schwarz criterion	9.274832	
Log likelihood	-760.0677	Hannan-Quinn criter.	9.252467	
F-statistic	0.413174	Durbin-Watson stat	0.434180	
Prob(F-statistic)	0.521266			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 8.0

5-1- المعنوية الجزئية " معنوية المعالم المقدرة": من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob تساوي 0.5213 أكبر من المعنوية الإحصائية أي 0.05 (5 %) أي $0.5213 > 0.05$ ومنه نرفض الفرضية H_1 ونقبل الفرضية H_0 ، أي أن نسبة التداول TR لا تختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين TR و PM.

5-2- المعنوية الكلية: من خلال إحصائية فيشر يمكن اختبار المعنوية الكلية، حيث نلاحظ أن النموذج المقدر $\text{Prob (F-Statistic)} = 0.521266$ أكبر من المعنوية الإحصائية أي 0.05 (5 %) ومنه لا توجد للنموذج معنوية إحصائية كلية.

5-3- معامل التحديد "قوة ارتباط النموذج": إن المتغير المستقل نسبة التداول TR له قدرة تفسيرية بنسبة 0.2528 % من التغيرات الكلية للمتغير التابع سعر السهم PM. وهي تعبر عن جودة توفيق ضعيفة جدا لهذا النموذج، أما النسبة المتبقية ترجع إلى المتغيرات المفسرة غير المدرجة في النموذج.

5-4- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء " اختبار Durbin Watson": من خلال الجدول رقم (2-9) نجد قيمة $DW = 0.4341$ تقع ما بين $DW_1 = 1.26$ و 0 حسب الشكل رقم 09 والتي تشير إلى وجود ارتباط ذاتي موجب وهذا يدل على أن النموذج غير جيد، ومن خلال الاختبارات الإحصائية التي أجريت على النموذج لا يمكن اعتبار النموذج مقبول إحصائيا.

6- النموذج السادس: علاقة مضاعف السعر إلى العائد PER بسعر السهم PM

الجدول رقم (2-10): علاقة PER بسعر السهم PM

Dependent Variable: PM				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/05/15 Time: 09:33				
Sample: 2009 2013				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 33				
Total panel (balanced) observations: 165				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.142812	1.932396	3.696350	0.0003
PER	-0.004153	0.019519	-0.212750	0.8318
R-squared	0.000278	Mean dependent var		7.067697
Adjusted R-squared	-0.005856	S.D. dependent var		24.33311
S.E. of regression	24.40424	Akaike info criterion		9.239438
Sum squared resid	97077.44	Schwarz criterion		9.277086
Log likelihood	-760.2537	Hannan-Quinn criter.		9.254721
F-statistic	0.045263	Durbin-Watson stat		0.431067
Prob(F-statistic)	0.831788			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 8.0

6-1- المعنوية الجزئية " معنوية المعالم المقدرة": من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob تساوي 0.8318 أكبر من المعنوية الإحصائية أي 0.05 (5 %) أي $0.8318 > 0.05$ ومنه نرفض الفرضية H_1 ونقبل الفرضية H_0 ، أي أن نسبة مضاعف السعر إلى العائد PER لا تختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين PER و PM.

6-2- المعنوية الكلية: من خلال إحصائية فيشر يمكن اختبار المعنوية الكلية، حيث نلاحظ أن النموذج المقدر $\text{Prob (F-Statistic)} = 0.831788$ أكبر من المعنوية الإحصائية أي 0.05 (5 %) ومنه لا توجد للنموذج معنوية إحصائية كلية.

6-3- معامل التحديد "قوة ارتباط النموذج": إن المتغير المستقل مضاعف السعر إلى العائد PER له قدرة تفسيرية بنسبة 0.0278 % من التغيرات الكلية للمتغير التابع سعر السهم PM. وهي تعبر عن جودة توفيق ضعيفة جدا لهذا النموذج، أما النسبة المتبقية ترجع إلى المتغيرات المفسرة غير المدرجة في النموذج.

6-4- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء " اختبار Durbin Watson": من خلال الجدول رقم (2-10) نجد قيمة $DW = 0.4310$ تقع ما بين $DW_1 = 1.26$ و 0 حسب الشكل رقم 09 والتي تشير إلى وجود ارتباط ذاتي موجب وهذا يدل على أن النموذج غير جيد، ومن خلال الاختبارات الإحصائية التي أجريت على النموذج لا يمكن اعتبار النموذج مقبول إحصائيا.

7- النموذج السابع: علاقة نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي YPS بسعر السهم PM

الجدول رقم (2-11): علاقة YPS بسعر السهم PM

Dependent Variable: PM				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/05/15 Time: 09:45				
Sample: 2009 2013				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 33				
Total panel (balanced) observations: 165				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.197282	1.923717	3.741341	0.0003
YPS	-0.817136	1.934697	-0.422359	0.6733
R-squared	0.001093	Mean dependent var		7.067697
Adjusted R-squared	-0.005035	S.D. dependent var		24.33311
S.E. of regression	24.39429	Akaike info criterion		9.238622
Sum squared resid	96998.25	Schwarz criterion		9.276270
Log likelihood	-760.1863	Hannan-Quinn criter.		9.253905
F-statistic	0.178387	Durbin-Watson stat		0.433177
Prob(F-statistic)	0.673320			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 8.0

7-1- المعنوية الجزئية " معنوية المعالم المقدرة": من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob تساوي 0.6733 أكبر من المعنوية الإحصائية أي 0.05 (5 %) أي $0.6733 > 0.05$ ومنه نرفض الفرضية H_1 ونقبل الفرضية H_0 ، أي أن نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي YPS لا تختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين YPS و PM.

7-2- المعنوية الكلية: من خلال إحصائية فيشر يمكن اختبار المعنوية الكلية، حيث نلاحظ أن النموذج المقدر $Prob(F\text{-Statistic}) = 0.673320$ أكبر من المعنوية الإحصائية أي 0.05 (5 %) ومنه لا توجد للنموذج معنوية إحصائية كلية.

7-3- معامل التحديد "قوة ارتباط النموذج": إن المتغير المستقل نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي YPS له قدرة تفسيرية بنسبة 0.1093 % من التغيرات الكلية للمتغير التابع سعر السهم PM. وهي تعبر عن جودة توفيق ضعيفة جدا لهذا النموذج، أما النسبة المتبقية ترجع إلى المتغيرات المفسرة غير المدرجة في النموذج.

7-4- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء " اختبار Durbin Watson": من خلال الجدول رقم (2-10) نجد قيمة $DW = 0.4331$ تقع ما بين $DW_1 = 1.26$ و 0 حسب الشكل رقم 09 والتي تشير إلى وجود ارتباط ذاتي موجب وهذا يدل على أن النموذج غير جيد، ومن خلال الاختبارات الإحصائية التي أجريت على النموذج لا يمكن اعتبار النموذج مقبول إحصائيا.

المطلب الثاني: مناقشة وتفسير النتائج المتوصل إليها

من خلال ما تقدم في عرض النتائج المتوصل إليها توصلنا إلى جملة من النتائج التي يمكن أن تنفي وتثبت صحة فرضياتها ومن ثم يمكن أن تساعد المستثمرين أو الباحثين على معرفة وفهم محددات التغير في أسعار الأسهم من حيث الارتفاع أو الانخفاض في قيمتها.

أولا: مناقشة وتفسير النتائج

1- كشف نتائج الانحدار الخطي المتعدد أن هناك علاقة ذات معنوية إحصائية بين المتغيرات المستقلة (ربحية السهم الواحد BPA ، نسبة العائد إلى السعر NP ، القيمة الدفترية BVS ، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية BPV ، نسبة التداول TR ، مضاعف السعر إلى العائد PER ، نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي YPS) و المتغير التابع السعر السوقي للسهم PM لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة أبوظبي محل الدراسة خلال الفترة 2009 – 2013.

2- من خلال إعادة صياغتنا للنموذج الجديد الذي يوضحه الجدول رقم 03، حيث قمنا باستبعاد المتغيرات المستقلة (نسبة التداول TR ، مضاعف السعر إلى العائد PER ، نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي YPS)، حيث توصلنا إلا أن المتغيرات المستقلة (ربحية السهم الواحد BPA ، نسبة العائد إلى السعر NP ، القيمة الدفترية BVS ، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية BPV) لها قدرة تفسيرية قوية للمتغير التابع السعر السوقي للسهم PM حيث بلغ معامل التحديد 97.44 %.

3- توصلت الدراسة إلى أن المعلومات المالية المتمثلة في المؤشرات المالية الخاصة بالسوق لها تأثير على حركة الأسعار، وهذا من خلال الجدول رقم 02 والجدول رقم 03، حيث قمنا بالمتغيرات التي لا تختلف معنويا عن الصفر والتي ليس لها معنوية إحصائية حسب النماذج المقدمة، إلا أن القدرة التفسيرية تبقى قوية وهذا ما لاحظناه من خلال النموذج الثاني.

- 4- أظهرت نتائج الدراسة أيضا أن المتغيرات المستقلة ليست كلها مؤثرة على حركة أسعار الأسهم في سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2009-2013، وهذا ما يتوافق مع الدراسة السابقة للدكتور رافعة إبراهيم وعمر غازي العبادي الحمداي المعنونة بأثر المعلومات على حركة أسعار الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية.
- 5- من خلال ما نلاحظه من نموذج الانحدار الخطي المتعدد حسب الجدول رقم 02 الذي يشمل جميع المتغيرات المستقلة محل الدراسة، نرى أن للنموذج معنوية إحصائية كلية حسب توزيع فيشر ومعامل التحديد له دلالة إحصائية.
- 6- أظهرت كذلك نتائج الانحدار المتعدد حسب الجدول رقم 03 الذي من خلال استبعاد بعض المتغيرات أن هناك معنوية إحصائية كلية ومعامل التحديد له دلالة إحصائية.
- 7- تحصلنا من خلال نتائج الانحدار الخطي المتعدد على قيمة درين واتسون اختبار **Durbin Watson** أها تقع في مجال ما بين 2 و $DW_2 = 1.65$ أي لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء.
- 8- نفسر النتائج المتوصل إليها من خلال نموذج الانحدار الخطي البسيط حسب الجدول رقم 04 علاقة ربحية السهم BPA بسعر السهم PM أن المتغير المستقل ربحية السهم BPA لها قدرة تفسيرية بنسبة 28.48 %، وأن للمتغير BPA معنوية إحصائية خلافا للصفر، وبخصوص الارتباط الذاتي للأخطاء يشير النموذج إلى أن هناك ارتباط ذاتي موجب مما يدل على أن النموذج مقبولا من الناحية الإحصائية.
- 9- تعتبر القيمة الدفترية BVS من أكثر المتغيرات المستقلة المؤثرة في المتغير التابع السعر السوقي للسهم PM، بحيث تتميز بقدرة تفسيرية قوية جدا تقدر بـ 97.13 % للمتغير التابع PM، وأن للمتغير BVS معنوية إحصائية خلافا للصفر، وبخصوص الارتباط الذاتي للأخطاء يشير النموذج إلى أن هناك ارتباط ذاتي موجب مما يدل على أن النموذج مقبولا من الناحية الإحصائية.
- 10- حددت نتائج الانحدار الخطي البسيط في النموذج الثالث لعلاقة نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية BPV بسعر السهم PM لها قدرة تفسيرية ضعيفة، وليست لها معنوية إحصائية خلافا للصفر .
- 11- من خلال ما توصلنا إليه من النماذج المقدمة الخاصة بالمتغيرات المستقلة (نسبة التداول TR ، مضاعف السعر إلى العائد PER ، نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي YPS)، أنها لا تتميز بقدرات تفسيرية قوية للمتغير التابع سعر السهم PM، وتختلف هذه المتغيرات معنويا عن الصفر، ولا تحتوي على معنوية إحصائية كلية. ونلاحظ في هذه النماذج أن هناك ارتباط ذاتي سالب بين كل متغير مستقل والمتغير التابع PM.

ثانيا: الاستنتاجات

- 1- نستنتج من خلال نموذج الانحدار المتعدد أن هناك علاقة ارتباط قوية بين المتغير المستقل BPA وسعر السهم PM.
- 2- نستنتج أن أغلب المتغيرات المستقلة المعتمدة في الدراسة أغلبها يؤثر على المتغير التابع السعر السوقي للسهم وهذا ما لاحظناه من نموذج الانحدار الخطي المتعدد، إلا أننا رأينا في مجملها يتميز بمعنوية إحصائية خلافا للصفر

ومن خلال تقدرنا للمعنوية الكلية، نرى بأن النموذج يتميز معنوية إحصائية كلية وكذلك قدرة تفسيرية قوية وهذا ما نلاحظه في نسبة معامل التحديد، وقيمة درين واتسون تقع في منطقة (عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء).

3- نستنتج أن القيمة الدفترية هي من المتغيرات المستقلة الأكثر تأثير على المتغير التابع وسعر السهم PM.

4- نستنتج أنه في حالة إدراج التغيرات المستقلة الأربعة المستقلة (ربحية السهم الواحد BPA ، نسبة العائد إلى السعر NP ، القيمة الدفترية BVS ، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية BPV) في النموذج تؤثر بشكل كبير في المتغير التابع سعر السهم PM، بحيث تتميز بقدرة تفسيرية عالية.

5- المتغيرات المستقلة (نسبة التداول TR ، مضاعف السعر إلى العائد PER ، نسبة التوزيعات إلى السعر السوقية YPS) لا تمثل قدرة تفسيرية مقبولة للتغيرات التي تحصل على المتغير التابع سعر السهم السوقية PM

6- نستنتج أن المتغيرات المستقلة لا تؤثر على المتغير التابع بصفة مستقلة أي كل متغير لوحده.

7- يعود سبب الاختلاف بين النتائج المتوصل إليها في اختلاف حجم وطبيعة العينة المدروسة، وكذلك فترة الدراسة.

8- نستنتج وجود علاقة طردية بين المتغيرات المستقلة (ربحية السهم الواحد BPA ، نسبة العائد إلى السعر NP ، القيمة الدفترية BVS ، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية BPV) و سعر السهم PM.

9- نستنتج وجود علاقة عكسية بين المتغيرات المستقلة (نسبة التداول TR ، مضاعف السعر إلى العائد PER ، نسبة التوزيعات إلى السعر السوقية YPS) و سعر السهم PM.

10- بما أن العلاقة طردية بين المتغيرات المستقلة (ربحية السهم الواحد BPA ، نسبة العائد إلى السعر NP ، القيمة الدفترية BVS ، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية BPV) و سعر السهم PM ترتفع أسعار الأسهم أي أن الأسعار تعكس المعلومات المتاحة وبالتالي لا يمكننا اعتبار هذا يتميز بخاصية الكفاءة.

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل حاولنا تقديم عام ومختصر لعينة الدراسة، حيث قمنا بسرد مختصر لبورصة أبوظبي من حيث نشأتها، صلاحياتها ومهامها، كما قمنا أيضا بعرض عينة الدراسة التي تتكون من 33 مؤسسة اقتصادية مدرجة في بورصة أبوظبي، وتم تحديد فترة الدراسة من 2009 إلى غاية 2013، وتم تحديد مصادر البيانات ومتغيرات الدراسة وطريقة جمع وتلخيص البيانات.

ومن خلال ما تقدم قمنا بعرض نتائج الارتباط الذاتي للمتغيرات، وعرض نتائج الانحدار المتعدد والانحدار البسيط، كما حاولنا في هذا الفصل الإجابة على فرضيات الدراسة من خلال تحديد النماذج التي تفسر العلاقة بين السعر السوقي للسهم، والمتغيرات المستقلة (ربحية السهم الواحد BPA ، نسبة العائد إلى السعر NP ، القيمة الدفترية BVS ، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية BPV ، نسبة التداول TR ، مضاعف السعر إلى العائد PER ، نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي YPS) ويمكن تلخيص أهم النتائج:

وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع سعر السهم PM والمتغيرات المستقلة (ربحية السهم الواحد BPA ، نسبة العائد إلى السعر NP ، القيمة الدفترية BVS ، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية BPV) وهذا من خلال صياغة نموذج جديد بين هذه المتغيرات حيث أسفر النموذج على هذه المتغيرات تتميز بقدرة تفسيرية قوية في إجمالي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع سعر السهم PM لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين بقية المتغيرات المستقلة الأخرى (نسبة التداول TR ، مضاعف السعر إلى العائد PER ، نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي YPS) وسعر السهم PM، بحيث أن هذه المتغيرات تحتوي على قدرة تفسيرية ضعيفة جدا في التغيرات التي تطرأ على سعر السهم PM. ونستنتج أيضا أن أغلبية المتغيرات المستقلة لا يمكنها التأثير على المتغير التابع، بحيث يتأثر هذا المتغير بمجمل المتغيرات المستقلة وهذا ما رأيناه من خلال نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

الخاتمة العامة

الخاتمة:

حاولنا من خلال هذه الدراسة موضوع المعلومات المالية وعلاقتها بحركة أسعار الأسهم في سوق أبوظبي للأوراق المالية، حيث تناولنا إشكالية البحث " ما مدى تأثير المعلومات المالية والمتمثلة في المؤشرات المالية على حركة أسعار أسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة أبوظبي خلال الفترة 2009 - 2013، وتطلب ذلك الاعتماد على فصلين وفقا للمناهج المذكورة سابقا، وحاولت هذه الدراسة قدر المستطاع إظهار هذا التأثير من خلال اختبار عينة مشكلة من 33 مؤسسة اقتصادية مدرجة في بورصة أبوظبي وأسفرت نتائج الدراسة في ما يلي:

من خلال نموذج الانحدار الخطي المتعدد والذي أكد على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تأثير المؤشرات المالية المختارة للدراسة على المتغير التابع المتمثل في سعر السهم السوقي عند مستوى معنوية 0.05 للمتغيرات (ربحية السهم، نسبة العائد إلى السعر السوقي، نسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية، ومؤشر القيمة الدفترية للسهم) بحيث تفسر هذه المتغيرات نسبة 97.44 % من إجمالي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع والمتمثل في السعر السوقي للسهم، ومن خلال نموذج الانحدار الخطي البسيط اكتشفنا أن أغلب المتغيرات لا تؤثر على المتغير التابع ما عدا نسبة القيمة الدفترية، وربحية السهم .

1- اختبار صحة الفرضيات:

- قامت دراستنا على سبع فرضيات رئيسية من خلال نماذج الانحدار المتعدد والمتمثلة فيما يلي:
- تمثلت الفرضية الأولى في أنه " توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والسعر السوقي للسهم " من خلال نتائج الانحدار الخطي المتعدد تبين لنا من خلال النموذج والذي يفسر العلاقة بين ربحية السهم والسعر السوقي للسهم وهذا ما لاحظناه في معامل التحديد الذي يبين أن هناك علاقة تفسيرية للمتغير التابع، وكذلك وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بمستوى معنوية أقل من 5 %
 - تمثلت الفرضية الثانية في أنه " توجد ذات دلالة إحصائية بين القيمة الدفترية والسعر السوقي للسهم " من خلال نتائج الانحدار الخطي المتعدد تبين لنا من خلال النموذج والذي يفسر العلاقة بين القيمة الدفترية والسعر السوقي للسهم وهذا ما لاحظناه في معامل التحديد الذي يبين أن هناك علاقة تفسيرية للمتغير التابع، وكذلك وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بمستوى معنوية أقل من 5 %.
 - تمثلت الفرضية الثالثة في "وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة العائد إلى السعر السوقي والسعر السوقي للسهم " من خلال نتائج الانحدار الخطي المتعدد تبين لنا من خلال النموذج والذي يفسر العلاقة بين نسبة العائد إلى السعر السوقي والسعر السوقي للسهم وهذا ما لاحظناه في معامل التحديد الذي يبين

أن هناك علاقة تفسيرية للمتغير التابع، وكذلك وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بمستوى معنوية أقل من 5 %.

- تمثلت الفرضية الرابعة في " وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية" من خلال نتائج الانحدار الخطي المتعدد تبين لنا من خلال النموذج والذي يفسر العلاقة بين نسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية والسعر السوقي للسهم، وهذا ما لاحظناه في معامل التحديد الذي يبين أن هناك علاقة تفسيرية للمتغير التابع، وكذلك وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بمستوى معنوية أقل من 5 %.
- وأخيرا تم استنتاج باقي المتغيرات المستقلة الأخرى (نسبة التداول TR ، مضاعف السعر إلى العائد PER ، نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي YPS) لها قدرة تفسيرية ضعيفة بحيث أن معامل التحديد نسبته ضئيلة جدا، وكذلك لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية، بحيث أن القيم الاحتمالية أكبر من المستوى المعنوية 5%.

2- النتائج المتوصل إليها:

أ- نتائج الجانب النظري:

- تعتبر المعلومات المالية المادة الضرورية للمستثمرين في الأسواق المالية من اتخاذ القرارات الاستثمارية.
- من أهم المعلومات المالية هي المؤشرات المالية الخاصة بالسوق والتي لها تأثير كبير على أسعار الأسهم.
- التحليل الأساسي للأوراق المالية يهتم بدراسة الاقتصاد، والقطاع المستهدف ومن تم المؤسسة المصدرة للسهم.
- التحليل الفني يقوم بدراسة سلوك الأسعار على مستوى السوق فقط.
- تعتبر كفاءة السوق جميع المعلومات التي تعكس في كافة الأوقات دون تحيز.

ب- نتائج الجانب التطبيقي:

- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل ربحية السهم و المتغير التابع السعر السوقي للسهم عند مستوى دلالة 5 %.
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل القيمة الدفترية و المتغير التابع السعر السوقي للسهم عند مستوى دلالة 5 %.
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل نسبة السعر إلى القيمة الدفترية و المتغير التابع السعر السوقي للسهم عند مستوى دلالة 5 %.
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل نسبة العائد إلى السعر و المتغير التابع السعر السوقي للسهم عند مستوى دلالة 5 %.

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل نسبة التداول و المتغير التابع السعر السوقي للسهم عند مستوى دلالة 5 %.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل نسبة مضاعف السعر إلى العائد و المتغير التابع السعر السوقي للسهم عند مستوى دلالة 5 %.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل نسبة التوزيعات إلى السعر السوقي و المتغير التابع السعر السوقي للسهم عند مستوى دلالة 5 %.
- كما توصلنا إلا أن جميع المتغيرات المستقلة بصفة مجمعة لها تأثير على المتغير التابع، بحيث لا يمكنها التأثير بصفة خاصة أي كل متغير لوحده، وهذا ما لاحظناه من خلال نتائج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط.

3- التوصيات والمقترحات:

- من خلا ما تم استخلاصه لمختلف النتائج وبناء على النماذج المحصل عليها الإجابة على إشكاليات الدراسة واختبار فرضياتها واعتمادا على استنتاجات البحث فقد تم التوصل إلى المقترحات التالية:
- يتعين على المؤسسات عامة والمسجلة في بورصة أبوظبي خاصة الاهتمام بمخرجات نظم المعلومات المالية والمتمثلة بالتقارير والمؤشرات المالية والإحصائية التي تقدمها للمستفيدين خاصة لإدارة السوق المالي، والتي ستعتمدها في إعداد منشوراتها وتقاريرها المالية والإحصائية الصادرة عنها والمقدمة للمتعاملين معها.
- الاهتمام بنشر المعلومات المالية وتوفيرها بصفة دورية وبالوقت المناسب في بورصة أبوظبي.
- الاهتمام باستخدام وسائل التكنولوجيا المتطورة والحديثة في نشر المعلومات وتداولها وذلك لمواكبة التطورات الحاصلة في هذا المجال، والمعتمدة في الأسواق المالية العالمية، وللاستفادة من هذه التطورات من جهة أخرى.
- الاهتمام بنشر التقارير المرافقة للقوائم المالية والتي توضح المعلومات المالية عن الأسواق المالية والشركات المسجلة فيها.
- تبني أساليب وسياسات إعلانية تحث المتعاملين وتحرك توجهاتهم ورغباتهم في اتخاذ القرارات المالية لغرض تفعيل حركة تداول السوق.
- لغرض الحد من المخاطر التي تتعرض لها نظم المعلومات الالكترونية يفضل أن تستخدم إدارة الأسواق المالية والشركات المسجلة فيها وسائل رقابية إلكترونية لأمن المعلومات وحماية مخرجاتها من التلاعب فيها.

4 - آفاق مستقبلية:

- إعادة إجراء الدراسة مع اختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف في بورصة أبوظبي.
- إعادة إجراء الدراسة في فترة تتميز بأزمة مالية واقتصادية لمقارنة النتائج المتوصل إليها.
- إعادة إجراء الدراسة مع الأخذ بعين الاعتبار القطاع المالي والمصرفي في عينة الدراسة.

قائمة المراجع

I. الكتب:

- 01- سيد عطالله السيد، نظم المعلومات المحاسبية، دار الراجحة للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، سنة 2009
- 02- طلال محمد الجحاوي وآخرون، أساسيات المعرفة المحاسبية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية سنة 2009، الأردن، 2009
- 03- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010
- 04- علي خالفي، المدخل إلى علم الاقتصاد، دار أسامة للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجزائر، 2009
- 05- عصام حسن، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، بدون تحديد رقم الطبعة، عمان، الأردن، سنة 2010
- 06- محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، الأردن، 2009
- 07- محمد صالح الحناوي، نبال فريد مصطفى، جلال العيد، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية الإسكندرية، سنة 2003
- 08- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، سنة 2005
- 09- محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، مصر، سنة 2011
- 10- محمود مبروك أبو زيد، التحليل المالي (شركات وأسواق المالية)، دار المريخ للنشر، الطبعة 2، الرياض، السعودية، سنة 2009
- 11- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، دار المعرفة الجامعية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر، 2010
- 12- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المكتب العربي الحديث، الطبعة الثانية، الإسكندرية، 2012
- 13- وليد ناجي الحياي، التحليل المالي، الأكاديمية العربية المفتوحة، الدنمارك، 2007

II. المذكرات والأطروحات:

- 01- أميرة طلبة ، أثر الإفصاح المالي المحاسبي على القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير في الاقتصاد والمناجنت، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم والتسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009.
- 02- أنو عدنان نجم، مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006.
- 03- إكن لونيس، السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة (2000-2009)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، سنة 2010.
- 04- إسلام فيصل أحمد، أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياساتها في توزيع الأرباح، مذكرة ماجستير في المحاسبة، غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، سنة 2011.
- 05- جلييلة بن خروف ، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ القرارات دراسة حالة المؤسسة الوطنية لانجاز القنوات KANGHAZ (2005-2008)، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة بومرداس، 2009.
- 06- جهيدة زيد، دراسة العوامل المؤثر على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في السوق المالي، مذكرة ماستر تخصص مالية المؤسسة، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014.
- 07- حسين عبد الجليل آل غزوي، حوكمة الشركات وآثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، تخصص المحاسبة ، فرع التحليل المالي، كلية الإدارة والاقتصاد، الأكاديمية العربية في الدنمارك ، سنة 2010.
- 08- حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي، مذكرة ماجستير تخصص مالية الأسواق، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011.
- 09- خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.
- 10- ذهبية بن عبد الرحمان، دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في تخصص مالية الأسواق، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.

- 11- ربيع بوصبيح العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية: تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القطري، مذكرة ماجستير في تخصص مالية الأسواق، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2012.
- 12- رشيد بوكساني، معوقات أسواق المال العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- 13- رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي في المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، سنة 2011.
- 14- سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الحاج لخضر، باتنة، سنة 2004.
- 15- سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية الناشئة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع القياس الاقتصادي، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.
- 16- سعيد هتهات، دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2006.
- 17- سعيدة تلي، التنبؤ بالمرودية لتسيير المحفظة المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، سنة 2009.
- 18- سفيان بوفروعة، نظام المعلومات المحاسبية ودوره في تسيير المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، سنة 2012.
- 19- سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، سنة 2012.
- 20- سمير عبد الدايم حسن العويسي، تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2010.
- 21- سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، سنة 2010.

- 22- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012.
- 23- عبد القادر دماش، أثر المعلومات المالية على ترشيد القرارات الاستثمارية دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية، مذكرة ماجستير غير منشورة، تخصص محاسبة وجباية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2013.
- 24- علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، سنة 2009.
- 25- عمار بن مالك، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011.
- 26- غنية الجوزي، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، سنة 2012.
- 27- ماجد إسماعيل أبو حماد، أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2009.
- 28- محمد سامي لزعر، التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المحاسبي المالي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، سنة 2012.
- 29- محمود محمد سمير، محمود المصري، تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2011.
- 30- مسعود درواسي، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر: 1990-2004، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، سنة 2006.
- 31- منذر يحيى الداية، أثر استخدام نظم المعلومات المحاسبية على جودة البيانات المالية في قطاع الخدمات في قطاع غزة، مذكرة ماجستير، غير منشورة، تخصص المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، سنة 2009.
- 32- هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.

III. المجالات:

- 1- إلياس خضير فنوش، المؤثرات الفائقة في حركة أسعار الأسهم، مجلة تنمية الرافدين، العدد 86، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، 2010.
- 2- إيمان عبد المطلب حسن المولى، مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد السابع، العدد 23، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة تكريت، العراق، سنة 2011.
- 3- بشرى نجم عبد الله المشهداني، جوان جاسم خضير العبيدي، دور التقارير المرحلية في تعزيز كفاءة السوق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 26، جامعة بغداد، العراق، 2011.
- 4- حاكم محمد محسن، عدي عباس عبد الأمير، تحليل العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والقيمة السوقية للسهم، مجلة الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، العدد 11، كلية الاقتصاد، جامعة بابل، العراق، سنة 2014.
- 5- حسن أحمد حزوري، تأثير المعلومات المحاسبية المنشورة في سوق الأوراق المالية في المنطقة الشرقية بالمملكة العربية السعودية، مجلة تنمية الرافدين، العدد 101، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، سنة 2010.
- 6- خالد جمال الجعارات، وضع نموذج مقترح لخصائص المعلومات المالية ذات الجودة العالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 33، العراق، 2012.
- 7- رافعة إبراهيم الحمداني وعمر غازي العبادي، أثر المعلومات المالية على حركة أسعار الأسهم بسوق عمان للأوراق المالية، مجلة تكريت للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد السابع، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، 2008.
- 8- سعاد سعيد غزال، إيمان عبد الكريم قاسم العبادي، جودة المعلومات المحاسبية وأثرها في ترشيد قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 2، العدد 2، 2012.
- 9- سليمان موصللي، حازم السمان، دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد الثاني، جامعة دمشق، سوريا، 2013.
- 10- صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2010.

- 11- صلاح الدين محمد أمين الإمام و ازدهار عبد الله زامل، أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية المرحلية في أسعار الأسهم، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، العدد 2، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، العراق، 2014.
- 12- ضياء حامد الدباغ، وحيد محمود رمو، دور التقارير المالية في زيادة كفاءة الأسواق المالية، مجلة بحوث مستقبلية، العدد 12، مركز الدراسات المستقبلية، كلية الحداثة، سنة 2005.
- 13- عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة- دراسة حالة المؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007-2009، مجلة الباحث، العدد 10، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، سنة 2012.
- 14- قاسم محسن الحبيطي، شكر محمود مصطفي، تأثير كفاءة سوق المستثمر في تحديد التوازن الظرفي لخصائص المعلومات المحاسبية، مجلة بحوث مستقبلية، العدد 10، جامعة الموصل، العراق، 2005.
- 15- محمد فادي القرعان، كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، العدد 114، المجلد 35، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، سوريا، 2013.

IV. والملتقيات:

- 1- تسعديت بوسعين، المشتقات المالية كأداة للتحوط من المخاطر المتعلقة بالمعلومة المحاسبية والمالية، الملتقى الدولي الأول بعنوان إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات العالم، جامعة العقيد أكلي محمد أولحاج، البويرة، سنة 2010.
- 2- هوارى سويسي، بدر الزمان خمقاني، مدى قدرة المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار ENTP على تقديم معلومات مالية عالية الجودة في ظل قواعد الإفصاح النصوص عليها في النظام المحاسبي المالي، مداخلة في أعمال الملتقى الدولي في النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير المحاسبية الدولية IAS/IFRS، والمعايير الدولية للمراجعة ISA، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة، سنة 2011.

ثانيا: قائمة المراجع باللغة الأجنبية

I. الكتب:

- 1- John J.Murphy, Technical Analyses Of The Financial Markets, New York Institute Of Finance, Prentice Hall Direct, New York, 1999.

II. الدوريات:

- 1- Céline Michaillesco, **Qualité de l'information Comptable**, Archives – Ouvertes, publié dans Encyclopédie de Comptabilité, Contrôle de gestion et audit, France, 2009.
- 2- Christophe Barraud, **D'efficience des Marchés Financiers à la Finance comportementale**, Analyse financière N°35, Technique et Recherche, Université de Paris, France.
- 3- Mousa Kalaf Awaad, Ali jeeran Abid Ali, **Evaluation The Efficiency And Effectiveness of The Irak Stock Exchange**, Journal of AL-Qadisia, Faculty of Management and Economics, University of baghdad, 2008.
- 4- Nidhi Malhotra, **Determinants of stock prices: Empirical Evidence from NES 100 Companies**, International Journal of Research in Management & Technology, N°3, june 2013.
- 5- Philippe Bernard, **L'hypothèse d'efficience des marchés**, Université de paris, France, 2003.
- 6- Pierre Laroche, **Introduction à l'analyse Technique**, Négociation en salle marchés (2-298-98), Ecole des Hautes Etudes Commerciales, Montréal.
- 7- Placido M.Menaje, **The impact of Selected Financial Variables on Share Price Publicly Listed Firms in the Philippines**, American International Journal Of Contemporay Research, Vol 2, N°9 Septembre2012.
- 8- Steve Ambler, **L'efficience des marchés financières**, économie financières, Département de science économique, Université de Québec, Montréal, 2010
- 9- Stutzmann Yann, **Etude comparative de l'analyse technique et de l'analyse fondamentale**, Travail de Diplôme, mars 2011.

ثالثا: المواقع الإلكترونية

- 1- <http://ar.forexabode.com/technical-analysis/indicators/point-figure-charts>
- 2- <http://www.markets.com/ar/education/technical-analysis/support-resistance.html>
- 3- http://slconf.uaeu.ac.ae/old_web/papers/51.swf
- 4- <http://www.adx.ae/Arabic/AboutADX/Pages/MarketEstablishment.aspx>
- 5- <http://www.adx.ae/Arabic/Pages/default.aspx>

موقع سوق أبوظبي للأوراق
المالية:

قائمة الملاحق

الملحق رقم 01: مؤسسات عينة الدراسة

القطاع	رمز الشركة	إسم الشركة	الرقم
الخدمات	DRIVE	الإمارات لتعليم قيادة السيارات	1
	GMPC	الخليج للمشاريع الطبية	2
	NCTH	الوطنية للسياحة والفنادق	3
	NMDC	الجرفات البحرية	4
	ADNH	أبوظبي الوطنية للفنادق	5
	ADAVIATION	طيران أبوظبي	6
السلع الاستهلاكية	AGHTIA	مجموعة أعذية	7
	ASMAK	القابضة العالمية لزراعة الأسماك	8
	FODCO	فودكو القابضة	9
	RAPCO	رأس الخيمة للدواجن والعلف	10
الطاقة	DANA	دانة غاز	11
	TAQA	أبوظبي الوطنية للطاقة	12
البناء	ADSB	أبوظبي لبناء السفن	13
	ARKAN	أركان لمواد البناء	14
	BILDKO	أبوظبي لمواد البناء	15
	FBICO	الفجيرة لصناعات البناء	16
	FCI	صناعات إسمنت الفجيرة	17
	GCEM	إسمنت الخليج	18
	JULPHAR	الخليج للصناعات الدوائية	19
	QCEM	إسمنت أم القيوين	20
	RAKCC	إسمنت رأس الخيمة	21
	RAKCEC	سيراميك رأس الخيمة	22
	RAKWCT	رأس الخيمة لصناعات الإسمنت	23
	SCIDC	الشارقة للإسمنت والتنمية	24
	UCC	إسمنت الإتحاد	25
الخدمات الاستثمارية	GLS	الخليج الإستثمارية	26
	OEIHC	عمان والإمارات للإستثمارات	27
الاتصالات	ETISALAT	الإمارات للإتصالات	28
	ORDS	قطر للإتصالات	29
	SUDATEL	مجموعة سوداتل للإتصالات	30
	ESHRAQ	إشراق العقارية	31

العقار	RAKPROP	رأس الخيمة العقارية	32
	ALDAR	الدار العقارية	33

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Microsoft Excel 2007 وبورصة أبوظبي.

الملحق رقم 02: متوسط قيم متغيرات الدراسة خلال سنوات الدراسة

الرقم	إسم الشركة	PM	BPA	NP	BVS	BPV	TR	PER	YPS
1	الإمارات لتعليم قيادة السيارات	3.958	0.572	0.1430	3.558	1.142	0.0547	7.204	0.02
2	الخليج للمشاريع الطبية	2.022	0.1192	0.0685	1.364	1.514	0.002	7	0
3	الوطنية للسياحة والفنادق	6.234	0.724	0.1146	6.654	0.951	0.004	0	0
4	الجرفات البحرية	9.352	1.7232	0.1843	11.8	0.811	0.017	1.871	0.062
5	أبوظبي الوطنية للفنادق	2.766	0.2836	0.1038	7.998	0.345	0.045	9.977	0.02
6	طيران أبوظبي	3.074	0.5008	0.1569	4.198	0.735	0.057	5.047	0.03
7	مجموعة أعذية	1.936	0.1976	0.1015	1.75	1.116	0.314	14.350	0.02
8	القابضة العالمية لزراعة الأسماك	11.34	0.2447	0.0447	6.712	1.909	0.061	6.938	0.006
9	فودكو القابضة	2.408	0.246	0.1037	2.924	0.827	0.089	7.765	0.032
10	رأس الخيمة للدواجن والعلف	1.632	0.4082	0.2001	4.118	0.394	0.064	18.418	0.127
11	دانة غاز	0.696	0.058	0.1029	1.292	0.537	0.757	23.8	0.012
12	أبوظبي الوطنية للطاقة	1.336	0.002	0.0073	1.912	0.711	0.065	2.93	1.586
13	أبوظبي لبناء السفن	2.346	0.302	0.1291	1.902	1.284	0.06	8.15	0.022
14	أركان لمواد البناء	1.388	0.0196	0.0184	0.724	-1.346	0.079	272.30	0
15	أبوظبي لمواد البناء	1.444	0.018	-0.0136	1.184	1.191	0.0264	-12.6	0.106
16	الفجيرة لصناعات البناء	2.712	0.064	0.0081	1.724	1.535	0.004	44.843	0.008
17	صناعات إسمنت الفجيرة	1.882	0.0219	-0.084	2.66	0.696	0.001	38.1	0.003
18	إسمنت الخليج	1.316	0.026	0.0107	1.614	0.809	0.037	-17.73	0.038
19	الخليج للصناعات الدوائية	2.422	0.232	0.0989	2.128	1.133	0	10.39	0.041
20	إسمنت أم القيوين	0.832	-0.028	-0.0141	1.598	0.521	0.122	23.41	0.046
21	إسمنت رأس الخيمة	1.262	0.02	0.009	1.54	0.853	0.091	-16.56	1.994
22	سيراميك رأس الخيمة	2.028	0.226	0.122	3.026	0.660	0.074	5.80	0.012
23	رأس الخيمة لصناعات الإسمنت	1.406	0.134	0.10	1.216	1.242	0	13.04	0.084
24	الشارقة للإسمنت والتنمية	0.94	0.0422	0.007	2.508	0.370	0.063	9.678	0.067
25	إسمنت الإتحاد	1.418	0.027	0.016	1.922	0.734	0.025	-0.237	0.042
26	الخليج الإستثمارية	6.416	0.1446	0.020	2.954	2.331	0	0	0.490
27	عمان والإمارات للإستثمارات	1.116	0.1494	0.020	1.411	0.778	0	1.993	0

0	10.681	0.039	2.097	5.038	0.088	0.9368	10.564	الإمارات للإتصالات	28
0.019	10.897	0.046	1.377	104.02	0.089	12.702	141.24	قطر للإتصالات	29
0.019	15.805	0	2.623	1.058	-8.620	-11.552	2.208	مجموعة سوداتل للإتصالات	30
0.113	59.596	1.754	0.483	0.746	0.111	0.0804	0.564	إشراق العقارية	31
0.015	7	1.99	0.310	1.714	0.163	0.0764	0.534	رأس الخيمة العقارية	32
0.02	6.995	0.632	0.923	2.804	-0.268	-0.662	2.442	الدار العقارية	33

المصدر: من إعداد بالاعتماد على برنامج Microsoft Excel 2007 و التقارير السنوية لبورصة أبوظبي.

Table A-1
Models with an intercept (from Savin and White)

Durbin-Watson Statistic: 1 Per Cent Significance Points of dL and dU

n	k [*] =1		k [*] =2		k [*] =3		k [*] =4		k [*] =5		k [*] =6		k [*] =7	
	dL	dU												
6	0.390	1.142	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
7	0.435	1.036	0.294	1.676	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
8	0.497	1.003	0.345	1.489	0.229	2.102	---	---	---	---	---	---	---	---
9	0.554	0.998	0.408	1.389	0.279	1.875	0.183	2.433	---	---	---	---	---	---
10	0.604	1.001	0.466	1.333	0.340	1.733	0.230	2.193	0.150	2.690	---	---	---	---
11	0.653	1.010	0.519	1.297	0.396	1.640	0.286	2.030	0.193	2.453	0.124	2.892	---	---
12	0.697	1.023	0.569	1.274	0.449	1.575	0.339	1.913	0.244	2.280	0.164	2.665	0.105	3.053
13	0.738	1.038	0.616	1.261	0.499	1.526	0.391	1.826	0.294	2.150	0.211	2.490	0.140	2.838
14	0.776	1.054	0.660	1.254	0.547	1.490	0.441	1.757	0.343	2.049	0.257	2.354	0.183	2.667
15	0.811	1.070	0.700	1.252	0.591	1.465	0.487	1.705	0.390	1.967	0.303	2.244	0.226	2.530
16	0.844	1.086	0.738	1.253	0.633	1.447	0.532	1.664	0.437	1.901	0.349	2.153	0.269	2.416
17	0.873	1.102	0.773	1.255	0.672	1.432	0.574	1.631	0.481	1.847	0.393	2.078	0.313	2.319
18	0.902	1.118	0.805	1.259	0.708	1.422	0.614	1.604	0.522	1.803	0.435	2.015	0.355	2.238
19	0.928	1.133	0.835	1.264	0.742	1.416	0.650	1.583	0.561	1.767	0.476	1.963	0.396	2.169
20	0.952	1.147	0.862	1.270	0.774	1.410	0.684	1.567	0.598	1.736	0.515	1.918	0.436	2.110
21	0.975	1.161	0.889	1.276	0.803	1.408	0.718	1.554	0.634	1.712	0.552	1.881	0.474	2.059
22	0.997	1.174	0.915	1.284	0.832	1.407	0.748	1.543	0.666	1.691	0.587	1.849	0.510	2.015
23	1.017	1.186	0.938	1.290	0.858	1.407	0.777	1.535	0.699	1.674	0.620	1.821	0.545	1.977
24	1.037	1.199	0.959	1.298	0.881	1.407	0.805	1.527	0.728	1.659	0.652	1.797	0.578	1.944
25	1.055	1.210	0.981	1.305	0.906	1.408	0.832	1.521	0.756	1.645	0.682	1.776	0.610	1.915
26	1.072	1.222	1.000	1.311	0.928	1.410	0.855	1.517	0.782	1.635	0.711	1.759	0.640	1.889
27	1.088	1.232	1.019	1.318	0.948	1.413	0.878	1.514	0.808	1.625	0.738	1.743	0.669	1.867
28	1.104	1.244	1.036	1.325	0.969	1.414	0.901	1.512	0.832	1.618	0.764	1.729	0.696	1.847
29	1.119	1.254	1.053	1.332	0.988	1.418	0.921	1.511	0.855	1.611	0.788	1.718	0.723	1.830
30	1.134	1.264	1.070	1.339	1.006	1.421	0.941	1.510	0.877	1.606	0.812	1.707	0.748	1.814
31	1.147	1.274	1.085	1.345	1.022	1.425	0.960	1.509	0.897	1.601	0.834	1.698	0.772	1.800
32	1.160	1.283	1.100	1.351	1.039	1.428	0.978	1.509	0.917	1.597	0.856	1.690	0.794	1.788
33	1.171	1.291	1.114	1.358	1.055	1.432	0.995	1.510	0.935	1.594	0.876	1.683	0.816	1.776
34	1.184	1.298	1.128	1.364	1.070	1.436	1.012	1.511	0.954	1.591	0.896	1.677	0.837	1.766
35	1.195	1.307	1.141	1.370	1.085	1.439	1.028	1.512	0.971	1.589	0.914	1.671	0.857	1.757
36	1.205	1.315	1.153	1.376	1.098	1.442	1.043	1.513	0.987	1.587	0.932	1.666	0.877	1.749

Table de distribution de loi F de FISHER-SNEDECOR
(Valeurs de F ayant la probabilité P d'être dépassées)

*	DL1 = 1		DL1 = 2		DL1 = 3		DL1 = 4		DL1 = 5	
	DL2	P = 0,05	P = 0,01	P = 0,01						
1	161,4	4052,00	199,5	4999,00	213,7	3403,00	224,6	5625,00	230,2	5764,00
2	18,51	98,49	19,00	99,00	19,16	99,17	19,25	99,25	19,30	99,30
3	10,13	34,12	9,55	30,81	9,28	29,46	9,12	28,71	9,01	28,24
4	7,71	21,20	6,94	18,00	6,59	16,69	6,39	13,98	6,26	13,32
5	6,61	16,26	5,79	13,27	5,41	12,06	5,19	11,39	5,03	10,97
6	3,99	13,74	3,14	10,91	4,76	9,78	4,53	9,13	4,39	8,75
7	3,39	12,23	4,74	9,35	4,33	8,43	4,12	7,85	3,97	7,45
8	3,32	11,26	4,46	8,63	4,07	7,39	3,84	7,01	3,69	6,63
9	5,12	10,56	4,26	8,02	3,86	6,99	3,63	6,42	3,48	6,06
10	4,96	10,04	4,10	7,56	3,71	6,33	3,48	5,99	3,33	5,64
11	4,84	9,65	3,98	7,20	3,59	6,22	3,36	5,67	3,20	5,32
12	4,75	9,33	3,88	6,93	3,49	5,93	3,26	5,41	3,11	5,06
13	4,67	9,07	3,80	6,70	3,41	5,74	3,18	5,20	3,02	4,86
14	4,60	8,86	3,74	6,31	3,34	5,56	3,11	5,03	2,96	4,69
15	4,34	8,68	3,68	6,36	3,29	5,42	3,06	4,89	2,90	4,56
16	4,49	8,53	3,63	6,23	3,24	5,29	3,01	4,77	2,85	4,44
17	4,45	8,40	3,59	6,11	3,20	5,18	2,96	4,67	2,81	4,34
18	4,41	8,28	3,53	6,01	3,16	5,09	2,93	4,58	2,77	4,25
19	4,38	8,18	3,52	5,93	3,13	5,01	2,90	4,50	2,74	4,17
20	4,35	8,10	3,49	5,85	3,10	4,94	2,87	4,43	2,71	4,10
21	4,32	8,02	3,47	5,78	3,07	4,87	2,84	4,37	2,68	4,04
22	4,30	7,94	3,44	5,72	3,05	4,82	2,82	4,31	2,66	3,99
23	4,28	7,88	3,42	5,66	3,03	4,76	2,80	4,26	2,64	3,94
24	4,26	7,82	3,40	5,61	3,01	4,72	2,78	4,22	2,62	3,90
25	4,24	7,77	3,38	5,37	2,99	4,68	2,76	4,18	2,60	3,86
26	4,22	7,72	3,37	5,33	2,98	4,64	2,74	4,14	2,39	3,82
27	4,21	7,68	3,33	5,49	2,96	4,60	2,73	4,11	2,37	3,78
28	4,20	7,64	3,34	5,43	2,95	4,57	2,71	4,07	2,56	3,75
29	4,18	7,60	3,33	5,42	2,93	4,34	2,70	4,04	2,34	3,73
30	4,17	7,56	3,32	5,39	2,92	4,31	2,69	4,02	2,53	3,70
40	4,08	7,31	3,23	5,18	2,84	4,31	2,61	3,83	2,43	3,31
60	4,00	7,08	3,15	4,98	2,76	4,13	2,32	3,65	2,37	3,34
120	3,92	6,85	3,07	4,79	2,68	3,93	2,43	3,48	2,29	3,17
Infini	3,84	6,64	2,99	4,60	2,60	3,78	2,37	3,32	2,21	3,02

الملحق 05: جدول إحصائية توزيع T de Student

Table de distribution de la loi T de student (Valeurs de T ayant la probabilité P d'être dépassée en valeur absolue)													
DL / P	0,90	0,80	0,70	0,60	0,50	0,40	0,30	0,20	0,10	0,05	0,02	0,01	0,001
1	0,158	0,325	0,510	0,727	1,000	1,378	1,963	3,078	6,314	12,706	31,821	63,657	336,619
2	0,142	0,289	0,445	0,617	0,816	1,061	1,386	1,886	2,920	4,303	6,965	9,925	31,598
3	0,137	0,277	0,424	0,584	0,765	0,978	1,293	1,698	2,353	3,182	4,541	5,841	12,929
4	0,134	0,271	0,414	0,569	0,741	0,941	1,190	1,533	2,132	2,776	3,747	4,604	8,610
5	0,132	0,267	0,408	0,559	0,727	0,920	1,156	1,476	2,015	2,571	3,365	4,032	6,869
6	0,131	0,265	0,404	0,553	0,718	0,906	1,134	1,440	1,943	2,447	3,143	3,707	5,959
7	0,130	0,263	0,402	0,549	0,711	0,896	1,119	1,415	1,895	2,365	2,998	3,499	5,408
8	0,130	0,262	0,399	0,546	0,706	0,890	1,108	1,397	1,860	2,306	2,896	3,365	5,041
9	0,129	0,261	0,398	0,543	0,703	0,883	1,100	1,383	1,833	2,263	2,821	3,250	4,781
10	0,129	0,260	0,397	0,542	0,700	0,879	1,093	1,372	1,812	2,228	2,764	3,169	4,587
11	0,129	0,260	0,396	0,540	0,697	0,876	1,088	1,363	1,796	2,201	2,718	3,106	4,437
12	0,128	0,259	0,395	0,539	0,695	0,873	1,083	1,356	1,782	2,179	2,681	3,055	4,318
13	0,128	0,259	0,394	0,538	0,694	0,870	1,079	1,350	1,771	2,160	2,660	3,012	4,221
14	0,128	0,258	0,393	0,537	0,692	0,868	1,076	1,345	1,761	2,145	2,624	2,977	4,140
15	0,128	0,258	0,393	0,536	0,691	0,866	1,074	1,341	1,753	2,131	2,602	2,947	4,073
16	0,128	0,258	0,392	0,535	0,690	0,865	1,071	1,337	1,746	2,120	2,583	2,921	4,015
17	0,128	0,257	0,392	0,534	0,689	0,863	1,069	1,333	1,740	2,110	2,567	2,898	3,965
18	0,127	0,257	0,392	0,534	0,688	0,862	1,067	1,330	1,734	2,101	2,552	2,878	3,922
19	0,127	0,257	0,391	0,533	0,688	0,861	1,066	1,328	1,729	2,093	2,539	2,861	3,883
20	0,127	0,257	0,391	0,533	0,687	0,860	1,064	1,325	1,725	2,086	2,528	2,845	3,850
21	0,127	0,257	0,391	0,532	0,686	0,859	1,063	1,323	1,721	2,080	2,518	2,831	3,819
22	0,127	0,256	0,390	0,532	0,686	0,858	1,061	1,321	1,717	2,074	2,508	2,819	3,792
23	0,127	0,256	0,390	0,532	0,685	0,858	1,060	1,319	1,714	2,069	2,500	2,807	3,767
24	0,127	0,256	0,390	0,531	0,685	0,857	1,059	1,318	1,711	2,064	2,492	2,797	3,745
25	0,127	0,256	0,390	0,531	0,684	0,856	1,058	1,316	1,708	2,060	2,485	2,787	3,725
26	0,127	0,256	0,390	0,531	0,684	0,856	1,058	1,315	1,706	2,056	2,479	2,779	3,707
27	0,127	0,256	0,389	0,531	0,684	0,855	1,057	1,314	1,703	2,052	2,473	2,771	3,690
28	0,127	0,256	0,389	0,530	0,683	0,855	1,056	1,313	1,701	2,048	2,467	2,763	3,674
29	0,127	0,256	0,389	0,530	0,683	0,854	1,055	1,311	1,699	2,045	2,462	2,756	3,649
30	0,127	0,256	0,389	0,530	0,683	0,854	1,055	1,310	1,697	2,042	2,457	2,750	3,656
40	0,126	0,255	0,388	0,529	0,681	0,851	1,053	1,308	1,684	2,021	2,423	2,704	3,551
60	0,126	0,254	0,387	0,527	0,679	0,848	1,048	1,296	1,671	2,000	2,390	2,660	3,460
120	0,126	0,254	0,386	0,526	0,677	0,845	1,041	1,280	1,658	1,980	2,368	2,617	3,373
infini	0,126	0,253	0,385	0,524	0,674	0,842	1,036	1,282	1,645	1,960	2,326	2,576	3,291

