



الجامعة الإسلامية- غزة
عمادة الدراسات العليا
كلية التجارة
قسم المحاسبة والتمويل

تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية (دراسة تحليلية)

إعداد

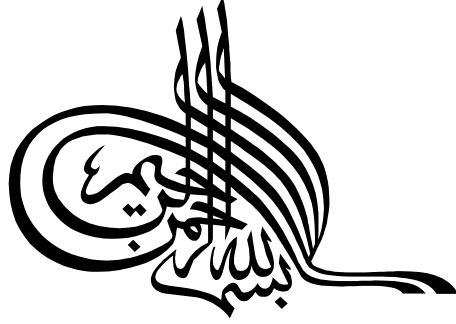
محمود محمد سمير / محمود المصري

إشراف الدكتور

حمدي شحادة محمود زعرب

قدم هذا البحث استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل

1432هـ - 2011م



﴿إِنَّمَا يَخْشَى اللَّهَ مِنْ عِبَادِهِ الْعُلَمَاءُ إِنَّ اللَّهَ عَزِيزٌ غَفُورٌ﴾
(فاطر / الآية 28)

﴿يَرْفَعُ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا
الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ وَاللَّهُ بِمَا تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ﴾
(المجادلة / الآية 11)

إهداء

إلى روح أخي الشهيد ياإذن الله "محمد" ...

إلى أبي العزيز ...

إلى أمي الغالية ...

إلى زوجتي الحنون ...

إلى أولادي محمد وعبد الرحمن ...

إلى إخوتي الأعزاء ...

إلى أصدقائي الأوفياء ...

إلى كل من ساهم في إنجاز هذه الدراسة ...

أهدي هذا البحث

الباحث

محمود محمد سمير / المصري

الشكر والنقابة

الحمد لله حمداً يليق بجلال قدره وعظيم سلطانه، والشكر لله أولاً على ما أنعم به علي من نعم كانت خير عون لي في إنجاز هذا العمل...
والشكر موصول لمن أشرف عليّ وساعدني في إنجاز هذه الدراسة :

الأستاذ المشارك د. حمدي شحدة زعرب

المشرف على هذه الرسالة الذي لم يدخر جهداً إلا وقدمه في سبيل إنجاز هذا العمل، فأرجو الله أن يمن عليه بوافر كرمه ويغدق عليه من واسع حسناته. وأعضاء لجنة المناقشة لتكريمهما بمناقشتي وهم:

الأستاذ المشارك د. على عبد الله شاهين

الأستاذ المشارك د. ماهر موسى ضرغام

وكما أتقدم بوسع الشكر والامتنان لجامعتنا الغراء الجامعة الإسلامية والتي كانت وما زالت محضناً للعلم وموئلاً للمبدعين، وذلك لما وفرتة من الكتب والمراجع التي كانت عوناً لي في إنجاز هذه الدراسة.
كما أتقدم بالشكر إلي كل من ساهم معي ولو بكلمة في إخراج هذا البحث.

الباحث

ملخص الدراسة

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 2006م وحتى 2009م، حيث تم استخدام اختبار الأحداث المتشابهة لفحص درجة الاستقلالية واختبار التوزيع الطبيعي للحكم على كفاءة البورصة، واستخدم اختبار بيرسون لمعرفة ارتباط القطاعات الخمس مع بعضها البعض، واستخدم اختبار أريما لمعرفة اتجاه وحركة أسعار الإغلاق وإمكانية التنبؤ بالمستقبل.

ولتحقيق أهداف الدراسة تم تناولها على أربعة فصول: الفصل الأول يشمل خطة الدراسة، والفصل الثاني الأسواق المالية والفصل الثالث اختبار الفرضيات، والفصل الرابع النتائج والتوصيات.

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.

ABSTRACT

This study aimed to analyze the behavior of stock prices of companies listed on the Stock Exchange Palestine Securities Exchange and therefore to judge the efficiency of the Stock Exchange of Palestine.

Where were collected closing prices weekly for the years 2006 until 2009, was used run test to examine the degree of independence and test the normal distribution(1- Sample K – S) to judge the efficiency of the stock market, and use the test Correlation Pearson to see a link five sectors with each other, and use the test Arima to know the direction and the movement of the closing prices and the possibility of predicting the future.

The study comes in four chapters. Chapter one contains the study problem, methodology, assumptions, objectives, and literature review. While, chapter two describes what are and what for stock markets and defines pricing fairness. Chapter three analysis shares pricing data in order to check for the assumption of pricing fairness. At the end, comes chapter four with the results and recommendations.

And the study concluded that the Stock Exchange Palestine Securities Exchange is inefficient, the price close for the stock is non-independent and is not characterized by normal distribution and the investor can predict future prices and thus achieve abnormal profits.

The study recommended the need to disseminate information, data and reports the financial and other permanently to achieve the transparency and objectivity, and the creation of companies, financial analysis, and expand its shareholder base.

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ	آية قرآنية
ب	الإهداء
ج	شكر وتقدير
د	ملخص الدراسة باللغة العربية
هـ	ملخص الدراسة باللغة الإنجليزية
و	فهرس المحتويات
ط	قائمة الجداول
ي	قائمة الأشكال
1	الفصل الأول: الإطار العام للدراسة
2	المقدمة
3	أهداف الدراسة
3	أهمية الدراسة
3	مشكلة الدراسة
3	فرضيات الدراسة
4	متغيرات الدراسة
4	مجتمع وعينة الدراسة
4	منهجية الدراسة
4	مصادر جمع البيانات
4	الدراسات السابقة
8	تعليق على الدراسات السابقة
9	الفصل الثاني: الأسواق المالية
12	المبحث الأول: سوق الأوراق المالية
12	تمهيد
13	مفهوم الأسواق المالية
14	أهمية الأسواق المالية

الصفحة	الموضوع
14	عوامل ومقومات نجاح الأسواق المالية
15	أنواع الأسواق المالية
19	تعريف الأسواق المالية
19	دور وأهمية سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي
20	الأوراق المالية المتداولة الأسواق في سوق الأوراق المالية
22	دوافع إدراج الشركات لأسهمها في سوق الأوراق المالية
23	المبحث الثاني: كفاءة أسواق الأوراق المالية
23	مفهوم الكفاءة في أسواق الأوراق المالية
24	أنواع وسمات الكفاءة في أسواق الأوراق المالية
26	خصائص وشروط سوق الأوراق المالية الكفؤ
27	مستويات كفاءة أسواق الأوراق المالية
28	العلاقة بين الحركة العشوائية للأسعار وكفاءة السوق
30	الفصل الثالث: الإطار العملي
31	المبحث الأول: بورصة فلسطين للأوراق المالية
31	مقدمة
31	نشأة وغاية بورصة فلسطين للأوراق المالية
32	أهداف بورصة فلسطين للأوراق المالية
33	المعوقات والأزمات التي واجهت بورصة فلسطين للأوراق المالية
35	الشركات المدرجة وعدد الأسهم المتداولة وقيمة الأسهم المتداولة والقيمة السوقية لأسهم الشركات في بورصة فلسطين للأوراق المالية
36	مؤشر القدس
37	العينة الداخلة في مؤشر القدس
38	مراحل تطور مؤشر القدس
39	المبحث الثاني: الطريقة والإجراءات
39	المعالجات والأساليب الإحصائية
40	اختبار الفرضية الأولى لسنة 2006م
42	اختبار الفرضية الأولى لسنة 2007م
44	اختبار الفرضية الأولى لسنة 2008م

الصفحة	الموضوع
46	اختبار الفرضية الأولى لسنة 2009م
48	اختبار الفرضية الأولى لسنوات من 2006 وحتى 2009
51	اختبار الفرضية الثانية لسنة 2006م
53	اختبار الفرضية الثانية لسنة 2007م
56	اختبار الفرضية الثانية لسنة 2008م
58	اختبار الفرضية الثانية لسنة 2009م
60	اختبار الفرضية الثانية لسنوات من 2006 وحتى 2009
63	اختبار الفرضية الثالثة لسنوات من 2006 وحتى 2009
65	اختبار الفرضية الرابعة لسنة 2006م
67	اختبار الفرضية الرابعة لسنة 2007م
70	اختبار الفرضية الرابعة لسنة 2008م
73	اختبار الفرضية الرابعة لسنة 2009م
76	اختبار الفرضية الرابعة لسنوات من 2006 وحتى 2009
81	الفصل الرابع: النتائج والتوصيات
82	النتائج
84	التوصيات
85	المراجع
85	المراجع العربية
89	المراجع الأجنبية
89	المواقع الالكترونية والنشرات
90	الملاحق

قائمة الجداول

رقم الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
35	يبين التطور التاريخي للشركات المدرجة في نهاية كل عام	1
37	يبين أسماء الشركات الداخلة في احتساب المؤشر	2
38	يبين قيمة المؤشر لكل سنة	3
40	نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار الإغلاق لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2006م	4
43	نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار الإغلاق لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2007م	5
45	نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار الإغلاق لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2008م	6
47	نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار الإغلاق لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2009م	7
49	نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار الإغلاق لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية من سنة 2006م إلى 2009م	8
52	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لأسعار الإغلاق لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2006م	9
54	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لأسعار الإغلاق لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2007م	10
56	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لأسعار الإغلاق لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2008م	11
59	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لأسعار الإغلاق لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2009م	12
61	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لأسعار الإغلاق لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية من سنة 2006م إلى 2009م	13
63	يوضح مصفوفة معاملات الارتباط بين القطاعات الخمس وإجمالي القطاعات	14

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	اسم الشكل التوضيحي	رقم الشكل
18	الأنواع المختلفة للأسواق المالية	1
65	دالة الترابط الذاتي ACF لسنة 2006	2
65	دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF لسنة 2006	3
66	أخطاء دالة الترابط الذاتي ACF لسنة 2006	4
67	أخطاء دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF لسنة 2006	5
68	دالة الترابط الذاتي ACF لسنة 2007	6
68	دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF لسنة 2007	7
69	أخطاء دالة الترابط الذاتي ACF لسنة 2007	8
70	أخطاء دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF لسنة 2007	9
71	دالة الترابط الذاتي ACF لسنة 2008	10
71	دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF لسنة 2008	11
72	أخطاء دالة الترابط الذاتي ACF لسنة 2008	12
73	أخطاء دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF لسنة 2008	13
74	دالة الترابط الذاتي ACF لسنة 2009	14
74	دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF لسنة 2009	15
76	أخطاء دالة الترابط الذاتي ACF لسنة 2009	16
76	أخطاء دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF لسنة 2009	17
77	دالة الترابط الذاتي ACF للسنوات من 2006 وحتى 2009	18
77	دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF للسنوات من 2006 وحتى 2009	19
78	أخطاء دالة الترابط الذاتي ACF للسنوات من 2006 وحتى 2009	20
79	أخطاء دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF للسنوات من 2006 وحتى 2009	21
80	تنبؤ بـ 5298 قيمة مستقبلية للسنوات من 2006 وحتى 2009	22

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

مقدمة:

تؤدي أسواق الأوراق المالية دوراً مهماً في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الاقتصاديات المعاصرة لأي بلد، وذلك عن طريق توجيه المدخرات المختلفة للأفراد والمؤسسات نحو الاستثمار في الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية.

وتعمل الأسواق المالية على توفير السيولة اللازمة لتحقيق التنمية، وتساهم أيضاً في توفير التمويل المتوسط والطويل الأجل للوحدات الاقتصادية المختلفة، وإن كفاءة الأسواق المالية تعتمد على سلوك أسعار الأسهم والسير العشوائي لهذه الأسهم ومعرفة مدى ارتباط أسعار الإغلاق خلال فترات.

إن التعامل مع الأسواق المالية والنفوذ إليها مرتبط أساساً بتحليل سلوك أسعار أسهم تلك الأسواق ومعرفة المتغيرات والعوامل المؤثرة فيها ومدى علاقة الأسواق مع بعضها البعض لغرض الوصول إلى النتائج التي من خلالها تمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم، وعليه فإن تحليل سلوك أسعار أسهم الأسواق المالية مرتبط تماماً بالتعامل بتلك الأسواق بهدف تزويد المستثمر بالبيانات والمعلومات اللازمة لتبني الأداة الاستثمارية المناسبة في الوقت المناسب وفي المكان المناسب، فبدون التحليل العلمي لسلوك أسعار الأسهم المستند على معلومات وبيانات شفافة وبدون تخطيط مسبق لاتخاذ القرارات المالية سوف يكون الاستثمار معرض إلى مخاطر كبيرة وقد يكون ضياع لمبدأ الاستثمار نفسه.

ولكي تقوم الأسواق المالية بدورها الاقتصادي في تجميع المدخرات المختلفة، يجب أن تتصف أسعار سوق الأوراق المالية لأي بلد بالكفاءة في تسعيرها، وهذا لا يحدث إلا إذا توفرت المعلومات ذات العلاقة عن الشركات وانعكست بصورة مستمرة وبطريقة غير مضللة على أسعار الأوراق المالية مما يؤدي إلى زيادة قدرة الشركات والأفراد على الاستثمار والإنتاج والتوسع لتغطية مجالات السوق ذات الربحية العالية، وبالتالي تحقق سوق الأوراق المالية دورها الاقتصادي في توجيه المدخرات ومن ثم في تحسين التنمية الاقتصادية والاجتماعية، فقد أجريت العديد من الدراسات التطبيقية لدراسة سلوك أسعار الأسهم ومستوى كفاءة الأسواق المالية ومعرفة مدى توافر المعلومات والبيانات وسرعة وسهولة انتقالها وانعكاسها على أسعار الأسهم في السوق، بحيث يعكس سعر السهم القيمة الحقيقية له، بناءً على المعلومات المتوفرة (القرع، 2001ص2).

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى:

1. قياس سلوك أسعار الأسهم في بورصة فلسطين للأوراق المالية.
2. قياس كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية.
3. قياس إمكانية تحقيق أرباح غير عادية من قبل المستثمرين.
4. قياس مدى ارتباط و تأثير القطاعات الخمس مع بعضها البعض.
5. الخروج بنتائج و توصيات تفيد المستثمرين و تزيد من كفاءة البورصة.

أهمية الدراسة:

الدراسة مهمة لأنها تعمل على:

1. توفير فرص استثمارية جديدة للمستثمرين عن طريق تنويع المحفظة الاستثمارية.
2. تطوير الاقتصاد الفلسطيني من خلال تنمية المدخرات الوطنية وتوجيهها لتمويل المشاريع الاقتصادية والاجتماعية والتنمية.

مشكلة الدراسة:

تعتمد كفاءة سوق الأوراق المالية على سلوك أسعار الشركات المدرجة فيه، فإذا كان مستقلاً فإن أسعار الإغلاق أيضاً تكون مستقلة ولا يوجد ارتباط تسلسلي أو متسلسل بين أسعار الإغلاق من فترة لأخرى، وبالتالي لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية من قبل المستثمر. وبالتالي هل يمكن الاعتماد على أسعار الأسهم الحالية للتنبؤ بأسعار الأسهم المستقبلية، ويمكن صياغة المشكلة في السؤال التالي:

ما أثر سلوك أسعار الأسهم على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية؟

فرضيات الدراسة:

بناءً على مشكلة الدراسة وأهدافها تم صياغة الفرضيات التالية:

1. لا يوجد ارتباط متسلسل بين أسعار الإغلاق للفترة الحالية وأسعار الإغلاق لفترة زمنية سابقة بمعنى إن أسعار إغلاق الأسهم تتصف بالاستقلالية.
2. لا تتصف أسعار الإغلاق بالتوزيع الطبيعي.
3. لا يوجد ارتباط بين القطاعات الخمس في السوق.

4. لا تظهر السلسلة الزمنية للأسعار اتجاهها واضحاً نحو التزايد مع الزمن.

متغيرات الدراسة:

- ◆ المتغير التابع : كفاءة البورصة.
- ◆ المتغير المستقل : سلوك أسعار الأسهم.

مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية والتي تقوم بنشر بياناتها المالية للفترة من (2006-2009)م وهي تمثل أيضاً نفس عينة الدراسة حيث تم تجميع أسعار الإغلاق الأسبوعية لأسهم هذه الشركات.

منهجية الدراسة:

تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي في الدراسة وتم عمل تحليل مالي لبيانات أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية، حيث يعتبر من أكثر المناهج استخداماً في الظواهر الاجتماعية والإنسانية، وكذلك يتناسب مع موضوع الدراسة.

مصادر جمع البيانات:

تم جمع البيانات من خلال الكتب والدراسات السابقة والرسائل العلمية ذات الصلة وكذلك النشرات التي تصدر عن بورصة فلسطين للأوراق المالية وأسعار إغلاق الأسهم الأسبوعية والتقارير المالية المتوفرة وكذلك الأنظمة والتعليمات المنظمة لعمل البورصة.

الدراسات السابقة :

1. دراسة (Fama, 1965):

هذه الدراسة من أوائل الدراسات التي أجريت لاختبار نموذج السير العشوائي على أسعار الأسهم، حيث قام بتطبيق العينة على 30 شركة صناعية مدرجة في سوق نيويورك للأوراق المالية خلال الفترة (1956-1961)، واستخدم التحليل الإحصائي لاختبار فرضيتي السير العشوائي في الاستقلالية ودرجة التوزيع الطبيعي للتغيرات اليومية في أسعار الأسهم خلال الفترة المختارة، واستخدم الارتباط المتسلسل والاختبار المتكرر واختبار (Filter Test) لاختبار الاستقلالية في التغيرات. وقد خلصت الدراسة إلى أن التغيرات في أسعار الأسهم مستقلة، إذ إن

درجة الارتباط المتسلسل بين التغيرات اليومية في أسعار الأسهم لم يتجاوز الحد الأدنى وهو (0.1) لدى معظم الشركات التي تم الدراسة عليها، وإن التغيرات في أسعار الأسهم ليست متكررة، أي إن التغيرات مستقلة حسب الاختبار المتكرر، إن التغيرات في أسعار الأسهم تخضع للتوزيع الطبيعي.

2. دراسة (عبد الله، 1995):

حيث اختبر الباحث العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية، وهدفت الدراسة إلى التعرف على أهم العوامل المحددة لأسعار الأسهم للشركات المساهمة في سوق الأسهم السعودي في القطاع الصناعي، قطاع الأسمت و قطاع الخدمات. استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد من أجل تحديد أهم العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم. شمل النموذج عددا من المتغيرات المستقلة هي دخل السهم، الأرباح الموزعة، العائد على حق الملكية، العائد على إجمالي الموجودات، رافعة التمويل، رافعة التشغيل، المؤشر العام لأسعار الأسهم والمشاركة الحكومية في ملكية أسهم الشركات المساهمة. أوضحت نتائج هذه الدراسة أن دخل السهم والعائد على حق الملكية والمؤشر العام لأسعار الأسهم تعتبر من أهم العوامل التي تحدد أسعار أسهم الشركات المساهمة بغض النظر عن طبيعة نشاط القطاع إضافة إلى ذلك وفي حالة قطاعي الصناعة والخدمات فإن للمشاركة الحكومية علاقة إيجابية مع سعر السهم.

3. دراسة (القضاة، 1995):

والتي تهدف إلى معرفة رأي الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي بعملية تقييم وتسعير السوق المالي لأسهمها، وكذلك ألقاء الضوء على الثوابت والمتغيرات التي أثرت على هذا الموضوع. فقد خلصت إلى إن الأسهم في سوق عمان المالي غير مسعرة بشكل صحيح ليس فقط بسبب إن السوق المالي قصير النظر، بل ربما هناك سببين آخرين قد ساهما في ذلك، الأول إن نوعية المعلومة المحاسبية والمستخدم في عملية التسعير ليست بالمستوى المطلوب، وثانياً إن هناك نقص في الكوادر المتخصصة القادرة على التقييم.

4. دراسة (Qudah, 1997):

حول اختبار نموذج السير العشوائي على أسعار الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية، حيث اشتملت العينة على أسعار الإغلاق اليومية والأسبوعية ل (32) شركة مدرجة في السوق

خلال الفترة (1992-1994)، حيث استخدم معامل الارتباط المتسلسل والاختبار المتكرر لاختبار فرضيتي نموذج السير العشوائي، حيث تم التوصل إلى إن معاملات الارتباط بين أسعار الأسهم اليومية لفترة واحدة عالية إلى حد ما بينما يظهر تحليل المتسلسلة الزمنية لأسعار الأسهم بالنسبة لفترات سابقة أنها تتبع المستقلة إلى حد ما، وخلصت الدراسة إلى إن نموذج السير العشوائي لا ينطبق على سلوك أسعار الأسهم اليومية لوجود عوامل فنية خاصة بالسوق.

5. دراسة (القرع، 2001):

حول سلوك أسعار الأسهم الناشئة في بورصة فلسطين للأوراق المالية، حيث شملت العينة (10) شركات مدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية، حيث هدفت الدراسة إلى معرفة سلوك أسعار الأسهم والتعرف على أهم خصائص التوزيع الاحتمالي لها، حيث طبق نموذج السير العشوائي وقد خلصت الدراسة إلى إن بورصة فلسطين للأوراق المالية غير كفؤة عند المستوي الضعيف وذلك باستخدام نموذج السير العشوائي.

6. دراسة (عبد اللطيف، 2001):

والتي تهدف إلى قياس نشاط وكفاءة أداء أسواق الأوراق المالية في مصر عن السنوات من 1994 وحتى 1998 واستخدمت اختبار الأحداث المتشابهة واختبار السكون واختبار نسبة التباين واختبار الانحدار إلى إن سوق الأوراق المالية ضعيف الكفاءة وإن المستهلك يمكن له أن يحقق أرباح غير عادية.

7. دراسة (AL-Fayyumi، 2003):

دراسة تطبيقية على بورصة فلسطين للأوراق المالية لتقصي العلاقة بين حجم التداول وتذبذب أسعار الأسهم عن طريق اختبار صحة فرضية التوزيعات المختلطة، حيث إن الهدف هو التحقق من إمكانية تحديد حجم التداول كمتغير مختلط معبر عن معدل وصول المعلومات. وتتكون بيانات الدراسة من الأسعار وأحجام التداول الأسبوعية لمؤشر بورصة فلسطين و الذي يسمى بمؤشر القدس. وذلك خلال الفترة ما بين (1997-2000م)، وخلصت الدراسة إلى غياب حجم التداول كمتغير خليط، وإن هذا النموذج يصف عوائد مؤشر السوق إلى حد كبير. وعند إدخال حجم التداول الحالي أو المتأخر كمتغير معبر عن وصول المعلومات، فإن توصيلة التذبذب لم تتلاشى، وبالتالي فإن فرضية التوزيعات المختلطة لا تعتبر ملائمة لبورصة فلسطين.

8. دراسة (داوود، 2006):

هدفت الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة على سيولة السهم في بورصة فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة ما بين (2002-2005) وشملت عينة الدراسة على (15) شركة مساهمة عامة مدرجة في السوق الأولي من بورصة فلسطين للأوراق المالية، حيث إن عدد الشركات في السوق حوالي (28) شركة، خلال الفترة (2002-2005)، واستخدم في التحليل نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لتحديد العلاقة بين المتغيرات المستقلة وبين المتغير التابع وهو سيولة السهم، والمجزأ إلى جزأين وهي عدد الأسهم المتداولة وقيمة الأسهم المتداولة، وكذلك درجة تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، والمتغيرات المستقلة هي متوسط القيمة السوقية، ربحية السهم، درجة الرفع المالي، توزيعات الأسهم، معدل العائد على الاستثمار، ومعدل العائد على حقوق الملكية، وأوضحت نتائج هذه الدراسة أن متوسط القيمة السوقية ومعدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد على حقوق الملكية تعتبر من أهم العوامل التي تؤثر على سيولة السهم، وان ربحية السهم ودرجة الرفع المالي وتوزيعات الأسهم ليس لها تأثير على سيولة السهم.

9. دراسة (الفالوجي، 2007):

هدفت الدراسة إلى اختبار كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية عند المستوي الضعيف خلال الفترة (2004-2005)، حيث شملت العينة كافة أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية، حيث أثبتت النتائج إن تحركات أسعار الأسهم لا تتبع خصائص التوزيع الطبيعي، وكذلك تحركات أسعار الأسهم هي تحركات غير مستقلة، حيث يمكن للمستثمر تتبع أسعار الأسهم ويتوقع الأسعار المستقبلية للأسهم، وكذلك يمكن للمستثمر تكوين نموذج محاكاة لأسعار الأسهم المتوقعة، وبالتالي فإن بورصة فلسطين للأوراق المالية غير كفؤ عند المستوي الضعيف.

10. دراسة (يوسف، 2008):

هدفت الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي، حيث هدفت الدراسة إلى التعرف على أهم العوامل المؤثرة على عائد الأسهم والمسببة لهذا التذبذب الحاد وبيان أي العوامل أكثر تأثيراً من غيرها على عوائد الأسهم (العوامل الداخلية أم الخارجية)، حيث تكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة (2000-2006)، حيث كانت العينة طبقة عشوائية تمثل (30%) من المجتمع الأصلي

وهو (60) شركة. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات أهمها وجود علاقة موجبة بين عوائد الأسهم ومعدل التضخم وأسعار الفائدة، وعدم وجود علاقة بين العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات وعدم وجود علاقة بين عجز الموازنة العامة للدولة وعوائد الأسهم.

11. دراسة (التهتموني،2008):

هدفت الدراسة إلى اختبار فرضية السير العشوائي لبورصة عمان للأوراق المالية (دراسة مقارنة بين أنواع مؤشرات السوق)، وذلك بالتطبيق على نوعين من المؤشرات في السوق وهم المؤشر المرجح بالقيمة السوقية والمؤشر المبني على الأسهم المتاحة للتداول وذلك من سنة 2003-2007. وقد خلصت الدراسة إلى إن السوق لا يتمتع بالكفاءة على أساس المؤشر المرجح بالقيمة السوقية وعلى أساس المؤشر المبني على الأسهم المتاحة للتداول. وتبين أيضا إن المؤشر المرجح بالقيمة السوقية لا يعد مرآة صادقة للسوق وهو ما تبين من خلال نتائج ارتباط المؤشر مع المؤشرات القطاعية والذي تبين إنه مؤشر منحاز للشركات ذات القيمة السوقية الأعلى، وتبين إن المؤشر المبني على الأسهم المتاحة للتداول هو مؤشر معبر عن حركة السوق.

تعليق على الدراسات السابقة:

من الملاحظ إن الدراسات السابقة اختبرت كفاءة البورصة في عدة دول مختلفة من خلال استخدام نموذج السير العشوائي و اختبار الأحداث المتشابهة ، كما بحثت الدراسات السابقة إذا كان بإمكان المستثمر الاستفادة من المعلومات التاريخية للأسهم للتنبؤ بالأسعار المستقبلية و بالتالي تحقيق أرباح غير عادية، والدراسة الحالية اختبرت كفاءة السوق وتبين وجود إمكانية لتحقيق أرباح غير عادية من قبل المستثمر.

الفصل الثاني

سوق الأوراق المالية

الفصل الثاني

سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: مفاهيم عامة في الأسواق المالية:

- أولاً: مفهوم الأسواق المالية.
- ثانياً: أهمية الأسواق المالية.
- ثالثاً: عوامل ومقومات نجاح السوق المالي.
- رابعاً: أنواع الأسواق المالية.
- خامساً: تعريف سوق الأوراق المالية.
- سادساً: دور وأهمية سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي.
- سابعاً: الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية.
- ثامناً: دوافع إدراج الشركات لأسهمها في سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية"البورصة":

- أولاً: مفهوم الكفاءة في أسواق الأوراق المالية.
- ثانياً: أنواع الكفاءة في أسواق الأوراق المالية.
- ثالثاً: خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤ.
- رابعاً: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية.
- خامساً: العلاقة بين الحركة العشوائية للأسعار وكفاءة السوق.

مقدمة الفصل:

تناول هذا الفصل الإطار النظري للأسواق المالية، ويشتمل على مبحثين رئيسيين لتوضيح الأسواق المالية من حيث تعريفها ومفهومها وأهميتها، حيث تم شرح عوامل ومقومات نجاح السوق المالي والتي تم تصنيفها إلى عوامل أساسية وأخرى مقومات مساندة، وتم التطرق إلى تصنيفات السوق المالي المختلفة والتي تنقسم إلى أسواق منظمة "بورصات" وأسواق غير منظمة، أسواق احتكارية، كذلك تم توضيح دور وأهمية سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي ومنها تنمية المدخرات وجذب استثمارات أجنبية، وتم شرح دوافع إدراج الشركات لأسهمها وأخيراً تم تناول مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية، وتم الإشارة إلى خصائص ومستويات السوق المالي الكفو (المستوى الضعيف، شبه القوي، القوي).

المبحث الأول

تمهيد:

تعد الأسواق المالية في أي دولة ركيزة أساسية في بنية الاقتصاد، وقد برزت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية، فهي كمقياس درجة الحرارة. والدور المهم الذي تلعبه في تنمية الاقتصاد الوطني لأي دولة وذلك بتنمية المدخرات الوطنية (الحسن، 2009، ص1)، فالأسواق المالية هي الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول، فقد ارتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم خاصة الرأسمالية منها (الزرري، وفرح، 2000، ص19).

فبالأسواق موجودة بوجود المجتمعات البشرية منذ القدم، ولكنها كانت تقتصر على بيع وشراء سلع حقيقية، كذلك وسائل وأساليب بيع وشراء هذه السلع كانت تتم بطرق بدائية وبسيطة كتبادل سلعة بسلعة وهذا ما يسمى في علم الاقتصاد بالمقايضة، وفي ظل التطور الحضاري الكبير تطورت الأسواق بشكل كبير وشهدت طفرة واسعة في السنوات الأخيرة بسبب التقدم التقني والتكنولوجي الواسع، ومع تطور وسائل الاتصال أصبح بإمكان البائع أو المشتري أن يبيع أو يشتري باتصال هاتفي مباشر أو بواسطة وسطاء، لذلك فإن مفهوم السوق أصبح لا يقتصر على مكان محدد أو على سلعة معينة، أي إن المكان أصبح لا يشكل شرطاً أساسياً لعمليات البيع والشراء (هندي، 1996، ص212).

وللأسواق المالية وظائف اقتصادية قد لا تكون واضحة للعديد من الناس ولكنها في واقع الأمر تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات المختلفة في المجتمع، أي ما بين المدخرين والمنتجين. فالقطاعات التي تقوم بالادخار بحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة وطموحاً، والقطاعات المنتجة بحاجة دائماً إلى المصادر المالية التي تساعد على الاستمرار في تأدية وظيفتها الاقتصادية. إذن تقوم الأسواق المالية في تأدية وظيفتها الاقتصادية الأساسية بنقل الأموال الفائضة (المدخرات) من القطاعات التي تملكها إلى تلك القطاعات التي لديها عجز في الأموال (الزرري، وفرح، 2000، ص19).

كما إن الأسواق في الوقت الحاضر أسواق متخصصة، بعضها متخصص في السلع الغذائية، وبعضها متخصص في بيع الذهب حيث يطلق عليه سوق الذهب، وبعضها متخصص في بيع وشراء الأوراق المالية وهذا ما يطلق عليه بسوق الأوراق المالية، وعلى الرغم من إن الأسواق المالية حديثة العهد بالنسبة إلى الأسواق الأخرى، إلا أنها تطورت تطوراً كبيراً سواء من حيث

التنظيم أو من حيث الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للعاملين فيها، ويرجع ذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في هذه الأسواق (خريوش، 1998، ص13).

أولاً: مفهوم الأسواق المالية:

الأسواق المالية شأنها شأن الأسواق الأخرى التي توفر نظاماً لتبادل الخدمات أو المنتجات أو كليهما معاً عن طريق الجمع بين طرفين أحدهما محتاج للخدمة والأخر منتج لهذه الخدمة.

فالأسواق المالية بوجه عام هي الوسيط الذي يعرض المدخرون الراغبون في الاستثمار من خلاله مدخراتهم إما مباشرة أو من خلال وسطاء، على مؤسسات الأعمال وأصحاب المشروعات والأشخاص الذين يحتاجون إلى اقتراض هذه الأموال (نصيف، 1995، ص21).

وفي تعريف آخر للسوق هو الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة للأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة (التميمي، وسلام، 2004، ص110).

وتعرف الأسواق المالية بأنها "الإطار أو النظام الذي تتجمع فيها طلبات الشراء والبيع للأدوات المالية والتي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول في الأسواق المالية، ويعتبر وجود الأسواق المالية من الشروط الضرورية لإتمام المبادلات المالية بسرعة وسعر عادل" (الميداني، 2002، ص17).

وهناك تعريف للسوق المالي على أنه الميكانيكية التي نشأت لتسهيل عمليات تبادل الأصول المالية (الحناوي وآخرون، 2002، ص8).

من خلال ما سبق من تعريفات يمكن استخلاص عدة حقائق حول الأسواق المالية: (سمور، 2007، ص21)

- ◆ إن السوق المالي يستمد مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام.
- ◆ إن السوق المالي هو الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق.
- ◆ بورصة الأوراق المالية أحد أهم أجهزة السوق المالية، فيها يتم التقاء العرض بالطلب من خلال وسيلة من وسائل الاتصال المألوفة وإجراء التعامل بالأوراق المالية في إطار توفر شروط محددة، ووفقاً لقواعد ونظم معينة.
- ◆ من الأركان الرئيسية في السوق المالي الوسطاء وصناع السوق وقنوات الاتصال التي تقوم على تسهيل عمليات اتصال البائعين بالمشتريين.

ثانياً: أهمية الأسواق المالية:

- تكمُن أهمية الأسواق المالية في أمور متعددة، منها (معروف، 2003، ص84):
1. نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية. وإن مجرد عرض الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في الأسواق المعينة يسهم مباشرة في تحويل المدخرين إلى مستثمرين وذلك عند الطلب على هذه الأدوات والتخلي عن السيولة المدخرة مقابلها.
 2. تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين وذلك عندما تمارس الأسواق المالية دوراً فاعلاً في رفع عوائد المدخرات التي تصبح الموارد التمويلية للمستثمرين من خلال اكتتاب الأسهم والسندات. وهنا كلما كانت الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية المحيطة بهذه الأسواق أكثر ملاءمة فإن الدور التحفيزي لهذه الأسواق بالنسبة للمدخرات يكون أكبر، وخاصة عندما يكتشف المدخرون بأن العوائد المتحققة من مدخراتهم أكبر من تلك التي يمكن تحقيقها من خلال التوفير الاعتيادي في الأجهزة المصرفية.
 3. تعد الأسواق المالية مرجعاً مهماً لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.
 4. تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات طويلة الأجل.
 5. يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها ومكاتبها المتخصصة تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة وذلك من خلال تحليل عوامل الطلب والعرض لهذه الأدوات وبيان احتياجات هذه الشركات وتحديد أفضل الأدوات وأنسب الطرق لتمويل هذه الاحتياجات.
 6. إن إلزام الشركات بالإفصاح ومراقبة عمليات التبادل في ردهات السوق يضمنان إلى حدٍ بعيد مناخاً استثمارياً يتسم بالشفافية.

ثالثاً: عوامل ومقومات نجاح السوق المالي:

لا يكفي أن تكون هناك شروط ملاءمة لقيام سوق مالي، ولكن لنجاح هذا السوق هناك عدة عوامل بعضها أساسي والبعض الآخر مكمل (التميمي، وسلام، 2004، ص110):

1. العوامل الأساسية وتتلخص في النقاط التالية:
 1. وجود الأنظمة واللوائح لتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات من خلال القوانين والتشريعات الرقابية التي تضيء صفة المنافسة الكاملة وتمنع الاحتكار والنصب والاحتيال.
 2. إنشاء أسواق للأوراق المالية داخل الدولة وتنوع أدوات الاستثمار في تلك الأسواق، يعني تعدد الخيارات أمام المدخرين، ويوفر السيولة الكافية بالنسبة لكل من المدخر والمستثمر.

3. توفر نظم للمعلومات المالية والمحاسبية التي تعكس المركز المالي والموقف المالي لتقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات الأمر الذي يمثل مصدر إعلامي لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات، مما يولد الثقة بين المتعاملين.
4. الحرية الكاملة في التعامل مع السوق فالمدخر يتعامل باختياريه، حيث السوق هي وعاء لاستقطاب المدخرات.
5. وجود الحوافز التي تمكن المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته.

2. مقومات مساندة:

1. الموقع الجغرافي للسوق المالي وقربه من الأسواق الدولية.
2. وجود عدد كبير من البنوك وشركات الاستثمار والشركات المساهمة العامة.
3. ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد.
4. وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة.
5. أنظمة اتصال فعالة ومتطورة وكفاءة لتوفير المعلومات الدقيقة والموثوق بها حول حركة الأسعار.
6. أنظمة كفاءة للإفصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات والسوق وتحليل نشاط الاقتصاد.
7. تشريعات تضيء صفة المنافسة الكاملة ومنع الاحتكار، لتفعيل السوق كأرضية للعرض والطلب.
8. هيكل مؤسسي منظم، يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة بشرط الحياد والخبرة.
9. تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب وتحديد التصرفات التي تعزز من ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئته.
10. نظام ضريبي مرن.

رابعاً: أنواع الأسواق المالية:

يمكن التمييز بين نوعين أساسيين من الأسواق داخل السوق المالي هما (آل الشيب، 2009، ص190):

- أسواق رأس المال Capital Markets
- أسواق النقد Money Markets

والاختلاف الأساس بين تلك النوعين من الأسواق يبرز في آجال استحقاق و نوعية الأدوات المالية التي يجري تداولها في كل من السوقين (Cooper,Fraser,1990,P19)، حيث يجري تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل في أسواق النقد، في حين يجري تداول الأدوات المالية طويلة الأجل في أسواق رأس المال.

وتنقسم أسواق رأس المال بدورها إلى حاضرة (فورية) وأسواق العقود المستقبلية.

"ويقصد بالأسواق الحاضرة تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل يتم تسليمها فور إتمام الصفقة " (خريوش، وأرشيد، 1998، ص28) .

أما أسواق العقود المستقبلية فهي تتعامل أيضاً في الأسهم والسندات، ولكن من خلال عقود يتم تنفيذها في تاريخ لاحق (Cooper,Fraser,1990,P 374).

الأسواق الحاضرة أو الفورية:

وهي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل وتنقسم الأسواق الحاضرة إلى:

1. الأسواق المنظمة " البورصات " The Organized Exchanges

هي السوق التي توجد لها قوانين وسياسات وهيئات تنظيمية تنظم التعامل فيها، ويتم تداول الأوراق المالية فيها بعد إصدارها، وتتميز الأسواق المنظمة بأن لها مكاناً محدداً يلتقي فيه المتعاملين بالبيع أو الشراء لورقة مالية مسجلة بتلك السوق، وتدار هذه السوق من خلال مجلس إدارة منتخب أعضاء السوق، وتنقسم الأسواق المنظمة إلى نوعين رئيسيين:

أ. الأسواق المنظمة الأولية (Primary Market أو سوق الإصدار):

وتعرف بأنها السوق التي تدخل فيها منشأة الأعمال المصدرة للأوراق المالية بائعة لها وبمعنى آخر أن بائع الورقة المالية هو المنشأة المصدرة (الزبيدي، 2001، ص 114) وفي هذا السوق تكون العلاقة مباشرة بين المنشأة المصدرة للورقة المالية وبين المشتري الأول لها " المكتتب".

ب. الأسواق المنظمة الثانوية (Secondary Market أو سوق التداول):

تعرف بأنها الأسواق التي يتم تداول الأوراق المالية بين حاملها وبين الراغبين في شرائها من غير المصدرين.

2. الأسواق غير المنظمة (الموازي) (The Unorganized Exchanges):

هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات غير المستوفية لشروط إدراجها في البورصة، ولا يوجد مكان محدد لتداول الأوراق المالية في هذا السوق وتقوم بهذه المهمة الشركات المالية أو البنوك أو الوسطاء ووفقاً للأسعار المعلنة، ويلعب الوسطاء دوراً أساسياً في هذا السوق الذي يتصف بالديناميكية المفرطة والمرونة العالية لأن جميع الصفقات تتم بسرعة بواسطة وسائل الاتصال المتاحة دون الحاجة إلى أن يلتقي البائع مع المشتري (آل شبيب، 2009، ص194).

ويشمل السوق غير المنظمة أسواق فرعية أخرى هي:

السوق الثاني: ويتمثل في السماسرة العاملين في الأسواق غير المنظمة والمنتشرين في المناطق المختلفة وكذلك المصارف التجارية، وسميت بالسوق الثاني على اعتبار أن السوق الأول هو البورصة المنظمة.

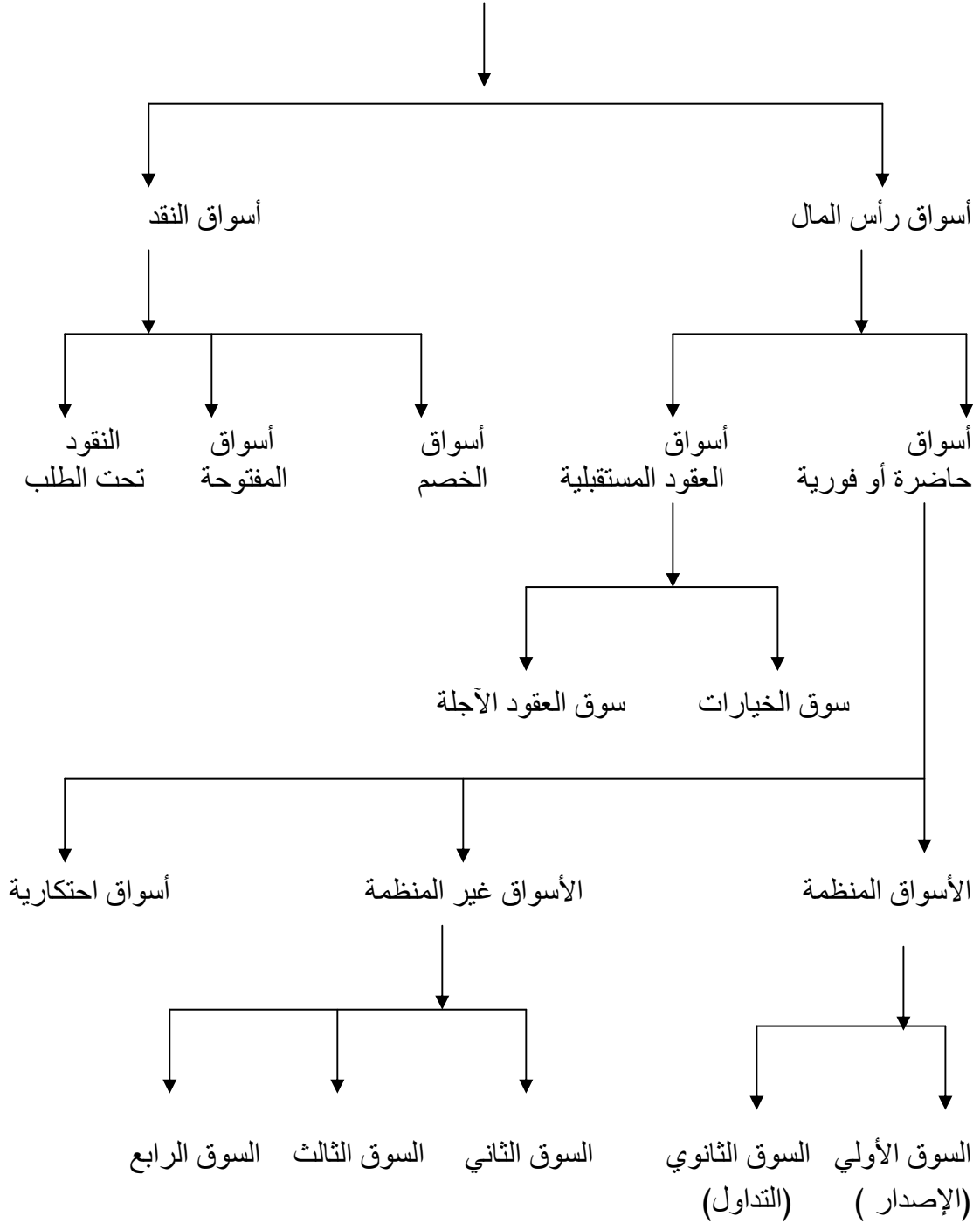
السوق الثالث: ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق.

السوق الرابع: وهي التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى والتي يكون الهدف منها استبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى.

والشكل رقم (1) يوضح الأنواع المختلفة للأسواق المالية.

شكل (رقم 1)

يوضح الأنواع المختلفة للأسواق المالية



خامساً: تعريف سوق الأوراق المالية:

يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.

ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال، فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول (صالحة، 2007، ص13).

وسوق الأوراق المالية "البورصة" المصطلح يطلق على السوق المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية عبر المؤسسات الاستثمارية (بنوك الاستثمار، الوسطاء، السماسرة) الذين يقومون بتنفيذ وإتمام صفقات التبادل لتلك الأوراق (Badger, et, 1969, P 53).

وتمثل البورصة أهم أجهزة السوق المالية ويمكن تعريفها بأنها تنظيم يتم من خلال التقاء العرض بالطلب بوسيلة من وسائل الاتصال المألوفة وإجراء التعامل بأوراق مالية معينة تتوافر فيها شروط محددة وفقاً لقواعد ونظم معينة.

من خلال التعريفات السابقة يمكن استنتاج العناصر الأساسية لسوق الأوراق المالية والتي هي:

- **الأوراق المالية:** (الأسهم والسندات) وتمثل البضاعة أو السلعة التي يتم تداولها في السوق.
- **المتعاملون:** وهم البائعون والمشترون والسماسرة والمؤسسات والهيئات والشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية.
- **المعلومات:** وتمثل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء والبيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية بمعرفة المستثمرين الحاليين والمرتقبين (حماد، 2000، ص19).

سادساً: دور وأهمية سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي:

تتمثل الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال "مدخرات" إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال. وقد وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية مرتبطة بالمعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات. هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتنبلور ضرورتها في خدمة النشاط الاقتصادي من خلال ما

يلي: (عبد الكريم، 2001، ص10)

1. تنمية المدخرات الوطنية عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيهها نحو القطاعات الاقتصادية المختلفة على أسس تنافسية كفؤة.
2. جذب الاستثمارات الأجنبية لتسهم في تسريع عملية التنمية الاقتصادية وتقليص الاعتماد على الاقتراض الخارجي.
3. الإسهام في تحقيق التوزيع الأمثل للموارد المالية المتاحة وبالتالي التقليل من تكاليف ومخاطر التمويل.
4. المساهمة في رفع مستوى الوعي الادخاري والاستثماري للأفراد والمؤسسات وزيادة شفافية وموثوقية المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات المدرجة والاقتصاد الكلي على حدٍ سواء.
5. تسريع وتسهيل عملية التخصيص وتوسيع قاعدة الملكية في الاقتصاد.
6. توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.
7. القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الأجل المختلفة.
8. تمويل خطط التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لتمويل مشروعات التنمية، والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها (صالحه، 2007، ص 15).
9. المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف والذي يؤدي بدوره إلى تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي (بتال، 2004، ص 4).

سابعاً: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية:

تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال السلعة الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال الفورية، فهي تعتبر صكاً لإثبات حق في أصل معين وفي التوقعات النقدية الناتجة عن هذا الأصل أي إنها مستند ملكية أودين يبين حقوق ومطالب المستثمر (حنفي، 2003، ص 24).

وتعرف بأنها صكوك أو مستندات تثبت حق صاحبها في ملكية جزء من صافي أصول أو موجودات الشركة، وما ينتج عن استثمارها من ربح مثل الأسهم أو الحق في دين على الشركة

مصدرة الورقة مثل السندات أو الحق العائد مثل حصص التأسيس أو تكون قابلة للتداول بالبيع والشراء في سوق رأس المال مثل الأسهم والسندات (البرواري، 2002، ص 29).

والأوراق المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية المنظمة "البورصات" هي: (هندي، 1993، ص 275)

- الأسهم العادية.
- الأسهم الممتازة.
- السندات.
- الأوراق المالية القابلة للتحويل.
- الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها الحكومة.
- المشتقات (الخيارات والعقود المستقبلية)

1. **الأسهم العادية:** وتعتبر الأسهم العادية من أكثر الأوراق المالية شيوعاً واستخداماً بين المستثمرين في سوق الأوراق المالية وهي عبارة عن مستند ملكية يمثل جزءاً أو حصة من رأس مال شركة ما، تصدرها الشركات المساهمة العامة لتكوين رأسمالها، ويكون لها قيمة اسمية واحدة (كراجة وآخرون، 2002، ص 89).

2. **الأسهم الممتازة:** وهي عبارة عن شهادة ملكية في الشركة من منظور قانوني وليس عبارة عن أداة مديونية بالرغم من تشابه السهم الممتاز في بعض السمات مع السند ويتشابه مع السهم العادي في حقه في الحصول على الأرباح الموزعة ولكن هذا الحق يمثل نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية وليست متغيرة مثل حقوق الأسهم العادية (حبش، 1998، ص 164)، وتلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب في أسهمها لزيادة رأسمالها وتوسيع أعمالها ومشاريعها الجديدة.

3. **السندات:** هي "التزام مالي تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المقترض" المصدر للسند "تقديم مدفوعات إلى المقرض" المحتفظ بالسند "والتي هي فائدة تدفع خلال عدد محدود من السنوات وحتى تسديد القرض" (كاكامولا، 2003، ص 109).

4. **الأوراق المالية القابلة للتحويل:** ويقصد بها السندات والأسهم الممتازة التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية، إذا ما رغب حاملها في ذلك، وعادة ما تكون تلك الأوراق قابلة للاستدعاء وذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية، ولا يتوقع التلويح باستخدام شرط الاستدعاء إلا عندما تكون قيمة التحويل أعلى من سعر الاستدعاء (هندي، 2004، ص 37).

ثامناً: دوافع إدراج الشركات لأسهمها في سوق الأوراق المالية

مما لا شك فيه أن سعي الشركات المساهمة العامة لإدراج أسهمها في سوق الأوراق المالية يحقق لها كثير من المنافع منها: (زعر، 2005، ص 27)

1. **الترويج والدعاية:** إدراج الشركة لأسهمها في البورصة يتيح لها الفرصة للترويج والدعاية عن نفسها ونشاطها مما يجعلها على اتصال مباشر لجمهور المستثمرين والمتعاملين في البورصة.
2. **التقييم العادل:** توفر السوق آلية للعرض والطلب على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في السوق مما يعكس القيم الحقيقية للسهم.
3. **فرص الحصول على التمويل الإضافي للشركات المدرجة:** يقدم السوق أحدث التقنيات والأساليب لإيصال المعلومات الخاصة بأسعار الأسهم للشركات المدرجة وافصاحاتها ومؤشرات التداول للمهتمين للاستثمار، وبالتالي جذب الاستثمار لتلك الشركات.
4. **فرص التملك والاندماج:** تستطيع الشركات الاستفادة من مزايا السوق في تسهيل وتنظيم عمليات الاندماج والتملك من خلال إجراءاته التنظيمية والفنية والتشريعية التي تحكم التداول والمقاصة.
5. **نشر معلومات فورية ودقيقة للشركات والمستثمرين:** تقدم إدارة السوق معلومات فورية عن الشركات المدرجة، من حيث أسعار التداول وأحجامها والمؤشرات المالية والاختبار العام عنها.

المبحث الثاني

كفاءة أسواق الأوراق المالية

أولاً: مفهوم الكفاءة في أسواق الأوراق المالية:

تعددت التعريفات التي وضعها الباحثون عن سوق الأوراق المالية الكفؤ إلا أنها تحمل جميعها تقريباً نفس المعنى، فقد عرف ديلكوي السوق ذات الكفاءة بأنها السوق التي تكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماماً لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة مستقلة دون إمكانية السيطرة عليها (Delkaoui,1981,p127).

إن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وبين البيانات المالية المتعلقة بالمشروع الذي قام بإصدار هذه الأوراق تكتسب أهمية كبيرة بين فئات عديدة مثل إدارة المشروع التي تقوم بإعداد القوائم المالية التي تحتوي على معظم هذه البيانات المالية والمراجعين الذين يقومون باعتماد هذه القوائم والمستثمرين الذين يقومون بشراء وبيع الأوراق المالية والمنافسين، إن كل فئة من هذه الفئات ولأسباب مختلفة تهتم بأسعار الأوراق المالية وبتأثير المعلومات على هذه الأسعار، حيث يرتبط بأسعار الأوراق المالية نتائج اقتصادية يتأثر بها المجتمع ككل، فعلى سبيل المثال نجد إن التغيرات في أسعار الأوراق المالية تؤثر على القيمة السوقية لثروة المستثمر مما يغير قرارات المفاضلة بين فرص الاستهلاك وفرص الاستثمار بالنسبة للفرد، أما بالنسبة للمشروع فإن تغير أسعار الأوراق المالية يؤثر على تكلفة مصادر التمويل المتاحة (حماد، 2000، ص 79).

وقد بدأ الاهتمام بمفهوم كفاءة سوق المال وعلاقته بالبيانات التي تحتوي عليها القوائم المالية للمشروع كنتيجة لقيام محلي الأوراق المالية بما يعرف بالتحليل الأساسي (أو تحليل القوائم المالية) والذي يهدف إلى تحديد الأوراق المالية المسعرة تسعيراً خاطئاً، لذلك توصل الباحثون في مجال الاستثمار إلى إن عدم الكفاءة معناه " انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية " وبأنها المكان الذي تتساوى فيه أسعار الأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية (علوان، 2009، ص 163).

وهناك تعريف آخر للسوق الكفاء بأنه: " تعتبر السوق الكفاء بالنسبة لمجموعة محددة من المعلومات إذا اتضح استحالة تحقيق أرباح غير عادية في المتوسط باستخدام المجموعة من المعلومات، عند اتخاذ قرارات البيع أو الشراء (العريبي، 2002، ص 31).

إن أسواق الأسهم تتسم بالكفاءة عندما تعكس القيمة الحقيقية الواقعية للأسهم، وحيث وظائف الأسواق المالية هدفها الأساسي تخصيص الموارد المالية للمشاريع الأكثر إنتاجية فإنه لا بد من

تحقيق الكفاءة لتتمكن هذه الأسواق من تحقيق أهدافها، ويعود ذلك لأسباب موضوعية تجعل أسعار الأسهم معبرة عن قيمتها الواقعية الحقيقية وهي: (هندي، 2004، ص494)

1. وجود متعاملين على قدر كبير من المعرفة العلمية والعملية.
2. معلومات متوفرة للجميع وتكاليف الحصول عليها قليلة.
3. صدق المعلومات وصحتها.
4. إمكانية وصول المعلومات لكل المتعاملين لتمكينهم من معرفة سعر الورقة في نفس اللحظة.
5. أن تتحرك الأسعار بصورة مستقلة دون إمكانية السيطرة عليها من قبل المتعاملين.

فمن المتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومات جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، حيث تؤثر في تغيير نظرتهم تجاه المنشأة المصدرة للسهم، وتأتي هذه المعلومات للسوق في أي وقت وبدون سابق إنذار ومستقلة عن بعضها البعض، وتؤثر على حركة الأسعار بطريقة مستقلة، حيث تتجه الأسعار هبوطاً أو صعوداً في ظل المنافسة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات، وعلى ضوء ما سبق يتطلب ذلك عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة للسوق، وبين وقت الوصول لنتائج محددة بشأن سعر السهم، والتي من شأنها أن تغير في سعر السهم لما تحمله تلك المعلومات، من أنباء سارة أو غير سارة، ولا يكون هناك فرصة لتحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين، فإن في السوق الكفاء يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة معينة كافة المعلومات المتاحة عنها، وتكون القيمة السوقية للسهم هي القيمة الحقيقية وهذا ما يسمى بالكفاءة الكاملة (المزيني، 2002، ص32).

وتعتبر نظرية كفاءة السوق إنه إذا كانت المعلومات متوفرة لجميع المتنافسين والمستثمرين في السوق مثل القوائم المالية المنشورة، سوف يكون معدل العائد الذي يحققه المستثمرين قريباً من معدل العائد المتوقع، أي إنه طالما يحصل المتنافسين على نفس المعلومات فهم لديهم نفس الفرصة في تحقيق العائد.

ثانياً: أنواع وسمات الكفاءة في سوق الأوراق المالية

يوجد نوعين من الكفاءة لسوق رأس المال وهما: (صالح، 2009، ص183)

- ◆ **الكفاءة الكاملة:** يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

1. شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
2. حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها.
3. تواجد عدد كبير من المستثمرين، أي لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.
4. المستثمر رشيد، ويسعى نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

◆ **الكفاءة الاقتصادية:** وفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني إن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصادياً) نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساساً على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثروتهم.

وتتمثل الكفاءة في مجالين هما:

كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل:

لكي يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن يتوفر فيه سمتين أساسيتين من الكفاءة هما كفاءة التسعير، وكفاءة التشغيل.

1. **كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):** وهي "توافر المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية الجديدة محل التعامل في السوق بحيث تكون متاحة لجميع المستثمرين وأطراف السوق، وكذلك تنتشر بسرعة وتكون تكلفة الحصول على المعلومات منخفضة" (علوان، 2009، ص 163).

2. **كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية):** وتسمى بالكفاءة الداخلية ويقصد بها "قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناعات السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعالاً فيه" (جودة، 2000، ص 102).

ومن الملاحظ إن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمر لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، مما يشجع المستثمرين على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة،

وبالطبع كلما كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف (حردان، 1997، ص121).

ثالثاً: خصائص وشروط سوق الأوراق المالية الكفؤ:

الخصائص العامة للسوق الكفاء: (المزيني، 2002، ص.33)

1. **المنافسة الكاملة:** وهذا الشرط مرهون بتوافر عدد كبير من البائعين والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول إلى السوق والخروج منه في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.
2. **الأمن:** أي يجب أن تتوفر الحماية اللازمة ضد المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر، وبالتالي يجب على إدارة السوق المالي متابعة الصفقات غير الأخلاقية أو الوهمية ويكون لديها الإجراءات الرادعة لها، مع وجود مؤسسات للتأمين ضد المخاطر.
3. **العقلانية:** وهو أن يكون هدف المتعاملين تحقيق الأرباح من خلال معالجة المعلومات واختيار البديل الاستثماري الأفضل، حيث يتم الاستعانة بالخبراء والمحليلين ومكاتب استشارية في هذا المجال.
4. **دقة وسرعة وصول المعلومات:** على السوق المالي تزويد المتعاملين بالمعلومات الدقيقة في الوقت المناسب عن كافة الصفقات التي أبرمت من حيث الحجم والسعر، وأن يزودهم بالظروف السائدة في السوق بالنسبة لأسعار الأوراق المالية المتداولة، والتي تعكس حقيقة مستوى الطلب والعرض لكل الأوراق المالية.
5. **السيولة:** أن توفر السوق المالية خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها. وبتوفير خاصية السيولة تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع وشراء الأوراق المالية بالكلفة المناسبة. وبالوقت المناسب وبالسرعة المناسبة
6. **عدالة التسويق:** ويقصد بالعدالة هو أن تتيح السوق لجميع المتعاملين فيه فرصة متساوية للتعامل، وذلك من حيث الوقت أو المعلومات المتاحة والتحقق من سيادة القانون.

الخصائص التنظيمية للسوق الكفاء (النجار، 1999، ص93):

1. وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية، والتي تتألف من وسطاء ووكلاء يقومون بعمليات التداول ويمثلون البنوك والمؤسسات والشركات التي يسمح لها النظام بالمساهمة في عضوية البورصة.

2. وجود لجنة إدارية تضع أنظمة الأسواق المالية، وتشرف على تطبيقها وتعمل على تطويرها باستمرار وتراقب عمليات التداول.
3. وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للشركات على لائحة السوق المالية ومراقبة لاستمرارية أو إيقاف هذا الإدراج.
4. وجود طريقة للتداول يتم من خلالها تنفيذ الأوامر، وتحديد أسعار الصفقات بسرعة وهناك طريقتان متبعتان في العادة هما المزايدة أو المفاوضة، ويتم تحديد سعر التبادل حسب الطريقة الأولى بمطابقة أعلى سعر طلب مع أدنى سعر عرض، أما الطريقة الثانية فإن سعر التبادل يتم تحديده بالتفاوض بين وكلاء الأسهم.
5. وجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع والشراء وأسعار الطلب والعرض التي تشمل جميع الأسهم المدرجة في السوق.
6. وجود صانعي الأسواق مثل المتخصصين والمتاجرين المعتمدين الذين يقومون بتحريك السوق عند هدوء التعامل ويؤمنون سوقاً مستمرة ونشيطة في الأسهم.
7. أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول عند بروز أية فرصة للربح من خلال البيع والشراء مهما كانت صغيرة.
8. سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم، وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق.
9. أن يخضع التداول الذي يقوم به الأشخاص في السوق للأنظمة والقوانين، وأن يتم مراقبة الشركات للتأكد من عدم استغلال المعلومات المتاحة لهم وفق وظائفهم ولتحقيق الأرباح السريعة.

رابعاً: مستويات كفاءة أسواق الأوراق المالية:

تعتبر الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلقاً، لذلك يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاثة مستويات هي:

(Brigham,Ehrhardt,2005,P270-271)

◆ المستوى الضعيف:

يعني هذا المستوى إن أسعار الأسهم تسير بصورة مستقلة وبلا وجود علاقة بين بعضها البعض وهذا يعني إن حركة أسعار الأسهم في الماضي لا تشكل مرشداً لحركة الأسعار في المستقبل، وفي هذه الحالة فإن المستثمرين لا يستطيعون الحصول على أرباح غير عادية من خلال استخدام بيانات الأسعار التاريخية.

◆ المستوى شبه القوي:

أي إن أسعار الأسهم تعكس المعلومات التاريخية والحالية، وإن المستثمر لا يتمكن من تحقيق أرباح غير عادية من خلال دراسة التقارير المحاسبية المنشورة والمعلومات المتاحة للجميع والسبب الأساسي في عدم تحقيقه لأرباح غير عادية هو إن المعلومات المتاحة الحالية والتاريخية قد أثرت بالفعل في أسعار الأسهم. (Cooper,Fraser,1990,P 368)

◆ المستوى القوي:

أي إن أسعار الأسهم ينعكس فيها المعلومات الحالية والتاريخية والخاصة (المعلنة وغير المعلنة)، أي إن المتعاملين في السوق لن يكونوا قادرين على تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات الخاصة، لأن هذه المعلومات ستنعكس على أسعار الأسهم المتداولة.

خامساً: العلاقة بين الحركة العشوائية للأسعار وكفاءة السوق:

إن هناك علاقة وثيقة بين هذين المفهومين فالسوق الكفاء هو الذي تتحرك فيه الأسعار عشوائياً، وإن ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار قد سبقت بزمن طويل جهود الباحثين التي كشفت عن كفاءة السوق. هذا وقبل أن نكشف عن أبعاد العلاقة بين المفهومين سوف نعرض سرد تاريخي مختصر لاكتشاف تلك الظاهرة.

ظاهرة الحركة العشوائية: (هندي، 2004، ص30)

يرجع اكتشاف ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار في العام 1900 إلى باحث فرنسي يدعى لويس باشيليه louis bachelier فلقد أسفرت متابعته للتغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع عن إنها تفتقد وجود أي ترابط بينها، بما يؤكد على عدم وجود نمط محدد لحركة الأسعار k وقد علق على ذلك بالقول إن المضاربة في تلك السوق هي لعبة عادلة حيث لا يمكن للبائع أو المشتري أن يضمن تحقيق الأرباح على حساب غيره. بل وأضاف إن الأسعار الحالية للعقود المستقبلية في سوق السلع تعد في حقيقة الأمر تقديراً غير متحيز للسعر الذي سوف يسود في السوق الحاضرة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد وهذا يعني بمفهوم كفاءة السوق إن الأسعار الحالية تعكس الظروف التي يتوقع أن تسود في التاريخ المحدد للتنفيذ والتي على ضوءها تتحدد الأسعار في ذلك التاريخ. أو بعبارة أخرى إن الأسعار الحالية تعكس المعلومات المتاحة عن السوق في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد.

ويتضح من ذلك إن " الفرض الأساسي الذي يقوم عليه مفهوم كفاءة السوق هو إن المستثمرين يهدفون إلى تعظيم أرباحهم، ومن ثم فإنهم يسعون جاهدين - كل منهم في استقلال عن الآخرين - لتحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن، وبما يؤدي في النهاية إلى أن تكون الأسعار مرآة لتلك المعلومات. غير إنه لما كانت المعلومات ترد في أي وقت وفي نمط عشوائي أو غير منظم، وإن الأخبار التي تنطوي عليها قد تكون سارة أو غير سارة، فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع نمط معين لاتجاه حركة الأسعار في السوق، فالحركة المتوقعة في ظل هذا المناخ لا بد أن تكون عشوائية.

الفصل الثالث

الإطار العملي للدراسة

المبحث الأول

بورصة فلسطين للأوراق المالية

مقدمة:

إن المتتبع لنشأة وتطور الأسواق المالية الأوروبية أو العالمية في الدول المتقدمة تاريخياً يلاحظ إنها لم تنشأ من فراغ ولا حتى بقرار من السلطات المختصة في الغالب، وإنما قامت هذه الأسواق كمحصلة لمقتضيات وتطورات اقتصادية استوجب نشأتها، ولقد استمر تطور هذه الأسواق وتفاعلها مع المتطلبات الاقتصادية والمالية للدول الرأسمالية التي نشأت فيها معطية زخماً جديداً لتقدم المعاملات الاقتصادية والمالية، حيث سائر تطور اقتصاديات هذه الدول تطور موازي في الأسواق المالية ليحقق المزيد من الكفاءة في استخدام المدخرات الوطنية والفوائض المالية الأخرى في تنشيط وتوظيف عناصر الإنتاج المتاحة لمواصلة النمو الاقتصادي المطلوب، لذلك يمكن القول بأن نشأة الأسواق المالية وتطورها في الدول الرأسمالية المتقدمة جاء انعكاساً لتطور الظروف الاقتصادية والمالية التي عاشتها هذه الدول (وشاح، 2009، ص23).

لقد خطت بورصة فلسطين للأوراق المالية منذ تأسيسها خطوات منشودة في دفع الاقتصاد الفلسطيني إلى حالة من النمو والازدهار أسوة بباقي الأنظمة المالية العربية والعالمية رغم محدودية عدد الشركات المدرجة فيه والبالغة 39 شركة، ورغم الظروف الصعبة التي مر بها الاقتصاد الفلسطيني خلال الأعوام الماضية وجد المستثمر الفلسطيني فرصة لاستثمار أمواله في هذا الباب الاستثماري آملاً في تحقيق أرباح ورغم وجود مخاطرة في طرق هذا الباب الاستثماري إلا إن عدد المستثمرين اتسع بشكل كبير وساعد على ذلك التغيرات السياسية المتلاحقة على الساحة الفلسطينية كما ساهمت الإجراءات التي قامت بها بعض الشركات المدرجة في السوق في ارتفاع حجم المضاربة وحجم التداول وارتفاع الأسعار.

نشأة بورصة فلسطين للأوراق المالية: (www.p-s-e.com)

◆ تأسست بورصة فلسطين للأوراق المالية بمبادرة من شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) والتي تشكل المساهم الأكبر في شركة بورصة فلسطين للأوراق المالية حيث قدمت باديكو دراسة شاملة حول إقامة هذه السوق وحصلت بموجبها على موافقة السلطة الوطنية بتاريخ 19/7/1995 للمباشرة في إنشاء بورصة فلسطين للأوراق المالية في نابلس.

أهداف بورصة فلسطين للأوراق المالية:

تعتبر بورصة فلسطين للأوراق المالية جزءاً مهماً من أجزاء هيكل النظام التمويلي في الاقتصاد الفلسطيني، حيث تعتبر هذه البورصة مجمع الموارد المالية وتعمل على توظيفها في المشاريع الاستثمارية الجديدة، وذلك من خلال اقتناء الأفراد أو الشركات لما يصدر عن هذه البورصة من أوراق مالية متنوعة، وهذا ينعكس أثراً ايجابياً على الدخل القومي وعلى مستوى المعيشة في الدولة.

وبالتالي تسعى(البورصة)الأسواق المالية إلى تحقيق الأهداف التالية:

1. توفير أنظمة تداول ورقابة وتسوية وتحويل ونقل لملكية الأوراق المالية تكفل السرعة والدقة في إنجاز صفقات البيع والشراء وسلامة التعامل في الأوراق المالية وتيسير اكتشاف الأسعار الحقيقية للأسهم والسندات المدرجة في السوق من خلال تعزيز عوامل العرض والطلب.
2. وضع أسس للتداول وإيصال المعلومة تضمن العدالة والتساوي بين جميع المتعاملين بالأوراق المالية بغض النظر عن موقعهم الجغرافي مما يوفر لجميع المستثمرين فرصاً متكافئة في الربح والخسارة.
3. توفير أكبر قدر من الاستقرار في حركة الأسعار بحيث يتم صعود وهبوط أسعار الأوراق المالية بشكل منتظم وتدرجي.
4. توفير انتشار واسع ودقيق للمعلومات المطلوبة وإيصالها بالسرعة اللازمة وذلك ليتسنى للمستثمر اتخاذ القرار المناسب له.
5. حماية المستثمرين من كافة أشكال التلاعب والاحتيال
6. تطوير خدمات وفعالية السوق عن طريق تطوير أساليب وإجراءات ووسائل جديدة للتعامل بالأوراق المالية ومن خلال استقطاب المعلومات والابتكارات التقنية والخبرات في هذا المجال.
7. العمل على استقطاب رؤوس الأموال الفلسطينية في الخارج والتي تشكل الجزء الأكبر من مدخرات الشعب الفلسطيني.
8. السعي لإلحاق السوق الفلسطينية وربطها بالأسواق العالمية والعربية.

وقد أضاف (زعر،2005،ص 27) الأهداف التالية:

1. إتاحة الفرصة لاستثمار مدخرات المواطنين في الأوراق المالية بما يخدم الاقتصاد الوطني.

2. ضمان إتمام عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في جو من النزاهة والحياد من خلال إتباع سياسة الإفصاح عن معلومات الأسهم المتداولة.
3. العمل على تطوير السوق المالي على نحو وجهود التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للسلطة.
4. العمل على تشجيع إنشاء شركات جديدة، وتطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولي.
5. إدراج الأوراق المالية الجديدة في السوق، والسرعة في تسييل الأموال المستثمرة للأوراق المالية مع ضمان تفاعل العرض والطلب.
6. إصدار النشرات والتقارير التي تتضمن جميع المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم وأحجام التداول، وكافة البيانات اللازمة للمستثمرين.

التداول في بورصة فلسطين للأوراق المالية (داوود، 2006، ص41)

توظف السوق نظاماً مؤتمتاً ومحسوباً بالكامل لتنفيذ عملية التداول ومن خلال هذا النظام يتم إدخال الأوامر عن طريق وضع محطات عمل متعددة عن بعد تكون موجودة في مكاتب الأعضاء في أنحاء فلسطين، ويتم تسجيل أوقات أوامر البيع والشراء المدخلة بهذه الطريقة على أساس وقت وصولها وبدقة متناهية تصل إلى عشر من الثانية ويتم ترتيبها وصفها للتنفيذ طبقاً لمجموعة من الخطوط الإرشادية والقواعد ذات الأولوية مثل السعر ووقت الوصول، وفي حالة التساوي في أسعار الأوامر، فإن أولوية أكبر تعطى إلى أوامر المستثمرين منها إلى محافظ الوسطاء. ونظراً لطبيعة النظام المؤتمتة بالكامل، فإن الأوامر تخزن وتُقابل وترتب للتنفيذ بسرعات عالية جداً. ويتم تنفيذ الصفقات الناجحة اللاحقة بدون تدخل ويتم نشر المعلومات ذات العلاقة بصورة آنية. كما يتم مراقبة نظام التداول بواسطة نظام مراقبة يعمل بموجب شروط التداول التي يحددها السوق من أجل ضمان الشفافية والتداول العادل.

المعوقات والأزمات التي واجهت السوق المالي الفلسطيني:

لقد واجهت بورصة فلسطين للأوراق المالية العديد من المعوقات والأزمات التي مر بها الاقتصاد الفلسطيني نتيجة الظروف السياسية والاقتصادية منها الاحتلال والانقسام والفصل الجغرافي للمناطق الفلسطينية ذلك كله أدى إلى وجود أزمات ومعوقات في أداء السوق، بالإضافة إلى عدة معوقات حول الأداء العام والنظام المتبع والقوانين المفروضة منها: (القيشاي، 2005، ص35)

1. عدم وجود قانون للبورصة في فلسطين كما إن قانون الشركات بحاجة إلى تعديل يناسب متطلبات التنمية الاقتصادية والاستثمارية، إضافة إلى تأخر المجلس التشريعي في إصدار العديد من التشريعات والقوانين.
2. إن السوق تفتقر لقانون يدعمها في إلزام العديد من الشركات المساهمة والعاملة في فلسطين لإدراج أسهمها في السوق المالي رغم المناشدات المتعددة لها، وإن الواقع الاقتصادي يوضح بأن هذه الأسواق لم تنشأ تاريخياً من فراغ ولا بقرار من سلطة عليا وإنما استوجبت نشأتها مقتضيات التطور الاقتصادي، فالأسواق المالية تساهم بفاعلية كبيرة في تنمية العادات الادخارية للاستثمارات الوطنية وأثرها الفعال على تناقص الحاجة إلى مصادر التمويل الخارجي، فعدم إدراج هذه الشركات يضر في شفافية التداول بيعاً و شراءً لأسهم هذه الشركة ويضر بمصلحة المساهمين فيها.
3. فقدان السيولة أي القدرة على تسييل الأصول المالية عند الحاجة وذلك لعدد كبير من الشركات المدرجة بالسوق المالي بسبب صغر حجمها وانخفاض حجم التداول عليها، وهذا يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم فقط بمجرد دخول المستثمرين المؤسسين ثم إلى صعوبات بعد ذلك في بيع الأسهم لاحقاً وهذه ظاهرة تستحق التحليل والدراسة.
4. السوق المالي يعاني نوعاً من عدم التوازن في مستويات الاستثمار نظراً لاعتماد السوق كلية على شركتين رئيسيتين هما الاتصالات وباديكو.

ومما لا شك فيه إن السوق المالي يجب أن يتوفر له مناخ استثماري يتعاون الجميع على

تهيئته نذكر منه التالي: (www.p-s-e.com)

1. توفير أوضاع سياسية مستقرة واقتصادية ملائمة وذلك بوضع سياسات مالية وسن القوانين الضابطة والتشريعات اللازمة.
2. الحرية والاستقلالية الاقتصادية عن طريق حرية التجارة.
3. رقابة وتنظيم فعال للشركات المساهمة من قبل السلطات المالية والنقدية.
4. سن قانون خاص ببورصة فلسطين للأوراق المالية.
5. تنظيم سوق للمعلومات.
6. إكمال بناء مؤسسة السلطة بما يكفل تطوير التنمية الاقتصادية وإنشاء بنوك للتنمية والاستثمار.
7. استحداث صناديق للاستثمار وتشجيع إنشاء المؤسسات المالية وذلك لتوفير السيولة للأسواق المالية وضمان الثقة والتنويع اللازمين للمستثمر نفسه وتقليص حجم مخاطره بالاستثمار في هذه الصناديق.

8. توفير الحماية اللازمة للسوق المالي من السلطة أو الحكومة لمنع أي تدهور في أداء السوق وذلك بالتدخل المباشر عند الأزمات كأن تقدم للشركات المساهمة مزايا ضريبية أو أن تدعم عن طريق شراء الأسهم من السوق وغير ذلك من أدوات الحماية والتي لا تتوفر في بورصة فلسطين للأوراق المالية.

الشركات المدرجة وعدد الأسهم المتداولة وقيمة الأسهم المتداولة والقيمة السوقية لأسهم الشركات في بورصة فلسطين للأوراق المالية:

والجدول التالي يوضح التطور التاريخي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين:

(جدول رقم 1)

يبين التطور التاريخي للشركات المدرجة في نهاية كل عام

القيمة السوقية للأسهم		قيمة الأسهم المتداولة		عدد الأسهم المتداولة		عدد الشركات المدرجة		السنة
نسبة التغير	القيمة	نسبة التغير	القيمة	نسبة التغير	العدد	نسبة التغير	العدد	
-	529,057,368	-	25,158,471	-	10,000,276	-	19	1997
%11.118	587,876,243	172.840	68,642,344	%67.820	16,782,498	%5.263	20	1998
%44.407	848,935,775	118.879	150,243,919	%310.503	68,892,607	%5.000	21	1999
%9.767-	766,018,025	25.784	188,982,443	%35.502	93,351,075	%14.286	24	2000
%5.664-	722,631,785	60.563-	74,528,351	%64.161-	33,456,535	%0.000	24	2001
%20.209-	576,593,466	39.507-	45,084,654	%44.205-	18,666,938	%0.000	24	2002
%12.812	650,468,928	29.371	58,326,445	%116.162	40,350,788	%0.000	24	2003
%68.575	1,096,525,380	243.852	200,556,709	%156.855	103,642,845	%8.333	26	2004
%306.391	4,456,182,377	945.180	2,096,178,223	%256.578	369,567,295	%7.692	28	2005
%38.763-	2,728,811,088	49.080-	1,067,367,951	%39.743-	222,689,351	%17.857	33	2006
%9.313-	2,474,679,018	23.787-	813,469,090	%34.458	299,422,814	%6.061	35	2007
%14.209-	2,123,057,098	45.698	1,185,204,211	%13.274	339,168,807	%5.714	37	2008
%11.884	2,375,366,531	57.780-	500,393,398	%29.570-	238,877,373	%2.703	38	2009

المصدر : دليل الشركات المساهمة العامة.

ملاحظة: جميع الأسعار الواردة في البحث مقيمة بالدولار الأمريكي وذلك حسب دليل الشركات.

مؤشر القدس :

اعتمدت السوق في تموز من عام 1997 "مؤشر القدس" وقد تم في حينه اختيار عينة مكونة من عشر شركات مدرجة ونشطة موزعة على جميع القطاعات الاقتصادية المعروفة بالسوق، وقد اعتمدت أسعار إغلاق جلسة تداول 1997/7/7 كنقطة أساس بحيث حددت قيمة الرقم الأساسي 100 نقطة.

مؤشر القدس هو رقم قياسي يعطي المستثمر فكرة عامة عن اتجاه أداء السوق، حيث تعتبر الأرقام القياسية من أهم المؤشرات التي تدل على مستويات أسعار الأسهم وتحديد الاتجاه العام للأسعار، وتستخدم كذلك لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى. ويستخدم المؤشر لمراقبة أداء السوق أو القطاع من السوق الذي يمثله حيث يجب أن تكون الأسهم المكونة للمؤشر من الأسهم النشطة وذات السيولة العالية التي يوجد عليها أحجام تداول جيدة بحيث تصبح ممثلة لحركة السوق.

ويحسب المؤشر رياضياً على أساس حاصل قسمة إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق في ذلك اليوم على إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في المؤشر لفترة سابقة كنسبة مئوية، وهذا ما يعرف بالمؤشر المرجح بأوزان القيمة السوقية. حيث يتأثر المؤشر بحركة الأسعار للشركات الداخلة في احتسابه دون أن يكون أي أثر لحجم التداول عليه، علماً بأن الشركات ذات القيمة السوقية الأكبر يكون تأثيرها على قيمة المؤشر بشكل أكبر.

وقد تم اختيار (12) شركة من أصل (39) شركة مدرجة، حيث تمثل العينة ما يتجاوز 30% من عدد الشركات الكلي، في حين تمثل القيمة السوقية للشركات الداخلة في العينة ما يتجاوز 80% من القيمة السوقية للشركات المدرجة كافة.

العينة الداخلة في حساب مؤشر القدس:

(جدول رقم 2)

يبين أسماء الشركات الداخلة في احتساب المؤشر

رمز السهم	اسم الشركة	القطاع
BPC	شركة بيرزيت للأدوية	الصناعة
GMC	شركة مطاحن القمح الذهبي	
AIG	شركة المجموعة الأهلية للتأمين	التأمين
AIB	البنك الإسلامي العربي	البنوك
BOP	بنك فلسطين المحدود	
AMB	بنك الرفاه لتمويل المشاريع الصغيرة	
PALTEL	شركة الاتصالات الفلسطينية	الخدمات
PEC	الشركة الفلسطينية للكهرباء	
WASSEL	الشركة الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	
PADICO	شركة فلسطين للتنمية والاستثمار	الاستثمار
PIIC	شركة فلسطين للاستثمار الصناعي	
UCI	شركة الاتحاد للإعمار والاستثمار	

المصدر : www.menafn.com

مراحل تطور مؤشر القدس:

تطور مؤشر القدس في بورصة فلسطين للأوراق المالية خلال السنوات الماضية حسب

ما يبين الجدول التالي:

(جدول رقم 3)

يبين قيمة المؤشر لكل سنة

السنة	قيمة المؤشر	نسبة التغير السنوي
1997	139.13	
1998	154.98	11.392
1999	236.76	52.768
2000	207.62	12.308-
2001	195.00	6.078-
2002	151.16	22.482-
2003	179.81	18.953
2004	277.56	54.363
2005	1128.59	306.611
2006	605.00	46.393-
2007	527.26	12.850-
2008	441.66	16.235-
2009	493.00	11.624

المصدر: دليل الشركات المساهمة العامة.

المبحث الثاني الطريقة والإجراءات

أولاً: المعالجات والأساليب الإحصائية:

استخدم الباحث المعالجات والأساليب الإحصائية عند التحليل باستخدام برنامج SPSS، حيث تم تجميع أسعار الإغلاق الأسبوعية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية من بداية العام 2006م وحتى نهاية العام 2009م، وكانت المعالجات والأساليب الإحصائية كالتالي:

أولاً: اختبار الأحداث المتشابهة (run test): حيث يفحص هذا الاختبار درجة الاستقلالية في أسعار الإغلاق، إذ يفحص مدى تتابع التغيرات المتشابهة (موجبة، سالبة، صفر) في أسعار الإغلاق. ويمكن تعريف (run) بأنه التغير المتتابع لأسعار الإغلاق بنفس الاتجاه (القرع، 2001، ص 62).

وتم اختبار استقلالية حركة الأسعار، وبالتالي الحكم على كفاءة السوق، ومدى إمكانية المستثمر أن يتوقع أسعار الأسهم المستقبلية.

ثانياً: اختبار التوزيع الطبيعي لأسعار إغلاق أسهم الشركات باستخدام اختبار التوزيع الطبيعي (1- Sample K - S)، وبالتالي الحكم هل السوق كفؤ أم لا.

ثالثاً: تم استخدام اختبار معامل الارتباط بيرسون (Correlation) لمعرفة هل يوجد ارتباط بين القطاعات الخمس في بورصة فلسطين للأوراق المالية (Correlation) أم لا، وبالتالي الحكم على مدى هذا الارتباط ومدى قوته وهل القطاعات يتأثر بعضها ببعض.

رابعاً: تم استخدام اختبار أريما (ARIMA) لمعرفة اتجاه وحركة أسعار الأسهم، ونموذج (ARIMA) مكون من نموذجان والذين اكتشفهما العالمان بوكس وجينكنز عام 1970م وهما دمج بين نموذج الانحدار الذاتي (AR(1) ونموذج المتوسط المتحرك المتكامل، حيث المعادلة من الدرجة الأولى، واختبار مدى ملاءمة هذا النموذج لهذه السلسلة تم استخدام دالتي الترابط الذاتي (Autocorrelation Function) ACF والترابط الذاتي الجزئي (Partial Autocorrelation) PACF.

ثانياً: اختبار فرضيات الدراسة:

الفرضية الأولى: لا يوجد ارتباط متسلسل بين أسعار الإغلاق للفترة الحالية وأسعار الإغلاق لفترة زمنية سابقة بمعنى إن أسعار الإغلاق تتصف بالاستقلالية.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام اختبار الأحداث المتشابهة (Run Test) لمعرفة هل يوجد ارتباط متسلسل بين أسعار الإغلاق للفترة الحالية وأسعار الإغلاق لفترة زمنية سابقة بمعنى هل أسعار الإغلاق تتصف بالاستقلالية وإنه لا يمكن الاعتماد على أسعار الإغلاق للسنوات السابقة للتنبؤ بأسعار الإغلاق لفترات زمنية لاحقة عند مستوى دلالة 0.05 واختبار هذه الفرضية فقد تم اختبار الفرضيات الفرعية التالية:

أولاً: أسعار الإغلاق تتصف بالاستقلالية لعام 2006م

يبين جدول رقم (4) إن أسعار إغلاق أسهم الشركات في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2006م تتحرك بصورة غير مستقلة، وإن قيمة الوسيط لأسعار الأسهم لجميع القطاعات هو 2.46 دولار حيث إن عدد الحالات الأقل من قيمة الوسيط لأسعار الأسهم لجميع القطاعات كان 539 حالة وعدد الحالات الأكبر من قيمة الوسيط لأسعار الأسهم لجميع القطاعات كان 542 حالة، وإن أسعار الأسهم لجميع القطاعات لا تتصف بالاستقلالية حيث كان قيمة مستوى الدلالة 0.000 أقل من 0.05 وهذا يعني إن أسعار الأسهم لجميع القطاعات تتأثر ببعضها البعض.

(جدول رقم 4)

نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار الإغلاق لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2006م

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	مجموع الحالات	الحالات أكبر أو يساوي الوسيط	الحالات أقل من الوسيط	قيمة الوسيط	الشركة	مسلسل
غير مستقلة	0.000	12.902-	200	101	99	2.10	قطاع البنوك	
غير مستقلة	0.021	1.511	51	15	36	1.443	AIB	1
*	*	*	*	*	*	*	AMB	2
غير مستقلة	0.000	5.516-	51	26	25	3.22	BOP	3

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	مجموع الحالات	الحالات أكبر أو يساوي الوسيط	الحالات أقل من الوسيط	قيمة الوسيط	الشركة	مستسل
*	*	*	*	*	*	*	ISBK	4
مستقلة	1.000	0.000	2	1	1	0.87	PCB	5
غير مستقلة	0.000	5.197-	49	25	24	2.85	PIBC	6
مستقلة	0.248	1.156-	47	25	22	1.33	QUDS	7
غير مستقلة	0.000	5.480-	49	26	23	8.00	قطاع التأمين	
غير مستقلة	0.000	5.480-	49	26	23	8.00	AIG	8
*	*	*	*	*	*	*	MIC	9
*	*	*	*	*	*	*	NIC	10
*	*	*	*	*	*	*	TRUST	11
غير مستقلة	0.000	14.276-	245	125	120	2.29	قطاع الاستثمار	
غير مستقلة	0.000	4.282-	50	26	24	1.45	ARAB	12
غير مستقلة	0.003	2.987-	20	10	10	0.96	IID	13
*	*	*	*	*	*	*	JREI	14
غير مستقلة	0.000	5.233-	51	26	25	3.16	PADICO	15
مستقلة	0.968	0.040-	21	15	6	1.55	PID	16
غير مستقلة	0.000	4.589-	51	30	21	2.23	PIIC	17
غير مستقلة	0.000	4.659-	51	27	24	2.70	PRICO	18
*	*	*	*	*	*	*	UCI	19
غير مستقلة	0.000	12.253-	205	103	102	1.88	قطاع الخدمات	
غير مستقلة	0.000	4.725-	44	23	21	2.02	AHC	20
غير مستقلة	0.013	2.473-	33	17	16	1.31	ARE	21
*	*	*	*	*	*	*	GCOM	22
*	*	*	*	*	*	*	NSC	23
غير مستقلة	0.000	5.233-	51	26	25	10.71	PALTEL	24
غير مستقلة	0.000	4.492-	32	16	16	1.23	PEC	25
غير مستقلة	0.000	4.221-	45	23	22	1.68	PLAZA	26
*	*	*	*	*	*	*	WASSEL	27
غير مستقلة	0.000	18.341-	382	191	191	5.92	قطاع الصناعة	
مستقلة	0.540	0.612-	4	2	2	2.81	ACPC	28

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	مجموع الحالات	الحالات أكبر أو يساوي الوسيط	الحالات أقل من الوسيط	قيمة الوسيط	الشركة	مستسل
غير مستقلة	0.011	2.537-	11	6	5	1.89	APC	29
غير مستقلة	0.000	6.031-	45	23	22	2.03	AZIZA	30
غير مستقلة	0.000	4.659-	51	27	24	11.91	BPC	31
غير مستقلة	0.000	4.044-	51	29	22	2.43	GMC	32
غير مستقلة	0.000	4.667-	51	26	25	8.67	JCC	33
غير مستقلة	0.000	5.233-	51	26	25	12.67	JPH	34
غير مستقلة	0.002	3.037-	48	26	22	1.88	LADAEN	35
مستقلة	0.265	1.114-	20	11	9	1.55	NCI	36
غير مستقلة	0.000	3.996-	50	26	24	6.29	VOIC	37
غير مستقلة	0.000	30.033-	1081	542	539	2.46	إجمالي القطاعات	

ثانياً: أسعار الإغلاق تتصف بالاستقلالية لعام 2007م

يبين جدول رقم (5) إن أسعار إغلاق الأسهم في الشركات في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2007م تتحرك بصورة غير مستقلة وإن قيمة الوسيط لأسعار الأسهم لجميع القطاعات هو 1.79 دولار حيث إن عدد الحالات الأقل من قيمة الوسيط لأسعار الأسهم لجميع القطاعات كان 649 حالة وعدد الحالات الأكبر من قيمة الوسيط لأسعار الأسهم لجميع القطاعات كان 650 حالة، وإن أسعار الأسهم لجميع القطاعات لا تتصف بالاستقلالية حيث كان قيمة مستوى الدلالة 0.000 أقل من 0.05 وهذا يعني إن أسعار الأسهم لجميع القطاعات تتأثر ببعضها البعض.

(جدول رقم 5)

نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار الإغلاق لأسهم الشركات المدرجة
في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2007م

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	مجموع الحالات	الحالات أكبر أو يساوي الوسيط	الحالات أقل من الوسيط	قيمة الوسيط	الشركة	مسلسل
غير مستقلة	0.000	14.420-	278	139	139	1.59	قطاع البنوك	
غير مستقلة	0.000	5.311-	52	28	24	1.94	AIB	1
غير مستقلة	0.007	2.712-	36	22	14	0.92	AMB	2
غير مستقلة	0.000	6.443-	52	26	26	3.98	BOP	3
*	*	*	*	*	*	*	ISBK	4
غير مستقلة	0.000	5.192-	39	20	19	0.73	PCB	5
غير مستقلة	0.000	4.994-	47	26	21	1.70	PIBC	6
غير مستقلة	0.000	5.042-	52	26	26	1.35	QUDS	7
غير مستقلة	0.000	6.869-	54	27	27	2.29	قطاع التأمين	
غير مستقلة	0.000	-7.003	52	26	26	2.53	AIG	8
مستقلة	1.000	0.000	2	1	1	0.76	MIC	9
*	*	*	*	*	*	*	NIC	10
*	*	*	*	*	*	*	TRUST	11
غير مستقلة	0.000	15.816-	328	165	163	1.65	قطاع الاستثمار	
غير مستقلة	0.001	3.364-	16	8	8	1.81	ARAB	12
غير مستقلة	0.000	3.891-	51	32	19	0.79	IID	13
مستقلة	0.073	1.795-	11	7	4	1.05	JREI	14
غير مستقلة	0.000	5.322-	52	26	26	2.28	PADICO	15
غير مستقلة	0.000	5.642-	44	23	21	1.71	PID	16
غير مستقلة	0.000	3.641-	52	26	26	1.67	PHC	17
غير مستقلة	0.000	4.762-	52	26	26	2.30	PRICO	18
غير مستقلة	0.000	6.859-	50	25	25	1.01	UCI	19
غير مستقلة	0.000	13.515-	266	133	133	1.74	قطاع الخدمات	
غير مستقلة	0.000	3.917-	52	27	25	1.84	AHC	20

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	مجموع الحالات	الحالات أكبر أو يساوي الوسيط	الحالات أقل من الوسيط	قيمة الوسيط	الشركة	مسلسل
غير مستقلة	0.000	4.427-	41	21	20	1.48	ARE	21
**	*	*	*	*	*	*	GCOM	22
*	*	*	*	*	*	*	NSC	23
غير مستقلة	0.000	5.042-	52	26	26	9.15	PALTEL	24
غير مستقلة	0.000	6.443-	52	26	26	1.09	PEC	25
مستقلة	0.337	0.961-	32	20	12	1.50	PLAZA	26
غير مستقلة	0.000	4.667-	37	19	18	1.85	WASSEL	27
غير مستقلة	0.000	17.784-	373	189	184	2.36	قطاع الصناعة	
*	*	*	2	2	0	2.50	ACPC	28
غير مستقلة	0.041	2.041-	9	6	3	1.75	APC	29
غير مستقلة	0.000	4.744-	41	21	20	1.99	AZIZA	30
غير مستقلة	0.000	6.162-	52	26	26	9.66	BPC	31
غير مستقلة	0.000	5.882-	52	26	26	1.90	GMC	32
غير مستقلة	0.000	6.156-	52	28	24	6.98	JCC	33
غير مستقلة	0.000	5.322-	52	26	26	10.84	JPH	34
غير مستقلة	0.000	5.219-	46	23	23	1.36	LADAEN	35
غير مستقلة	0.000	4.718-	47	24	23	0.93	NCI	36
غير مستقلة	0.012	2.527-	20	10	10	6.63	VOIC	37
غير مستقلة	0.000	32.392-	1299	650	649	1.79	إجمالي القطاعات	

ثالثاً: أسعار الإغلاق تتصف بالاستقلالية لعام 2008م

يبين جدول رقم (6) إن أسعار إغلاق الأسهم في الشركات في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2008م تتحرك بصورة غير مستقلة وإن قيمة الوسيط لأسعار الأسهم لجميع القطاعات هو 1.54 دولار حيث إن عدد الحالات الأقل من قيمة الوسيط لأسعار الأسهم لجميع القطاعات كان 714 حالة وعدد الحالات الأكبر من قيمة الوسيط لأسعار الأسهم لجميع القطاعات كان 722 حالة، وإن أسعار الأسهم لجميع القطاعات لا تتصف بالاستقلالية حيث كان قيمة مستوى الدلالة 0.000 أقل من 0.05 وهذا يعني إن أسعار الأسهم لجميع القطاعات تتأثر ببعضها البعض.

(جدول رقم 6)

نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار الإغلاق لأسهم الشركات المدرجة
في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2008م

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	مجموع الحالات	الحالات أكبر أويساوي الوسيط	الحالات أقل من الوسيط	قيمة الوسيط	الشركة	مسلسل
غير مستقلة	0.000	15.976-	293	148	145	1.25	قطاع البنوك	
غير مستقلة	0.000	6.365-	51	26	25	1.65	AIB	1
غير مستقلة	0.000	4.644-	51	28	23	0.90	AMB	2
غير مستقلة	0.000	5.516-	51	26	25	3.72	BOP	3
*	*	*	*	*	*	*	ISBK	4
غير مستقلة	0.000	5.774-	42	23	19	0.84	PCB	5
غير مستقلة	0.000	4.397-	47	26	21	1.60	PIBC	6
غير مستقلة	0.000	5.787-	51	28	23	1.05	QUDS	7
غير مستقلة	0.000	9.838-	140	72	68	1.38	قطاع التأمين	
غير مستقلة	0.000	4.101-	51	26	25	1.31	AIG	8
غير مستقلة	0.000	4.604-	26	13	13	0.64	MIC	9
غير مستقلة	0.000	4.543-	39	20	19	4.32	NIC	10
غير مستقلة	0.000	3.959-	24	13	11	3.95	TRUST	11
غير مستقلة	0.000	15.930-	299	150	149	1.58	قطاع الاستثمار	
غير مستقلة	0.001	3.302-	19	10	9	1.30	ARAB	12
غير مستقلة	0.001	3.393-	26	14	12	0.75	IID	13
مستقلة	1.000	0.000	6	3	3	1.08	JREI	14
غير مستقلة	0.000	6.079-	51	27	24	2.50	PADICO	15
غير مستقلة	0.000	5.612-	44	26	18	1.89	PID	16
غير مستقلة	0.000	5.799-	51	26	25	1.51	PIIC	17
غير مستقلة	0.000	6.351-	51	29	22	1.92	PRICO	18
غير مستقلة	0.000	4.667-	51	26	25	0.77	UCI	19
غير مستقلة	0.000	16.201-	304	153	151	1.40	قطاع الخدمات	

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	مجموع الحالات	الحالات أكبر أو يساوي الوسيط	الحالات أقل من الوسيط	قيمة الوسيط	الشركة	مسلسل
غير مستقلة	0.001	3.423-	46	24	22	1.69	AHC	20
غير مستقلة	0.000	4.629-	40	22	18	1.10	ARE	21
*	*	*	*	*	*	*	GCOM	22
غير مستقلة	0.002	3.167-	22	14	8	1.20	NSC	23
غير مستقلة	0.000	6.648-	51	26	25	13.98	PALTEL	24
غير مستقلة	0.000	6.921-	51	32	19	1.00	PEC	25
غير مستقلة	0.000	4.896-	43	25	18	1.20	PLAZA	26
غير مستقلة	0.000	5.787-	51	28	23	1.82	WASSEL	27
غير مستقلة	0.000	18.423-	400	200	200	2.09	قطاع الصناعة	
غير مستقلة	0.020	2.329-	16	8	8	0.48	ACPC	28
غير مستقلة	0.030	2.177-	17	12	5	0.98	APC	29
غير مستقلة	0.000	4.006-	34	17	17	0.88	AZIZA	30
غير مستقلة	0.000	5.799-	51	26	25	4.98	BPC	31
غير مستقلة	0.000	3.818-	51	26	25	0.90	GMC	32
غير مستقلة	0.008	2.672-	51	27	24	3.48	JCC	33
غير مستقلة	0.000	4.950-	51	26	25	5.23	JPH	34
غير مستقلة	0.000	5.284-	40	21	19	0.55	LADAEN	35
غير مستقلة	0.000	6.351-	51	29	22	0.40	NCI	36
غير مستقلة	0.000	4.397-	38	22	16	2.20	VOIC	37
غير مستقلة	0.000	34.793-	1436	722	714	60.	إجمالي القطاعات	

رابعاً: أسعار الإغلاق تتصف بالاستقلالية لعام 2009م

يبين جدول رقم (7) إن أسعار إغلاق الأسهم في الشركات في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2009م تتحرك بصورة غير مستقلة، وإن قيمة الوسيط لأسعار الأسهم لجميع القطاعات هو 1.25 دولار حيث إن عدد الحالات الأقل من قيمة الوسيط لأسعار الأسهم لجميع القطاعات كان 734 حالة وعدد الحالات الأكبر من قيمة الوسيط لأسعار الأسهم لجميع القطاعات كان 748 حالة، وإن أسعار الأسهم لجميع القطاعات لا تتصف بالاستقلالية حيث كان

قيمة مستوى الدلالة 0.000 أقل من 0.05 وهذا يعني إن أسعار الأسهم لجميع القطاعات تتأثر ببعضها البعض.

(جدول رقم 7)

نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار الإغلاق لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2009م

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	مجموع الحالات	الحالات أكبر أو يساوي الوسيط	الحالات أقل من الوسيط	قيمة الوسيط	الشركة	مسلسل
غير مستقلة	0.000	16.903-	316	160	156	0.90	قطاع البنوك	
غير مستقلة	0.000	3.917-	52	27	25	1.25	AIB	1
غير مستقلة	0.000	5.319-	52	27	25	0.65	AMB	2
غير مستقلة	0.000	6.443-	52	26	26	3.58	BOP	3
غير مستقلة	0.002	3.137-	27	14	13	0.74	ISBK	4
غير مستقلة	0.000	3.790-	44	24	20	0.78	PCB	5
غير مستقلة	0.000	4.440-	38	19	19	1.27	PIBC	6
غير مستقلة	0.000	4.384-	51	26	25	0.80	QUDS	7
غير مستقلة	0.000	11.376-	159	81	78	0.85	قطاع التأمين	
غير مستقلة	0.004	2.860-	52	37	15	0.80	AIG	8
مستقلة	0.143	1.465-	36	20	16	0.56	MIC	9
غير مستقلة	0.001	3.406-	50	27	23	4.00	NIC	10
غير مستقلة	0.029	2.190-	21	12	9	3.14	TRUST	11
غير مستقلة	0.000	14.822-	297	149	148	1.27	قطاع الاستثمار	
غير مستقلة	0.004	2.895-	42	24	18	1.17	ARAB	12
*	*	*	*	*	*	*	HD	13
مستقلة	0.149	1.443-	7	5	2	1.18	JREI	14
غير مستقلة	0.000	5.600-	52	27	25	1.29	PADICO	15
غير مستقلة	0.000	4.325-	40	20	20	1.95	PID	16
غير مستقلة	0.000	5.882-	52	26	26	0.85	PIIC	17

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	مجموع الحالات	الحالات أكبر أو يساوي الوسيط	الحالات أقل من الوسيط	قيمة الوسيط	الشركة	مسلسل
غير مستقلة	0.002	3.057-	52	28	24	1.37	PRICO	18
غير مستقلة	0.000	5.600-	52	27	25	0.63	UCI	19
غير مستقلة	0.000	16.032-	317	160	157	1.10	قطاع الخدمات	
غير مستقلة	0.000	3.715-	36	23	13	1.40	AHC	20
غير مستقلة	0.000	4.896-	43	25	18	0.92	ARE	21
غير مستقلة	0.019	2.348-	10	5	5	1.09	GCOM	22
غير مستقلة	0.000	4.361-	35	22	13	0.96	NSC	23
غير مستقلة	0.000	5.013-	47	24	23	10.83	PALTEL	24
غير مستقلة	0.000	5.311-	52	28	24	0.92	PEC	25
غير مستقلة	0.000	4.843-	42	21	21	1.07	PLAZA	26
غير مستقلة	0.000	5.251-	52	31	21	1.20	WASSEL	27
غير مستقلة	0.000	18.637-	393	198	195	2.39	قطاع الصناعة	
*	*	*	*	*	*	*	ACPC	28
غير مستقلة	0.007	2.682-	21	11	10	2.26	APC	29
غير مستقلة	0.000	5.034-	44	22	22	1.65	AZIZA	30
غير مستقلة	0.000	4.478-	52	27	25	7.70	BPC	31
غير مستقلة	0.049	1.968-	50	27	23	1.64	GMC	32
غير مستقلة	0.000	5.880-	52	27	25	5.85	JCC	33
غير مستقلة	0.000	4.718-	47	24	23	8.04	JPH	34
غير مستقلة	0.001	3.228-	39	21	18	0.62	LADAEN	35
غير مستقلة	0.000	3.657-	51	31	20	0.59	NCI	36
غير مستقلة	0.000	5.667-	37	20	17	3.57	VOIC	37
غير مستقلة	0.000	34.768-	1482	748	734	1.25	إجمالي القطاعات	

خامساً: أسعار الإغلاق تتصف بالاستقلالية للأعوام 2006م و2007م و2008م و2009م
يبين جدول رقم (8) إن أسعار إغلاق الأسهم في الشركات في بورصة فلسطين للأوراق المالية للسنوات 2006م، 2007م، 2008م، 2009م تتحرك بصورة غير مستقلة، وإن قيمة الوسيط لأسعار الأسهم لجميع القطاعات هو 1.68 دولار حيث إن عدد الحالات الأقل من قيمة الوسيط

لأسعار الأسهم لجميع القطاعات كان 2639 حالة وعدد الحالات الأكبر من قيمة الوسيط لأسعار الأسهم لجميع القطاعات كان 2659 حالة، وإن أسعار الأسهم لجميع القطاعات لا تتصف بالاستقلالية حيث كان قيمة مستوى الدلالة 0.000 أقل من 0.05 وهذا يعني إن أسعار الأسهم لجميع القطاعات تتأثر ببعضها البعض.

(جدول رقم 8)

نتائج اختبار الأحداث المتشابهة لأسعار الإغلاق لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية من سنة 2006م إلى 2009م

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	مجموع الحالات	الحالات أكبر أو يساوي الوسيط	الحالات أقل من الوسيط	قيمة الوسيط	الشركة	مسلسل
غير مستقلة	0.000	30.315-	1087	544	543	1.32	قطاع البنوك	
غير مستقلة	0.000	13.131-	206	103	103	1.42	AIB	1
غير مستقلة	0.000	10.300-	139	71	68	0.86	AMB	2
غير مستقلة	0.000	11.035-	206	104	102	3.64	BOP	3
غير مستقلة	0.002	3.137-	27	14	13	0.74	ISBK	4
غير مستقلة	0.000	8.105-	127	65	62	0.79	PCB	5
غير مستقلة	0.000	11.255-	181	91	90	1.68	PIBC	6
غير مستقلة	0.000	11.523-	201	104	97	1.22	QUDS	7
غير مستقلة	0.000	19.476-	402	201	201	2.67	قطاع التأمين	
غير مستقلة	0.000	13.054-	204	104	100	1.39	AIG	8
غير مستقلة	0.000	4.523-	64	34	30	0.57	MIC	9
غير مستقلة	0.000	5.048-	89	61	28	4	NIC	10
غير مستقلة	0.000	4.523-	45	23	22	3.52	TRUST	11
غير مستقلة	0.000	31.513-	1169	590	579	1.55	قطاع الاستثمار	
غير مستقلة	0.000	8.638-	127	66	61	1.36	ARAB	12
غير مستقلة	0.000	6.932-	97	58	39	0.79	IID	13
غير مستقلة	0.039	2.061-	25	19	6	1.05	JREI	14

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	مجموع الحالات	الحالات أكبر أو يساوي الوسيط	الحالات أقل من الوسيط	قيمة الوسيط	الشركة	مسلسل
غير مستقلة	0.000	13.131-	206	104	102	2.38	PADICO	15
غير مستقلة	0.000	9.779-	149	77	72	1.85	PID	16
غير مستقلة	0.000	12.289-	206	107	99	1.60	PIIC	17
غير مستقلة	0.000	13.410-	206	103	103	2.10	PRICO	18
غير مستقلة	0.000	11.271-	153	81	72	0.76	UCI	19
غير مستقلة	0.000	31.183-	1092	552	540	1.45	قطاع الخدمات	
غير مستقلة	0.000	10.523-	178	90	88	1.75	AHC	20
غير مستقلة	0.000	10.649-	157	79	78	1.20	ARE	21
غير مستقلة	0.019	2.348-	10	5	5	1.09	GCOM	22
غير مستقلة	0.000	6.003-	57	31	26	1.03	NSC	23
غير مستقلة	0.000	12.092-	201	101	100	10.65	PALTEL	24
غير مستقلة	0.000	11.032-	187	105	82	1.02	PEC	25
غير مستقلة	0.000	11.346-	162	85	77	1.37	PLAZA	26
غير مستقلة	0.000	11.025-	140	73	67	1.71	WASSEL	27
غير مستقلة	0.000	38.696-	1548	775	773	2.77	قطاع الصناعة	
غير مستقلة	0.000	4.151-	22	11	11	1.43	ACPC	28
غير مستقلة	0.000	5.829-	58	29	29	1.97	APC	29
غير مستقلة	0.000	10.339-	164	82	82	1.87	AZIZA	30
غير مستقلة	0.000	13.131-	206	103	103	9.61	BPC	31
غير مستقلة	0.000	12.493-	204	104	100	1.84	GMC	32
غير مستقلة	0.000	11.453-	206	105	101	6.98	JCC	33
غير مستقلة	0.000	12.940-	201	101	100	10.58	JPH	34
غير مستقلة	0.000	11.818-	173	88	85	1.26	LADAEN	35
غير مستقلة	0.000	11.954-	169	90	79	0.79	NCI	36
غير مستقلة	0.000	11.917-	145	73	72	5.35	VOIC	37
غير مستقلة	0.000	68.370-	5298	2659	2639	1.68	إجمالي القطاعات	

ومن خلال نتائج الاختبارات السابقة يتبين إن حركات أسعار الأسهم تتحرك بصورة غير مستقلة وبالتالي نرفض الفرضية ونقبل الفرضية البديلة و يمكن القول بأنه يوجد ارتباط متسلسل وإن أسعار الإغلاق لا تتصف بالاستقلالية، وهذا يعني إن السوق غير كفؤ ويمكن التنبؤ بأسعار الأسهم لسنوات قادمة من خلال الاعتماد على أسعار أسهم الشركات للسنوات السابقة وبالتالي يمكن تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على بيانات سنوات سابقة.

الفرضية الثانية: لا تتصف أسعار الإغلاق بالتوزيع الطبيعي:

ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام اختبار التوزيع الطبيعي (1-Sample K-S) لمعرفة هل تتبع أسعار إغلاق الأسهم التوزيع الطبيعي (Normal Distribution) (بمعنى لا تتباعد أسعار الإغلاق عن وسطها الحسابي) ولاختبار هذه الفرضية فقد تم اختبار الفرضيات الفرعية التالية:

أولاً: التغيرات في أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2006م ليس لها خصائص التوزيع الطبيعي.

يبين جدول رقم (9) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي، حيث إن مستوى المعنوية لعدد (14) شركة أكبر من 0.05، وهذا يدل على إن هذه الشركات يخضع أسعار إغلاق أسهمها الاسبوعي للتوزيع الطبيعي، في حين كان مستوى المعنوية لعدد (15) شركة أقل من 0.05 وهذا يدل على أن أسعار إغلاق أسهمها الاسبوعي لا تتبع التوزيع الطبيعي، ويتضح إن المتوسط الحسابي لإغلاق أسعار الأسهم للقطاعات الخمس 4.621 دولار بانحراف معياري 4.560 دولار بمعنى إن مقدار التشتت عن المتوسط الحسابي كبير.

وعلى الرغم من التقارب بين عدد الشركات التي لا تتبع التوزيع الطبيعي والتي تتبع التوزيع الطبيعي و لكن يتبين أن حجم و ثقل الشركات التي لا تتبع التوزيع الطبيعي أكبر من التي تتبع التوزيع الطبيعي، وبصفة عامة يتبين إن متوسط أسعار إغلاق أسهم جميع الشركات في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2006م لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث إن قيمة مستوى الدلالة تساوي 0.000 وهو أقل من 0.05.

(جدول رقم 9)

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لأسعار الإغلاق لأسهم الشركات
المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2006م

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	الانحراف المعياري	متوسط إغلاق السهم	الشركة	مسلسل
توزيع غير طبيعي	0.000	2.632	1.721	2.685	قطاع البنوك	
توزيع غير طبيعي	0.021	1.511	0.303	1.444	AIB	1
*	**	*	*	*	AMB	2
توزيع غير طبيعي	0.005	1.725	1.221	3.837	BOP	3
*	*	*	*	*	ISBK	4
توزيع طبيعي	0.999	0.368	0.007	0.865	PCB	5
توزيع غير طبيعي	0.000	2.290	1.941	4.092	PIBC	6
توزيع غير طبيعي	0.012	1.595	0.176	1.392	QUDS	7
توزيع غير طبيعي	0.006	1.703	2.617	6.924	قطاع التأمين	
توزيع غير طبيعي	0.006	1.703	2.617	6.924	AIG	8
*	*	*	*	*	MIC	9
*	*	*	*	*	NIC	10
*	*	*	*	*	TRUST	11
توزيع غير طبيعي	0.000	2.067	1.363	2.586	قطاع الاستثمار	
توزيع طبيعي	0.333	0.946	0.214	1.517	ARAB	12
توزيع طبيعي	0.914	0.559	0.079	0.975	IID	13
*	*	*	*	*	JREI	14
توزيع غير طبيعي	0.001	1.956	1.437	3.891	PADICO	15
توزيع طبيعي	0.342	0.939	0.054	1.575	PID	16
توزيع غير طبيعي	0.000	2.295	1.257	2.941	PIIC	17
توزيع غير طبيعي	0.002	1.896	0.794	3.052	PRICO	18
*	*	*	*	*	UCI	19
توزيع غير طبيعي	0.000	5.433	5.983	4.662	قطاع الخدمات	
توزيع غير طبيعي	0.045	1.379	0.262	2.144	AHC	20
توزيع طبيعي	0.786	0.654	0.081	1.309	ARE	21
*	*	*	*	*	GCOM	22

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	الإحراف المعياري	متوسط إغلاق السهم	الشركة	مسلسل
*	*	*	*	*	NSC	23
توزيع غير طبيعي	0.000	2.227	5.913	13.688	PALTEL	24
توزيع غير طبيعي	0.046	1.374	0.278	1.369	PEC	25
توزيع طبيعي	0.528	0.810	0.209	1.698	PLAZA	26
*	*	*	*	*	WASSEL	27
توزيع غير طبيعي	0.000	4.029	5.182	6.623	قطاع الصناعة	
توزيع طبيعي	1.000	0.319	0.164	2.803	ACPC	28
توزيع طبيعي	0.998	0.386	0.106	1.876	APC	29
توزيع طبيعي	0.455	0.857	0.257	2.068	AZIZA	30
توزيع طبيعي	0.134	1.162	1.693	12.170	BPC	31
توزيع غير طبيعي	0.006	1.706	0.486	2.649	GMC	32
توزيع طبيعي	0.337	0.942	0.969	8.556	JCC	33
توزيع غير طبيعي	0.000	2.496	4.482	15.047	JPH	34
توزيع طبيعي	0.079	1.272	0.223	1.943	LADAEN	35
توزيع طبيعي	0.699	0.707	0.181	1.561	NCI	36
توزيع طبيعي	0.318	0.958	0.751	6.419	VOIC	37
توزيع غير طبيعي	0.000	8.539	4.560	4.621	إجمالي القطاعات	

ثانياً: التغيرات في أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2007م ليس لها خصائص التوزيع الطبيعي.

يبين جدول رقم (10) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي، حيث إن مستوى المعنوية لعدد (25) شركة أكبر من 0.05، وهذا يدل على إن هذه الشركات يخضع أسعار إغلاق أسهمها الاسبوعي للتوزيع الطبيعي، في حين كان مستوى المعنوية لعدد (6) شركة أقل من 0.05 وهذا يدل على إن أسعار إغلاق أسهمها الاسبوعي لا تتبع التوزيع الطبيعي، ويتضح إن المتوسط الحسابي لإغلاق أسعار الأسهم للقطاعات الخمس 2.980 دولار بانحراف معياري 2.894 دولار بمعنى إن مقدار التشتت عن المتوسط الحسابي كبير.

وعلى الرغم من إن عدد الشركات التي تتبع التوزيع الطبيعي أكبر من الشركات التي لا تتبع التوزيع الطبيعي و لكن يتبين أن حجم و ثقل الشركات التي لا تتبع التوزيع الطبيعي أكبر من التي تتبع التوزيع الطبيعي وبصفة عامة يتبين إن متوسط أسعار إغلاق أسهم جميع قطاعات الشركات في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2007م لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث إن قيمة مستوى الدلالة تساوي 0.000 وهو أقل من 0.05.

(جدول رقم 10)

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لأسعار الإغلاق لأسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2007م

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	الإحراف المعياري	متوسط إغلاق السهم	الشركة	مسلسل
توزيع غير طبيعي	0.000	3.682	1.257	1.936	قطاع البنوك	
توزيع غير طبيعي	0.000	2.072	0.229	1.849	AIB	1
توزيع طبيعي	0.127	1.174	0.079	0.929	AMB	2
توزيع طبيعي	0.230	1.039	1.015	4.173	BOP	3
*	*	*	*	*	ISBK	4
توزيع طبيعي	0.759	0.671	0.070	0.724	PCB	5
توزيع غير طبيعي	0.027	1.470	0.513	1.913	PIBC	6
توزيع طبيعي	0.068	1.300	0.162	1.414	QUDS	7
توزيع غير طبيعي	0.006	1.699	0.800	2.186	قطاع التأمين	
توزيع غير طبيعي	0.004	1.746	0.763	2.241	AIG	8
توزيع طبيعي	0.999	0.368	0.042	0.760	MIC	9
*	*	*	*	*	NIC	10
*	*	*	*	*	TRUST	11
توزيع غير طبيعي	0.001	1.933	0.621	1.656	قطاع الاستثمار	
توزيع طبيعي	0.419	0.882	0.262	1.787	ARAB	12
توزيع طبيعي	0.860	0.603	0.091	0.799	IHD	13
توزيع طبيعي	0.081	1.267	0.034	1.027	JREI	14

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	الإحراف المعياري	متوسط إغلاق السهم	الشركة	مستسل
توزيع طبيعي	0.098	1.228	0.445	2.379	PADICO	15
توزيع طبيعي	0.126	1.176	0.158	1.724	PID	16
توزيع غير طبيعي	0.046	1.375	0.203	1.739	PIIC	17
توزيع طبيعي	0.727	0.691	0.173	2.291	PRICO	18
توزيع غير طبيعي	0.024	1.485	0.187	1.066	UCI	19
توزيع غير طبيعي	0.000	6.222	2.963	3.031	قطاع الخدمات	
توزيع طبيعي	0.259	1.011	0.191	1.882	AHC	20
توزيع طبيعي	0.161	1.122	0.247	1.553	ARE	21
*	*	*	*	*	GCOM	22
*	**	*	*	*	NSC	23
توزيع طبيعي	0.593	0.770	1.026	8.919	PALTEL	24
توزيع غير طبيعي	0.035	1.423	0.125	1.141	PEC	25
توزيع طبيعي	0.280	0.991	0.070	1.508	PLAZA	26
توزيع طبيعي	0.060	1.323	0.372	1.981	WASSEL	27
توزيع غير طبيعي	0.000	5.056	3.849	5.002	قطاع الصناعة	
*	*	*	0.000	2.500	ACPC	28
توزيع طبيعي	0.548	0.798	0.077	1.769	APC	29
توزيع طبيعي	0.803	0.643	0.333	1.975	AZIZA	30
توزيع طبيعي	0.379	0.910	0.975	9.438	BPC	31
توزيع طبيعي	0.414	0.885	0.299	1.947	GMC	32
توزيع طبيعي	0.082	1.264	0.972	7.243	JCC	33
توزيع طبيعي	0.665	0.727	1.189	10.674	JPH	34
توزيع طبيعي	0.829	0.625	0.211	1.375	LADAEN	35
توزيع طبيعي	0.068	1.301	0.202	1.007	NCI	36
توزيع طبيعي	0.498	0.829	0.616	6.473	VOIC	37
توزيع غير طبيعي	0.000	10.893	2.894	2.980	إجمالي القطاعات	

ثالثاً: التغيرات في أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2008م ليس لها خصائص التوزيع الطبيعي

يبين جدول رقم (11) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي، حيث إن مستوى المعنوية لعدد (26) شركة أكبر من 0.05، وهذا يدل على إن هذه الشركات يخضع أسعار إغلاق أسهمها الاسبوعي للتوزيع الطبيعي، في حين كان مستوى المعنوية لعدد (9) شركة أقل من 0.05 وهذا يدل على إن أسعار إغلاق أسهمها الاسبوعي لا تتبع التوزيع الطبيعي، ويتضح إن المتوسط الحسابي لإغلاق أسعار الأسهم للقطاعات الخمس 2.859 دولار بانحراف معياري 3.193 دولار بمعنى إن مقدار التشتت عن المتوسط الحسابي كبير.

وعلى الرغم من إن عدد الشركات التي تتبع التوزيع الطبيعي أكبر من الشركات التي لا تتبع التوزيع الطبيعي و لكن يتبين إن حجم و ثقل الشركات التي لا تتبع التوزيع الطبيعي أكبر من التي تتبع التوزيع الطبيعي وبصفة عامة يتبين إن متوسط أسعار إغلاق أسهم جميع قطاعات الشركات في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2008م لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث إن قيمة مستوى الدلالة تساوي 0.000 وهو أقل من 0.05.

(جدول رقم 11)

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لأسعار الإغلاق لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2008م

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	الإحراف المعياري	متوسط إغلاق السهم	الشركة	مستسلسل
توزيع غير طبيعي	0.00	3.648	0.997	1.623	قطاع البنوك	
توزيع طبيعي	0.699	0.708	0.248	1.608	AIB	1
توزيع غير طبيعي	0.010	1.626	0.085	0.875	AMB	2
توزيع طبيعي	0.243	1.026	0.405	3.628	BOP	3
*	*	*	*	*	ISBK	4
توزيع طبيعي	0.245	1.025	0.079	0.833	PCB	5
توزيع طبيعي	0.771	0.663	0.113	1.603	PIBC	6
توزيع طبيعي	0.621	0.754	0.159	1.048	QUDS	7
توزيع غير طبيعي	0.000	3.452	1.607	2.463	قطاع التأمين	

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	الانحراف المعياري	متوسط إغلاق السهم	الشركة	مستسل
توزيع غير طبيعي	0.001	2.032	0.154	1.259	AIG	8
توزيع طبيعي	0.892	0.578	0.106	0.653	MIC	9
توزيع طبيعي	0.942	0.529	0.396	4.371	NIC	10
توزيع طبيعي	0.841	0.617	0.322	3.881	TRUST	11
توزيع غير طبيعي	0.001	2.014	0.618	1.527	قطاع الاستثمار	
توزيع طبيعي	0.404	0.892	0.158	1.325	ARAB	12
توزيع غير طبيعي	0.024	1.490	0.122	0.774	IID	13
توزيع طبيعي	0.986	0.453	0.055	1.073	JREI	14
توزيع غير طبيعي	0.010	1.633	0.461	2.331	PADICO	15
توزيع طبيعي	0.300	0.973	0.087	1.881	PID	16
توزيع غير طبيعي	0.013	1.589	0.293	1.398	PIIC	17
توزيع طبيعي	0.110	1.205	0.333	1.836	PRICO	18
توزيع غير طبيعي	0.007	1.686	0.074	0.748	UCI	19
توزيع غير طبيعي	0.000	7.694	4.511	3.337	قطاع الخدمات	
توزيع طبيعي	0.220	1.050	0.111	1.688	AHC	20
توزيع طبيعي	0.275	0.995	0.155	1.081	ARE	21
*	*	*	*	*	GCOM	22
توزيع طبيعي	0.523	0.813	0.164	1.234	NSC	23
توزيع طبيعي	0.077	1.276	1.888	13.196	PALTEL	24
توزيع غير طبيعي	0.002	1.881	0.101	0.965	PEC	25
توزيع طبيعي	0.636	0.745	0.118	1.220	PLAZA	26
توزيع طبيعي	0.259	1.010	0.183	1.801	WASSEL	27
توزيع غير طبيعي	0.000	5.088	3.714	4.534	قطاع الصناعة	
توزيع طبيعي	0.189	1.086	0.631	1.267	ACPC	28
توزيع طبيعي	0.403	0.893	0.101	1.983	APC	29
توزيع طبيعي	0.427	0.876	0.202	1.747	AZIZA	30
توزيع غير طبيعي	0.040	1.400	0.954	9.654	BPC	31
توزيع طبيعي	0.525	0.812	0.126	1.779	GMC	32
توزيع طبيعي	0.179	1.098	0.339	6.916	JCC	33
توزيع طبيعي	0.055	1.340	0.874	10.167	JPH	34

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	الانحراف المعياري	متوسط إغلاق السهم	الشركة	مستسل
توزيع طبيعي	0.190	1.084	0.233	1.012	LADAEN	35
توزيع غير طبيعي	0.037	1.413	0.093	0.786	NCI	36
توزيع طبيعي	0.686	0.715	0.590	4.352	VOIC	37
توزيع غير طبيعي	0.000	11.731	3.193	2.859	إجمالي القطاعات	

رابعاً: التغيرات في أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2009م ليس لها خصائص التوزيع الطبيعي.

يبين جدول رقم (12) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي، حيث إن مستوى المعنوية لعدد (23) شركة أكبر من 0.05، وهذا يدل على أن هذه الشركات يخضع أسعار إغلاق أسهمها الأسبوعي للتوزيع الطبيعي، في حين كان مستوى المعنوية لعدد (12) شركة أقل من 0.05 وهذا يدل على إن أسعار إغلاق أسهمها الأسبوعي لا تتبع التوزيع الطبيعي، ويتضح إن المتوسط الحسابي لإغلاق أسعار الأسهم للقطاعات الخمس 2.317 دولار بانحراف معياري 2.561 دولار بمعنى إن مقدار التشتت عن المتوسط الحسابي كبير.

وعلى الرغم من إن عدد الشركات التي تتبع التوزيع الطبيعي أكبر من الشركات التي لا تتبع التوزيع الطبيعي و لكن يتبين إن حجم و ثقل الشركات التي لا تتبع التوزيع الطبيعي أكبر من التي تتبع التوزيع الطبيعي وبصفة عامة يتبين إن متوسط أسعار إغلاق أسهم جميع قطاعات الشركات في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2009م لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث إن قيمة مستوى الدلالة تساوي 0.000 وهو أقل من 0.05.

(جدول رقم 12)

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لأسعار الإغلاق لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية لسنة 2009م

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	الإحراف المعياري	متوسط إغلاق السهم	الشركة	مسنسل
توزيع غير طبيعي	0.000	5.067	0.959	1.356	قطاع البنوك	
توزيع طبيعي	0.281	0.990	0.059	1.256	AIB	1
توزيع طبيعي	0.063	1.315	0.082	0.680	AMB	2
توزيع غير طبيعي	0.014	1.575	0.327	3.411	BOP	3
توزيع طبيعي	0.944	0.527	0.039	0.740	ISBK	4
توزيع طبيعي	0.826	0.627	0.071	0.774	PCB	5
توزيع غير طبيعي	0.038	1.409	0.185	1.351	PIBC	6
توزيع غير طبيعي	0.013	1.590	0.185	0.884	QUDS	7
توزيع غير طبيعي	0.000	4.171	1.539	2.064	قطاع التأمين	
توزيع غير طبيعي	0.045	1.377	0.034	0.815	AIG	8
توزيع طبيعي	0.432	0.873	0.026	0.559	MIC	9
توزيع طبيعي	0.260	1.009	0.088	3.978	NIC	10
توزيع طبيعي	0.975	0.480	0.272	3.181	TRUST	11
توزيع غير طبيعي	0.004	1.757	0.405	1.217	قطاع الاستثمار	
توزيع طبيعي	0.512	0.820	0.095	1.197	ARAB	12
*	*	*	*	*	IID	13
توزيع طبيعي	0.686	0.715	0.102	1.166	JREI	14
توزيع طبيعي	0.111	1.202	0.0999	1.323	PADICO	15
توزيع غير طبيعي	0.017	1.542	0.057	1.933	PID	16
توزيع غير طبيعي	0.002	1.882	0.249	0.981	PIIC	17
توزيع غير طبيعي	0.015	1.567	0.101	1.406	PRICO	18
توزيع طبيعي	0.249	1.020	0.031	0.629	UCI	19
توزيع غير طبيعي	0.000	8.018	3.579	2.575	قطاع الخدمات	
توزيع طبيعي	0.319	0.957	0.131	1.442	AHC	20
توزيع طبيعي	0.493	0.832	0.115	0.909	ARE	21

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	الإحتراف المعياري	متوسط إغلاق السهم	الشركة	مسلسل
توزيع طبيعي	0.711	0.700	0.145	1.135	GCOM	22
توزيع طبيعي	0.704	0.704	0.077	0.975	NSC	23
توزيع طبيعي	0.309	0.965	0.817	11.095	PALTEL	24
توزيع طبيعي	0.424	0.878	0.069	0.915	PEC	25
توزيع غير طبيعي	0.029	1.455	0.113	1.107	PLAZA	26
توزيع طبيعي	0.056	1.336	0.121	1.237	WASSEL	27
توزيع غير طبيعي	0.000	3.713	2.939	3.814	قطاع الصناعة	
*	*	*	*	*	ACPC	28
توزيع طبيعي	0.912	0.560	0.191	2.212	APC	29
توزيع طبيعي	0.058	1.330	0.408	1.820	AZIZA	30
توزيع طبيعي	0.775	0.661	0.341	7.715	BPC	31
توزيع غير طبيعي	0.014	1.570	0.081	1.650	GMC	32
توزيع غير طبيعي	0.036	1.416	0.542	6.081	JCC	33
توزيع طبيعي	0.263	1.007	0.467	8.169	JPH	34
توزيع طبيعي	0.158	1.127	0.429	0.615	LADAEN	35
توزيع غير طبيعي	0.000	2.386	0.034	0.596	NCI	36
توزيع غير طبيعي	0.026	1.474	0.394	3.629	VOIC	37
توزيع غير طبيعي	0.000	11.239	2.561	2.317	إجمالي القطاعات	

خامساً: التغيرات في أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية للسنوات 2006م و2007م و2008م و2009م ليس لها خصائص التوزيع الطبيعي.

يبين جدول رقم (13) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي، حيث إن مستوى المعنوية لعدد (14) شركة أكبر من 0.05، وهذا يدل على إن هذه الشركات يخضع أسعار إغلاق أسهمها الاسبوعي للتوزيع الطبيعي، في حين كان مستوى المعنوية لعدد (23) شركة أقل من 0.05 وهذا يدل على إن أسعار إغلاق أسهمها الاسبوعي لا تتبع التوزيع الطبيعي، ويتضح إن المتوسط الحسابي لإغلاق أسعار الأسهم للقطاعات الخمس 3.096 دولار بانحراف معياري 3.398 دولار بمعنى إن مقدار التشتت عن المتوسط الحسابي كبير.

وعند تجميع السنوات الأربع يتبين إن عدد الشركات التي لا تتبع التوزيع الطبيعي أكبر من الشركات التي تتبع التوزيع الطبيعي وبصفة عامة يتبين إن متوسط أسعار إغلاق أسهم جميع قطاعات الشركات في بورصة فلسطين للأوراق المالية للسنوات من 2006 وحتى 2009م لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث إن قيمة مستوى الدلالة تساوي 0.000 وهو أقل من 0.05.

(جدول رقم 13)

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لأسعار الإغلاق لأسهم الشركات
المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية من سنة 2006م إلى 2009م

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	الإحراف المعياري	متوسط إغلاق السهم	الشركة	مستسل
توزيع غير طبيعي	0.000	6.725	1.302	1.821	قطاع البنوك	
توزيع غير طبيعي	0.000	2.286	0.316	1.539	AIB	1
توزيع غير طبيعي	0.002	1.835	0.135	0.816	AMB	2
توزيع غير طبيعي	0.000	2.235	0.875	3.763	BOP	3
توزيع طبيعي	0.944	0.527	0.039	0.740	ISBK	4
توزيع طبيعي	0.594	0.770	0.086	0.779	PCB	5
توزيع غير طبيعي	0.000	3.198	1.521	2.305	PIBC	6
توزيع غير طبيعي	0.024	1.487	0.283	1.182	QUDS	7
توزيع غير طبيعي	0.000	3.703	2.262	2.812	قطاع التأمين	
توزيع غير طبيعي	0.000	4.033	2.749	2.757	AIG	8
توزيع غير طبيعي	0.005	1.738	0.088	0.603	MIC	9
توزيع غير طبيعي	0.000	2.209	0.332	4.150	NIC	10
توزيع طبيعي	0.829	0.625	0.461	3.555	TRUST	11
توزيع غير طبيعي	0.000	3.916	0.931	1.706	قطاع الاستثمار	
توزيع غير طبيعي	0.031	1.441	0.267	1.416	ARAB	12
توزيع طبيعي	0.079	1.271	0.123	0.829	IID	13
توزيع طبيعي	0.053	1.348	0.085	1.078	JREI	14
توزيع غير طبيعي	0.000	2.264	1.204	2.475	PADICO	15
توزيع غير طبيعي	0.000	2.140	0.162	1.805	PID	16
توزيع غير طبيعي	0.000	2.853	0.983	1.761	PIIC	17

نتيجة التحليل	قيمة Sig	قيمة Z	الإحراف المعياري	متوسط إغلاق السهم	الشركة	مستسل
توزيع غير طبيعي	0.013	1.587	0.750	2.144	PRICO	18
توزيع غير طبيعي	0.001	1.919	0.218	0.812	UCI	19
توزيع غير طبيعي	0.000	12.875	4.325	3.290	قطاع الخدمات	
توزيع غير طبيعي	0.032	1.421	0.307	1.808	AHC	20
توزيع طبيعي	0.216	1.055	0.297	1.205	ARE	21
توزيع طبيعي	0.711	0.700	0.144	1.135	GCOM	22
توزيع غير طبيعي	0.047	1.370	0.173	1.075	NSC	23
توزيع غير طبيعي	0.000	2.646	3.705	11.723	PALTEL	24
توزيع غير طبيعي	0.000	2.180	0.218	1.069	PEC	25
توزيع طبيعي	0.120	1.187	0.278	1.380	PLAZA	26
توزيع طبيعي	0.093	1.238	0.393	1.639	WASSEL	27
توزيع غير طبيعي	0.000	8.451	4.121	4.979	قطاع الصناعة	
توزيع طبيعي	0.216	1.054	0.849	1.658	ACPC	28
توزيع طبيعي	0.298	0.975	0.215	2.013	APC	29
توزيع طبيعي	0.308	0.966	0.336	1.912	AZIZA	30
توزيع طبيعي	0.057	1.332	1.928	9.733	BPC	31
توزيع غير طبيعي	0.000	2.497	0.485	2.008	GMC	32
توزيع غير طبيعي	0.004	1.748	1.167	7.194	JCC	33
توزيع غير طبيعي	0.000	2.927	3.447	11.069	JPH	34
توزيع غير طبيعي	0.011	1.607	0.529	1.277	LADAEN	35
توزيع غير طبيعي	0.000	2.502	0.323	0.882	NCI	36
توزيع طبيعي	0.110	1.205	1.391	5.173	VOIC	37
توزيع غير طبيعي	0.000	19.315	3.398	3.096	إجمالي القطاعات	

ومن خلال نتائج الاختبارات السابقة يتبين إن بورصة فلسطين للأوراق المالية لا يتبع التوزيع الطبيعي وبالتالي نقبل الفرضية ويمكن القول بأن السوق غير كفؤ وإن أسعار الأسهم يمكن التنبؤ بها.

الفرضية الثالثة: لا يوجد إرتباط بين القطاعات الخمس في السوق من عام 2006م وحتى 2009م

ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام اختبار معامل الإرتباط بيرسون (Correlation) لمعرفة هل يوجد إرتباط بين القطاعات الخمس في بورصة فلسطين للأوراق المالية (Correlation)؟. يبين جدول رقم (14) نتائج اختبار معامل الإرتباط بيرسون والذي يبين إنه يوجد إرتباط طردي قوي (عدا قطاع التأمين وقطاع الخدمات يوجد لديهم إرتباط طردي ضعيف جداً) بين إجمالي القطاعات الكلية وبين القطاعات الخمس في بورصة فلسطين للأوراق المالية وأيضاً يوجد إرتباط بين القطاعات الخمسة بعضها البعض في السوق عند مستوى معنوية تساوي 0.05.

(جدول رقم 14)

يوضح مصفوفة معاملات الإرتباط بين القطاعات الخمس وإجمالي القطاعات

قطاع الصناعة	قطاع الخدمات	قطاع الاستثمار	قطاع التأمين	قطاع البنوك	إجمالي القطاعات	
					1	إجمالي القطاعات
				1	**0.500	قطاع البنوك
			1	*0.301-	*0.298	قطاع التأمين
		1	*0.248-	*0.328	*0.262	قطاع الاستثمار
	1	**0.666	- **0.370	**0.438	**0.765	قطاع الخدمات
1	*0.874 *	**0.385	- **0.440	**0.369	**0.780	قطاع الصناعة

**دالة عند 0.001

*دالة عند 0.05

ومن خلال نتائج الاختبارات السابقة يتبين إن القطاعات الخمس في بورصة فلسطين للأوراق المالية مرتبطة مع بعضها البعض وبالتالي نرفض الفرضية ونقبل الفرضية البديلة.

الفرضية الرابعة: لا تظهر السلسلة الزمنية للأسعار إتجاهاً واضحاً نحو التزايد مع الزمن.

لاستكشاف النموذج المناسب لهذه السلسلة لا بد من رسم دالتي الترابط الذاتي ACF (Autocorrelation Function) والترابط الذاتي الجزئي PACF (Partial Autocorrelation Function).

قام الباحث بتوفيق هذا النموذج باستخدام نموذج الانحدار الذاتي Autoregressive (AR(1)) والمتوسط المتحرك المتكامل Auto-Regressive Integrated Moving Average Model (ARIMA) وهما من النماذج التي اكتشفها العالمان بوكس وجينكنز Box and Jenkins في العام 1970. ويمكن كتابة نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى على الصورة.

$$X_t = aX_{t-1} + c + e_t$$

حيث إن X_t تشير إلى السلسلة الزمنية بوجه عام لقيمة الظاهرة في الفترات الزمنية $t = 1, 2, 3, \dots, m$

A : تشير إلي معامل الانحدار الذاتي AR.

C: تشير إلي ثابت النموذج

e_t : تشير إلى الأخطاء في الفترات الزمنية $t = 1, 2, 3, \dots, m$

والنموذج الذي سنحصل عليه من الفرضيات التالية هو الذي يمكن استخدامه في التنبؤ الإحصائي، وبدل على إنه بمعرفة قيمة وحيدة في السلسلة (باستخدام مثل هذا النموذج) نستطيع التنبؤ بالقيمة التي تليها مباشرة ومن ثم القيم المستقبلية المتتالية بمعدل خطأ بسيط ولكن قبل ذلك يجب التحقق من ملاءمة هذا النموذج لبيانات السلسلة الزمنية وبالنظر إلى النتائج التي سنحصل عليها سيتضح إنه لا يوجد مشكلة واضحة تدل على عدم ملاءمة هذا النموذج للبيانات ولكن للتأكد من ذلك لا بد من التحقق من الأخطاء Residuals بحثاً عن أي انتهاك للشروط المطلوبة لصحة هذا النموذج وأهم هذه الشروط هو إن هذه الأخطاء يجب أن تكون غير مترابطة (أي لا يظهر بها أي نمط معين يدل على إنها مترابطة ذاتياً Auto correlated) وفي هذه الحالة يحسن التحقق من عدم وجود معاملات معنوية في حدود ثقة 95% في كل من دالتي الترابط الذاتي ACF ودالة الترابط الذاتي الجزئي PACF.

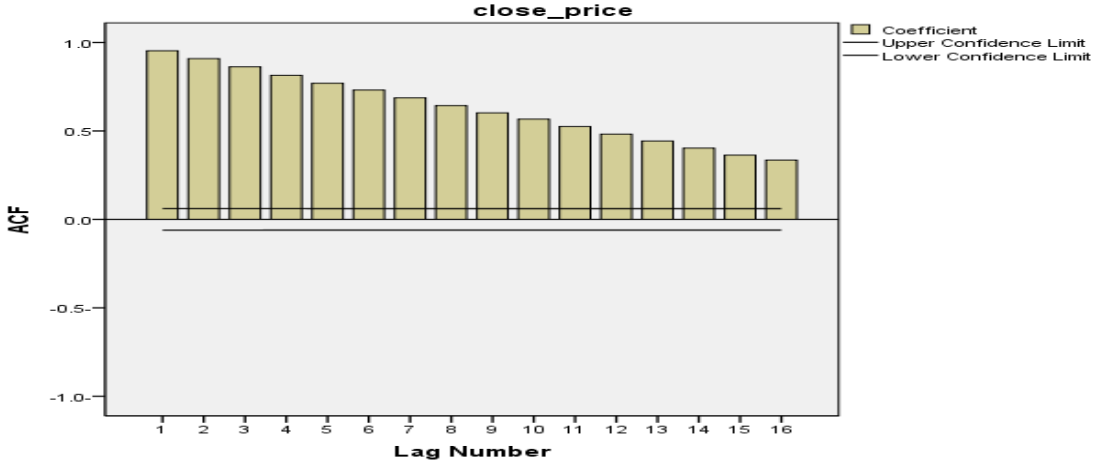
ولاختبار هذه الفرضية فقد تم اختبار الفرضيات الفرعية التالية:

أولاً: لا تظهر السلسلة الزمنية للأسعار إتجاهاً واضحاً نحوالتزايد مع الزمن لسنة 2006م

يتضح من (الشكل رقم 2) و(الشكل رقم 3) أن نمط دالتي الترابط الذاتي ACF والترابط الذاتي الجزئي PACF لنموذج الانحدار الذاتي إنه من الدرجة الأولى وهذا النموذج أكثر ملاءمة لهذه البيانات حيث إن دالة الترابط الذاتي ACF تتلاشى تدريجياً بينما دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF تتوقف بعد الدرجة الأولى.

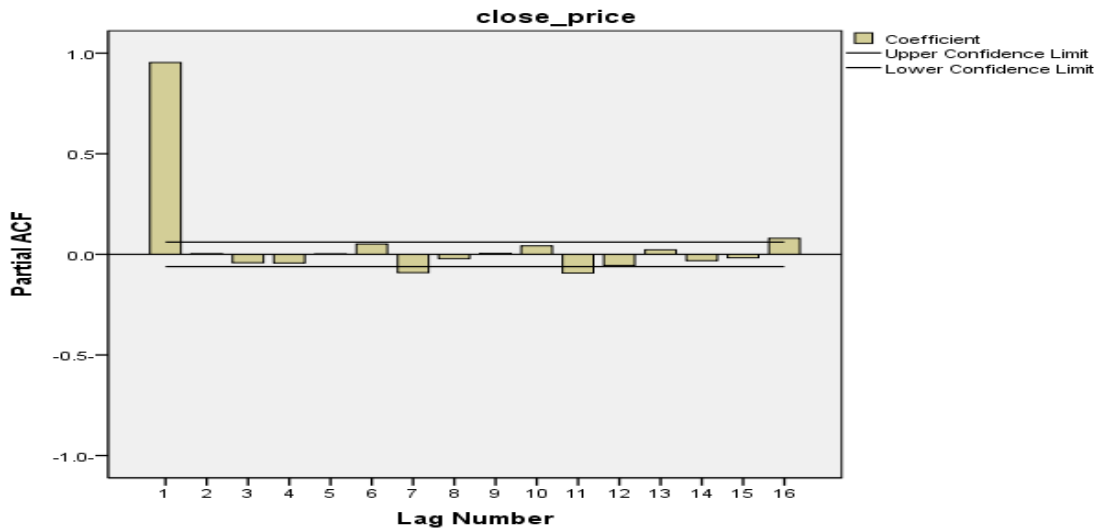
(شكل رقم 2)

يبين دالة الترابط الذاتي ACF لسنة 2006



(شكل رقم 3)

يبين دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF لسنة 2006



وباستخدام برنامج SPSS واختبار النموذج ARIMA(1,0,0) سوف نحصل على

النتائج التالية:

Model	Model Fit statistics		Estimate	t	Sig.
		Stationary R-squared	Statistics	4.566	5.191
close_price-Model_1	0.911	46.588	0.954	105.283	0

بالنظر إلى معالم النموذج AR (1) الذي تم توقيه في قائمة النتائج يتضح إن هذا

النموذج يأخذ الصورة التالية:

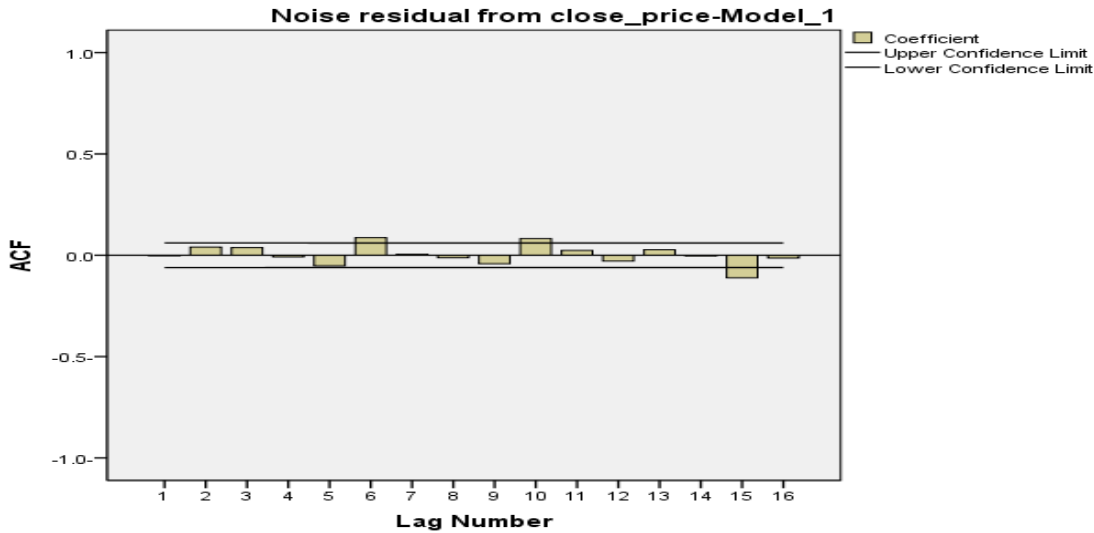
$$X_t = 4.566 + 0.954 X_{t-1}$$

ولكن لابد من التحقق من الأخطاء Residuals بحثاً عن أي انتهاك للشروط المطلوبة

لصحة هذا النموذج والشكلين البيانيين رقم (4)، رقم (5) يوضحان دالتي الأخطاء وهي كالتالي:

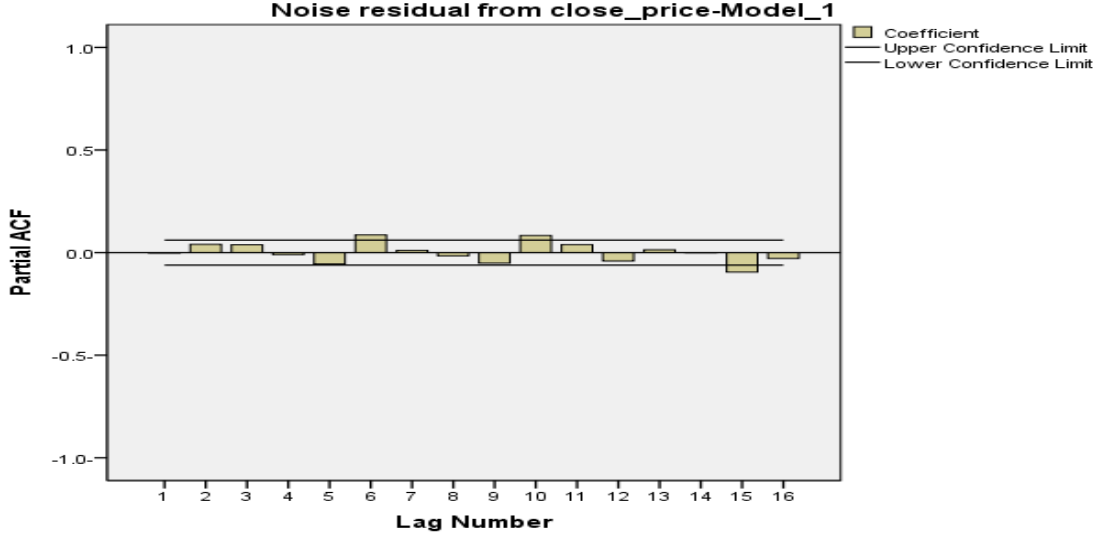
(شكل رقم 4)

يبين أخطاء دالة الترابط الذاتي ACF لسنة 2006



(شكل رقم 5)

يبين أخطاء دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF لسنة 2006



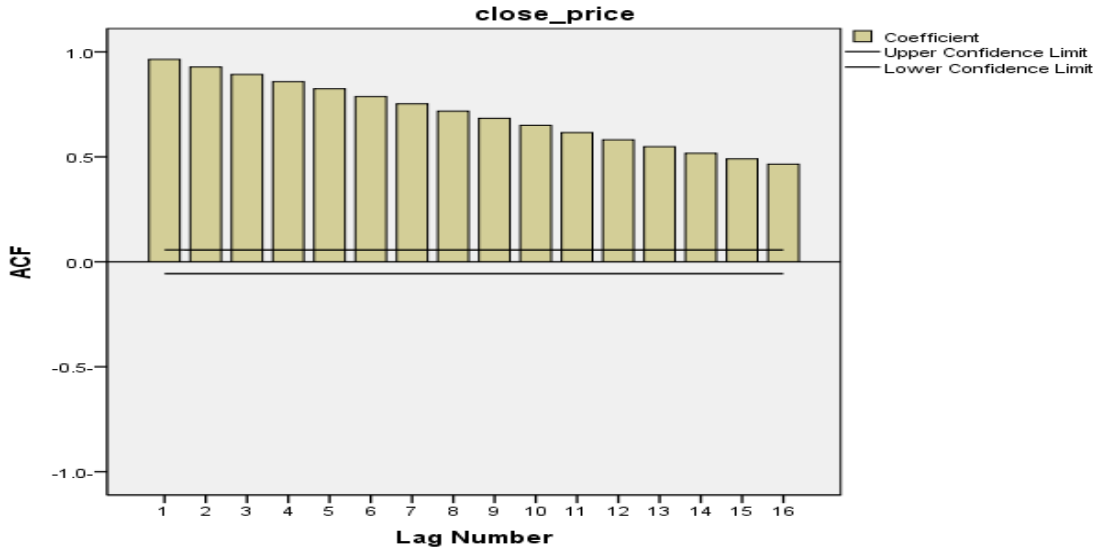
ويتضح من رسم دالتي الترابط الذاتي ACF والترابط الذاتي الجزئي PACF لسلسلة الأخطاء إنه لا يوجد أي اختراق لفروض النموذج الذي تم توفيقه للبيانات وبذلك يمكن الحكم على إن النموذج الذي تم توفيقه لبيانات السلسلة الزمنية وبالتالي يمكننا أن نعتمد على هذا النموذج في التنبؤ بقيم مستقبلية.

ثانياً: لا تظهر السلسلة الزمنية للأسعار إتجاهاً واضحاً نحوالتزايد مع الزمن لسنة 2007م

يتضح من (الشكل رقم 6) و(الشكل رقم 7) إن نمط دالتي الترابط الذاتي ACF والترابط الذاتي الجزئي PACF لنموذج الانحدار الذاتي إنه من الدرجة الأولى وهذا النموذج أكثر ملاءمة لهذه البيانات حيث إن دالة الترابط الذاتي ACF تتلاشى تدريجياً بينما دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF تتوقف بعد الدرجة الأولى.

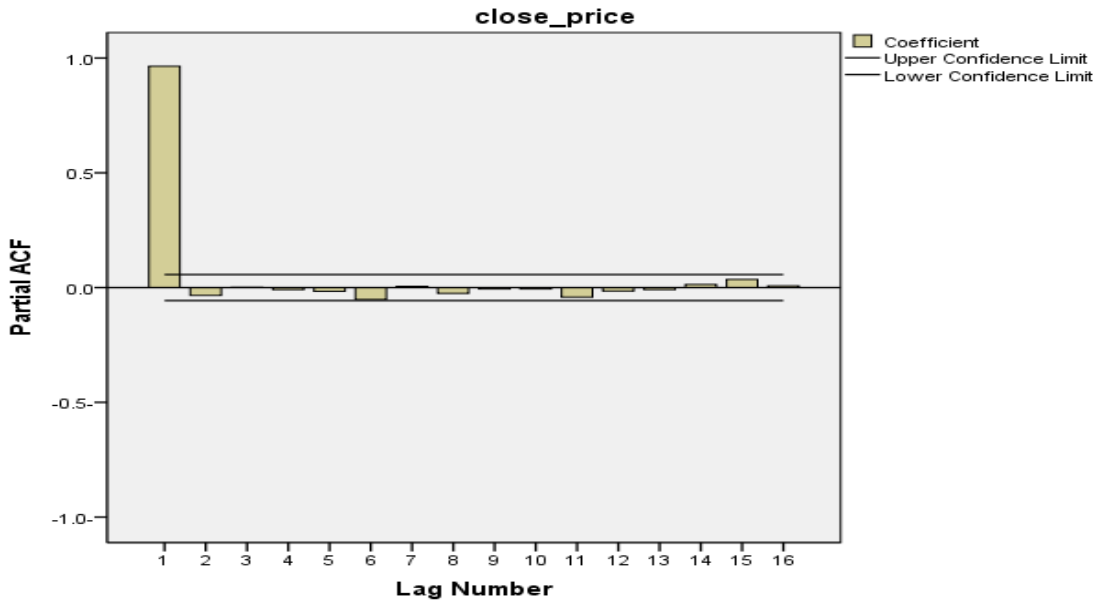
(شكل رقم 6)

يبين دالة الترابط الذاتي ACF لسنة 2007



(شكل رقم 7)

يبين دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF لسنة 2007



وباستخدام برنامج SPSS واختبار النموذج ARIMA(1,0,0) سوف نحصل على النتائج التالية:

Model	Model Fit statistics		Estimate	t	Sig.
		Stationary R-squared	Statistics	2.958	4.738
close_price-Model_1	0.936	10.845	0.967	135.252	0

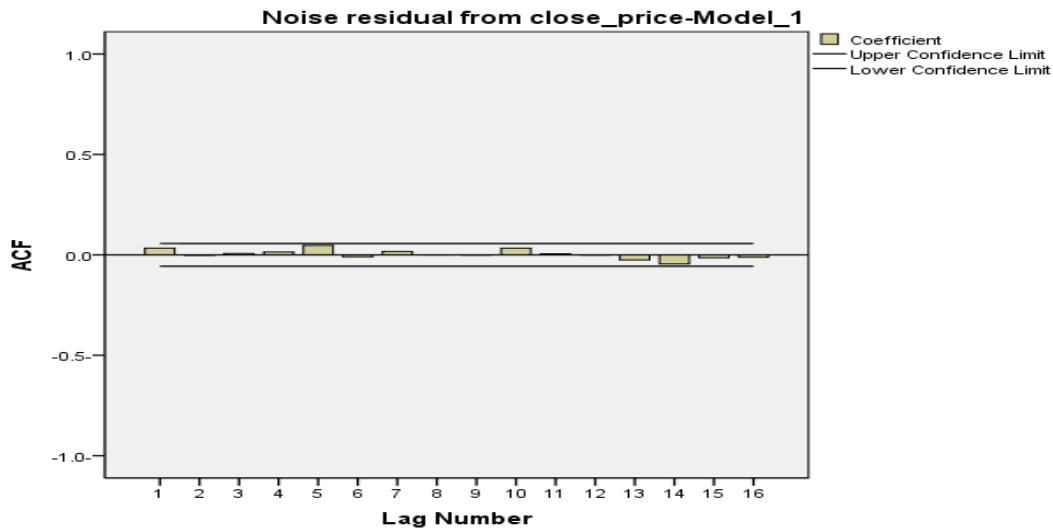
بالنظر إلى معالم النموذج AR (1) الذي تم توفيقه في قائمة النتائج يتضح إنّ هذا النموذج يأخذ الصورة التالية :

$$X_t = 2.958 + 0.967 X_{t-1}$$

ولكن لابد من التحقق من الأخطاء Residuals بحثاً عن أي انتهاك للشروط المطلوبة لصحة هذا النموذج والشكلين البيانيين رقم (8)، رقم (9) يوضحان دالتي الأخطاء وهي كالتالي:

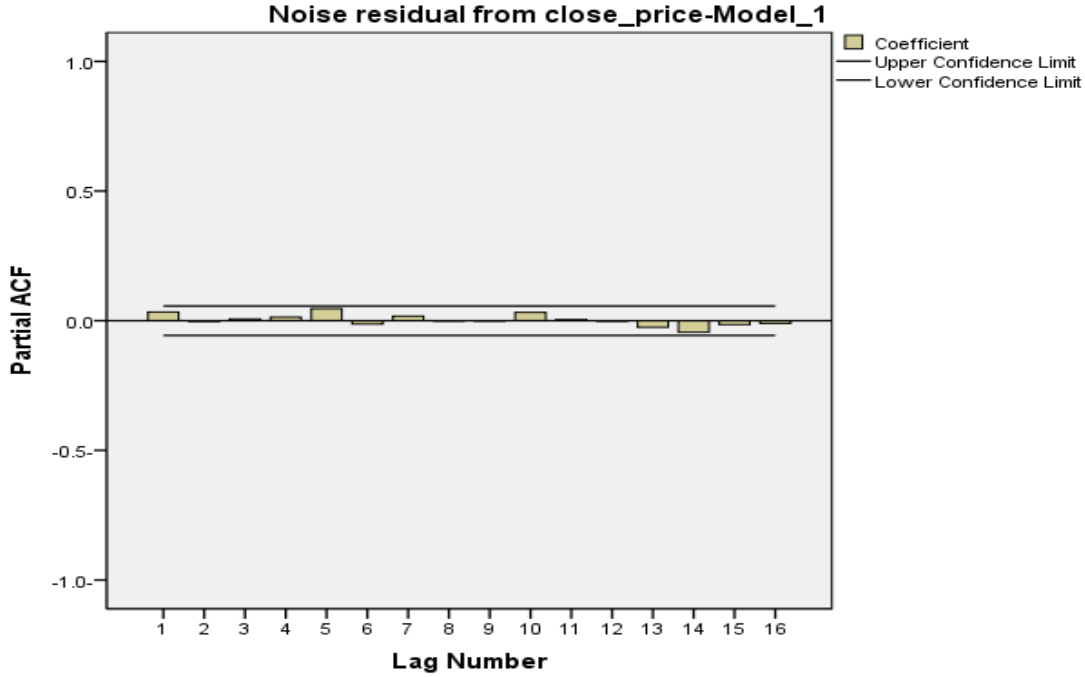
(شكل رقم 8)

يبين أخطاء دالة الترابط الذاتي ACF لسنة 2007



(شكل رقم 9)

يبين أخطاء دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF لسنة 2007

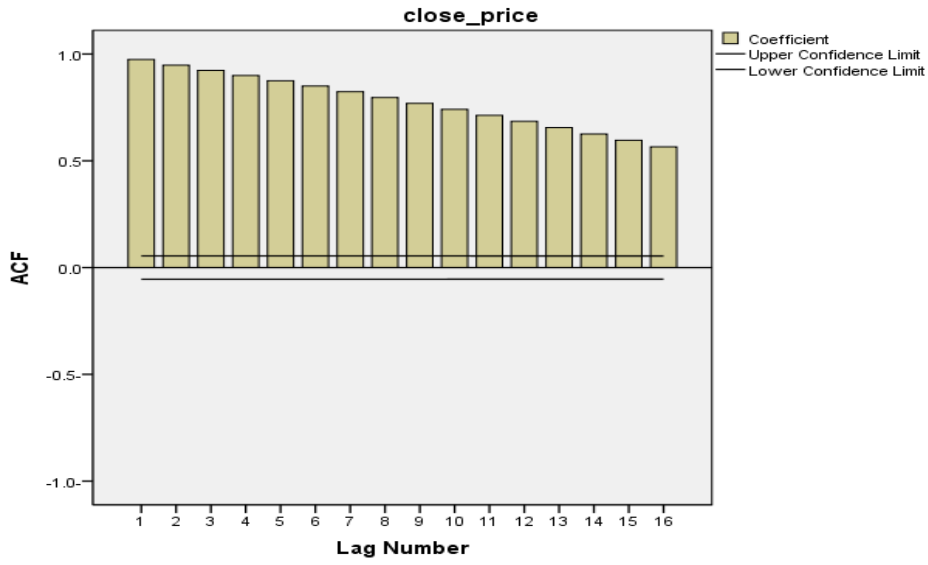


ويتضح من رسم دالتي الترابط الذاتي ACF والترابط الذاتي الجزئي PACF لسلسلة الأخطاء إنه لا يوجد أي اختراق لفروض النموذج الذي تم توفيقه للبيانات وبذلك يمكن الحكم على إن النموذج الذي تم توفيقه لبيانات السلسلة الزمنية وبالتالي يمكننا أن نعتمد على هذا النموذج في التنبؤ بقيم مستقبلية.

ثالثاً: لا تظهر السلسلة الزمنية للأسعار اتجاهاً واضحاً نحو التزايد مع الزمن لسنة 2008م يتضح من (الشكل رقم 10) و(الشكل رقم 11) إن نمط دالتي الترابط الذاتي ACF والترابط الذاتي الجزئي PACF لنموذج الانحدار الذاتي إنه من الدرجة الأولى وهذا النموذج أكثر ملاءمة لهذه البيانات حيث إن دالة الترابط الذاتي ACF تتلاشى تدريجياً بينما دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF تتوقف بعد الدرجة الأولى.

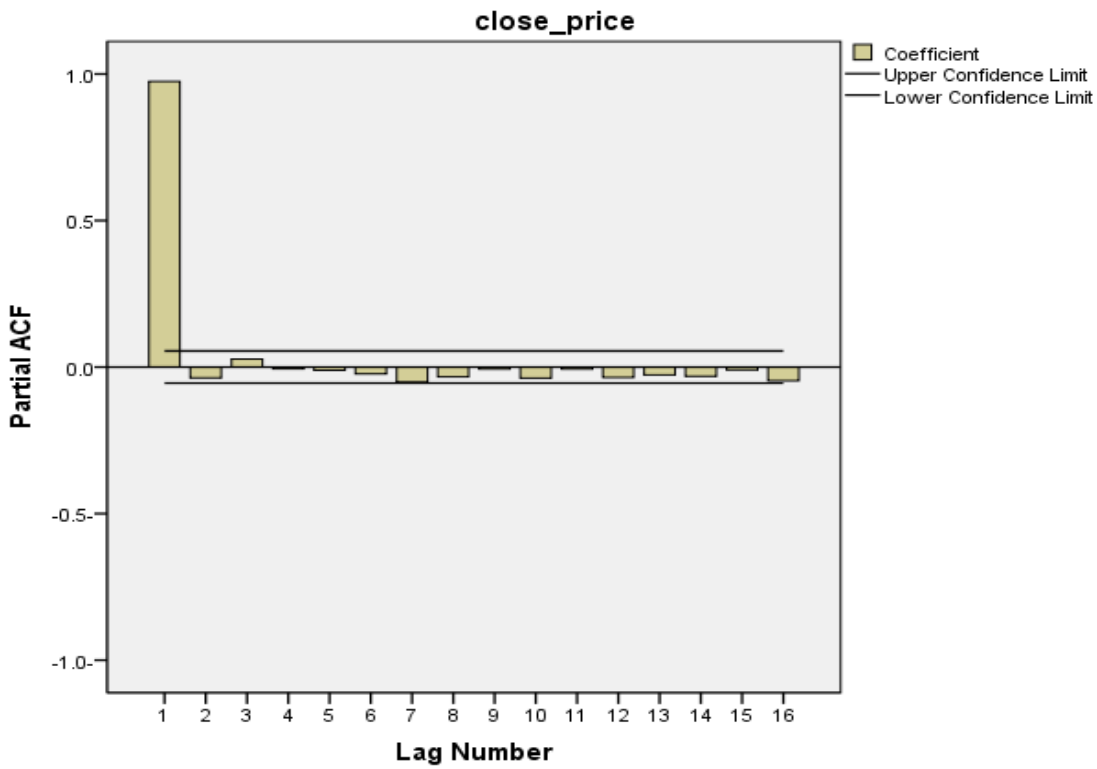
(شكل رقم 10)

يبين دالة الترابط الذاتي ACF لسنة 2008



(شكل رقم 11)

يبين دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF لسنة 2008



وباستخدام برنامج SPSS واختبار النموذج ARIMA(1,0,0) سوف نحصل على النتائج التالية:

Model	Model Fit statistics		Estimate	t	Sig.
	Stationary R-squared	Statistics	2.912	3.620	0
close_price-Model_1	.956	18.179	.977	171.175	0

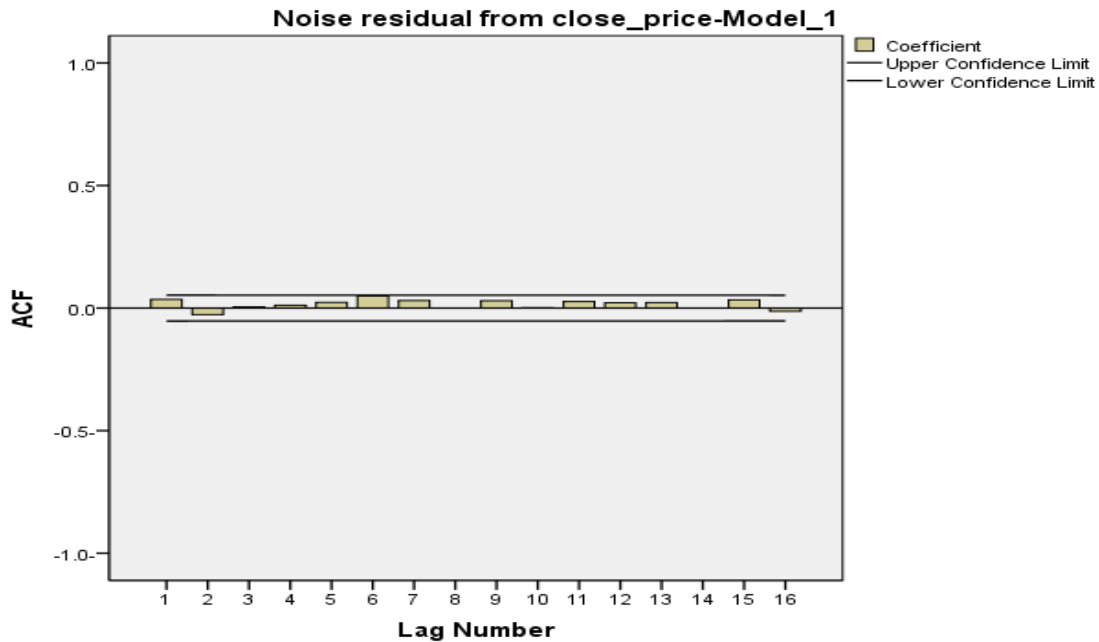
بالنظر إلى معالم النموذج AR (1) الذي تم توفيقه في قائمة النتائج يتضح إنَّ هذا النموذج يأخذ الصورة التالية :

$$X_t = 2.912 + 0.977 X_{t-1}$$

ولكن لابد من التحقق من الأخطاء Residuals بحثاً عن أي انتهاك للشروط المطلوبة لصحة هذا النموذج والشكلين البيانيين رقم(12)، رقم(13) يوضحان دالتي الأخطاء وهي كالتالي:

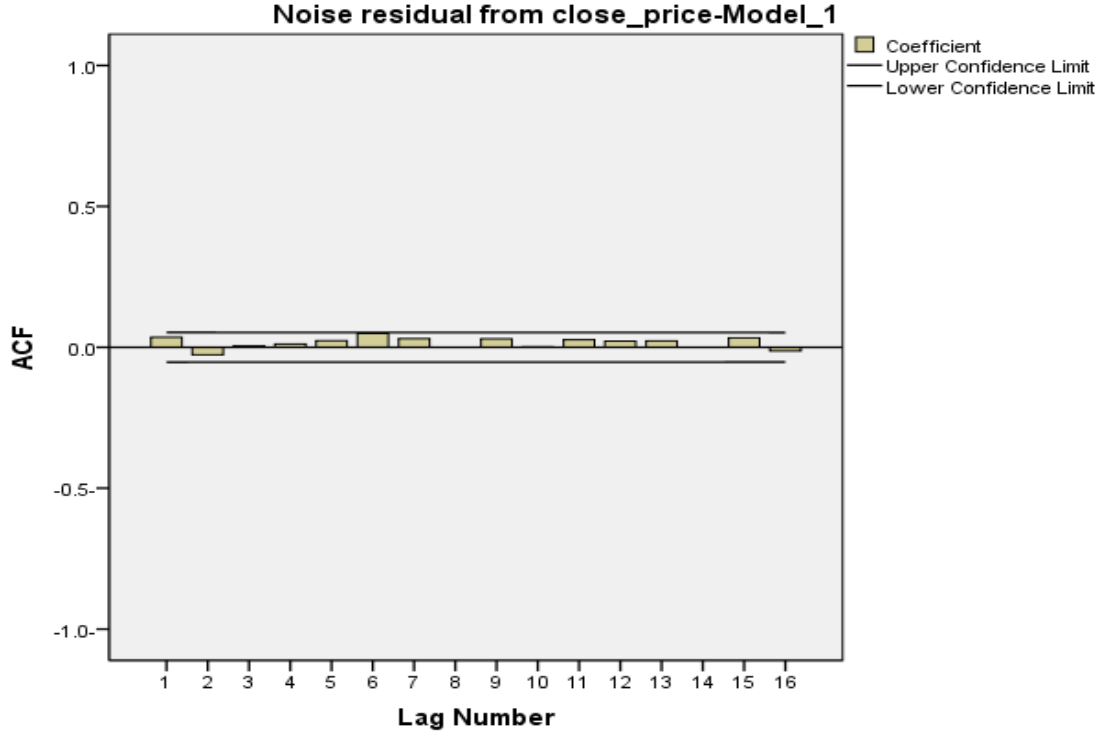
(شكل رقم 12)

يبين أخطاء دالة الترابط الذاتي ACF لسنة 2008



(شكل رقم 13)

يبين أخطاء دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF لسنة 2008

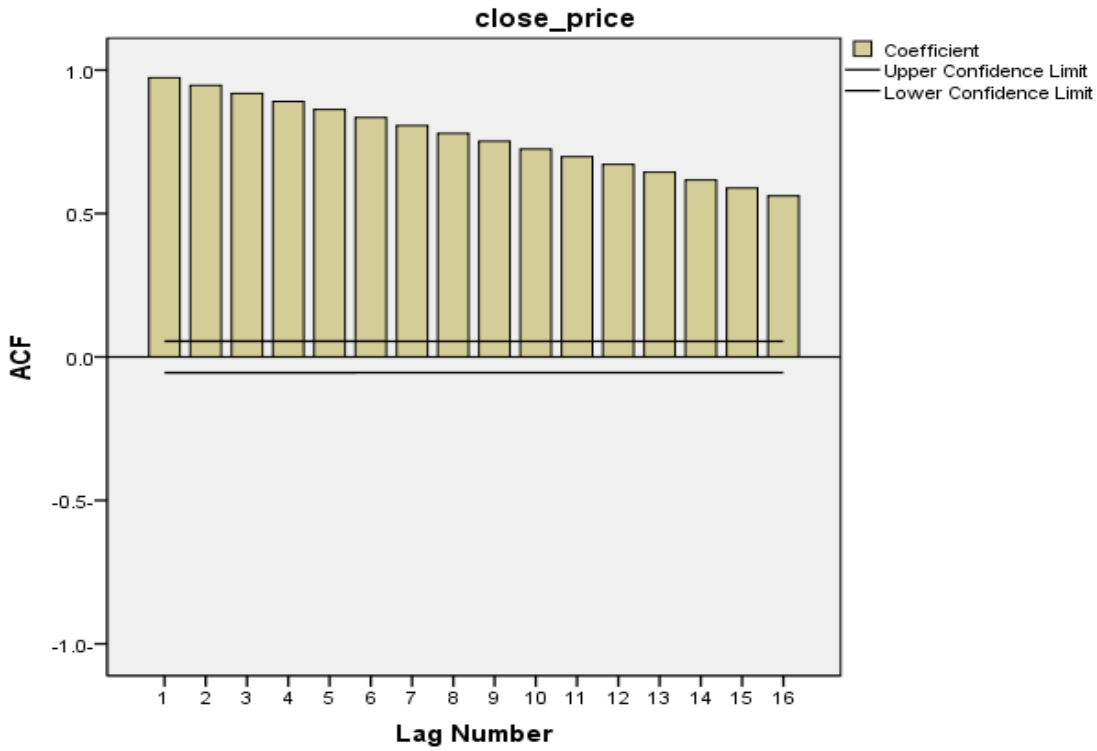


ويتضح من رسم دالتي الترابط الذاتي ACF والترابط الذاتي الجزئي PACF لسلسلة الأخطاء إنه لا يوجد أي اختراق لفروض النموذج الذي تم توفيقه للبيانات وبذلك يمكن الحكم على غنّ النموذج الذي تم توفيقه لبيانات السلسلة الزمنية وبالتالي يمكننا أن نعتد على هذا النموذج في التنبؤ بقيم مستقبلية.

رابعاً: لا تظهر السلسلة الزمنية للأسعار اتجاهًا واضحاً نحو التزايد مع الزمن لسنة 2009م يتضح من (الشكل رقم 14) و(الشكل رقم 15) إن نمط دالتي الترابط الذاتي ACF والترابط الذاتي الجزئي PACF لنموذج الانحدار الذاتي إنه من الدرجة الأولى وهذا النموذج أكثر ملاءمة لهذه البيانات حيث إن دالة الترابط الذاتي ACF تتلاشى تدريجياً بينما دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF تتوقف بعد الدرجة الأولى.

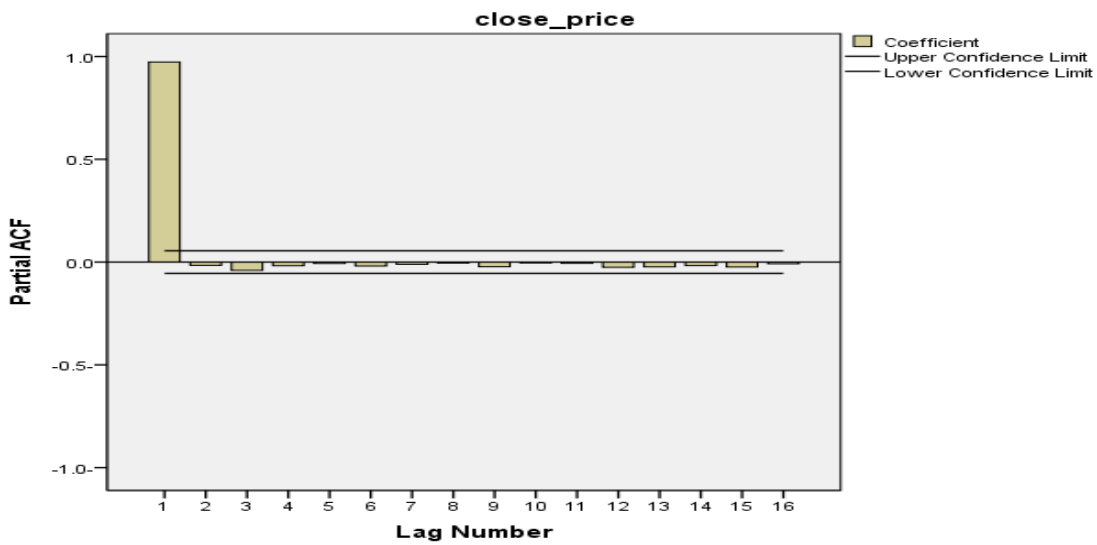
(شكل رقم 14)

يبين دالة الترابط الذاتي ACF لسنة 2009



(شكل رقم 15)

يبين دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF لسنة 2009



وباستخدام برنامج SPSS واختبار النموذج ARIMA(1,0,0) سوف نحصل على النتائج

التالية:

Model	Model Fit statistics		Estimate	t	Sig.
	Stationary R-squared	Statistics			
close_price-Model_1	.952	6.037	.975	161.551	0

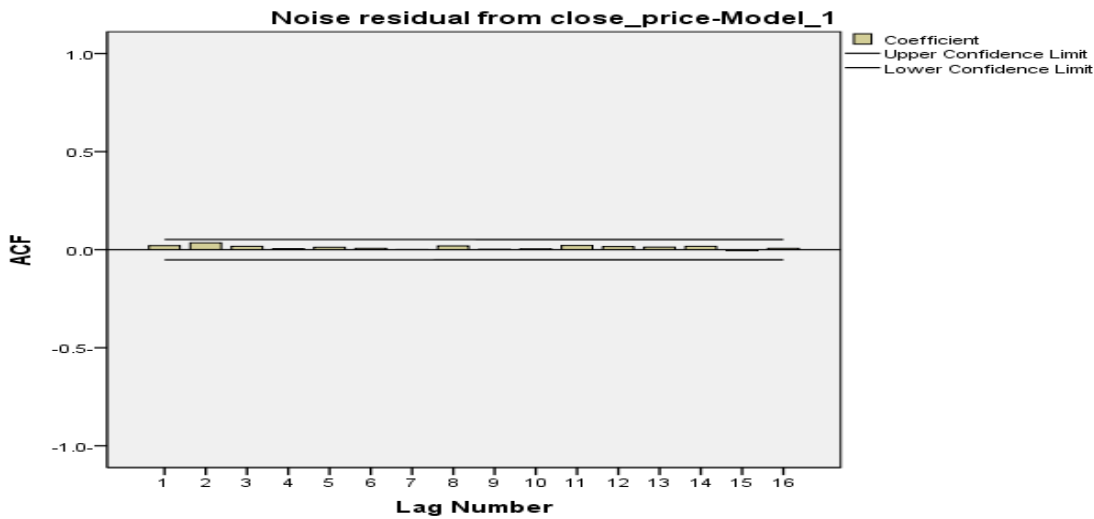
بالنظر إلى معالم النموذج AR (1) الذي تم توفيقه في قائمة النتائج يتضح إنَّ هذا النموذج يأخذ الصورة التالية :

$$X_t = 2.307 + 0.975 X_{t-1}$$

ولكن لابد من التحقق من الأخطاء Residuals بحثاً عن أي انتهاك للشروط المطلوبة لصحة هذا النموذج والشكلين البيانيين رقم(16)، رقم(17) يوضحان دالتي الأخطاء وهي كالتالي:

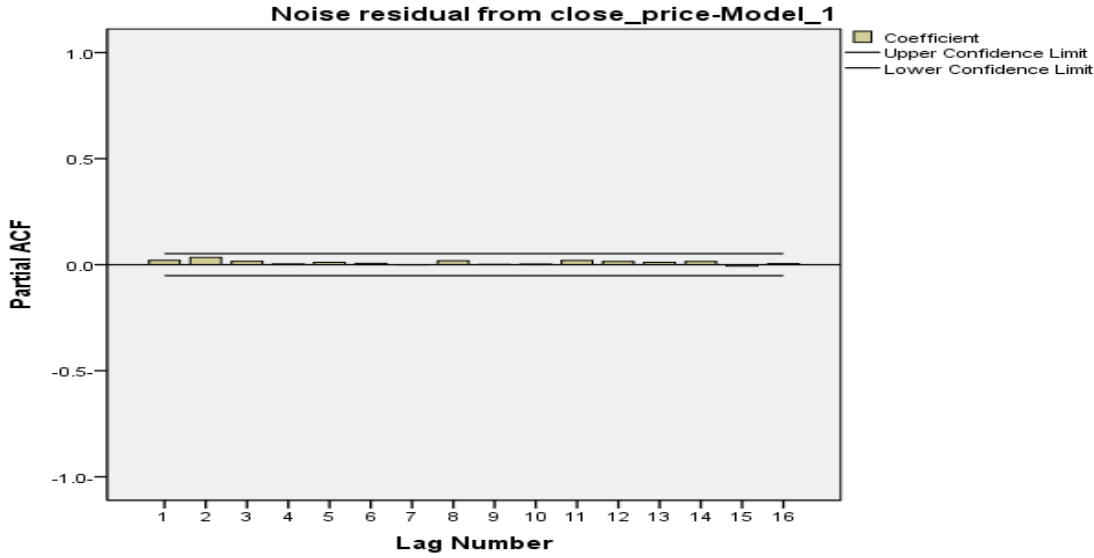
(شكل رقم 16)

يبين أخطاء دالة الترابط الذاتي ACF لسنة 2009



(شكل رقم 17)

يبين أخطاء دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF لسنة 2009



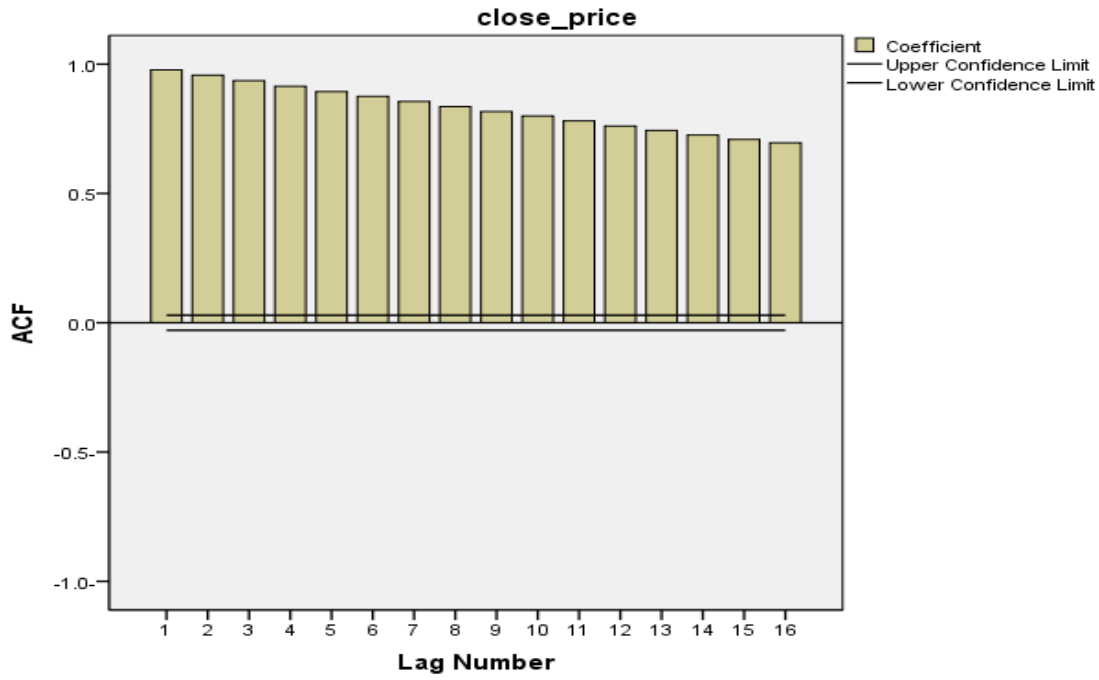
ويتضح من رسم دالتي الترابط الذاتي ACF والترابط الذاتي الجزئي PACF لسلسلة الأخطاء إنه لا يوجد أي اختراق لفروض النموذج الذي تم توفيقه للبيانات وبذلك يمكن الحكم على إن النموذج الذي تم توفيقه لبيانات السلسلة الزمنية وبالتالي يمكننا أن نعتمد على هذا النموذج في التنبؤ بقيم مستقبلية.

خامساً: لا تظهر السلسلة الزمنية للأسعار اتجاهاً واضحاً نحو التزايد مع الزمن لسنة 2006 و2007 و2008 و2009م

يتضح من (الشكل رقم 18) و(الشكل رقم 19) إن نمط دالتي الترابط الذاتي ACF والترابط الذاتي الجزئي PACF لنموذج الانحدار الذاتي إنه من الدرجة الأولى وهذا النموذج أكثر ملاءمة لهذه البيانات حيث إن دالة الترابط الذاتي ACF تتلاشى تدريجياً بينما دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF تتوقف بعد الدرجة الأولى.

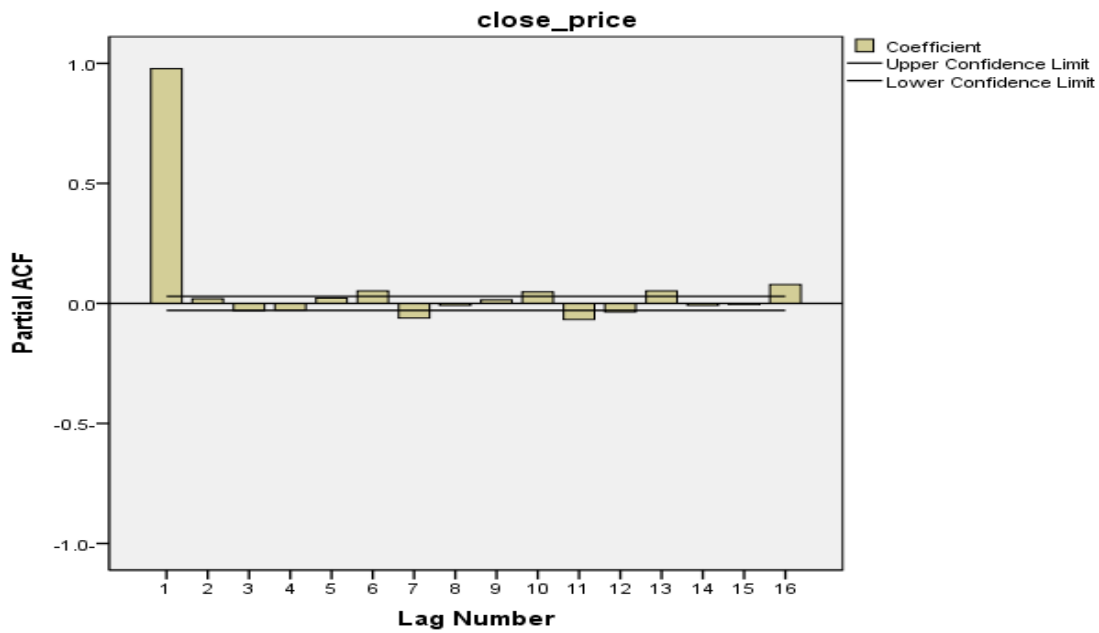
(شكل رقم 18)

يبين دالة الترابط الذاتي ACF للسنوات من 2006 وحتى 2009



(شكل رقم 19)

يبين دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF للسنوات من 2006 وحتى 2009



وباستخدام برنامج SPSS واختبار النموذج ARIMA(1,0,0) سوف نحصل على النتائج التالية:

Model	Model Fit statistics		Estimate	t	Sig.
	Stationary R-squared	Statistics	3.153	5.865	0
close_price-Model_1	.964	174.439	.982	355.122	0

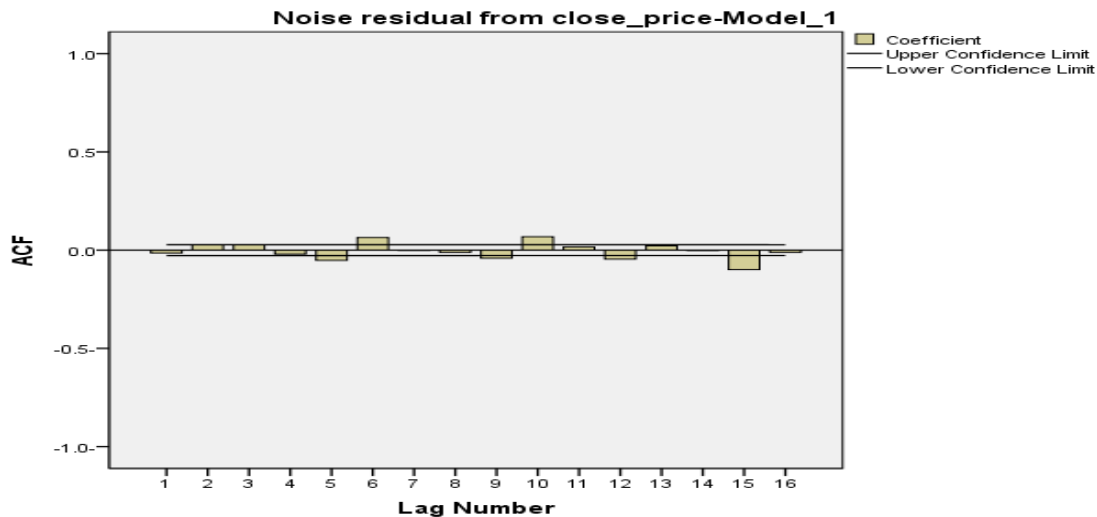
بالنظر إلى معالم النموذج AR (1) الذي تم توفيقه في قائمة النتائج يتضح إنَّ هذا النموذج يأخذ الصورة التالية :

$$X_t = 3.153 + 0.982 X_{t-1}$$

ولكن لابد من التحقق من الأخطاء Residuals بحثاً عن أي انتهاك للشروط المطلوبة لصحة هذا النموذج والشكلين البيانيين رقم(20)، رقم (21) يوضحان دالتي الأخطاء وهي كالتالي:

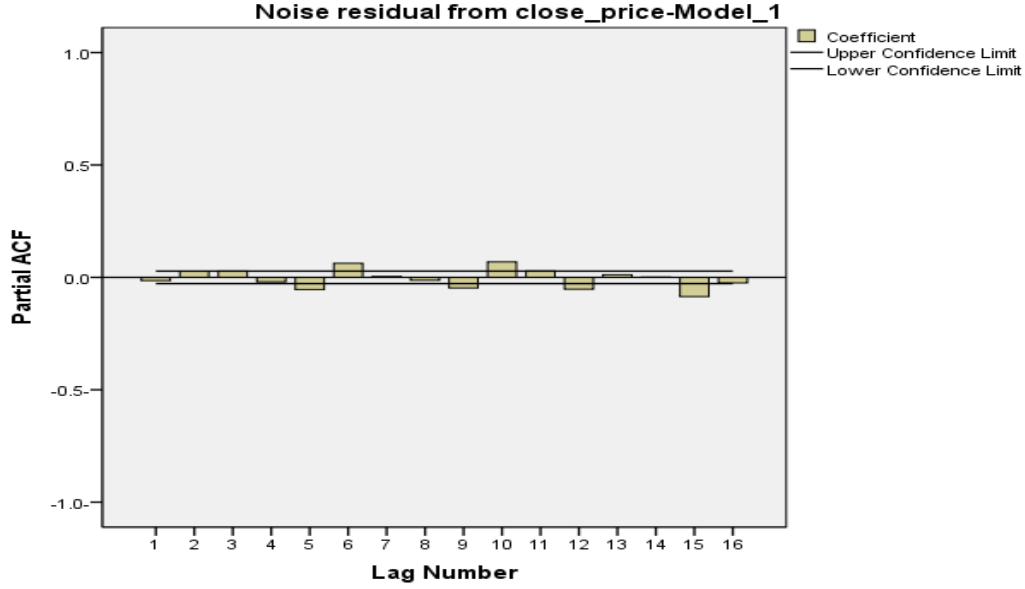
(شكل رقم 20)

يبين أخطاء دالة الترابط الذاتي ACF للسنوات من 2006 وحتى 2009



(شكل رقم 21)

يبين أخطاء دالة الترابط الذاتي الجزئي PACF للسنوات من 2006 وحتى 2009

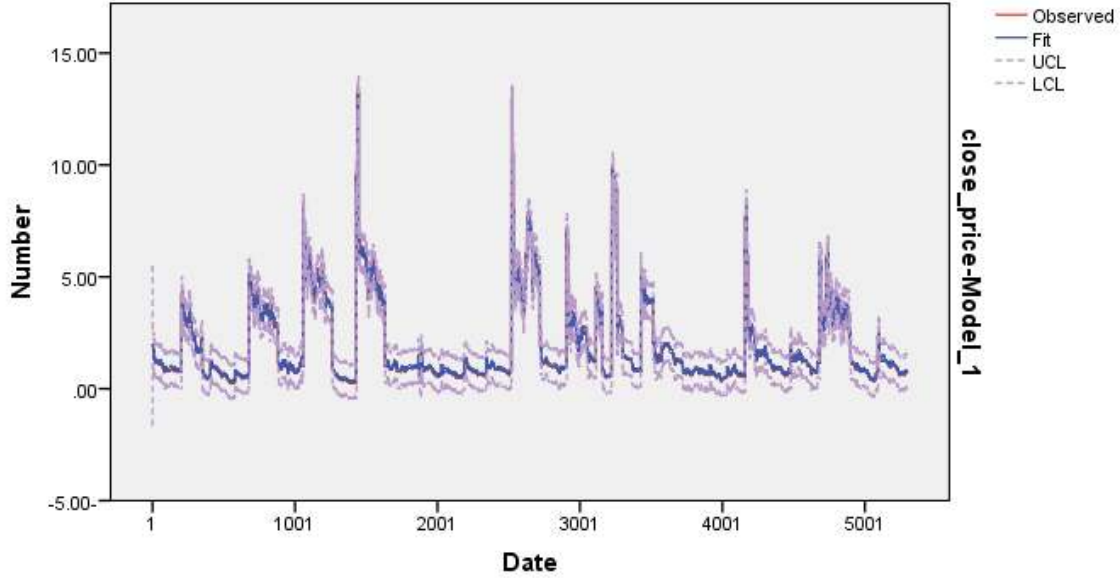


ويتضح من رسم دالتي الترابط الذاتي ACF والترابط الذاتي الجزئي PACF لسلسلة الأخطاء إنه لا يوجد أي اختراق لفروض النموذج الذي تم توفيقه للبيانات وبذلك يمكن الحكم على إن النموذج الذي تم توفيقه لبيانات السلسلة الزمنية وبالتالي يمكننا أن نعتمد على هذا النموذج في التنبؤ بقيم مستقبلية.

وأخيراً تم إعطاء النظام أمر بالتنبؤ ب 5298 قيمة مستقبلية لسلسلة الأرقام القياسية وقد تم رسم القيم المقدرة مع القيم الأصلية وحدي الثقة للقيم المقدرة والمتنبأ بها كما في الشكل البياني رقم (22) التالي:

(شكل رقم 22)

يبين تنبؤ ب5298 قيمة مستقبلية للسنوات من 2006 وحتى 2009



ويلاحظ من الرسم إنّ حدود الثقة الأدنى والأعلى للقيم المتوقعة في خطوط كل من السلسلة السفلية والسلسلة العلوية يتوسطها السلسلة الزمنية الأصلية بالإضافة إلى سلسلة القيم المتوقعة ونلاحظ إنّ السلسلتين متقاربتين في القيم مما يدل على دقة تمثيل النموذج للبيانات.

ومن خلال نتائج الاختبارات السابقة تبين إن سلوك أسعار الأسهم يظهر اتجاهاً واضحاً نحو التزايد مع الزمن وبالتالي يمكن لأي مستثمر أن يتنبأ بأسعار الأسهم المستقبلية، حيث أظهرت النتائج عن إجمالي السنوات (2006 وحتى 2009)م بأن الأسعار متجهة باتجاه واحد وإنه يمكن التنبؤ بسلوك أسعار الأسهم واتجاهها عن فترات مالية مستقبلية، وبالتالي يمكن القول بأن المستثمر يمكن أن يحقق أرباح غير عادية وإنه يمكن له معرفة سلوك أسعار أسهم أي شركة وكذلك سلوك أسعار أسهم السوق وبالتالي نقبل الفرضية.

الفصل الرابع

النتائج والتوصيات

الفصل الرابع

النتائج والتوصيات

أولاً: نتائج الدراسة:

تم في هذا الفصل عرض النتائج التي تم التوصل إليها من خلال تطبيق أدوات الدراسة، بالإضافة إلى تفسير ومناقشة ما تم التوصل إليه من نتائج من خلال التحقق من فروضها، حيث هدفت الدراسة إلى دراسة وتحليل سلوك أسعار الأسهم في بورصة فلسطين للأوراق المالية، حيث تم التعرف على استقلالية أسعار الإغلاق من خلال اختبار (run test)، وكذلك تم التعرف على أهم خصائص التوزيع الطبيعي والاحتمالي لهذه الأسعار وذلك بتطبيق اختبار (1-Sample K - S)، وتم اختبار مدى ارتباط قطاعات السوق، حيث تم اختبار معامل الارتباط بيرسون، وتم اختبار إمكانية التنبؤ بأسعار الأسهم لسنوات قادمة باستخدام أسعار أسهم سنوات سابقة وباستخدام اختبار أريما (ARIMA) وتم استخدام دالة الترابط الذاتي (ACF) وكذلك دالة الترابط الذاتي الجزئي (PACF) وكانت النتائج كالتالي :

اختبار الفرضية الأولى: تبين إن حركات أسعار الأسهم للعام 2006م تتحرك بصورة غير مستقلة وإن هناك 5 شركات تتحرك بصورة مستقلة وفي العام 2007م كذلك كانت حركة الأسعار غير مستقلة وإن هناك 3 شركات تتحرك بصورة مستقلة وفي العام 2008م كذلك كانت حركة الأسعار غير مستقلة وإن هناك شركة واحدة تتحرك بصورة مستقلة وفي العام 2009م كذلك كانت الأسعار غير مستقلة وإن شركتان تتحرك بصورة مستقلة وإن إجمالي السنوات تتحرك بصورة غير مستقلة.

وتبين إن دراسات سابقة أثبتت نفس النتائج التي تم التوصل إليها مع هذه الدراسة على نفس السوق وعلى أسواق أخرى، مثل دراسة (الفالوجي، 2007)، وكذلك دراسة (التهتموني، 2008)، وكذلك دراسة (عبد اللطيف، 2001)، وكذلك دراسة (القرع، 2001).

اختبار الفرضية الثانية: تبين من نتائج الاختبار إن سلوك أسعار الأسهم لجميع الشركات للسنوات (2006 وحتى 2009)م لا تتبع خصائص التوزيع الطبيعي، ماعدا (15) شركة تتبع التوزيع الطبيعي، أما في العام 2006م فهناك (14) شركة تتبع التوزيع الطبيعي، وفي العام 2007م فهناك (25) شركة تتبع التوزيع الطبيعي، وفي العام 2008م فهناك (26) شركة تتبع

التوزيع الطبيعي، وفي العام 2009م فهناك (23) شركة تتبع التوزيع الطبيعي، أما باقي الشركات في لا تتبع التوزيع الطبيعي.

ويتبين من هذه النتائج بأنه يوجد تحسن في عدد الشركات ذات التوزيع الطبيعي حيث أثبتت دراسة (الفالوجي،2007) بأنه في العام 2004م كان فقط شركتان ذات توزيع طبيعي وفي العام 2005م كان هناك فقط أربع شركات، وأن مجموع السنتان أكد بأنه لا يوجد شركات ذات توزيع طبيعي وعلى الرغم من هذا التحسن إلا إن الإجمالي العام للشركات بقي لا يتبع التوزيع الطبيعي وهذا يتفق مع ما تم التوصل إليه في هذه الدراسة.

وكذلك دراسة (القرع،2001) فقد دلت نتائج الاختبار إن أسعار الإغلاق لا تتصف بالتوزيع الطبيعي عند مستوى معنوية 1%.

اختبار الفرضية الثالثة: أثبتت الدراسة وجود ارتباط طردي وقوي بين إجمالي القطاعات الكلية وبين القطاعات الخمس في بورصة فلسطين للأوراق المالية وكذلك يوجد ارتباط بين القطاعات الخمسة مع بعضها البعض عند مستوى معنوية 0.05% وهذا يدل على إنه إذا تحسن أداء قطاع معين فإنه بالتالي يتحسن أداء قطاعات أخرى وهذا يدل على تأثير سلوك أسعار أسهم الشركات لكل قطاع مع بعضها البعض وهذا يدل على قلة كفاءة السوق، وخلافاً لذلك تبين إن قطاعي التأمين والخدمات يوجد بينهما ارتباط ضعيف.

اختبار الفرضية الرابعة: تبين من نتائج الاختبار إن سلوك أسعار الأسهم يظهر اتجاهاً واضحاً نحو التزايد مع الزمن وبالتالي يمكن لأي مستثمر أن يتنبأ بأسعار الأسهم المستقبلية.

ومن الملاحظ تشابه بعض الدراسات السابقة مع نتائج هذه الدراسة فعلى سبيل المثال دراسة (الفالوجي،2007)، وكذلك دراسة (التهموني،2008)، وكذلك دراسة (عبد اللطيف،2001)، وكذلك دراسة (Qudah,1997)، وكذلك دراسة (القضاة،1995)، وكذلك دراسة (AL-Fayyumi,2003).

وهناك دراسات أخرى عن أسواق أكثر تطوراً من بورصة فلسطين ولا يوجد بها تأثيرات اقتصادية أو سياسية كبيرة أثبتت هذه الأسواق بأنها كفوة ولا يمكن التنبؤ بسلوك أسعار الأسهم وإن أسعار الأسهم تسير بشكل عشوائي ومن هذه الدراسات : دراسة (الراشد،2003)، وكذلك دراسة (Fama,1965)، وكذلك دراسة (عبد الله،1995).

ثانياً: توصيات الدراسة:

بناءً على نتائج التحليل التي تم التوصل إليها فإن الباحث يوصي بالتالي:

1. زيادة فعالية أداء شركات التحليل المالي في توضيح أثر المعلومات المتعلقة بسلوك أسعار الأسهم على قيمة الأسهم في البورصة المالية.
2. العمل على رفع كفاءة أداء البورصة الأمر الذي يشجع على جذب استثمارات جديدة وبالتالي تحسين الأداء المالي والاقتصادي.
3. إلزام الشركات بالإفصاح الكامل عن بياناتها المالية أولاً بأول وإعلام إدارة السوق بأي تعديلات جوهرية قد تؤثر على أسعار الأسهم.
4. حيث الجهات المهنية لتطوير وتنظيم مهنة المحاسبة وتدقيق الحسابات حتى تكون القوائم المالية المنشورة أكثر مصداقية، حيث أن شركات تدقيق محددة تسيطر على مهنة التدقيق.
5. ضرورة فرض شروط إدراج للشركات تعمل على توسيع قاعدة المساهمين وذلك من أجل عدم السيطرة على السوق من قبل أشخاص محدودين وبالتالي ضمان شفافية السوق، حيث أن معظم الشركات يسيطر عليها أقارب.
6. تفعيل الدور الرقابي من خلال هيئة سوق المال وتوفير مناخ ملائم لسلامة المعاملات المالية.
7. العمل على ربط بورصة فلسطين للأوراق المالية بالأسواق الإقليمية بهدف الاستفادة منها وذلك عن طريق الربط الحاسوبي أو الربط المالي أو الربط بفروع الشركات المالية أو الربط بالأوراق المالية للشركات متعددة الجنسيات.
8. نشر تقارير وبيانات يومية وأسبوعية وشهرية ونصف سنوية وسنوية وذلك لنشر الوعي وتحقيق عنصر الشفافية والموضوعية وبالتالي يصعب احتكار المعلومات وهذا يساعد على عدم تمكن المستثمر من الاستفادة من معلومات خاصة.
9. ضرورة حث الشركات على زيادة التوزيعات على المساهمين وعدم احتجاز الأرباح على حساب التوزيعات لتشجيع الجمهور على استثمار أمواله بداخل السوق وذلك بإصدار قانون يعطي حد أقصى لفترة احتجاز الأرباح.

المراجع

أولاً: المراجع العربية :

- ❖ آل شبيب، دريد، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009 م.
- ❖ بتال، أحمد حسين، "محاضرات في الأسواق المالية"، كلية المعارف الجامعية، 2004 م.
- ❖ البرواري، شعبان محمد إسلام، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية"، دمشق – سورية، دار الفكر، الطبعة الأولى، 2002 م.
- ❖ التميمي، أرشد، وسلام، أسامة عزمي، "الاستثمار بالأوراق المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان الطبعة الأولى، 2004 .
- ❖ التهتموني، فاروق، "فرضية السير العشوائي لبورصة عمان للأوراق المالية (دراسة مقارنة بين أنواع مؤشرات السوق من 2003 - 2007)" ، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، الأردن، 2008 م.
- ❖ جودة، صلاح، "بورصات الأوراق المالية علمياً وعملياً"، مكتبة ومطبعة الإشعاع، الطبعة الأولى، 2000 م.
- ❖ حبش، محمد محمود، "الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة: تطبيقات عملية"، الطبعة الأولى، بنك الأردن المحدود، عمان، 1998 م.
- ❖ حردان، طاهر، "مبادئ الاستثمار"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 1997 م.
- ❖ حماد، طارق عبد العال، "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000 م.
- ❖ الحناوي، محمد صالح، وسلطان، إبراهيم، والعبد، جلال، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2002.
- ❖ الحناوي، محمد؛ مصطفى، نهال؛ العبد، جلال، "أسواق المال والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004 م.
- ❖ حنفي، عبد الغفار، "بورصة الأوراق المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003 م.
- ❖ خريوش، حسني علي ؛ أرشيد، عبد المعطي، "الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات"، دار زهران، الأردن، 1998 م.
- ❖ خريوش، حسني، "الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات"، دار زهران، 1998 م.
- ❖ الراشد، وائل، "حركة أسعار عشوائية أم تنبؤات وكفاءة سوق الكويت للأوراق المالية" ، جامعة الكويت، 2003 م.

- ❖ الزبيدي، حمزة محمود، "الاستثمار في الأوراق المالية" ، عمان – الأردن، مؤسسة الوراق، الطبعة الأولى، 2001 م.
- ❖ الزرري، عبد النافع، وفرح، غازي، "الأسواق المالية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2001 .
- ❖ زعرب، حمدي شحدة، "اختبار الكفاءة التشغيلية للسوق المالي الفلسطيني "المؤتمر العلمي الأول، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2005 م.
- ❖ صالح،مفتاح وفريدة،معارفي "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية" ، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة محمد خيضر- بسكرة، 2009-2010.
- ❖ عبد الكريم،نصر، "تأسيس بورصة فلسطيني للأوراق المالية محددات وآفاق" ، مجلة شؤون تنموية، المجلد الخامس، العدد الأول، 2001 م.
- ❖ عبد الله،عبد القادر، "العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية" ، مجلة أبحاث اليرموك، المجلد الحادي عشر، العدد الأول، 1995 م.
- ❖ العريبي، عصام فهد، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، دار الرضا للنشر، دمشق، 2002 م.
- ❖ علوان، قاسم "إدارة الاستثمار(بين النظرية والتطبيق)"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان،2009.
- ❖ القضاة،كمال، "الشركات المساهمة ونظرتها إلى تقييم السوق المالي لأسهمها" ، مجلة أبحاث اليرموك، المجلد الثالث عشر، العدد الأول(ب)، 1997 م.
- ❖ القيشاوي، أحمد، "سوق الأسهم المحلية وطريقها للانتعاش"، مجلة المحاسب الفلسطيني، العدد الخامس عشر، 2005 م.
- ❖ كاكومولا، وهوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية" ، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2003 م.
- ❖ كراجة، عبد الحليم، وآخرون، "الإدارة والتحليل المالي :أسس، مفاهيم، تطبيقات" الطبعة الثانية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002 م.
- ❖ معروف، هوشيار " الاستثمارات والأسواق المالية"، دار الصفاء للنشر والتوزيع الطبعة الثانية، 2009.
- ❖ معروف، هوشيار " الاستثمارات والأسواق المالية"، دار الصفاء للنشر والتوزيع الطبعة الأولى، 2003.
- ❖ المنذري، سليمان، "الأسواق العربية لرأس المال" ، دار الرازي، بيروت، طبعة أولي، 1987 م .
- ❖ الميداني، محمد أيمن عزت، " تطوير أسواق رأس المال في سوريا" ، دمشق – سوريا، 2002 م.
- ❖ النجار، فريد، "البورصات والهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، 1999 م.

- ❖ نصيف، نبيل عبد الإله، "الأسواق المالية من منظور نظام الاقتصاد الإسلامي"، مجمع الفقه الإسلامي، عمان، 1995 م.
- ❖ هندي، منير، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، البحرين، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، 1993 م.
- ❖ هندي، منير، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999 م.
- ❖ الحسن، بشار، شركات استثمار الأموال (البورصات العالمية)، وتحليل الأسباب والآثار المترتبة على انهيارها في الأردن، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن، 2009.
- ❖ داود، عبد اللطيف، "العوامل المؤثرة على سيولة السهم في بورصة فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006.
- ❖ سمور، خليل طه، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007 م.
- ❖ صالحه، هاني نصار، "شركات الوساطة وأثرها على تنمية بورصة فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007 م.
- ❖ عبد اللطيف، هناء، "قياس نشاط وكفاءة أداء أسواق الأوراق المالية في مصر"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2001 م.
- ❖ الفالوجي، محمد، اختبار كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية عند المستوي الضعيف دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق لسنة (2004-2005)، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007.
- ❖ القرع، بشار، "سلوك أسعار الأسهم في الأسواق المالية الناشئة دراسة تطبيقية على بورصة فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2001 م.
- ❖ المزيني، عماد الدين محمد، "بورصة فلسطين للأوراق المالية واقعها وآفاقها"، رسالة ماجستير، القاهرة، 2002 م.
- ❖ نصار، خالد محمد، "آليات تنشيط بورصة فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006 م.
- ❖ وشاح، دارين، "دور الاستثمارات الأجنبية في تطوير أداء بورصة فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2009.

- ❖ يوسف، دانة، "تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي"، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن، 2008 م.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- ❖ AL-Fayyoubi, Nedal., "Information Arrival, trading volume and Price Variability: An Applied Study on Palestine Securities Exchange ," Abhath Al- Yarmouk, 2003.
- ❖ AL-Qudah, Kamal A., "An Empirical Testing of the Randomness Hypothesis in AFM," Dirasat, July 1997, pp. 383-398.
- ❖ Badger .E. Ralph , Torgerson .w . Harold, Guthmann. G. harry, "investwnt principls and practices" 6th edition, Prentichall, 1969.
- ❖ Brigham. F. Eugene, Ehrhardt. C. Michel, "Financial Management Theory & Practice " 11th edition, South western, USA, 2005.
- ❖ Cooper. S. Kerry, Fraser. R. Donald. "The financial marketplace“, Third edition, , Libracy of cougress, 1990.
- ❖ Delkoui .A, "Accounting Theory", Harcourt Brace Javamorich. INC, New York , 1981.
- ❖ Fama E., "Behavior of stock market prices", Journal of Business, 1965, vol. 38, AFM," Dirasat, July 1997, pp. 383-398.

ثالثاً: المواقع الالكترونية:

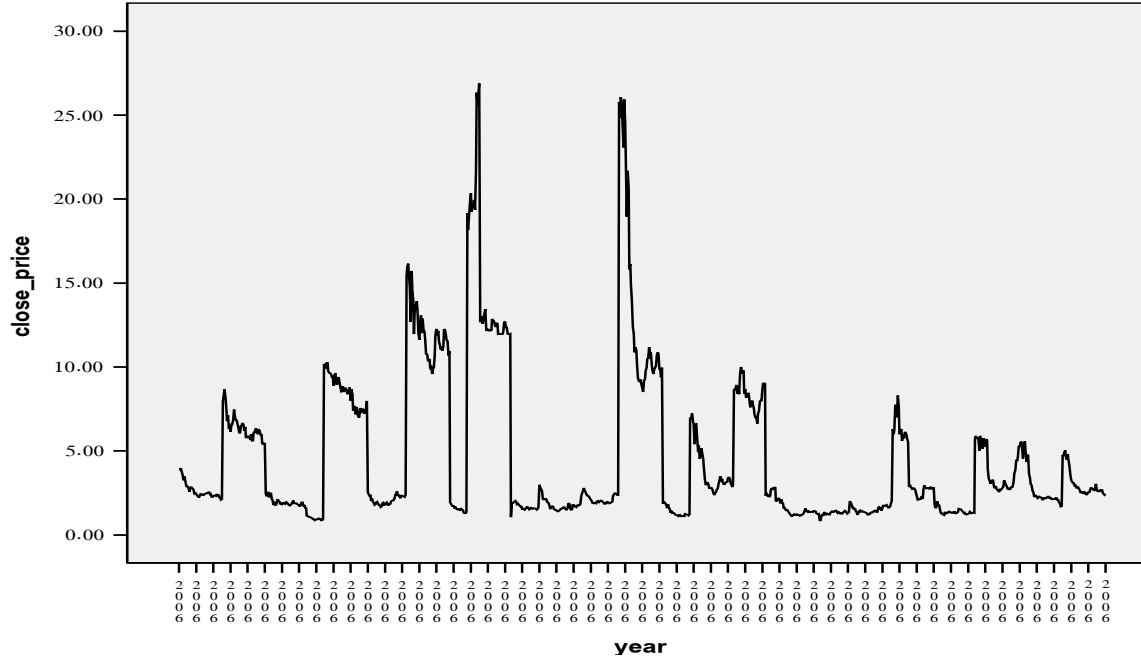
1. www.menafn.com
2. www.oppc.pna.net
3. www.p-s-e.com

رابعاً: النشرات:

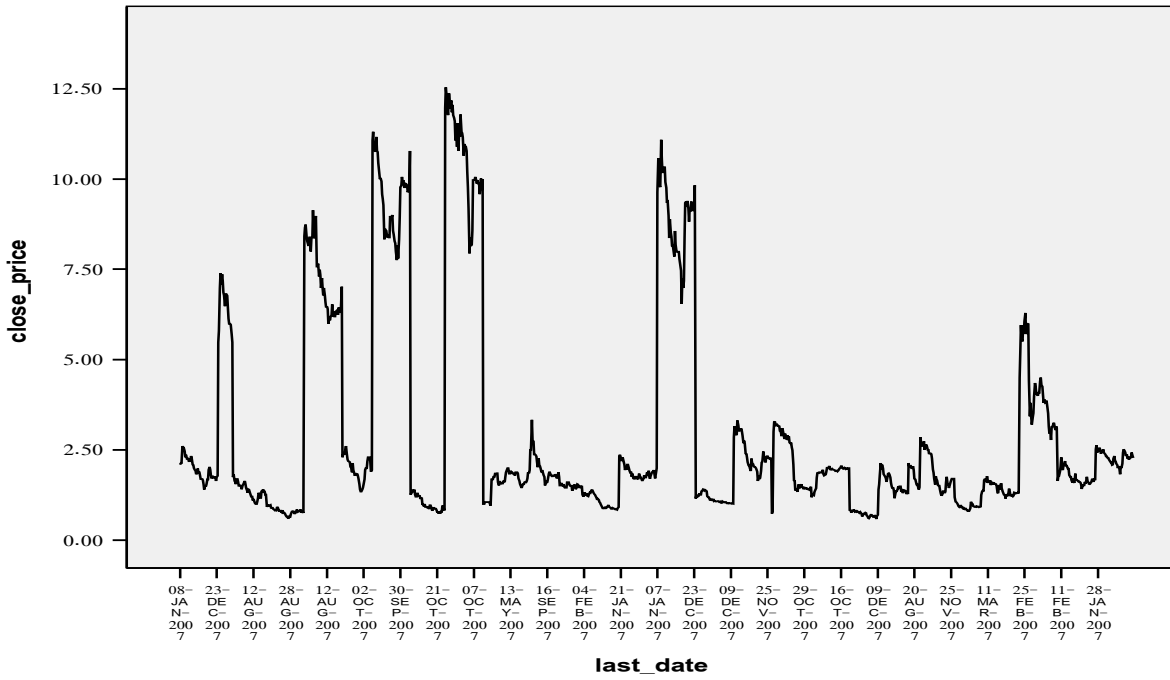
1. نشرة تصدر عن السوق المالي الفلسطيني،(2006).
2. نشرة تصدر عن السوق المالي الفلسطيني،(2007).
3. نشرة تصدر عن السوق المالي الفلسطيني،(2008).
4. نشرة تصدر عن السوق المالي الفلسطيني،(2009).

الملاحق

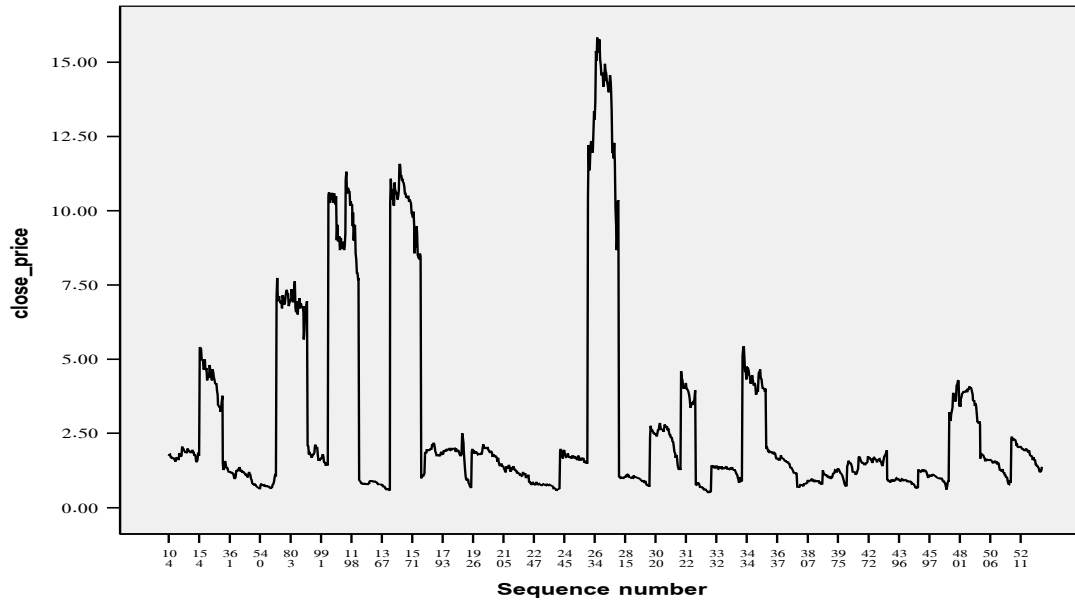
شكل يوضح الاتجاه الخطي العام لأسعار الإغلاق لجميع الشركات لسنة 2006م



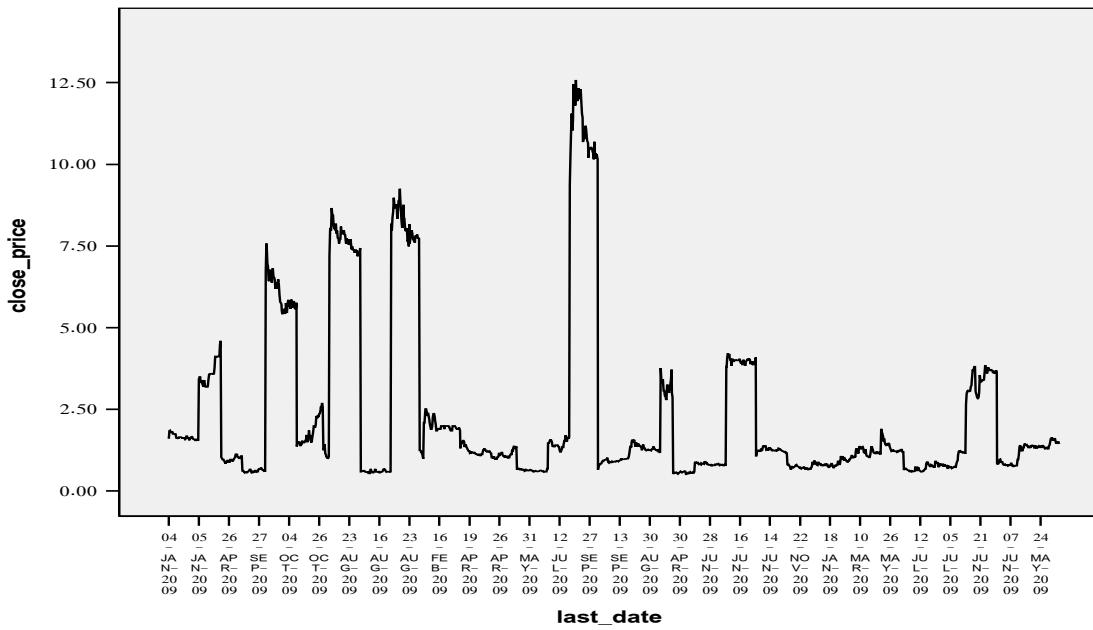
شكل يوضح الاتجاه الخطي العام لأسعار الإغلاق لجميع الشركات لسنة 2007م



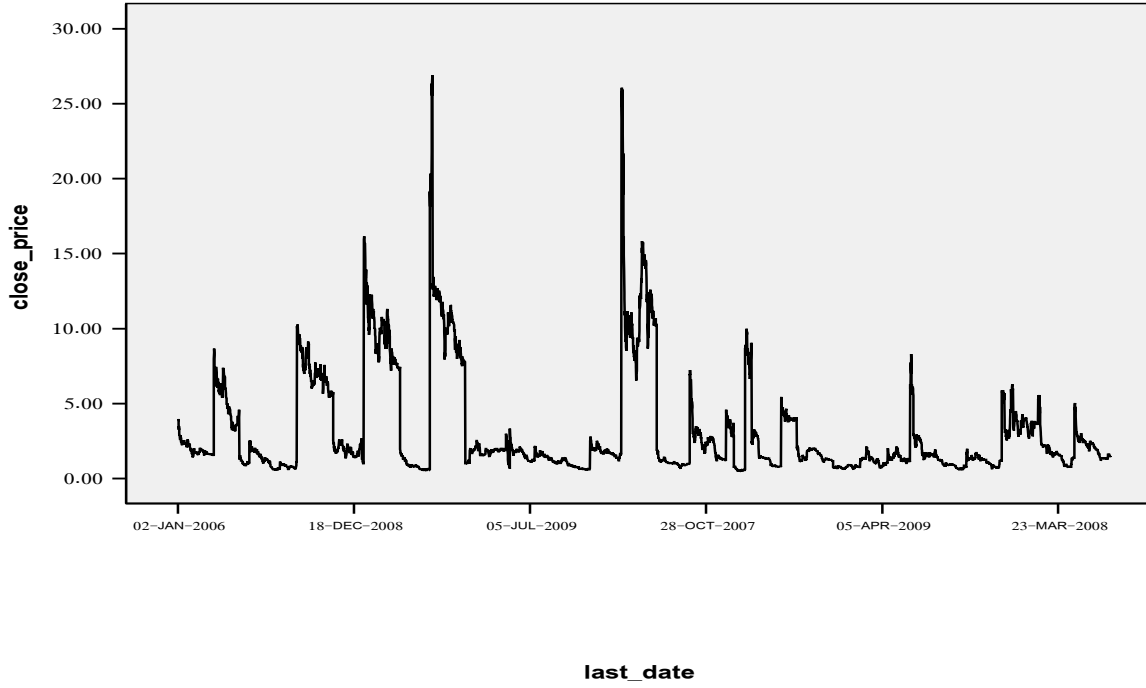
شكل يوضح الاتجاه الخطي العام لأسعار الإغلاق لجميع الشركات لسنة 2008م



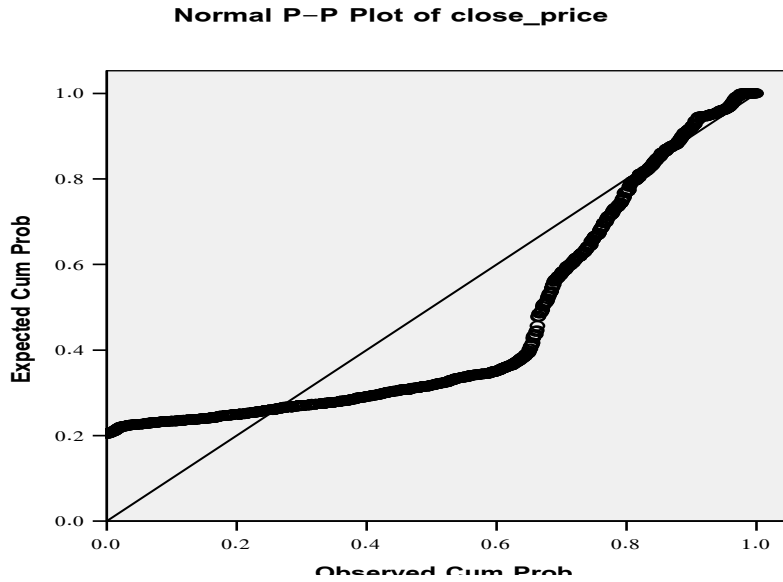
شكل يوضح الاتجاه الخطي العام لأسعار الإغلاق لجميع الشركات لسنة 2009م



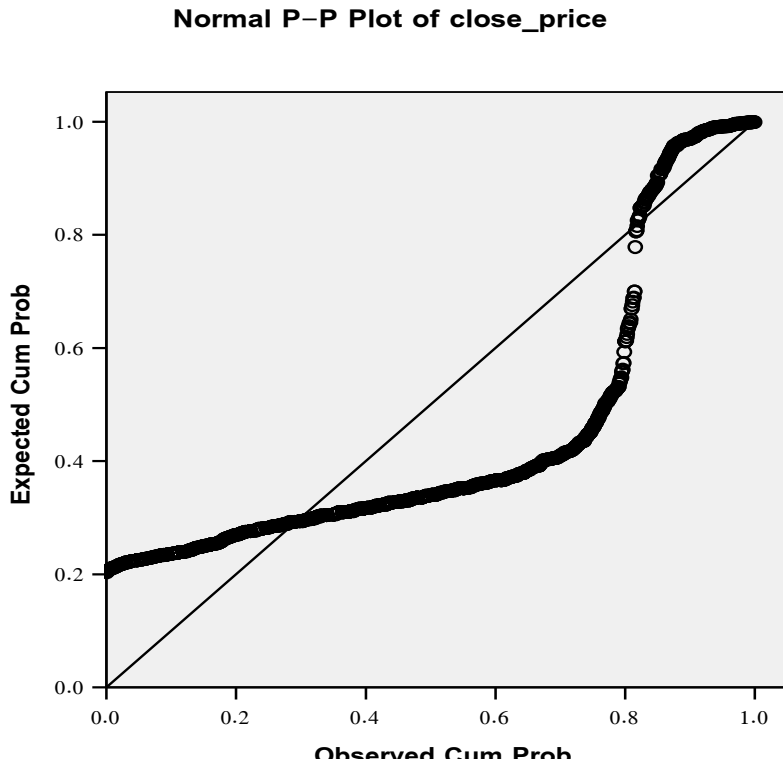
شكل يوضح الاتجاه الخطي العام لأسعار الإغلاق لجميع الشركات
للسنوات من 2006 وحتى 2009



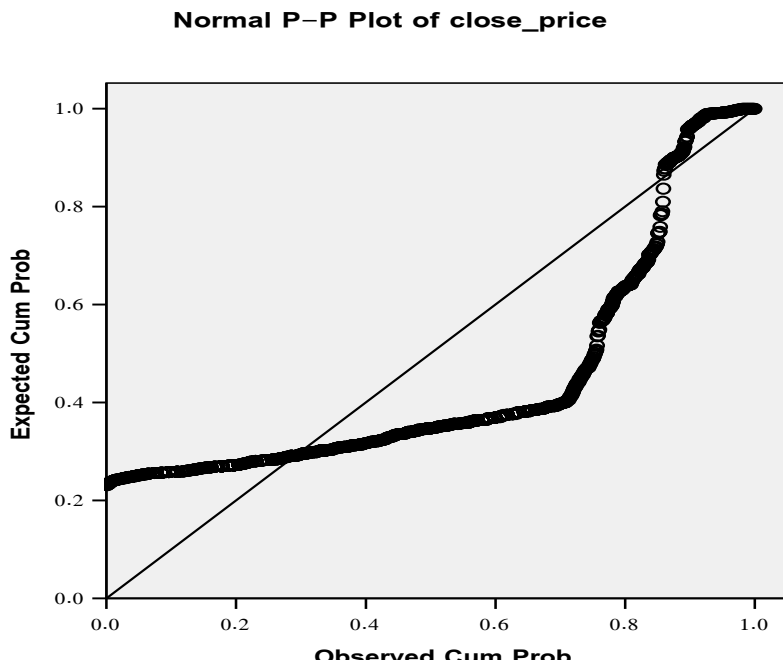
شكل يوضح منحنى التوزيع الطبيعي لأسعار إغلاق الأسهم لجميع الشركات لسنة 2006م



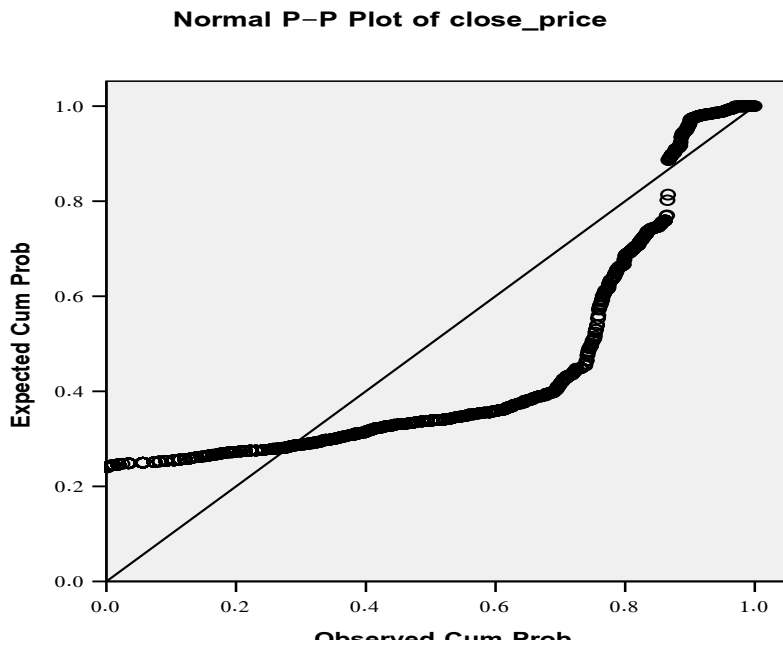
شكل يوضح منحنى التوزيع الطبيعي لأسعار إغلاق الأسهم لجميع الشركات لسنة 2007م



شكل يوضح منحنى التوزيع الطبيعي لأسعار إغلاق الأسهم لجميع الشركات لسنة 2008م



شكل يوضح منحنى التوزيع الطبيعي لأسعار إغلاق الأسهم لجميع الشركات لسنة 2009م



شكل يوضح منحنى التوزيع الطبيعي لأسعار إغلاق الأسهم لجميع الشركات
للسنوات من 2006 وحتى 2009

