الجمهورية العربية السورية
وزارة التعليم العالي
الجامعة الافتراضية السورية

Syrian Arab Republic
Ministry of higher Education
Syrian Virtual University

اختبار الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية
(دراسة مقارنة ما بين فترتي قبل وخلال الحرب على سورية)

بحث مقدم لنيل

درجة ماجستير التأهيل والتخصص في إدارة الأعمال

إعداد: روني خليل طوبيّا

بإشراف: د. مهند أرناؤوط

آذار – 2019

Syrian Arab Republic
Ministry of higher Education
Syrian Virtual University

الجمهورية العربية السورية
وزارة التعليم العالي
الجامعة الافتراضية السورية

Testing The Weak Form of Efficiency in the Damascus Securities Exchange (Comparative Study Between two Periods Before and During the War on Syria)

Research Submitted for The Master of Business Administration Professional Degree

Prepared by: Rony Khalil Tobia

Supervised by: Dr. Mouhanad Arnaout

March-2019

الملخص

هدف هذا البحث إلى إعادة اختبار فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية حيث تم استخدام سلسلة العوائد اليومية لمؤشر سوق دمشق وأسهم بعض الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (بنك بيمو السعودي الفرنسي – بنك سوريا الدولي الإسلامي – بنك البركة سورية – بنك قطر الوطني سورية – الشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية) منذ عام 2009 حتى 2018، ولأخذ أثر الحرب على سورية بعين الاعتبار عند الحكم على كفاءة السوق، تم إجراء الدراسة على ثلاث فترات، فترة ما قبل الحرب، فترة الحرب والفترة كاملةً.

حيث تم استخدام اختبار منحنى التوزيع الطبيعي، اختبار التكرارات، الارتباط التسلسلي، اختبار جذر الوحدة ADF Test، اختبار نسبة التباين، ونموذج غارج (Garch) وبينت النتائج أن سوق دمشق للأوراق المالية لا يتمتع بالكفاءة عند الصيغة الضعيفة قبل وخلال الحرب على سورية.

Abstract

This paper aims to retest weak form efficiency in Damascus Securities Exchange, It examines daily stock return index and some of firms listed in the Damascus Securities Exchange (Banque Bemo Saudi Fransi, Syria international Islamic Bank, Al Baraka Bank Syria, Qatar Bank Syria, Al-Ahlia Vegetable Oil Company) From 2009 until 2018, To take the impact of the war on Syria into account when judging the efficiency of the market, The study was conducted in three periods, the pre-war period, the war period and the whole period, by using normal distribution test , runs test , autocorrelation test , unit root test (ADF Test) , variance ratio test and the GARCH model. The result indicates that Damascus Securities Exchange does not support weak form efficiency Before and during the war against Syria.

الإهداء:

إلى من علمني الصبر وكان القدوة في العمل الدؤوب والاجتهاد في الحياة

..... أبـــيّ الحبيب

إلى من سهرت معي الليالي بمساعدتها، حنانها، دعمها وصلاتها

.....أمـــيّ الحبيبة

إلى رفيق الدرب والحياة والسند الذي كان قوتي في همي وضعفي

.....أخـــي الغالي

إلى اللواتي يكتمل بوجدهنّ منزلنا بالمحبة

.....أختاي العزيزتين

إلى من يهواها قلبي، كنت وستبقين عوناً ودعماً بدءً من ابتسامتك

.....أميرتي

إلى أصدقائي وأخوتي في سوريا والمهجر

..... ذكرياتكم لا أنساها

إلى قدوتي في اصراري على تحقيق حلمي "قديس الشباب يوحنا بوسكو" وإخوتي وأخواتي في دير وكنيسة الآباء السالزيان (بيتي الثاني) من أولاد ومنشطين وشبيبة جامعيين ومربينّ والسالزيان المعاونين والآباء الكهنة (عائلتي الثانية)، في سوريا والعالم عموماً ودمشق والكفرون خصوصاً.

شكر وتقدير:

أتقدم بجزيل الشكر إلى كل من وقف إلى جانبي خلال فترة دراستي هذه، وأخص بالذكر أستاذي الكريم المشـــرف على البحث **الدكتور مهند أرناؤوط** الذي قدم لي الدعم والتوجيه والإرشـــاد والتوجيهات القيّمة حتى اكتمل البحث وأصبح بصورته الكاملة.

وأتقدم بوافر التقدير للجنة الحكم المتمثلة **بالدكتور عمر شيخ عثمان والدكتور شادي زهرة** الذين شرفوني بمناقشة المشروع وعلى دورهم الكبير في إثراء المشروع بالملاحظات المفيدة والبنّاءة.

كما أتقدم بالشـكر إلى أعضـاء الهيئة التدريسـية والعاملين في الجامعة الافتراضـية السـورية وبالأخص كادر التدريس في برنامج ماجستير التأهيل والتخصص في إدارة الأعمال.

وأشـمل بشـكري أخوتي وزملائي في المكتب المالي في الجمعية السـورية للتنمية الاجتماعية لدعمهم في أصعب الظروف، وكافة العاملين والمتطوعين في الجمعية.

كما أتقدم بالشكر الجزيل لكل من ساهم من قريب أو بعيد في هذا البحث.

شكراً لهم جميعاً.

قائمة المحتويات

الموضوع	رقم الصفحة
➢ **العناوين**	
• عنوان البحث (باللغة العربية).	أ
• عنوان البحث (باللغة الانكليزية).	ب
• الملخص (باللغة العربية).	ج
• الملخص (باللغة الانكليزية).	د
• الاهداءات.	هـ
• الشكر.	و
• قائمة المحتويات.	ز
• قائمة الجداول.	ط
• قائمة الأشكال والرسوم البيانية.	ي
➢ **الفصل الأول (الإطار المنهجي للبحث)**	
1. مقدمة.	2
2. تساؤلات البحث.	7
3. أهداف البحث.	7
4. أهمية البحث.	8
5. منهجية البحث.	9
6. فرضيات البحث.	12
➢ **الفصل الثاني (كفاءة الأسواق المالية)**	
1. تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية.	15
2. شروط الكفاءة.	16
3. أنواع الكفاءة.	17
4. مقومات السوق الكفء.	19
5. الصيغ المختلفة للكفاءة سوق الأوراق المالية.	22
6. ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار.	27
7. الحالة الشاذة المرتبطة بالتقويم أو الموسمية.	30
➢ **الفصل الثالث (الإطار العملي للبحث)**	

1. لمحة عن سوق دمشق للأوراق المالية.	34
2. لمحة عن الشركات محل الدراسة.	37
3. اختبار الفرضيات.	41
4. النتائج والتوصيات.	54
• قائمة المصادر والمراجع باللغتين العربية والأجنبية.	56

قائمة الجـــــــــــداول

رقم الجدول	اســــــــــم الجـــــــــدول	رقم الصفحة
-1-	الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية	35
-2-	شركات الوساطة المالية	36
-3-	نتيجة اختبار التوزيع الطبيعي لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية	41
-4-	نتيجة اختبار التوزيع الطبيعي للشركات محل الدراسة	42
-5-	نتيجة اختبار التكرارات لسلسلة بيانات مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية	42
-6-	نتيجة اختبار التكرارات لسلسلة بيانات الشركات محل الدراسة	43
-7-	نتيجة اختبار الارتباط التسلسلي لبيانات مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية	45
-8-	نتيجة اختبار جذر الوحدة لبيانات مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية	46
-9-	نتيجة اختبار جذر الوحدة لبيانات الشركات محل الدراسة قبل الحرب	47
-10-	نتيجة اختبار جذر الوحدة لبيانات الشركات محل الدراسة بعد الحرب	48
-11-	نتيجة اختبار نسبة التباين لبيانات مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية	49
-12-	نتيجة اختبار نسبة التباين لبيانات الشركات محل الدراسة	50
-13-	نتيجة اختبار نموذج غارج لبيانات مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية	51
-14-	نتيجة اختبار نموذج غارج لبيانات الشركات محل الدراسة	52

قائمة الأشكال والرسوم البيانية

رقم الشكل	اســــــــــــم الشكل / الرسم البياني	رقم الصفحة
-1-	رسم بياني يوضح التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	18
-2-	رسم بياني يعكس طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاثة للكفاءة	22
-3-	شكل وضعه FAMA يبين فيه صيغة الفرضيات الثلاث للكفاءة السوقية	23

الفصل الأول

(الإطار المنهجي للبحث)

1- مقدمة.

2- تساؤلات البحث.

3- أهداف البحث.

4- أهمية البحث.

5- منهجية البحث.

6- فرضيات البحث.

1- المقدمة:

تعتبر كفاءة أسـواق الأوراق المالية من المواضـيع المهمة في مجالي التمويل والاقتصـاد المالي وفي شـكل عام هناك ثلاثة أنواع من كفاءة سـوق رأس المال التي يهتم بها الاقتصـاديون. هذه الأنواع هي: الكفاءة التخصيصية، الكفاءة التشغيلية، وكفاءة المعلومات.

وفي هذا الصدد يشير مفهوم الكفاءة التخصصية إلى قدرة السوق المالية على تحقيق التخصيص الأمثل للموارد أي تخصيص الموارد المالية للشركات التي تحقق أداءً جيداً، أما الكفاءة التشغيلية فهي قدرة السـوق المالية على تحقيق التعاملات بأقل تكلفة ممكنة، وأخيراً يقصـد بمفهوم كفاءة المعلومات أو الكفاءة الخارجية أن المعلومات تصـل إلى المتعاملين في السـوق بسـرعة بدون فاصل زمني كبير بما يجعل أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة وتصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات فالجميع لديهم الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين **(الهندي ، 1993)**.

لذلك يمكن تقسيم كفاءة المعلومات الى ثلاث مستويات مختلفة وهي "**المستوى الضعيف لكفاءة السـوق**": والذي يقضـي بأن المعلومات التي تعكسـها أسـعار الأسـهم في السـوق هي معلومات تاريخية بشـأن ما طرأ من تغيرات في سـعر السـهم وعلى حجم التعاملات التي حدثت فيه في الماضـي ، و "**المستوى شبه القوي لكفاءة السوق**": والذي يقضـي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السـابقة في أسـعار تلك الأسـهم بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور من معلومات التي تنشـر عن الشـؤون الدولية أو الظروف الاقتصـادية في الدولة أو ظروف الصـناعة أو المنشـأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور، وثالثاً: " **المسـتوى القوي لكفاءة السـوق**" وهو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصـة أي المعلومات المنشـورة العامة إضـافة إلى المعلومات التي يتحصـل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسـهم وهذا يعني اسـتحالة أن يحقق أي مسـتثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين وقد ثبتت صحة هذه الفرضية. **(الزبيدي، 2001)**.

أجريت العديد من الاختبارات في الأسـواق المالية لاختبار الصـيغة الضـيعة للكفاءة وذلك يعود لأن رفض الكفاءة عند الصـيغة الضـعيفة يعني رفض للكفاءة عند الصـيغة شـبه القوية والقوية، ولقد تعددت نتائج الاختبارات واختلفت ما بين الأسواق المالية المدروسة من متقدمة وناشئة.

في الأسـواق المتقدمة، قام **(2010, Broges)** بدراسـة أسـواق كل من ألمانيا، فرنسـا، اسـبانيا، بريطانيا، اليونان، البرتغال ما بين عامي 1993 و2007 باسـتخدام اختبار التكرارات، ونسـبة التباين، وقد أشارت النتيجة أن سوقي ألمانيا واسبانيا يتصفان بالكفاءة عند الصيغة الضعيفة أما باقي الأسـواق لا تتصـف بالكفاءة، و **(2006، Chung)** قام بإجراء اختبارات مختلفة عن سـابقهم وهي (معامل الارتباط، الأنماط الطارئة، التوزيع الطبيعي، نماذج العوائد، الارتباط المتسـلسـل الذاتي، أسـلوب الأنماط الطارئة، نسـبة التباين، جذر الوحدة) في كل من أسـواق شـنغهاي و واشـنطن من تاريخ 1992/2/21 إلى 2006/12/30 وكانت النتيجة إلى أن السوقين ليستا كفؤتين عند الصيغة الضعيفة.

كذلك أكد **(Worthington & Higgs، 2003)** أن أسواق ألمانيا وايرلندا والبرتغال والسويد وبريطانيا وهي من الأسـواق المتقدمة التي تتمتع أيضـاً بالكفاءة عند الصـيغة الضـعيفة بالدراسـة التي أجروها على سـتة عشـر سـوق أسـهم أوروبية (أسـتراليا، بلجيكا، دنمارك، فنلندا، فرنسـا، ألمانيا، اليونان، ايرلندا، إيطاليا، هولندا، النرويج، البرتغال، اسـبانيا، السـويد، سـويسـرا، بريطانيا) وقد غطت هذه الدراسـة فترة زمنية تمتد منذ بدء عملها حتى تاريخ 2003/5/28 باسـتخدام اختبارات وهي: معامل الارتباط المتسـلسـل، أسـلوب الأنماط الطارئة (run test)، جذر الوحدة (unit root test)، نسبة التباين المتعدد.

بينما **(Robert et al ,1989)** قاموا بتحليل لأسـعار الأسـهم في الأسـواق الكفؤة كونها اعتمدت تحليل أسـعار الإغلاق اليومية التي بلغت 10,000 سـعر إغلاق يومي لفترة دراسـية بلغت 40 سـنة سـابقة امتدت من 1821 حتى 1860، من شـركات سـوق لندن للأوراق المالية، وتوصلوا إلى أن سوق لندن كفوء ضمن المستوى الضعيف لان السلسلة الزمنية لأسعار الأسهم السابقة في سوق لندن لا تمكن المستثمر من التنبؤ بأسعار الاسهم المستقبلية.

وبالتالي نجد انقسام النتائج في الدراسات السابقة ولكن نجد أن هنالك نسبة مقبولة من الأسواق المتقدمة تتمتع بالكفاءة عند الصيغة الضعيفة في الأسواق المتقدمة.

وفي المقابل فقد تباينت نتائج الدراسات التي هدفت إلى اختبار الصيغة الضعيفة في الأسواق الناشئة إما الأجنبية أو العربية، فقد هدف **(الغالبي، 2015)** إلى استخدم اختبارات مختلفة مثل ديكي–فوللر الموسع ADF، وفيلبس بارون PP ، حيث تم اختبار فرضية السير العشوائي لعوائد الموسع مؤشرات الاسهم للأسواق العربية المدروسة ، ومن ثم اختبار نسبة التباين Variance Ratio للحكم على مدى كفاءة تلك الاسواق، اذ ظهر ان جميع الاسواق المالية المدروسة غير كفؤة عند المستوى الضعيف، كذلك **(حاسين، 2013)** الذي سلط الضوء على أدبيات كفاءة أسواق رأس المال في الدول النامية وتوضيح أساليب قياس فرضية السوق الكفء وكذلك أهمية ودور المعلومات في كفاءة السوق، ليتم بعد ذلك تقييم كفاءة أسواق المال في كل من بورصة عمان، السعودية، تونس، المغرب، مصر، البحرين باستعمال اختبارات الجذور الأحادية واختبارات التكامل المتزامن تبين عدم استقرار السلاسل الزمنية و فرضية التوزيع الطبيعي للسلاسل الزمنية باستعمال كل من Skewness, Kurtosis, Bera–Jarque إحصائية والتكامل المتزامن لأسعار أسهم بورصات العينة المدروسة بوجود عشوائية في حركة الأسعار (باستثناء بورصة المغرب) مما يفسر حسب الصيغة الضعيفة فعالية منخفضة للأسواق المالية في الدول النامية، كما في دراسة **(لطرش ،2009–2010)** التي كانت مقسومة النتيجة حيث استخدم اختبار الأنماط الطارئة (run test) لدراسة ما إذا كانت التغيرات في أسعار الأوراق المالية عشوائية أم لا وبعد الاختبارات تبين أن سوق عمان والسعودية والكويت كفء عند الصيغة الضعيفة أما سوق مصر والجزائر ليست كفء عند الصيغة الضعيفة وكذلك الأمر بالنسبة لدراسات كل من **(الفالوجي، 2007)** التي امتدت لعامي (2004–2005) وهدفت إلى قياس كفاءة بورصة فلسطين باستخدام الارتباط الذاتي، الارتباط الذاتي الجزئي، اختبار التوزيع الطبيعي وكانت النتائج مماثلة بعدم كفاءة سوق فلسطين.

بينا **(التونى وبكر، 2005)** قاموا بدراسة تقييم الكفاءة التشغيلية لأسواق المال العربية أثناء العقد الماضي (1990–2000) وتحليل جودة استخدام هذه الأسواق لكل المعلومات والموارد المتاحة لتوليد الأرباح، وتشير النتائج إلى أن ثلاثة دول فقط هي الأردن، المغرب، وتونس يمكن أن

توصـف أسـواقها بالكفاءة في حين أن الأسـواق العربية الأكبر مثل سـوق السـعودية، مصـر، والكويت تعاني من مشاكل واضحة في الكفاءة.

مع العلم أنه على مسـتوى الأسـواق الناشـئة في أوربا قام (**Worthington & Higgs، 2003)** باختبار الصـيغة الضـعيفة لكفاءة أربعة أسـواق ناشـئة وهي (تشـيك، هنغاريا، بولندا، روسـيا). وقد أشـارت نتيجة الدراسـة إلى أن سـوق هنغاريا هي الوحيد من الأسـواق الناشـئة التي تتمتع بالكفاءة عند الصيغة الضـعيفة، أما على مستوى أميركا الجنوبية قام **(Urrutia ,1995)** بتحليل العلاقة بين الأسـواق الكفؤة ونظرية السـير العشـوائي لأسـعار الأسـهم على مجموعة من الأسـواق الناشـئة مثل سـوق الأرجنتين و سـوق البرازيل وسـوق تشـيلي وسـوق المكسـيك للفترة الدراسية 1975–1991 التي هدفت الى اختبار فرضية السير العشوائي لأسعار الأسهم في تلك الأسـواق، حيث بينت نتائج الاختبارات (نفس الاختبارات السـابقة) على أن أي سـوق لم تمتلك أسعار الأسهم فيه خاصية السير العشوائي ولذلك رفض فرضية السير العشوائي فيها واعتبرت جميع الاسواق المدروسة لا تتمتع بالكفاءة عند الصيغة الضعيفة.

بعد ما تم عرضـه في الأسواق المتقدمة والناشئة وفي سياق مختلف تشير نتائج معظم الدراسات التي بحثت في كفاءة السوق المالية في سورية عند الصيغة الضعيفة إلى عدم تمتع سوق دمشق للأوراق المالية بالكفاءة عند الصـيغة الضـعيفة، والتي كان منها **(أرناؤوط، 2017)** اعتباراً من 2010/3/1 لغاية 2016/12/31 باسـتخدام اختبار التوزيع الطبيعي، التكرارات، الارتباط المتسلسل، جذر الوحدة، نسبة التباين، الانحدار التسلسلي والمتوسط المتحرك المتكامل وأكد على رفض الصيغة الضعيفة للكفاءة.

وفي نفس السياق أكدت دراسة كل من **(موصللي & السمان، 2013)** من خلال دراسة سلوك عوائد مؤشـر السـوق من 4\1\2010 وحتى 21\6\2011 **– و (Al-Ahmad، 2012)** باختبار الصـيغة الضـعيفة لسوق دمشق للأوراق المالية من خلال مؤشرات الأسعار اليومية من 2009/12/31 إلى 2011/11/30 بالإضـافة إلى **(Abbas ، 2014)** عندما قام باختبار سلوك الحركة العشوائية لعوائد الأسـهم في سـوق دمشـق منذ افتتاح السـوق في عام 2009 إلى الشـهر 2014/9/31 و اسـتخدمت اختبار الارتباط المتسـلسـل وجذر الوحدة – اختبار الارتباط

الذاتي، أسلوب الأنماط الطارئة (run test)، اختبار نسبة التباين، GARCH، BDS test وقد توصلوا إلى نتيجة مفادها أن سوق دمشق للأوراق المالية وغياب الحركة العشوائية في سوق دمشق للأوراق المالية وأنها ليست كفء عند الصيغة الضعيفة.

ومن جانباً آخر أظهرت نتائج دراسة **(الأحمد & الصالح، 2016)** التي استخدمت العوائد الشهرية لضعف التداول للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية من 2009 وحتى 2014 ودراسة مدى أثر الأزمة السورية وتوصلت الدراسة إلى رفض فرضية كفاءة الصيغة الضعيفة للكفاءة لأكثر من نصف الشركات المدروسة وبينت أثر الأزمة على كفاءة أسهم معظم الشركات، كما اكتسبت مفارقات التقويم، مثل تأثير أول شهر بالسنة وتأثير عطلة نهاية الأسبوع وتأثير يوم من الأسبوع، قدرا كبيرا من البحوث الأكاديمية في الأسواق المالية المتقدمة. وقد تبين أن عائدات الأصول المالية تعرض أنماطًا منتظمة في أوقات محددة، مثل سنويًا أو شهريًا أو أسبوعيًا أو يوميًا، تأثير يوم من الأسبوع هو واحد من أهم تأثيرات التقويم. وقد حظيت باهتمام كبير من الباحثين والممارسين بسبب آثارها. يؤدي وجود تأثير يوم من الأسبوع إلى متوسط العوائد اليومية التي تختلف اختلافاً كبيراً لكل يوم من أيام الأسبوع،

مما سبق وجد الباحث أن النتائج متباينة وأن النسبة الأكبر من الأسواق الناشئة بشكل عام وبالأخص السوق السورية تعاني من عدم الكفاءة، لذلك سيقوم الباحث بإجراء بحث جديد يطبق على مستوى مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية وعلى مؤشر أسهم بعض الشركات في هذا السوق بسلسلة زمنية أطول من الدراسات والأبحاث السابقة باستخدام اختبارات معلمية ولامعلمية مع الأخذ بعين الاعتبار أثر الحرب على سورية للتأكد،

هل تتسم سوق دمشق للأوراق المالية بالكفاءة عند الصيغة الضعيفة أم لا؟

2- تساؤلات البحث:

يحاول هذا البحث الإجابة على التساؤل الرئيسي التالي:

(هل تتسم سوق دمشق للأوراق المالية بالكفاءة عند الصيغة الضعيفة؟)

ومن التساؤل الرئيسي أعلاه يندرج بعض التساؤلات الفرعية التالية:

- هل تتوافق تغيرات أسعار الأسهم (المؤشر) في سوق دمشق للأوراق المالية وللشركات محل الدراسة وخصائص التوزيع الطبيعي؟
- هل تتسم التغيرات في العوائد اليومية لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية والشركات محل الدراسة بوجود نمط تحرك معين لها؟
- هل تغيرات أسعار الأسهم (المؤشر) المتتالية في سوق دمشق للأوراق المالية والشركات محل الدراسة مستقلة أم مرتبطة تسلسلياً؟
- هل تتسم السلسلة الزمنية للبيانات اليومية لمؤشرات سوق دمشق والشركات محل الدراسة بالاستقرار خلال فترة الدراسة.
- هل نسبة تباين العوائد اليومية لمؤشرات سوق دمشق والشركات محل الدراسة ليست ثابتة عبر الزمن خلال فترة الدراسة.
- هل يمكن التنبؤ بالعوائد المستقبلية للأسهم اعتماداً على عوائدها التاريخية؟
- هل هناك أثر للحرب على سوريا على الكفاءة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

3- أهداف البحث:

يهدف هذا البحث إلى تحقيق جملة من الأهداف يمكن تلخيصها فيما يلي:

- قياس كفاءة أسعار الأسهم المتداولة في سوق دمشق عند المستوي الضعيف.
- إعادة اختبار كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية عند الصيغة الضعيفة والتوصل لاستنتاجات بشأن هذا الاختبار.

- إعادة اختبار مدى توافق تغيرات أسعار الأسهم في سوق دمشق والشركات محل الدراسة وخصائص التوزيع الطبيعي.
- التعرف على مدى وجود نمط معين لتحركات عوائد الأسهم اليومية في سوق دمشق للأوراق المالية والشركات محل الدراسة.
- معرفة ما إذا كانت تغيرات الأسعار المتتالية في سوق دمشق والشركات محل الدراسة مستقلة ام مرتبطة تسلسلياً.
- معرفة ما إذا كانت السلسلة الزمنية للبيانات اليومية لمؤشرات سوق دمشق والشركات محل الدراسة تتسم بالاستقرار.
- معرفة فيما إذا كانت نسبة تباين العوائد اليومية لمؤشرات سوق دمشق والشركات محل الدراسة ليست ثابتة عبر الزمن خلال فترة الدراسة.
- معرفة مدى القدرة على القيام بالتنبؤ بعوائد الأسهم في سوق دمشق اعتماداً على عوائدها التاريخية.
- معرفة مدى وجود فرق في صيغة كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية في فترة قبل وخلال وبعد الأزمة.
- التوصل إلى نتائج وتوصيات تساعد في رفع مستوى كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية.

4- أهمية البحث:

❖ **تنبع أهمية البحث من الناحية النظرية للأسباب التالية:**

1- يعتبر هذا البحث استكمالاً للدراسات السابقة التي اختبرت كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية عند الصيغة الضعيفة.

2- تعد سوق دمشق للأوراق المالية أحد المؤشرات للثقة الموجودة في الاقتصاد الوطني، حيث يقوم رجال الاعمال والمستثمرون بمراقبة السوق بكل عناية وتمحص، لأنها المقياس الذي يمكن اتخاذه كمؤشر دقيق حول المناخ الاستثماري والاقتصادي الذي يحيط بدائرة الاعمال، فمن خلال السوق يمكن ان تسجل تحركات الاقتصاد المعني بدقة لتعكس ما يمر به الاقتصاد من ركود او انتعاش او نمو.

3- أهمية البحث تنبع من أهمية الخطوة المقبلة وهي مرحلة إعادة أعمار ســـورية بعد الحرب عليها والدور المهم لسوق دمشق للأوراق المالية في هذه المرحلة كونها سوق ناشئة من خلال تجميع كافة المواد والمدخرات واستثمارها في عملية اعادة الاعمار وان تصبح السوق واحدة من القنوات الهامة في هذه العملية بحيث تكون سوق كفؤة ونشطة تتوفر فيها السيولة

4- استخدام أساليب معلميه وغير معلميه للاختبارات.

5- استخدام فترة زمنية أطول مقارنة مع الدراسات والأبحاث السابقة.

6- البحث تم على مستوى مؤشر سوق دمشق وكذلك على مستوى بعض الشركات.

❖ **تنبع أهمية البحث من الناحية العملية للسبب التالي:**

وجود عدم كفاءة في ســوق دمشــق للأوراق المالية يتيح للمســتثمرين تحقيق عوائد غير عادية يعني أن يحقق بعض المســتثمرين عوائد غير عادية، وفي المقابل إن تمتع ســوق دمشــق للأوراق المالية بالكفاءة يعني عدم إمكانية تحقيق المســتثمرين عوائد غير عادية بالاعتماد على البيانات التاريخية في معاملاتهم.

5- منهجية البحث:

❖ **منهج البحث:**

سوف يتم الاعتماد على المنهجية الكمية من خلال تحليل السلاسل الزمنية في إجراء الدراسة، لأنه يناسب الظاهرة موضوع البحث، وسيتم استخدام أساليب الاختبار الآتية:

- **اختبار التوزيع الطبيعي (normal distribution test):** يستخدم هذا التحليل لمعرفة فيما إذا كانت التغيرات الســـعرية عشـــوائية فإنها يجب أن تكون موزعة وفق منحنى التوزيع الطبيعي، فإذا أشـــار تحليل البيانات إلى أنها لا تتبع التوزيع الطبيعي فهي لا تتمتع بالكفاءة عند الصـــيغة الضـــعيفة أما في حال كانت البيانات تتبع التوزيع الطبيعي فهي تتمتع بالكفاءة.

- **اختبار التكرارات (runs test)**: يســتخدم هذا الاختبار بهدف معرفة ما إذا كانت التغيرات الســعرية في أســعار الأســهم تأخذ من حين إلى آخر نمطاً معيناً يمكن اقتفاء أثره، فإذا تبين بنتائج الاختبار أن البيانات تأخذ من حين لأخر نمط معين يمكن اقتفاء أثره نقول أن الســوق لا تتمتع بالكفاءة أما في حال عدم وجود نمط معين لا يمكن اقتفاء أثره نقول أن السوق تتمتع بالكفاءة عند الصيغة الضعيفة.
- **اختبار الارتباط المتســلســل (autocorrelation test)**: يقيس درجة العلاقة بين التغير الحالي في قيمة المؤشر والتغيرات في قيم المؤشر في فترات سابقة، فإذا أشارت نتائج تحليل الارتباط إلى وجود علاقة ارتباط قوية بين التغير الحالي بقيمة المؤشــر/ ســعر السهم والتغير في قيمة المؤشر/ سعر السهم في فترات سابقة فهذا يدل على عدم كفاءة السوق عند المستوى الضعيف أما في حال كان معامل الارتباط ضعيف أو غير معنوي فهذا يدل على كفاءة السوق أي أنه لا يمكن استخدام الأسعار التاريخية للتنبؤ بالأسعار المستقبلية.
- **اختبار جذر الوحدة (unit root test)**: لاختبار مدى وجود الاستقرار في سلسلة العوائد اليومية لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية خلال كامل فترة الدراسة وخلال فترتي الأزمة وما قبلها، فإذا أشارت نتائج الاختبار إلى وجود استقرار هذا يبين عدم وجود كفاءة عند الصيغة الضعيفة وفي حال بينت النتائج عدم وجود استقرار هذا يؤدي إلى وجود كفاءة عند الصيغة الضعيفة.
- **اختبار نســبة التباين (variance ratio test)**: لمعرفة مدى وجود الارتباط الذاتي وعدم ثبات تباين الخطأ العشوائي في العائدات اليومية للمؤشر العام لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة الســوقية، فإذا كانت العوائد ثابتة عبر الزمن ونســبة التباين > 1 فإن العوائد ستكون ذات ارتباط متسلسل إيجابي ويدل على وجود كفاءة عند الصيغة الضعيفة أما في حال كانت العوائد غير ثابتة عبر الزمن ونسبة التباين < 1 فإن العوائد ستكون ذات ارتباط متسلسل سلبي وهذا ما يدل على عدم وجود كفاءة عند الصيغة الضعيفة.
- **نموذج الارتباط الذاتي المشــروطة بعدم تجانس التباين المعممة: (Generalized Auto Regressive Conditional Heteroscedasticity test) (GARCH)**: يعتمد النموذج على التنبؤ بالتباين المتغير مع الزمن، يعتمد على التباين السابق أو التباين التأخيري أي

أن أي زيادة أو انخفاض غير متوقع في العوائد خلال الفترة الحالية سيؤدي إلى زيادة في التقلبات المتوقعة خلال الفترة اللاحقة، ويعتبر هذا النموذج أن العوائد مستقرة من الدرجة الضـــعيفة إذا كانت محصـــلة المعاملات (α ، β) أقل من الواحد واللتان تعبران عن استمرارية التذبذب، بينما اذا كانت المحصلة قريبة من الواحد يدل ذلك على أن السوق غير كفوء أي أن هنالك استمرارية عالية في عنقودية التذبذب وأثر الصدمات لا يختفي بسرعة. (Bahadur, 2010).

❖ مجتمع البحث:

يتمثل مجتمع البحث في مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية والعوائد اليومية النسبية لبعض أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (بنك بيمو السعودي الفرنسي – بنك سوريا الدولي الإسلامي – بنك البركة سورية – بنك قطر الوطني سورية – الشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية)، وسيتم الدراسة خلال ثلاث فترات:

- من 2009/03/10 ولغاية 2011/3/14 وهي فترة ما قبل الحرب على سورية.
- من 2011/3/15 لغاية 2018/12/31 وهي فترة الحرب على سورية.
- من 2009/3/10 لغاية 2018/12/31 عن كامل الفترة.

وذلك بهدف معرفة أثر الحرب على كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية.

❖ طرق جمع البيانات:

سيتم جمع البيانات من خلال موقع سوق دمشق للأوراق المالية **http://www.dse.sy/** وتحليلها واجراء الاختبارات المطلوبة باستخدام كل من برنامجي (SPSS 23)، (EViews 9)

وتم احتساب العوائد اليومية من خلال الاعتماد على المعادلة التالية:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} * 100$$

حيث أن:
(R_t) = عوائد المؤشر في اليوم t
(P_t) = مؤشر أسعار الأسهم في الفترة t
(P_{t-1}) = مؤشر أسعار الأسهم في الفترة t-1

6- فرضيات البحث:

تم الاعتماد في صياغة فرضيات البحث امتداداً لفرضيات بعض الدراسات والأبحاث وعلى نتائج كل من دراسة **(أرناؤوط)**، **(Abbas)**، **(موصللي& السمان)**، **(Al-Ahmad)** التي توحدت نتائجها بشكل عام "أن سوق دمشق للأوراق المالية ليست كفء عند الصيغة الضعيفة".

ودراسة **(الأحمد & الصالح)** التي أكدت أن الحرب على سورية، بشكل عام، أثرت سلباً على كفاءة أسهم معظم الشركات المدروسة.

وبناءً على ما سبق تم صياغة الفرضية الرئيسية التالية:

(لا تتمتع سوق دمشق للأوراق المالية بالكفاءة عند الصيغة الضعيفة.)

ومنها تم اشتقاق الفرضيات الفرعية التالية:

الفرضية الأولى: التغيرات في العوائد اليومية لمؤشر سوق دمشق، (أسعار الأسهم للشركات محل الدراسة) ليس لها خصائص التوزيع الطبيعي.

الفرضية الثانية: التغيرات في العوائد اليومية لمؤشر سوق دمشق و(الشركات محل الدراسة) لها نمط تحرك معين.

الفرضية الثالثة: توجد علاقة ارتباط بين التغير الحالي في العوائد اليومية لمؤشر سوق دمشق، و(الشركات محل الدراسة) والتغيرات في العوائد اليومية للمؤشرات في فترات زمنية سابقة.

الفرضية الرابعة: تتسم السلسلة الزمنية للبيانات اليومية لمؤشر السوق وأسعار الأسهم (للشركات محل الدراسة) خلال فترة الدراسة بالاستقرار.

الفرضية الخامسة: إن نسبة تباين العوائد اليومية لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية و(الشركات محل الدراسة) خلال فترة الدراسة لست ثابتة عبر الزمن.

الفرضـية السـادسـة: لا يمكن التنبؤ بالعوائد المسـتقبلية لمؤشـر سـوق دمشـق و(الشـركات محل الدراسة) اعتماداً على القيم التاريخية للعوائد.

الفرضية السابعة: يوجد فرق جوهري في كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية بين فترة قبل الحرب على سورية وخلالها وبعدها.

الفصل الثاني

(كفاءة الأسواق المالية)

1- تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية
2- شروط الكفاءة
3- أنواع الكفاءة
4- مقومات السوق الكفء
5- الصيغ المختلفة للكفاءة سوق الأوراق المالية
6- ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار
7- الحالات الشاذة في الأسواق المالية

1-تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية:

الكفاءة في سياق الأسواق المالية هي فرضية شائعة تشير إلى التوقعات المبنية على أنواع المعلومات من جميع المشاركين في السوق بأسعار الأوراق المالية وان النظرية الاقتصادية المالية توضح أن المستثمرين لا يستطيعوا كسب أرباح غير عادية من خلال استراتيجياتهم الاستثمارية في السوق الكفء بسب استيعاب سعر السهم كافة المعلومات ذات العلاقة :**(Gillette,2005 .3)**. وفي الأسواق المالية ذات الكفاءة تقوم أسعار الورقة المالية برد فعل فوري وبشكل غير متحيز على استيعاب كافة المعلومات الجديدة وبهذه الطريقة لا تترك فرصة للمشاركين في السوق لكسب باستمرار عوائد غير اعتيادية **(Hadi, 2006.14.)**.

حيث عرف **(هندي ، 1993)** السوق الكفء من حيث طبيعة العلاقة بين المعلومات و أسعار الأسهم مشيراً إلى أن السوق الكفء هي التي يعكس فيها سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواءً تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في المعلومات التي تثبتها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الايام والأسابيع والسنوات الماضية أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم ، وبالتالي في ظل السوق الكفء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية.

أما ديلكوي فقد عرف السوق الكفء من خلال العلاقة بين القيمة السوقية للسهم والقيمة الحقيقية مبيناً أن السوق الكفء هي التي تكون في حالة توازن مستمرة بحيث تكون أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها مساوية تماماُ لقيمتها الحقيقية وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها **(المزيني ،2003)**، وفي المقابل عرف **(العربيد ، 2002)** السوق الكفء من حيث توافر الإمكانية لتحقيق أرباح غير عادية مشيراً إلى أن السوق تعتبر كفء بالنسبة لمجموعة محددة من المعلومات إذا اتضح استحالة تحقيق أرباح غير عادية في المتوسط باستخدام هذه المعلومات عند اتخاذ قرارات البيع أو الشراء، كما يمكن تعريف كفاءة السوق بالأوراق المالية أيضا "أن تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة **(Charles, P. Jones,1996.245)**

ويذكر **Alvarez** في بحثه بان Fama في عام 1970 قدم مصطلح "كفاءة الأسواق" للإشارة إلى دور المعلومات في تشكيل أسعار الأصول المالية **(Alvarez,2012)**. ويتم استخدام مصطلح الكفاءة لوصف تلك السوق التي عكست جميع المعلومات المتاحة والخاصة ذات الصلة في أسعار الأوراق المالية.

2- شروط الكفاءة:

حدد **(مفتاح/معارفي ، 2009)** مجموعة من الشروط الواجب توافرها لتحقيق الكفاءة ويمكن تلخيصها فيما يلي:

وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق.

- توفر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداول أوراقها المالية في السوق.
- الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

ويضيف كل من (Fama ,1965)، و(Jones, 1993) ، و (Shleifer, 2000) مجموعة من الشروط لتحقيق الكفاءة يمكن تلخيصها فيما يلي:

- وجود عدد كبير من المستثمرين العقلانيين الذين يسعون لتعظيم الأرباح والذين يشاركون بفعالية في السوق وبالتالي تكون أسعار الأوراق المالية عادلة.
- إذا كان بعض المستثمرين غير عقلانيين فتعاملاتهم غير الرشيدة ستلغي بعضها البعض، أو المراجحون العقلانيون سيزيدون هذا الأثر.
- عدم وجود تكلفة على تداول الأوراق المالية في السوق **(Fama ,1965)**، أي عدم وجود تكاليف للمعاملات أو الضرائب أو غيرها من التكاليف غير المباشرة، وعدم وجود قيود على التعامل بحيث يمكن للمستثمر أن يشتري ويبيع أي كمية من الأسهم مهما صغر حجمها بيسر وسهولة، إلى جانب عدم وجود أي قيود تشريعية للدخول أو الخروج من

السوق، وذلك بالنسبة إلى المستثمرين أو المنشآت الراغبة في الحصول على الأموال **(عبد التواب ،2004).**

3- أنواع كفاءة السوق المالية:

تقسم كفاءة السوق المالية إلى الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

❖ **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 **(الهندي ، 1993):**

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
- 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.
- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.
- رشادة المستثمرون، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

❖ **الكفاءة الاقتصادية:**

وفقا لمفهوم الكفاءة الاقتصادية يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن 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 أساسا على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم **(الهندي ،1993).**

وتحقق شروط الكفاءة الاقتصادية تعني أن تلك الأسواق تساعد على التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية بين الاستخدامات المختلفة وتحقيق ذلك يتطلب شرطين: **(الرزين، 2006)**

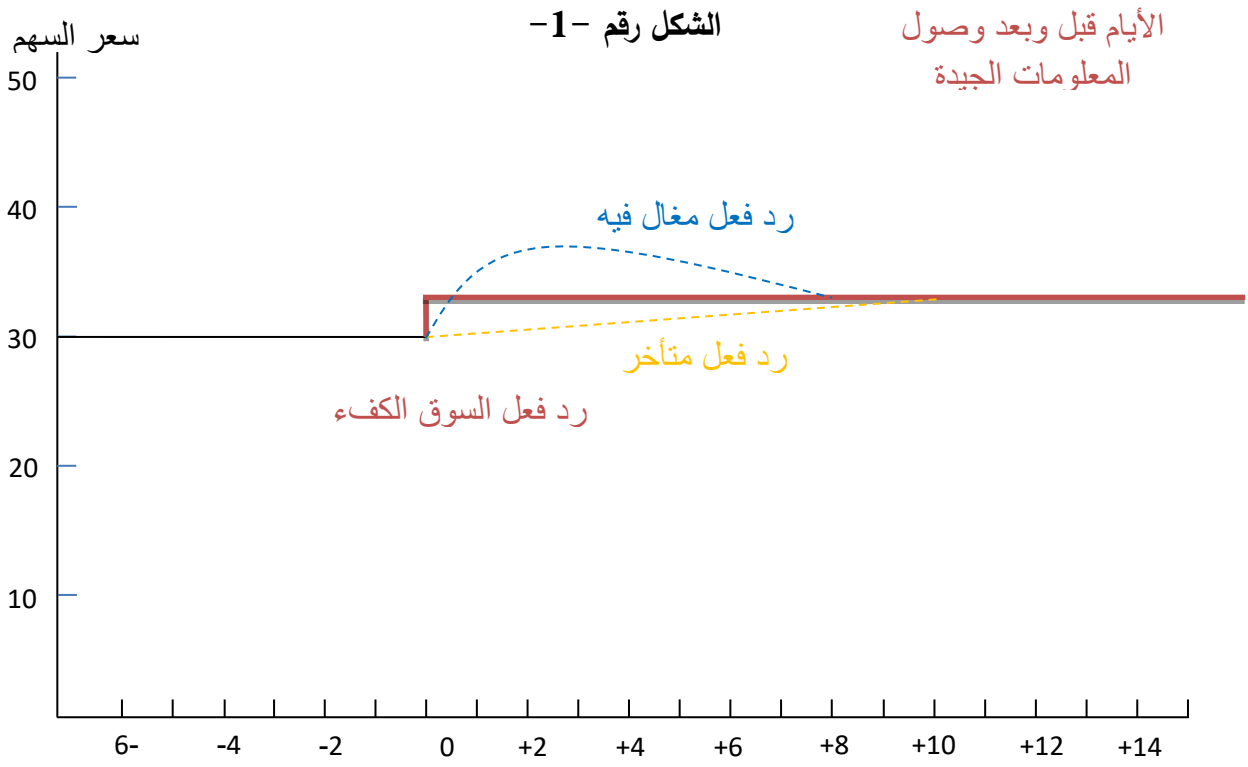
الأول: أن يكون استخدام الأسواق من قبل المتعاملين بأقل تكلفة ممكنة للتبادل.

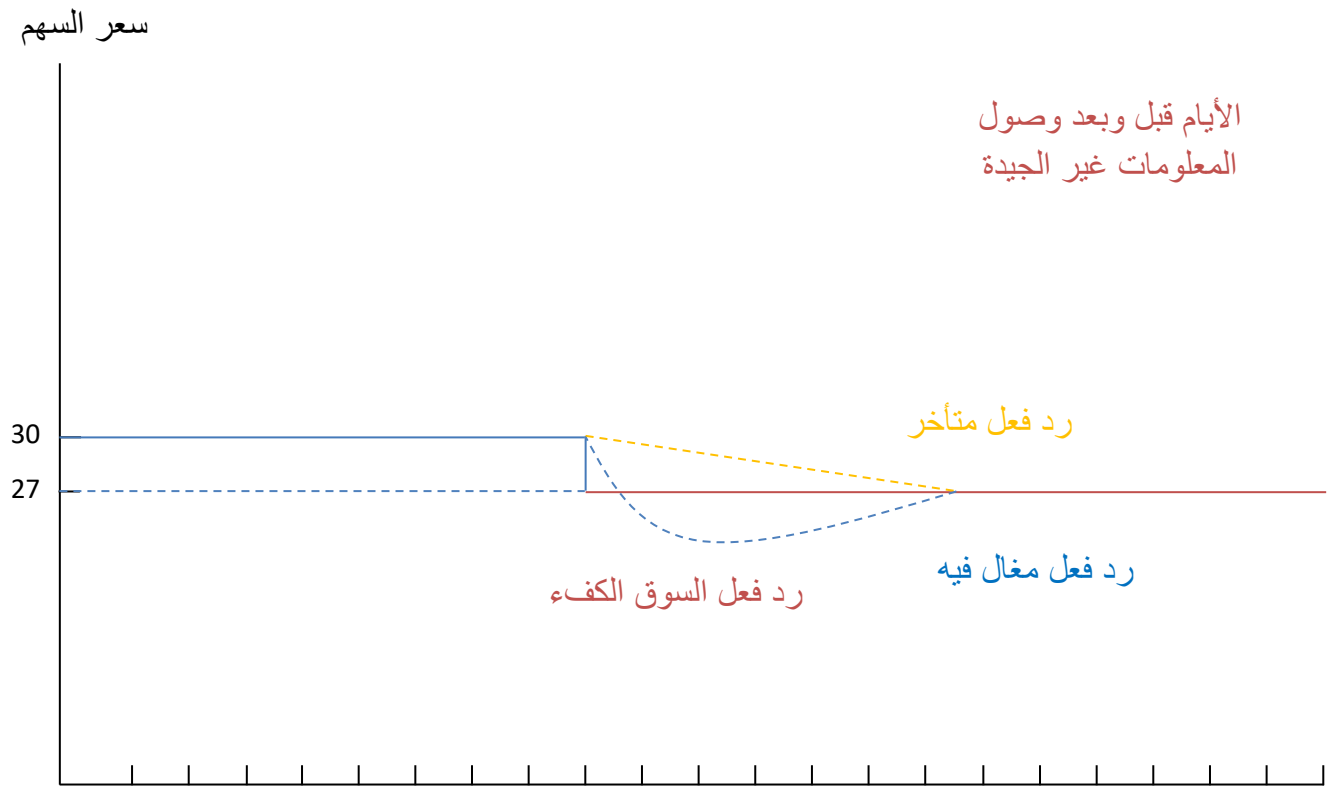
الثاني: هو أن تعكس الأوراق المالية المتبادلة في تلك الأسواق القيم الحقيقية للأصول المالية وحيث تكون متناسبة مع معدلات العوائد المردودة خلال حياة كل استثمار في تلك الأوراق.

وعليه يمكن أن تعَرف الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية بأن: أسعار الأوراق المالية تعكس بكل مصداقية حقيقية الوضع المالي للشركات المتداولة.

وفيما يلي رسم بياني يوضح التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية (الهندي، 1993)

الشكل رقم -1-





4-مقومات السوق الكفء :

هناك ثلاث مقومات أساسية للسوق الكفء حسب رأي **(Reilly،1985)**

أ- دقة وسرعة وصول المعلومات.

ب-كفاءة التشغيل والتسعير.

ت-السيولة.

ث-عدالة السوق، التي أضافها **(Bemstien,1987)**

أ. دقة وسرعة وصول المعلومات:

إن دقة وسرعة وصول المعلومات في سوق الأوراق المالية تعمل على زيادة كفاءة تخصص الموارد في الاقتصاد بتوجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة أو القطاعات ذات المزايا النسبية، وهو ما يعني تحقيق كفاءة السوق وبدورها تؤدي إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية. **(الهندي،1993)**

ب. كفاءة التشغيل والتسعير (متطلبات كفاءة السوق):

لكي يحقق سوق رأس المال هدفه في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر صفتين أساسيتين من الكفاءة وهما:

❖ **كفاءة التسعير:**

وتسمى أيضاً بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة ـ دون فاصل زمني كبير ـ بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات. وبهذا يصبح التعامل في تلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، الا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الأخرين **(Fama ,1970)**.

وإذا كان تحقيق الأرباح غير العادية أمراً صعباً في هذه السوق، إلا أنه أيضاً أمر غير مستحيل. فقد يتكبد مستثمر عديم الخبرة أو كسول خسائر فادحة، نظراً لدخوله السوق دون تحليل للمعلومات المتاحة. غير أن هذا لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل أو كسل المستثمر ذاته. كذلك قد يستطيع عدد محدود من الأفراد باستخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات من قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية. غير أن هذا يحدث من عدد قليل من المستثمرين ولمرات معدودة. فالسوق الكفء لا يمكن في ظلها لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات، ويحققوا بسببها أرباحاً طائلة على حساب آخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين **(الهندي ،1993)**.

❖ **كفاءة التشغيل:**

وتسمى أيضاً بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مبالغ فيه، وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل. فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون

التكاليف التي يتكبدها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى بما يشجعهم على بذل الجهد للحصـــول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على الســعر الذي تباع به الورقة وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف **(الهندي ، 1993).**

ت. السيولة:

يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صـــفقة على تلك الورقة المالية. إن للســـيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وذلك أن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة، وفي حالة عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق يعني هدا أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق توفر سمة الانتظام أي استقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى **(الهندي،1993).**

ث. عدالة السوق:

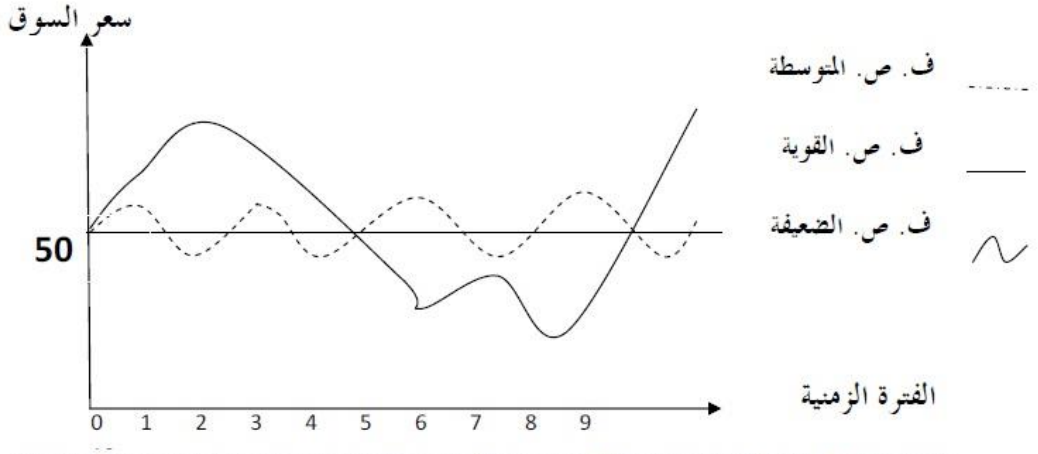
تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع الأســـواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية تعمل على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها. **(الهندي،1993).**

5-الصيغ المختلفة للكفاءة سوق الأوراق المالية:

إن كفاءة سوق الأوراق المالية ترتبط أساسا بتوافر المعلومات المناسبة لأنها تعتبر عنصراً أساسيا وفعال في عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية وذلك بمختلف مســـتوياتها، ومن ثم يمكن تحديد مســـتوى كفاءة الســـوق. وبالتالي فإن الســـوق قد تكون كفء بالنســـبة لنظام معين من المعلومات ولكنها غير كفء بالنســـبة لنظام آخر. لذلك قام **(Fama 1970)** بتعريف الصـــيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية ومتمثلة في ثلاث فرضيات هي: **(حناوي وآخرون، 2002)**

- فرضية الصيغة الضعيفة.
- فرضية الصيغة المتوسطة.
- فرضية الصيغة القوية.

ولفهم أكثر هذه الصيغ نجد الشكل البياني الذي يعكس طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاث للكفاءة.



- Source : 3. Fromeds Investments : Analysis and Management (New York : Mc Gaw – Hill Inc 1976 P 528

ويوجد هناك شكل آخر الذي وضـعه (Fama 1970) وهو يبين فيه صـيغة الفرضـيات الثلاث للكفاءة السوقية وهي كالآتي:

Source : Philippe Gillet l'efficience des marchés Financiers=economica1999 p :34

ويوضح هذا الشكل أولاً في الصيغة الضعيفة وهي المعلومات التاريخية حول الأسعار منعكسة في الأسعار الحالية، والتي لا يمكن لأي مستثمر الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات في المستقبل أما الثانية هي صيغة متوسطة تعني أي تعكس الاسعار الحالية بالإضافة إلى المعلومات التاريخية حول الأسعار كل المعلومات المعروفة والمتاحة المؤسسات أما الثالثة هي صيغة قوية تعني أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة. بحيث لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات غير متاحة لغيرهم لتحقيق أرباح غير عادية بصفة نظامية ومستمرة.

فرضية الصيغة الضعيفة:

تقتضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية أن سعر التداول للأوراق المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط، كالتغيرات في أسعار وأحجام المعاملات، وعوائد الأوراق المالية للفترات السابقة وأسعار الفائدة، وعليه فإن المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في الفترة السابقة عديم الجدوى للمستثمر.

ويعني هذا أن حركة الأسعار في المستقبل تكون مستقلة تماما عن التغيرات التي حدثت في الماضي. وتعرف هذه الظاهرة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار عن بعضها وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات مما يجعل الأسعار تتحرك في صورة عشوائية بين لحظة وأخرى، (Brealey, Richard and Myers, Stewart,1996) كما لدينا ثلاثة طرق لتقييم حركة الأسعار العشوائية وفقا للصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق من أهمها:

1- اختبار الأنماط:

يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار، والذي يهدف إلى معرفة عدد المرات التي يحدث فيها التغير في اتجاه الأسعار ومدى الفترة في كل مرة وذلك بوضع إشارة لكل نوع من التغيرات وتظهر كما يلي: **(الدسوقي، 2000).**

(+) تعني حركة سعرية بالزيادة.

(−) تعني حركة سعرية بالانخفاض.

(O) تعني عدم وجود حركة.

2- اختبار سلسلة الارتباط:

تقيس سلسلة الارتباط (Serial Correlation or Autocorrelation) معامل الارتباط بين التغير في سعر سهم ما خلال فترة زمنية معينة وإذا ما كشفت نتائج تحليل تلك السلسلة عن وجود نمطاً للتغير في الأسعار، فإن هذا يعد بمثابة رفضاً لنظرية الحركة العشوائية للأسعار أو ما يطلق عليها بالصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق كل هذا مع ملاحظة أننا نهتم بالمدى القصير وليس بالمدى الطويل ففي المدى الطويل الذي يمتد لعدد ممن السنين قد يكون هناك نمط معين لاتجاه الأسعار **(Francis , 1986).**

ذلك أن محور الاهتمام هو المدى القصير (يوم أو أسبوع أو شهر) الذي يسعى فيه المضاربين وبعض المستثمرين للتنبؤ بالأسعار المستقبلية "بناءً على حركة الأسعار في الماضي وتحقيق أرباح تفوق ما يمكن أن يحققه مستثمرون آخرون لا يقومون بمثل هذا التنبؤ **(الهندي ،1993).**

3- اختبار قواعد التصفية:

يعترض البعض على مدخل تحليل الارتباط على اعتبار أنه أسلوب بسيط وغير كافٍ لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار، ويقترحون بديلاً واقعياً لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق. فالذين يعتقدون في تلك الصيغة عليهم أن يقدموا قواعد للمتاجرة أو التعامل تبنى على الحركة التاريخية للأسعار، ويمكن من خلالها للمستثمر أن يحدد توقيت أوامر الشراء والبيع بالشكل الذي يحقق له عائداً متميزاً عن أقرانه الذين لا يتبعون مثل هذه القواعد، ويطلق على هذه القواعد بقواعد التصفية. توجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية التي اقترحها الفنيين مجموعة تقوم على أن ارتفاعاً في السعر بنسبة معينة يعد مؤشراً يعتمد عليه في قرار الشراء، وأن انخفاضاً في السعر بنسبة معينة يعد مؤشراً سليماً لقرار البيع. أما المجموعة الثانية فهي قواعد الدورات والموسمية ومن بينها تلك التي تقضي بأن الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار. ومنها كذلك ما يقضي بأن أسعار الأسهم تنخفض بوضوح في شهري سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقي الأشهر وهو ما يسمى بتأثير التوقيت الذي أشار إليه كين، أما المجموعة الثالثة والرابعة فهي المتوسط المتحرك، والقوة النسبية لسعر السهم **(الهندي ، 1993)**.

فرضية الصيغة المتوسطة:

تقتضي هذه الصيغة بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم بل تعكس جميع المعلومات المتاحة للجمهور من المعلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المنشأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور **(حنفي، 2001)**، وعلى المستثمر الحاصل على هذه المعلومات الانتظار لفترة ليتأكد بأن هذه المعلومات تحقق ارتفاعا أو انخفاض في أسعار الأسهم، وأن الاستجابة في بادئ الأمر قد تكون صحيحة أو غير صحيحة **(صبح، 2000)**، لذا لا بد من الانتظار للتأكد من الاستجابة صحيحة وعندها تبرم الصفقة تغتنم الفرصة لتحقيق العائد الغير عادي قبل أن يقترب سعر السهم من القيمة الحقيقة لهذا نجد أن هذه

الفرضـــية تؤمن في التحليل الأســاســـي والتحليل الفني[1] وعلى ذلك يعتمد المســتثمر بالمعلومات لاتخاذ قراراته **(الزبيدي، 2001)**.

فرضية الصيغة القوية:

تعكس فرضية الصيغة القوية للكفاءة السوقية جميع المعلومات والمتمثلة في المعلومات التاريخية التي تخص بما حدث من تغيرات على الأســـعار وحجم التبادلات للأوراق المالية في الماضـــي إضافة إلى تلك المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين، إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة كأعضــاء إدارة الشـركة المصـدرة للسـهم وأعضــاء مجلس إدارتها وأنها غير متاحة للسـوق ككل. ومما سبق يبدو أن تأييد فرضـية الصـيغة القوية للكفاءة السوقية يميل إلى الضـعف أكثر من إلى القوة، وذلك نظرا لإمكانية اســـتعمال المعلومات المتحركة من قبل فئة من المتعاملين الداخليين على نحو يؤهلهم لتحقيق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين آخرين.

لقد اختبرت صيغة الفرد القوي بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين، يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على المعلومات لا تتاح للجمهور بذات السرعة وهم: **(الدسوقي، 2000)**

أ- العاملون بالمؤسسة:

يمتلك كبار العاملين بالمؤســسـة ميزة المعرفة بسـرعة عن باقي المسـتثمرين ولذلك يمكن أن يتم اختبـار مـدى ربحيـة هؤلاء العـاملين من التعـامـل في الأوراق المـاليـة لمعرفـة مـدى قـدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية، قد تفوق المســـتثمر العادي لأنهم يعرفوا المعلومات قبل أن تتداول بين الجميع.

وبالتالي قدرة كبار المتعاملين في المؤسسـات على تحقيق أرباح غير عادية مما يعني عدم وجود ســـوق للكفاءة في شـــكلها القوي بشـــكل عملي، فإن هذا قد يعني قدرة المؤســـســـات على تبني

---

[1] **التحليل الأساسي** يقوم المستثمر بمقارنة القيمة السوقية للورقة المالية بالقيمة الحقيقية لها، فإذا كانت القيمة السوقية للورقة اقل من القيمة الحقيقية لها، فإن المســتثمر يقبل على شــراء هذه الورقة أو يحتفظ بها إذا كانت ضــمن محفظته، أما إذا كانت القيمة الســوقية للورقة المالية أكبر من القيمة الحقيقية لها فإن المستثمر لا يقبل على شراء هذه الورقة أو يقوم ببيعها إذا كانت ضمن محفظته **(غنيم، 2005)**

التحليل الفني: ينصرف اهتمامه إلى تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضـي على أمل اكتشـاف نمط لتلك الحركة، حيث من خلال هذا التحليل يمكن تحديد التوقيت السـليم لقرار الاسـتثمار في الأسـهم، فحركة الأسـعار في الماضـي تعد مؤشـر يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المسـتقبل **(حناوي وآخرون، 2002)**.

استراتيجيات استثمار تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية طالما أن السوق ليست بالدرجة المرتفعة من الكفاءة التي تحول دون تحقيق ذلك.

ب- مديرو المؤسسات المالية:

يمتلك مديرو المؤسسات المالية المخصصة مثل: صناديق الاستثمار القدرة على الوصول إلى المعلومات بسرعة، كما يستطيعون استخدام أدوات التحليل، ومن ثم إمكانية التوقع اتجاه السوق وقد تم اختبار هذه الصيغة من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار ومقارنة العائد ومستوى المخاطر المحققين من قبل هذه المؤسسات بالمقارنة بما يحققه المستثمر العادي.

6- ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار:

يرجع اكتشاف هذه الظاهرة في عام 1900 إلى باحث فرنسي يدعى "لويس باشيلييه" فلقد أسفرت متابعته للتغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع عن أنها تفتقد وجود أي ترابط بينها، مما يؤكد على عدم وجود نمط محدد لحركة تلك الأسعار.

وقد علق على ذلك بالقول بأن المضاربة في تلك السوق هي لعبة عادلة حيث لا يمكن للبائع أو المشتري أن يضمن تحقيق الأرباح على حساب غيره. بل وأضاف أن الأسعار الحالية للعقود المستقبلية في سوق السلع، تعد في حقيقة الأمر تقديراً غير متحيّز للسّعر الذي سوف يسود في السّوق الحاضرة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد وهذا يعني بمفهوم كفاءة السوق أن الأسعار الحالية تعكس الظروف التي يتوقع أن تسود في تاريخ محدد للتنفيذ والتي على ضوئها تتحدد الأسعار في ذلك التاريخ أو بعبارة أخرى أن الأسعار الحالية تعكس المعلومات المتاحة عن السوق في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد **(الهندي ، 1993)**.

وقد قدم **("Brealy" "Myrers" ، 1988)** تعريفاً لحركة الأسعار في السوق الكفء أنها تلك السوق التي تعكس فيها الأسعار الحالية للأوراق المالية المعلومات المتاحة عنها، ولا يتوقع أن تتغير تلك الأسعار إلا بورود معلومات جديدة، ولما كانت المعلومات الجديدة لا يمكن أن تكون جديدة إذ كان من الممكن التنبؤ بها مقدماً، فإن التغير في الأسعار قد يحدث في أي لحظة وفي

أي اتجاه اعتماداً على طبيعة المعلومة –السارة أو غير السارة – الجديدة التي سترد إلى السوق والتي لا يعلم عنها شيئاً **(هني /غراية ، 2010)**.

ويقدم **(Franks et al ,1985)** مثالاً يكشف بطريقة غير مباشرة عن أن حركة أسعار الأسهم في السوق لا بد وأن تكون عشوائية، ذلك أن التغيرات في أسعار الأسهم اليوم تعكس المعلومات المتاحة عن تلك الأسهم في الغد ، أما أسعار الغد فلا يمكن أن يتحدد اتجاهها اليوم بل يتحدد في الغد عندما تصل إلى السوق معلومات جديدة (عن يوم بعد غد) لا ندري عنها شيئاً اليوم ، ويقوم المثال على افتراض أن سهم ما يباع في السوق بسعر 100 جنيه ، وذلك عندما وصلت معلومات يوم الاثنين تحمل في طياتها أن السعر سيصل إلى 120 جنيه في يوم الخميس التالي **(الهندي ، 1993)**.

ترتبط الصيغة الضعيفة للكفاءة بفكرة الحركة العشوائية والتي تعني في جوهرها أن أسعار الأوراق المالية تعكس بشكل فوري وكامل كل المعلومات المتاحة عنها، حيث لا يتوقع أن تتغير تلك الأسعار بين الفترتين الزمنيتين (t) و (t+1) إلا عند ورود معلومات جديدة (أحداث غير متوقعة) وهذا ما يمكن التعبير عنه من خلال المعادلة التالية والتي تعبر عن نموذج الحركة العشوائية البسيط:

$$\mathrm{P}_{\mathrm{it+1}} = P_{it} + e_{it+1}$$

حيث: $\mathrm{P}_{\mathrm{it+1}}$: سعر الورقة المالية (i) في الفترة الزمنية القادمة.

P_{it}: السعر الجاري للورقة المالية (i). e_{it+1}: خطأ التنبؤ.

تشير هذه المعادلة إلى أن السعر المستقبلي للورقة المالة يعادل السعر الحالي للورقة مضافاً إليه خطأ التنبؤ الذي يتوقع أن تكون قيمته مساوية للصفر في المتوسط لأن الأسعار تتغير فقط عند ورود معلومات جديدة ، وبما أن المعلومات الجديدة قد تنطوي على أخبار سارة أو غير سارة فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع نمط معين للاتجاه المستقبلي لحركة الأسعار صعوداً أو هبوطاً في السوق وبالتالي في ظل مفهوم كفاءة السوق يعتبر السعر الحالي للورقة المالية أفضل تقدير (مؤشر) للسعر المستقبلي لها مما سبق يتضح أنه في ظل مفهوم كفاءة السوق عند الصيغة الضعيفة من المتوقع أن تكوت تحركات أسعار الأوراق المالية عشوائية أي أن تغيرات السعر في أي يوم غير

مرتبطة بتغيرات السعر التاريخية ، وبالتالي فإن ارتفاع السعر في اليوم (*t*) سوف لن يزيد أو يقلل من احتمال ارتفاع أو انخفاض السعر في اليوم (*t+1*) و وبالتالي فإن التغيرات في أسعار الأوراق المالية اليوم تعكس المعلومات المتاحة عن تلك الأسهم في الغد ، أما أسعار الغد فلا يمكن أن يتحدد اتجاهها اليوم بل تتحدد في الغد عندما تصل السوق معلومات جديدة لا يعرف عنها شيء **(أرناؤوط ، 2017).**

وإذا أردنا تطبيق مفهوم كفاءة السوق على العائد المتوقع للاستثمار في الورقة المالية والذي يشير إلى عدم قدرة المستثمر على تحقيق عوائد غير عادية من خلال بيع وشراء الأسهم، فإنه يمكن التعبير عنه من خلال المعادلة التالية:

$R_{\mathrm{it+1}} = E(R_{it+1}) + \mathrm{e}_{\mathrm{it+1}}$ أو $\mathrm{e}_{\mathrm{it+1}} = \mathrm{R}_{\mathrm{it+1}} - E(R_{it+1})$ حيث:

$R_{\mathrm{it+1}}$: العائد الفعلي للورقة المالية (*i*) في الفترة (*t+1*).

$E(R_{it+1})$: العائد االمتوقع للورقة المالية (*i*) في الفترة (*t+1*).

$\mathrm{e}_{\mathrm{it+1}}$ *:* العائد غير المتوقع للورقة المالية (*i*) في الفترة (*t+1*) (الخطأ العشوائي للعائد).

تشير هذه المعادلة إلى أن العائد الفعلي للورقة المالية (*i*) يساوي العائد المتوقع مضافاً إليه الخطأ العشوائي. وفي ظل كفاءة السوق يمكن أن يكون العائد الفعلي أعلى أو أقل من العائد المتوقع ولكن وفي المتوسط ستكون العوائد غير المتوقعة (خطأ التنبؤ) مساوية للصفر أي:

$$\mathrm{e}_{\mathrm{it+1}} = \mathrm{R}_{\mathrm{it+1}} - E(R_{it+1}) = 0$$

كذلك فإن خطأ التنبؤ يجب أن يكون من غير الممكن التنبؤ به على أساس أية معلومات متاحة في الزمن (*i*)فمثلاً لا يجب أن يكون خطأ التنبؤ لعائد الورقة المالية (*i*) في الفترة القادمة مرتبطاً بأخطاء التنبؤ السابقة للعائد المتوقع للورقة المالية، وبالتالي فإنه في ظل مفهوم كفاءة السوق يكون معدل العائد المتوقع في الفترة القادمة في المتوسط مساوياً للعائد الفعلي أي:

$$E(R_{it+1}/I_t) = R_{it}$$

تشير هذه المعادلة إلى أنه في ظل المعلومات المتاحة (*i*) يعتبر العائد الحالي للورقة المالية (R_{it}) أفضل تقدير للعائد المتوقع للاستثمار بهذه الورقة وهذا ما يطلق عليه مفهوم الحركة العشوائية

لعوائد الأوراق المالية. وبشكل عام يمكن القول بوجود علاقة وثيقة بين مفهوم كفاءة السوق ومفهوم الحركة العشوائية للأسعار، فالسوق الكفء هي التي تتحرك فيها الأسعار عشوائياً، في حين تعتبر الحركة العشوائية للأسعار مرادفاً لمفهوم كفاءة السوق عند الصيغة الضعيفة لأنها ترتبط بشكل وثيق مع تغيرات الأسعار الخاصة بالأوراق المالية خلال فترة ماضية من الزمن **(أرناؤوط ، 2017)**.

7- الحالة الشاذة المرتبطة بالتقويم أو الموسمية:

وهي التي ترتبط بالوقت فقط أي بوقت معين من التقويم كأثر شهر كانون الثاني (January Effect). وإن الحالات الشاذة المرتبطة بالتقويم تتناقض مع الحركة العشوائية للأسعار ضمن صيغ الكفاءة **(البني، 2015)**.

تشير الحالات الشاذة المرتبطة بالتقويم أو ما يسمى أثر التقويم إلى وجود أنماط منهجية في عوائد الأسهم حول نقاط معينة من التقويم السنوي **(Philpot & Peterson ,2011)**، تحدث هذه الأنماط في فترات منتظمة أو في وقت محدد من السنة التقويمية **(Islmia & Chandra 2010,)**، مثل حركة أسعار الأسهم من يوم إلى يوم، من شهر إلى شهر، من سنة إلى أخرى وهكذا **(Latif & others ,2011)**.

هناك العديد من الحالات الشاذة المرتبطة بالتقويم كأثر عطلة نهاية الأسبوع، وأثر شهر كانون الثاني وغيرها. تعتبر الحالات الشاذة المرتبطة بالتقويم إشكالية للصيغة الضعيفة من الكفاءة، الذي يعني ضمناً أن أسعار الأصول يجب أن تتعدل بسرعة بناءً على المعلومات الواردة، وبذلك فإن تحركاتها لا يمكن التنبؤ بها بحيث تتبع نمطاً غير منتظم. فعند وجود نمط يمكن التنبؤ به فإن المستثمرين الذين يسعون لتعظيم أرباحهم سيلاحظون هذا النمط وسيقومون بتسعير الأصول بناءً على التوقع، وعندما تعكس الأسعار التوقع فإن النمط سيتلاشى. إن وجود أثر التقويم يتيح فرصة حقيقية للمستثمرين على المدى الطويل والمنتظم لتحسين العوائد، وقد تلغي تكاليف المعاملات مثل هذه الاستراتيجية **(Philpot & Peterson ,2011)**.

أثر يوم في الأسبوع:

تنص فرضية كفاءة السوق أنه بالمتوسط فإن جميع أيام التداول خلال الأسبوع لديها نفس متوسط العوائد، ولكن أثبتت الدراسات خلاف ذلك، فعوائد أيام محددة في الأسبوع تختلف كثيراً عن عوائد باقي أيام الأسبوع، تعرف هذه الظاهرة بأثر يوم في الأسبوع (**Bhattacharya & others,2012**).

يشير أثر يوم في الأسبوع إلى وجود اختلاف في متوسط عوائد الأسهم اليومية بين أيام التداول، وهذا يتعارض مع فرضية الكفاءة حيث للمستثمرين أن يقوموا بتعديل مبيعاتهم ومشترياتهم بحسب الأيام التي تزداد فيها العوائد. فقد لوحظ أن متوسط عائد السوق في أول يوم سالب أو أقل من باقي أيام التداول، وقد كان في بعض البلدان ثاني ايام التداول (**Radadia & Patel ,2012**).

يظهر أثر يوم في الأسبوع في مؤشرات الأسهم، وفي عقود خيارات الأسهم، والعقود الآجلة وسندات الخزنة، والجدير بالذكر أن السندات ذات فترة الاستحقاق الأطول تملك أدنى عوائد في يوم الاثنين (**Drogalas & others ,2007**).

ولا يقتصر وجود هذه الظاهرة في أسواق البلدان المتقدمة فحسب، بل وجدت في أسواق البلدان النامية أيضاً، إلا أن اليوم الذي يختلف فيه متوسط العوائد عن باقي الأيام في الأسبوع هو ليس واحداً في جميع الأسواق (**Bhattacharya & others,2012**).

أجمع كل من ***Gibbons*** و***Hess*** (**1981**)، و***Keim*** و***Stambaugh*** (**1984**)، و ***Jaffe*** و ***Westerfield*** (**1985**)، و ***Harris*** (**1986**)، و ***Smirlock*** و***Starks*** (**1986**)، و ***Kohers*** (**1996**) في أبحاثهم، على أن العوائد أيام الاثنين تمتاز بأنها سالبة في حين أن عوائد أيام الجمعة موجبة، ففي معظم الأسواق في البلدان المتقدمة يبدأ الأسبوع باتجاه نحو الانخفاض وينتهي باتجاه صاعد (***Bhattacharya & others , 2012***) سمي هذا الأثر بأثر يوم الاثنين.

يشير أثر يوم في الأسبوع إلى اختلاف العوائد اليومية بين أيام الأسبوع، فبعض أيام التداول عوائدها أفضل من البعض الآخر. ففي الأسواق الأمريكية يظهر أثر عطلة نهاية الأسبوع على شكل عوائد متدنية وسالبة في أيام الاثنين، وعوائد مرتفعة وموجبة أيام الجمعة. حاول العديد من الباحثين تقديم تفسيرات لهذه الظاهرة عبر فرضيات تناولت عوامل تساعد في ظهور الأثر، فبعض الفرضيات ربطت بالمعلومات المتدفقة للأسواق ومعالجتها، والبعض الآخر أرجعها لإجراءات التسوية المتبعة، وتكاليف المعاملات وغيرها من الفرضيات **(البني ، 2015)**.

أثر شهر في السنة:

كشفت دراسات كل من **Reinganum (1983)**، و **Brown (1983)**، و **Marret & Worthington (2011)** و غيرها من الدراسات على العوائد في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية و الأسواق المالية الرئيسية الكبرى في العالم وجود فروقات شديدة في سلوك العوائد خلال شهور السنة **(Damodaran & others ,2012)** ، يدل ذلك على وجود موسمية في العوائد ، حيث يظهر أثر شهر في السنة عندما لا تتوزع العوائد بالتساوي على أشهر السنة ، بينت دراسة **Rozeff & Kinney (1976)** على الاسواق الأمريكية أن عوائد شر كانون الثاني اعلى من عوائد باقي أشهر السنة **(Wong & others ,2007)** ، لذا يسمى أثر شهر كانون الثاني وهو الشكل الأكثر انتشاراً **(Worthington & Marret ,2011)** ، **(Kumar & Verma ,2012)**.

يدل أثر شهر في السنة على عدم تساوي العوائد الشهرية على أشهر السنة، فبعض الأشهر عوائدها أعلى من عوائد باقي الأشهر، ويعد أثر شهر كانون الثاني (*January Effect*) أحد أكثر هذه الحالات ملاحظة في الأسواق المالية العالمية. إن الانتشار الواسع لهذه الظاهرة وجه أنظار الباحثين نحو الاهتمام بالأسباب المفسرة لها، فمنهم من ربط تفسير هذا الأثر بالعام الضريبي، ومنهم من ربطه بأخطاء القياس، أو بتزيين المحافظ الاستثمارية وغيرها من الفرضيات **(البني ،2015)**.

الفصل الثالث

(الإطار العملي للبحث)

1- لمحة عن سوق دمشق للأوراق المالية.
2- لمحة عن الشركات محل البحث.
3- اختبار الفرضيات.
4- التوصيات والنتائج

1- لمحة عن سوق دمشق للأوراق المالية (DSE):

استكمالاً للجهود المبذولة في تطوير وتحديث البنية المالية في سورية فقد صدر المرسوم التشريعي /55/ لعام /2006/ الذي أحدثت بموجبه سوق دمشق للأوراق المالية كجهة تهدف إلى توفير المناخ المناسب لتسهيل استثمار الأموال وتوظيفها وتأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي من خلال ترسيخ أسس التداول السليم والعادل للأوراق المالية.

تهدف سوق دمشق للأوراق المالية من خلال الشفافية التي تنتهجها في قوانينها وأنظمتها الموضوعة إلى حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وتشجيع النشاط الادخاري والاستثماري في الجمهورية العربية السورية.

تلتزم سوق دمشق للأوراق المالية بوضع وتطبيق الإجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفء وشفاف، كما تعمل سوق دمشق من خلال حملات التوعية وتنظيم المؤتمرات على نشر ثقافة الاستثمار بين جمهور المستثمرين.

بدأ عمل سوق دمشق للأوراق المالية في تاريخ 2009/03/10 مع 6 شركات مدرجة فقط وهي (بنك بيمو السعودي الفرنسي – بنك سورية والمهجر – المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق – البنك العربي سورية – الشركة الأهلية للنقل – بنك عودة سورية.)، أما في عام 2019 فقد أصبح السوق يحتوي على 26 شركة موزعة بين 16 شركة في السوق النظامية بعد انضمام شركة سيريتل تيليكوم مؤخراً و7 شركات في السوق الموازية /أ/ و4 شركات في السوق الموازية /ب/ بعد انضمام شركة MTN سوريا ، كما وصل عدد شركات الوساطة المالية إلى 7 شركات وفق الجداول التالية:

جدول رقم -1-

الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

القطاع	اسم الشركة	الرمز	السوق
خدمات	الشركة الأهلية للنقل	AHT	موازي /أ/
	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق	UG	موازي /ب/
صناعي	الشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية	AVOC	نظامي
بنوك	البنك العربي- سورية	ARBS	موازي /أ/
	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	IBTF	نظامي
	بنك الأردن - سورية	BOJS	موازي /أ/
	بنك البركة - سورية	BBSY	نظامي
	بنك الشام	CHB	نظامي
	بنك الشرق	SHRQ	نظامي
	بنك بيبلوس- سورية	BBS	موازي /أ/
	بنك بيمو السعودي الفرنسي	BBSF	نظامي
	بنك سورية الدولي الإسلامي	SIIB	نظامي
	بنك سورية والخليج	SGB	موازي /ب/
	بنك سورية والمهجر	BSO	نظامي
	بنك عوده سورية	BASY	نظامي
	بنك قطر الوطني- سورية	QNBS	نظامي
	فرنسبنك - سورية	FSBS	نظامي
تأمين	الاتحاد التعاوني للتأمين	SAIC	موازي /ب/
	السورية الدولية للتأمين - أروب	AROP	نظامي
	الشركة السورية الكويتية للتأمين	SKIC	موازي /أ/
	الشركة السورية الوطنية للتأمين	NIC	نظامي

	الشركة المتحدة للتأمين	UIC	نظامي
	شركة العقيلة للتأمين التكافلي	ATI	نظامي
زراعي	الشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات – نماء	NAMA	موازي /أ/
اتصالات	شركة MTN سوريا	MTN	موازي /ب/
	شركة سيريتل موبايل تيليكوم	SYTEL	نظامي

جدول رقم –2–

شركات الوساطة المالية

#	اسم الشركة	الرمز
1	العالمية الأولى للاستثمارات المالية	GONE
2	شركة سوريا والمهجر للخدمات المالية	SOFS
3	المركز المالي الدولي للخدمات والوساطة المالية	IFC
4	شركة ضمان الشام للوساطة والخدمات المالية	DAMAN
5	شركة بيمو السعودي الفرنسي المالية	BSFF
6	الأولى للاستثمارات المالية	AULA
7	شام كابيتال المحدودة المسؤولية	CHCA

تسعى سوق دمشق للأوراق المالية نحو التميز باعتبارها جزءاً هاماً من الاستراتيجية الوطنية الشاملة لسورية مع النظرة نحو تطوير السوق لتصبح مركزاً مالياً اقليمياً رائداً في الوطن العربي والعالم.

2- لمحة عن الشركات محل البحث:

هنالك 5 شـركات فقط تم اختيارها للبحث وذلك لأن هذه الشـركات مصـنفة الأكثر تداولاً بالقيمة والحجم في تاريخ إعداد البحث والأكثر قدماً في سوق دمشق للأوراق المالية والشركات حيث أن الشركات جميعها مدرجة في السوق النظامي وأحدها ضمن شركات الوساطة المالية وهي:

1) **<u>الشركة الأهلية لصناعة الزيوت (AVOC):</u>**

الشـركة الأهلية لصـناعة الزيوت النباتية شـركة مسـاهمة مغفلة عامة تأسـست بحماه بموجب القرار رقم 3169 تاريخ 1995/7/3 وشـملت بأحكام قانون الاسـتثمار رقم 10 لعام 1991 وتعد الشـركة من كبريات شـركات الزيوت النباتية في سـوريا، برأس مال 1500مليون ليرة سـورية بما يعادل 30 مليون دولار أمريكي تمويلاً ذاتيا، بعدد أسـهم خمسة عشر مليون سهم، قيمة السهم الواحد 100 ليرة سورية.

باشـرت الشـركة إنتاجها في عام 2001، ولقيت منتجاتها رواجا كبيرا وانتشـارا واسـعا في جميع مناطق الجمهورية العربية السـورية، حيث تمتلك الشـركة أسـطول نقل كبير ومتنوع من الشاحنات الى السيارات الصغيرة وجميعها مجهزة كي تقوم بتأمين المنتج من المصنع إلى منافذ التوزيع والمصـانع بشـكله الأمثل ولتغطي أغلب مناطق الجمهورية، كما تقوم بالتصدير إلى الدول العربية.

تتميز منتجات الشـركة عن غيرها من السـمون والزيوت النباتية بالجودة العالية وتحقيق المواصـفات القياسـية العالمية، حيث يتم الإنتاج بآلات متطورة حديثة ذات تقنيات صـناعية وغذائية عالية المسـتوى مسـتوردة من أوربا الغربية وتحقق كافة الاشـتراطات الفنية والصـحية والغذائية، ويقوم على تشـغيلها عمال وفنيون ومهندسـون مهرة من ذوي الخبرة والاختصاص.

2) **<u>بنك سورية الدولي الإسلامي (SIIB):</u>**

رؤية مصـرفية ومالية إسـلامية متطورة، وفي إطار شـراكة اسـتراتيجية بين القطاعين الخاص في كل من الجمهورية العربية السـورية ودولة قطر، تأسـس بنك سـورية الدولي الإسـلامي على شـكل شـركة مسـاهمة سـورية مغفلة برأسـمال قدره خمسـة مليارات ليرة

سورية، بموجب قرار الترخيص الصادر عن السيد رئيس مجلس الوزراء في الجمهورية العربية السورية رقم 67/م بتاريخ 2006/9/7 إيذاناً بانطلاقة العمل المصرفي الإسلامي في سورية، وليمارس البنك أعماله المصرفية، وفق أحكام المرسوم التشريعي رقم 35 لعام 2005، الذي فتح الباب أمام إنشاء وتأسيس بنوك إسلامية في سورية.

ووفقاً لأحكام قانون إحداث المصارف الخاصة، والمشتركة رقم 28 لعام 2001، تقدم مؤسسو البنك القطريين بطلبات للترخيص، وتم الحصول على الترخيص في أيلول عام 2006 ليشكل حدثاً تاريخياً هاماً في تاريخ إنشاء المصارف الإسلامية في سورية، وبداية لانطلاقة خيرّة لبنك سورية الدولي الإسلامي.

وفقاً لأحكام القانون 28 لعام 2001 الذي أتاح للمستثمرين غير السوريين المساهمة في تأسيس مصارف خاصة، وبنسبة مساهمة قدرها 49% كحد أقصى، تشكلت مساهمة المؤسسين القطريين كما يلي:

1- بنك قطر الدولي الإسلامي (المؤسس الاستراتيجي الرئيسي) بنسبة مساهمة قدرها 30% من رأس المال وبما يعادل 3 مليون سهم (ثلاثة ملايين سهم)، وتبلغ قيمتها الأسمية 1.5 مليار ليرة سورية (مليار وخمسمائة مليون ليرة سورية)

2- المؤسسون القطريون بنسبة مساهمة قدرها 19% من رأس المال وبما يعادل 1.9 مليون سهم (مليون وتسعمائة ألف سهم) وتبلغ قيمتها الأسمية 950 مليون ليرة سورية (تسعمائة وخمسون مليون ليرة سورية).

3) بنك البركة سورية (BBSY):

قامت مجموعة البركة المصرفية (وهي شركة مساهمة عامة بحرينية) المعروفة بمركزها الريادي في مجال الصيرفة الإسلامية بتكليف المكتب الاستشاري السوري للتنمية والاستثمار بإعداد دراسة الجدوى الاقتصادية اللازمة لتأسيس مصرف إسلامي في سورية كما جرى في هذه الأثناء العمل على دعوة نخبة مميزة من رجال الأعمال السورين للمساهمة في إنشاء البنك، تم التقدم بطلب الموافقة إلى مصرف سورية المركزي ولدى الحصول على هذه الموافقة أبدت مؤسسات مالية وشخصيات اقتصادية خليجية ذات اعتبار في العالم رغبتها بالمشاركة بتأسيس المصرف وتم التقدم إلى مصرف سورية

المركزي بتاريخ 2008/11/04 بطلب ضـم المؤسـسـين الجدد إلى لائحة المؤسـسـين وتعديل قرار الترخيص والنظام الأسـاسـي للمصـرف . وقد صـدرت الموافقة على تعديل قرار الترخيص والموافقة النهائية بتأسـيس المصـرف من رئاسـة مجلس الوزراء بتاريخ 2009/1/18.

تم الاكتتاب خلال عام 2009 ابتدأً من تاريخ 2009/10/4 واستمر حتى 2009/11/4 محققاً نجاحاً باهراً حيث تجاوزت نسـبة التغطية أكثر من أربعة أمثال المبلغ المطلوب مما يؤكد الثقة التي وضـعها المسـاهمون في تأسـيس بنك البركة مع انتهاء مرحلة الاكتتاب، بدأ البنك بالتحضـير للإطلاق التجريبي للبنك وتأسـيس كامل العمليات ليكون تاريخ 2010/6/14 بداية العمل في السوق السورية.

4) <u>بنك قطر سورية (QNBS):</u>

تأسـس بنك قطر الوطني "QNB" في سـوريا في العام 2005، وعزز تواجده الإقليمي من خلال امتلاك نسـبة 49% من البنك في سـوريا، ويعتبر البنك القطري أول مصـرف خاص سوري قطري، تأسس بالاشتراك مع مؤسسات عامة وخاصة سورية، وباشر أعماله في نهاية العام 2009.

بلغ رأسمال البنك 15 مليار ليرة (330 مليون) دولار في العام 2010، حيث تمتلك عدة مؤسسات عامة فيه حصصاً كبيرة، كمصرف التوفير السوري الذي يملك نسبة 12% من الأسـهم، ومصـرف التسـليف الشـعبي يملك نسـبة 2 % من الأسـهم، أما الحصـة الأكبر فهي للمؤسـسـة العامة للتأمينات الاجتماعية والتي تبلغ نسـبة ملكيتها في البنك 29 %، ونقابة المهندسـين السـوريين 5.%، ويبلغ عدد فروع البنك في سـوريا 15 فرعاً وهو أكبر عدد من شبكة فروع QNB الدولية في دولة واحدة.

5) <u>بنك بيمو السعودي الفرنسي (BBSF):</u>

باشـر بنك بيمو السـعودي الفرنسـي أعماله في سـورية عام 2004، ليكون بذلك أول مصـرف سـوري تجاري خاص يؤسـس على الأراضـي السـورية منذ أربعين عاماً. وهو شركة مساهمة مغفلة سورية عامة، مرخصـة بقرار رئيس مجلس الوزراء السوري رقم 18

بتاريخ 30 نيسان 2003، برأس مال 6 مليار و500 مليون ليرة سورية، بعدد أسهم خمسة وستون مليون سهم، قيمة السهم الواحد 100 ليرة سورية، وهو أحد شركات الوساطة المالية.

يسعى بنك بيمو السعودي الفرنسي للمحافظة على ريادته للمصارف الخاصة في سورية حيث يقدم كافة الخدمات والحلول المصرفية للأفراد والشركات، كما يعمل على تقديم خدمات متكاملة للمؤسسات المالية الأجنبية، إن الميزة التنافسية لبنك بيمو السعودي الفرنسي تكمن في تغطيته الواسعة لكافة المحافظات السورية من خلال فروعه الموزعة بشكل مدروس، وكذلك على شبكة البنوك المراسلة في العالم، بالإضافة إلى الخدمات التي يقدمها المصرف بسوية عالمية عالية الجودة.

3- اختبار الفرضيات:

➢ **اختبار الفرضية الأولى:**

تم اختبار هذه الفرضـــية من خلال اختبار معنوية معاملي الالتواء والتفرطح من خلال اختبار (Jarque-Bera)، وتشـــير النتائج الواردة في الجدول رقم (3) إلى أن درجة الأهمية المرافقة للإحصاءة (Jarque-Bera) أقل من مستوى الدلالة 5%، الأمر الذي يعني أن توزيع البيانات اليومية لعوائد مؤشـر سـوق دمشـق للأوراق المالية خلال كامل الفترة وخلال فترتي الحرب على سورية وقبلها لا يتوافق مع منحنى التوزيع الطبيعي، الأمر الذي يشير إلى قبول الفرضية الأولى.

جدول رقم -3-

سوق دمشق للأوراق المالية (مؤشر السوق المثقل)

	قبل الحرب	خلال الحرب	كامل الفترة
Skewness /الالتواء	-0.62926	1.35663	1.3560
Kurtosis/ التفرطح	4.163809	6.83554	6.8312
Jarque-Bera	26.56734	1571.792	1568.051
Probability	0.000	0.000	0.000
Observations	217	1709	1492

كذلك تشـــير النتائج الواردة في الجدول رقم (4) إلى ان درجة الأهمية المرافقة للإحصـــاءة (Jarque-Bera) أقل من مســـتوى الدلالة 5%، الأمر الذي يعني أن توزيع البيانات اليومية لعوائد الأسـهم للشـركات المدرجة في سـوق دمشـق للأوراق المالية لا يتوافق مع منحنى التوزيع الطبيعي خلال فترتي الحرب على ســورية وقبلها الأمر الذي يشـــير الى قبول فرضـــية البحث الأولى وهذا يعطي مؤشراً لعدم وجود كفاءة عند الصيغة الضعيفة لسوق دمشق للأوراق المالية.

جدول رقم -4-

الشركات المدرجة (الشركات محل الدراسة)

	SIIB	BBSY	QNBS	AVOC	BBSF
Skewness	0.850114	0.626716	1.977036	−0.23881	1.226704
Kurtosis	2.325941	1.771912	8.029806	1.861133	3.721048
Jarque−Bera	260.6430	196825.6	271.2880	3936.746	277951.9
Probability	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Observations	1777	915	1669	1774	1801

➢ اختبار الفرضية الثانية:

تم اختبار الفرضية الثانية باستخدام اختبار التكرارات (run test) والذي يعتبر من الاختبارات الهامة للصيغة الضعيفة لكفاءة السوق لأنه من الاختبارات اللا معلميه والتي لا تتطلب توافر خصائص التوزيع الطبيعي في البيانات موضع الدراسة. تشير النتائج الواردة في الجدول رقم (5) إلى أن البيانات الخاصة بالعوائد اليومية لمؤشر سوق دمشق خلال كامل فترة البحث وخلال الحرب وقبلها غير مستقلة، ولا تتوافق والصيغة الضعيفة لكفاءة السوق حيث أن قيمة (z) المحسوبة لجميع المؤشرات سلبية وأكبر من ± 1.96 وكذلك فإن درجة الأهمية المرافقة للإحصاءة (z) أقل من 5% لجميع الفترات، الأمر الذي لا يتوافق ونموذج الحركة العشوائية والصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، ويشير إلى قبول فرضية البحث الثانية.

جدول رقم -5-

سوق دمشق للأوراق المالية (مؤشر السوق المثقل)

	قبل الحرب	خلال الحرب	كامل الفترة
Total Cases	217	1709	1492
Number of Runs	56	583	519
Z	−7.280	−13.187	−11.809

Asymp. Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000

أما بالنسبة للشركات المدرجة فتشير النتائج الواردة في جدول رقم (6) للبيانات الخاصة بأسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية أن الشركات فهي غير مستقلة ولا تتوافق والصيغة الضعيفة لكفاءة السوق حيث أن قيمة (z) المحسوبة لهذه الشركات سلبية وأكبر من ± 1.96 وكذلك فإن درجة الأهمية المرافقة للإحصاءة (z) أقل من 5% لجميع الشركات، الأمر الذي لا يتوافق ونموذج الحركة العشوائية و الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق ، ويشير إلى قبول الفرضية الثانية وأن هذه الشركات لا تتمتع بالكفاءة عند الصيغة الضعيفة.

جدول رقم -6-

الشركات المدرجة (الشركات محل الدراسة)

	SIIB	BBSY	QNBS	AVOC	BBSF
Total Cases	1777	915	1669	1774	1801
Number of Runs	669	281	620	263	203
z	-10.358	-5.220	-10.341	-16.443	-17.002
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000	.000

➢ اختبار الفرضية الثالثة:

تم اختبار الفرضية الثالثة باستخدام اختبار الارتباط التسلسلي وأشارت النتائج الواردة في الجدول رقم (7) خلال كامل فترة البحث إلى وجود ارتباط تسلسلي إيجابي متوسط القوة وله دلالة إحصائية بين العائد الحالي للمؤشر والعائد في اليوم السابق له (فترة الإبطاء الأولى) حيث بلغت قيمة معامل الارتباط التسلسلي (0.649) وبما أن قيمة الاحصاءة Q المحسوبة والتي بلغت (721.16) أكبر من نظيرتها الجدولية (كاي مربع) والبالغة (26.296) عند مستوى دلالة وقدره (5%) وعدد درجات حرية وقدره (16) درجة، فإن ذلك يدل على أن قيمة هذا المعامل تختلف وبشكل جوهري عن الصفر.

كذلك توجد علاقات ارتباط بين العائد الحالي للمؤشر والعائد في جميع فترات الابطاء وهي تتراوح في قوتها ما بين الضعيفة ومتوسطة القوة، الأمر الذي يتناقض والصيغة الضعيفة لكفاءة السوق.

كذلك تشـــير النتائج خلال كامل فترة البحث إلى أن قيمة معامل الارتباط الجزئي كانت إيجابية وسلبية ولها دلالة إحصائية مع فترة الابطاء الأولى وجميع فترات الابطاء.

بالإضـــافة لذلك تبين النتائج الواردة في الجدول رقم (7) خلال فترة ما قبل الحرب إلى وجود ارتباط تسلسلي إيجابي متوسط القوة وله دلالة إحصائية بين العائد الحالي للمؤشر والعائد في اليوم السابق له (فترة ابطاء الأولى) حيث بلغت قيمة معامل الارتباط التسلسلي (0.662) وبما أن قيمة الاحصاءة المحسوبة Q والتي بلغت (96.562) أكبر من نظيرتها الجدولية (كاي مربع) والبالغة (26.296) عند مستوى دلالة وقدره (5%) وعدد درجات حرية وقدرها (16) درجة، فإن ذلك يدل على أن قيمة هذا المعامل تختلف عن الصفر.

كذلك توجد علاقات ارتباط بين العائد الحالي للمؤشر والعائد في جميع فترات الابطاء وهي تتراوح قوتها ما بين الضعيفة ومتوسطة القوة الأمر الذي يتناقض والصيغة الضعيفة لكفاءة السوق.

وفي هذا الســـياق تبين النتائج الواردة ي الجدول رقم (7) خلال فترة الحرب إلى وجود ارتباط تسلسلي إيجابي متوسط القوة وله دلالة إحصائية بين العائد الحالي للمؤشر والعائد في اليوم السابق له (فترة ابطاء الأولى) حيث بلغت قيمة معامل الارتباط التسلسلي (0.684) وبما أن قيمة الاحصاءة المحسوبة Q والتي بلغت (699.85) أكبر من نظيرتها الجدولية (كاي مربع) والبالغة (26.296) عند مستوى دلالة وقدره (5%) وعدد درجات حرية وقدرها (16) درجة، فإن ذلك يدل على أن قيمة هذا المعامل تختلف عن الصفر.

كذلك توجد علاقات ارتباط بين العائد الحالي للمؤشر والعائد في جميع فترات الابطاء وهي تتراوح قوتها ما بين الضعيفة ومتوسطة القوة الأمر الذي يتناقض والصيغة الضعيفة لكفاءة السوق.

جدول رقم -7-

سوق دمشق للأوراق المالية (مؤشر السوق المثقل)

فترة الابطاء	قبل الحرب				خلال الحرب				كامل الفترة			
	AC	PAC	Q	PROB	AC	PAC	Q	PROB	AC	PAC	Q	PROB
LAG 1	0.662	0.662	96.562	0.000	0.684	0.684	699.85	0.000	0.649	0.649	721.16	0.000
LAG 2	0.404	−0.062	132.66	0.000	0.506	0.072	1083.5	0.000	0.399	−0.038	994.11	0.000
LAG 3	0.297	0.096	152.23	0.000	0.424	0.100	1352.1	0.000	0.282	0.066	1130.5	0.000
LAG 4	0.260	0.070	167.36	0.000	0.316	−0.042	1502.1	0.000	0.199	−0.003	1198.2	0.000
LAG 5	0.219	0.012	178.10	0.000	0.307	0.130	1643.0	0.000	0.191	0.095	1260.6	0.000
LAG 6	0.185	0.029	185.79	0.000	0.305	0.064	1782.3	0.000	0.177	0.017	1314.6	0.000
LAG 7	0.180	0.055	193.14	0.000	0.251	−0.027	1877.0	0.000	0.158	0.025	1357.4	0.000
LAG 8	0.121	−0.073	196.48	0.000	0.227	0.022	1954.7	0.000	0.162	0.053	1402.6	0.000
LAG 9	0.043	−0.059	196.90	0.000	0.244	0.091	2044.2	0.000	0.156	0.022	1444.2	0.000
LAG 10	0.051	0.074	197.50	0.000	0.231	0.019	2124.7	0.000	0.146	0.022	1480.6	0.000
LAG 11	0.099	0.061	199.77	0.000	0.267	0.103	2231.8	0.000	0.185	0.103	1539.6	0.000
LAG 12	0.136	0.056	204.08	0.000	0.273	0.020	2344.1	0.000	0.214	0.058	1618.6	0.000
LAG 13	0.107	−0.035	206.74	0.000	0.232	−0.019	2425.5	0.000	0.222	0.044	1703.4	0.000
LAG 14	0.021	−0.107	206.85	0.000	0.178	−0.065	2473.3	0.000	0.188	−0.020	1764.7	0.000
LAG 15	0.003	0.035	206.85	0.000	0.156	0.018	2510.1	0.000	0.140	−0.014	1798.3	0.000
LAG 16	0.011	0.008	206.88	0.000	0.119	−0.038	2531.3	0.000	0.114	0.006	1820.7	0.000
LAG 17	0.030	0.021	207.10	0.000	0.134	0.057	2558.3	0.000	0.105	0.010	1839.7	0.000
LAG 18	0.045	0.012	207.58	0.000	0.129	−0.023	2583.6	0.000	0.063	−0.062	1846.6	0.000
LAG 19	0.088	0.078	209.45	0.000	0.110	0.006	2601.9	0.000	0.090	0.081	1860.7	0.000
LAG 20	0.086	−0.011	211.23	0.000	0.127	0.039	2626.5	0.000	0.143	0.068	1896.0	0.000

➢ اختبار الفرضية الرابعة:

يفترض نموذج الحركة العشوائية للأسعار أنه لا يمكن استخدام القيم السابقة للمؤشر للتنبؤ بالقيمة المستقبلية، وبالتالي فإنه إذا أظهر تحليل قيم المؤشر وجود استقرار فإن هذا يعني أن القيم المستقبلية للمؤشر يمكن التنبؤ بها بالاعتماد على القيم السابقة، أي أنه من الممكن تصميم استراتيجيات مربحة للتداول بالاعتماد على البيانات التاريخية للأسعار.

ولاختبار مدى وجود الاستقرار في سلسلة العوائد اليومية لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية خلال كامل فترة البحث وخلال فترتي الحرب على سورية وما قبلها، وأسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق. تم استخدام اختبار جذر الوحدة (*Unit root test*).

تم اختبار وجود جذر الوحدة باستخدام اختبار (*ADF TEST*).

تشير النتائج الواردة في الجدول رقم (8) في سوق دمشق للأوراق المالية إلى رفض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق خلال كامل فترة البحث وفترة الحرب وما قبلها وذلك لأن قيمة *ADF test* عند القيمة الجدولية 5 % في كل الفترات أقل وبالتالي المتغير مستقر عند مستوى معنوية 5 % هذا يؤدي إلى وجود جذر الوحدة.

جدول رقم -8-

سوق دمشق للأوراق المالية (مؤشر السوق المثقل)

TEST ADF لسلسلة العوائد	الفترة	مع ثابت واتجاه			مع ثابت		
		ADF/ t-Statistic	القيمة الجدولية عند %5	Prob.*	ADF/ t-Statistic	القيمة الجدولية عند %5	Prob.*
مؤشر سوق دمشق	قبل الحرب	−6.534	−3.430	0.000	-5.938	-2.874	0.000
	خلال الحرب	-18.388	-3.412	0.000	-18.069	-2.863	0.000
	كامل الفترة	-19.154	-3.412	0.000	-19.049	-2.863	0.000
TEST ADF لسلسلة الفروق	الفترة	مع ثابت واتجاه			مع ثابت		
		ADF/ t-Statistic	القيمة الجدولية عند %5	Prob.*	ADF/ t-Statistic	القيمة الجدولية عند %5	Prob.*
مؤشر سوق دمشق	قبل الحرب	-12.509	-3.430	0.000	-12.548	-2.874	0.000
	خلال الحرب	-44.981	-3.412	0.000	-44.996	-2.863	0.000
	كامل الفترة	-47.706	-3.412	0.000	-47.720	-2.863	0.000

كذلك الأمر بالنظر إلى كل من الجداول رقم (9) – (10) لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ورفض الصيغة الضعيفة خلال فترة الحرب وما قبلها وذلك لأن قيمة *test ADF* عند القيمة الجدولية 5 % في كل الفترات أقل وبالتالي المتغير مستقر عند مستوى معنوية 5 % هذا يؤدي إلى وجود جذر الوحدة.

جدول رقم -9-

الشركات المدرجة (الشركات محل الدراسة / قبل الحرب)

TEST ADF لسلسلة العوائد	الشركة	مع ثابت واتجاه			مع ثابت		
		ADF/ t-Statistic	القيمة الجدولية عند %5	Prob.*	ADF/ t-Statistic	القيمة الجدولية عند %5	Prob.*
الشركات المدرجة /قبل الحرب	AVOC	-10.313	-3.425	0.000	-10.235	-2.871	0.000
	BBSF	-10.160	-3.424	0.000	-9.829	-2.870	0.000
	BBSY	-	-	–	-	-	-
	QNBS	-6.274	-3.435	0.000	-5.327	-2.877	0.000
	SIIB	-10.58	-3.425	0.000	-9.821	-2.871	0.000
TEST ADF لسلسلة الفروق	الفترة	مع ثابت واتجاه			مع ثابت		
		ADF/ t-Statistic	القيمة الجدولية عند %5	Prob.*	ADF/ t-Statistic	القيمة الجدولية عند %5	Prob.*
الشركات المدرجة /قبل الحرب	AVOC	-24.892	-3.425	0.000	-24.933	-2.871	0.000
	BBSF	-28.58	-3.424	0.000	-28.633	-2.870	0.000
	BBSY	-	-	–	-	-	-
	QNBS	-17.463	-3.435	0.000	-17.516	-2.877	0.000
	SIIB	-21.201	-3.425	0.000	-21.244	-2.871	0.000

جدول رقم -10-

الشركات المدرجة (الشركات محل الدراسة / خلال الحرب)

TEST ADF لسلسلة العوائد	الشركة	مع ثابت واتجاه			مع ثابت		
		ADF/ t-Statistic	القيمة الجدولية عند %5	Prob.*	ADF/ t-Statistic	القيمة الجدولية عند %5	Prob.*
الشركات المدرجة /خلال الحرب	AVOC	-17.424	-3.4121	0.000	-17.42767	-2.863	0.000
	BBSF	-17.190	-3.412	0.000	-17.18943	-2.863	0.000
	BBSY	-11.825	-3.414	0.000	-11.83213	-2.864	0.000
	QNBS	-24.089	-3.412	0.000	-24.05708	-2.863	0.000
	SIIB	-23.190	-3.412	0.000	-23.02615	-2.863	0.000
TEST ADF لسلسلة الفروق	الفترة	مع ثابت واتجاه			مع ثابت		
		ADF/ t-Statistic	القيمة الجدولية عند %5	Prob.*	ADF/ t-Statistic	القيمة الجدولية عند %5	Prob.*
الشركات المدرجة /خلال الحرب	AVOC	-60.989	-3.412	0.000	-61.01006	-2.863	0.000
	BBSF	-60.904	-3.412	0.000	-60.92449	-2.863	0.000
	BBSY	-45.507	-3.414	0.000	-45.532	-2.864	0.000
	QNBS	-50.336	-3.412	0.000	-50.352	-2.863	0.000
	SIIB	-49.523	-3.412	0.000	-49.540	-2.863	0.000

➢ اختبار الفرضية الخامسة:

تم اختبار الفرضية الخامسة باستخدام اختبار نسبة التباين وأشارت النتائج في الجدول رقم (11) إلى رفض فرضية الحركة العشوائية ورفض كفاءة الصيغة الضعيفة خلال كامل فترة البحث، وخلال فترتي الأزمة، وما قبل الأزمة لمؤشر سوق دمشق حيث أن درجة الأهمية للإحصاءة (Z)أقل من 5%، وبالتالي يمكن قبول الفرضية الخامسة.

جدول رقم -11-

سوق دمشق للأوراق المالية (مؤشر السوق المثقل)

الفترة	الفترة	PROB	Z	VAR
قبل الحرب	**2**	0.392	−0.8559	0.9196
	4	0.0056	−2.770	0.5516
	8	0.0035	−2.9189	0.3200
	16	0.0133	−2.474	0.1919
	32	0.0554	−1.9155	0.1228
	64	0.1552	−1.4212	0.1201
خلال الحرب	**2**	0.000	−3.686	0.8483
	4	0.000	−6.019	0.5613
	8	0.000	−6.5454	0.2944
	16	0.000	−5.4906	0.1539
	32	0.000	−4.2718	0.0820
	64	0.001	−3.2353	0.0480
كامل الفترة	**2**	0.0002	−3.7278	0.8568
	4	0.0000	−6.2875	0.5724
	8	0.0000	−6.9429	0.3004
	16	0.0000	−5.8114	0.1598
	32	0.000	−4.5172	0.0825
	64	0.000	−3.3980	0.0494

وكذلك في الجدول رقم (12) تشـــير النتائج إلى قبول فرضـــية الحركة العشـــوائية وقبول كفاءة الصيغة الضعيفة خلال فترة ما قبل الحرب لعدد من الشركات المدرجة في سوق دمشق حيث أن درجة الأهمية للإحصاءة(Z) أكبر من 5% بالنسبة إلى (بنك بيمو السعودي الفرنسي) وبالتالي رفض للفرضـية الخامسـة أما بالنسـبة لباقي الشـركات فتشـير النتائج إلى رفض فرضـية الحركة العشـوائية وقبول كفاءة الصـيغة الضـعيفة حيث أن درجة الأهمية للإحصـاءة (Z) أقل من 5% بالنسبة لهذه الشركات، وبالتالي قبول الفرضية الخامسة.

أما في فترة الحرب في الجدول رقم (12) فتشـير النتائج إلى رفض فرضـية الحركة العشـوائية ورفض كفاءة الصيغة الضعيفة خلال فترة الحرب لجميع الشركات محل الدراسة في سوق دمشق حيث أن درجة الأهمية للإحصـاءة (Z) أقل من 5% بالنسـبة لهذه الشـركات وبالتالي قبول للفرضية الخامسة.

جدول رقم – 12 –

الشركات المدرجة (الشركات محل الدراسة) قبل وخلال الحرب

الشركة	الفترة	قبل الحرب				خلال الحرب		
		PROB	Z	VAR		PROB	Z	VAR
AVOC	2	0.0000	−4.947373	0.622417		0.0000	−8.389322	0.570420
	4	0.0000	−4.910965	0.339071		0.0000	−7.794198	0.325185
	8	0.0000	−4.136813	0.179414		0.0000	−6.699499	0.170589
	16	0.0012	−3.249946	0.082046		0.0000	−5.385248	0.084301
	32	0.0146	−2.441864	0.045215		0.0000	−4.148908	0.042356
	64	0.0687	−1.820350	0.028602		0.0014	−3.190225	0.022705
BBSF	2	0.1202	−1.553812	0.519047		0.0000	−6.524092	0.572999
	4	0.1223	−1.545084	0.281879		0.0000	−6.152345	0.322974
	8	0.1149	−1.576696	0.141404		0.0000	−5.432832	0.169421
	16	0.1217	−1.547866	0.081732		0.0000	−4.465209	0.085763
	32	0.1301	−1.513853	0.045183		0.0004	−3.567133	0.042255
	64	0.1460	−1.453912	0.022364		0.0054	−2.783107	0.020680
BBSY	2	–	–	–		0.0373	−2.082140	0.611894
	4	–	–	–		0.0195	−2.336146	0.339332
	8	–	–	–		0.0149	−2.435756	0.182273
	16	–	–	–		0.0127	−2.491430	0.079965
	32	–	–	–		0.0181	−2.363771	0.038475

0.023371	−2.143799	0.0320		−	−	−	64	
0.740667	−8.093532	0.0000		0.730485	−3.167053	0.0015	2	QNBS
0.422790	−9.755749	0.0000		0.427651	−3.688385	0.0002	4	
0.216448	−8.586298	0.0000		0.250061	−3.062368	0.0022	8	
0.108870	−6.775681	0.0000		0.147238	−2.325820	0.0200	16	
0.055309	−5.131945	0.0000		0.117085	−1.721556	0.0851	32	
0.030577	−3.800332	0.0001		0.090283	−1.295526	0.1951	64	
0.755917	−7.670141	0.0000		0.767311	−3.285919	0.0010	2	SIIB
0.429320	−9.754232	0.0000		0.429461	−4.438336	0.0000	4	
0.220871	−8.602796	0.0000		0.237482	−3.890707	0.0001	8	
0.121601	−6.621789	0.0000		0.127181	−3.146759	0.0017	16	
0.060701	−5.009346	0.0000		0.053107	−2.428290	0.0152	32	
0.033141	−3.718266	0.0002		0.040401	−1.805727	0.0710	64	

➢ اختبار الفرضية السادسة:

يوضح الجدول رقم (13) نتائج اختبار غارج. كما هو مبين في الجدول فإن محصلة المعاملات لسوق دمشق للأوراق المالية قبل الحرب أقل من الواحد مما يدل على أن العوائد اليومية تتبع السير العشوائي ولا يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية، بينما فترة الحرب وكامل الفترة فإن محصلة المعاملات أكبر من الواحد مما يدل أن العوائد ليست عشوائية لذلك نستطيع رفض الفرضية.

جدول رقم -13-

سوق دمشق للأوراق المالية (مؤشر السوق المثقل)

الفترة	PROB	Z- Statistic	α	β	Total
قبل الحرب	0.000	6.3554	0.295	0.464	0.759
خلال الحرب	0.000	−4.4631	0.296	0.747	1.043
كامل الفترة	0.000	−3.5914	0.296	0.743	1.039

بينما جدول الشـــركات رقم (14) يبين بإن محصـــلة المعاملات في فترة ما قبل الحرب أكبر من الواحد بالنسـبة إلى بنك بيمو، بينما (بنك قطر – والبنك الدولي الإسـلامي– الشـركة الأهلية لصـناعة الزيوت) محصـــلات معاملاتها أقل من الواحد مما يدل على أن العوائد اليومية تتبع الســير العشــوائي ولا يمكن التنبؤ بتغيراتها المســـتقبلية، من جهة أخرى فإن محصـــلة المعاملات في فترة الحرب أُقل و قريبة من الواحد بالنســـبة لكل من (بنك بيمو – بنك قطر – بنك الدولي الإســـلامي) مما يدل على أن العوائد اليومية تتبع السير العشوائي ولا يمكن التنبؤ بتغيراتها المستقبلية، بينما (الشركة الأهلية لصناعية الزيوت – بنك البركة) فإن محصلة المعاملات أكبر من الواحد مما يدل أن العوائد ليست عشوائية لذلك نستطيع رفض الفرضية لهذه الشركات.

جدول رقم – 14 –

الشركات المدرجة (الشركات محل الدراسة) قبل وخلال الحرب

الشركة	قبل الحرب						خلال الحرب				
	PROB	Z	α	β	Total		PROB	Z	α	β	Total
AVOC	0.635	−0.4738	0.123	0.799	0.922		0.1967	1.2910	0.168	0.844	1.012
BBSF	0.7517	0.3164	0.460	0.818	1.278		0.1275	1.524	0.046	0.936	0.982
BBSY	–	–	–	–	–		0.128	1.5207	0.643	0.491	1.134
QNBS	0.000	6.7496	0.226	0.547	0.773		0.1330	−1.5023	0.168	0.758	0.926
SIIB	0.000	3.540	0.361	0.526	0.887		0.0306	−2.1624	0.229	0.669	0.898

➢ اختبار الفرضية السابعة:

اعتماداً على النتائج في الفرضـــيات فنلاحظ أنه في اختبار التوزيع الطبيعي لم تختلف النتيجة خلال كامل الفترة وفترة الأزمة وقبلها بالنسـبة لمؤشـر سـوق دمشـق، وكذلك بالنسـبة للشـركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية فقد أظهرت النتائج للمؤشر ولعوائد الأسـهم على رفض الكفاءة عند الصـيغة الضـعيفة. أما في اختبار التكرارات فقد أظهرت النتائج أنه لا يوجد صـيغة ضـعيفة للكفاءة بالنسـبة لمؤشـر سـوق دمشـق خلال كامل الفترة وفترة الحرب وقبلها وبالنسـبة للشـركات لم يكن لديها كفاءة عند الصـيغة الضـعيفة. أما بالنسـبة لاختبار الارتباط التسـلسـلي فنلاحظ عدم وجود كفاءة عند الصيغة الضعيفة لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية خلال كامل فترة البحث وخلال فترتي الحرب وقبلها أي لا يوجد أي فرق أو اختلاف بالنتائج. بالنســبة لنتائج اختبار جذر الوحدة باستخدام ADF لسلسة العوائد والفروق فنلاحظ أنه لا يوجد اختلاف بالنسبة لمؤشر سوق دمشق حيث أن في الثلاث فترات تم قبول الكفاءة عند الصيغة الضعيفة، وبالنسبة للشركات فقد تم قبول الصيغة الضعيفة لجميع الشركات.

وفي اختبار نسـبة التباين لم تختلف النتائج لمؤشـر سـوق دمشـق خلال كامل فترة البحث وخلال فترتي الحرب وقبلها حيث رفضــت صــيغة الحركة العشــوائية ورفضــت الكفاءة عند الصــيغة الضـعيفة، أما بالنسبة للشركات تم رفض الصـيغة الضـعيفة للكفاءة باستثناء بنك بيمو السـعودي الفرنسـي قبل الحرب فقط. وبالنسـبة لاختبار غارج فقد بينت النتائج أن سـوق دمشـق خلال فترة الأزمة وكامل الفترة لم يتمتع بالكفاءة وعلى صــعيد الشــركات فمنها من كان يتمتع بالكفاءة قبل الحرب وأصبح لا يتمتع بالكفاءة خلال الحرب حاله حال السوق ككل هذا يؤكد تأثير الحرب على كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية وشركاته خلال الحرب.

وفي هذا السياق نلاحظ قبول لفرضية السابعة أي أنه لا يوجد فرق جوهري في كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية خلال فترتي الحرب وقبلها بالنسبة لمؤشر سوق دمشق والشركات محل البحث ماعدا في اختبار جذر الوحدة حيث تبين أن السوق والشركات تتمتع بالكفاءة عند الصيغة الضعيفة، وبأنقسام النتائج في نموذج غارج نجد أن الحرب على سورية أثرت على سوق دمشق

للأوراق المالية والشركات وكون اختبار نسبة التباين و غارج هي أقوى الاختبارات نتوصل إلى نتيجة مفادها أن سوق دمشق للأوراق المالية لا تتمتع بالكفاءة عند الصيغة الضيعفة.

4- النتائج والتوصيات:

- **النتائج:**

إن النتيجة الرئيسة التي يمكن استخلاصها من هذا البحث هي أن سوق دمشق للأوراق المالية لا تتمتع بالصيغة الضعيفة للكفاءة، وأن هذه النتيجة لم تختلف خلال كامل فترة البحث، وخلال فترة الحرب، وقبلها (ماعدا في اختبار جذر الوحدة)، وأما بالنسبة للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية فنلاحظ أنها لم تكن تتمتع بالكفاءة للصيغة الضعيفة خلال فترة البحث وقبله.
ونلاحظ أن إذا كان مؤشر سوق دمشق ليس كفؤ عند الصيغة الضعيفة بالإضافة إلى الشركات لا تتمتع بالكفاءة عند الصيغة الضعيفة. كذلك فإن هذه النتيجة لم تختلف باختلاف الاختبارات التي أجريت لاختبار سوق دمشق للأوراق المالية عند المستوى الضعيف سواء كانت الاختبارات معلميه أو لا معلميه وإن كان بعض اختبارات قد أظهرت نتيجة مختلفة مثل اختبار جذر الوحدة لبعض الفترات والمؤشرات والشركات، وهذه النتائج تتوافق مع دراسة كل من **(أرناؤوط،2017) و (Al-Ahmad، 2012) و (د. موصلي و د. السمان، 2013) و (Abbas،2014)** والتي هدفت لاختبار الصيغة الضعيفة للكفاءة في سوق دمشق للأوراق المالية، بالإضافة إلى ذلك كان هذا البحث ميال للاتفاق مع دراسة **(الأحمد & الصالح)** التي أكدت أن الحرب على سورية، بشكل عام، أثرت سلباً على كفاءة أسهم معظم الشركات المدروسة.

- **التوصيات:**

بناءً على نتيجة البحث التي تم التوصل إليها وهي " عدم كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية عند الصيغة الضعيفة" نورد فيما يلي بعض التوصيات التي قد تساعد في التحسن والتغلب على عدم كفاءة السوق وتعزيز ثقة المستثمر:

- إدخال نظام تداول يسمح بتقليل أو إلغاء القيود السعرية اليومية.

- إن من عوائق الكفاءة في سوق دمشق للأوراق المالية حصول بعض المستثمرين على معلومات غير متاحة للجميع مما يمكنهم تحقيق أرباح غير عادية، لذلك يجب العمل على تحقيق الشفافية الكاملة للمعلومات ووصولها بصورة سريعة وكاملة وصحيحة لكافة المتعاملين بالسوق، والعمل على تفعيل وتدعيم دور الخبراء والشركات الاستشارية لتوفير كافة التحليلات اللازمة التي توضح أثر تلك المعلومات على الأسعار وبشكل عادل لكافة المستثمرين.
- زيادة عدد الأسهم المدرجة في السوق وذلك من خلال اتخاذ مجموعة من الإجراءات التي تحفز الشركات السورية على الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية.
- نشر التقارير المالية للشركات بالوقت المحدد والتشدد في مراقبتها مما يشجع المستثمرين الصغار بالاطلاع على المعلومات مما يؤدي إلى زيادة التداول وكفاءة السوق.
- العمل على نشر ثقافة الاستثمار العام حيث يتجه معظم المستثمرين إلى ممارسة استثماراتهم الخاصة، وقليل منهم الذي يتجه نحو الاستثمار في الشركات المساهمة العامة وتداول أسهمها ولذلك لا بد من قيام الجهات المختصة بعقد المؤتمرات وورشات العمل والندوات التي تشجع للاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.
- لا بد من العمل على نشر ثقافة الأسواق المالية بين طلاب الجامعات ووضع خطط وبرامج فعالة عن الأسواق المالية، ونشر الثقافة المالية والاستثمارية بكافة الوسائل الممكنة.

➢ قائمة المصادر والمراجع باللغة العربية:

○ الكتب:

- ✓ الهندي، منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف بالإسكندرية ، 1993.
- ✓ الزبيدي، حمزة، "**الاستثمار في الأوراق المالية**"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001م. نقلاً عن (الفالوجي، 2007)

○ رسائل الدكتوراه:

- ✓ لطرش، سميرة "كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم "، دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، جامعة منتوري – قسنطينة ـ ،2009.
- ✓ الغالبي، عبد الحسين جليل، والشمري، حسن شاكر، "التحليل الاقتصادي لكفاءة وفاعلية الاسواق المالية العربية"، كلية الادارة والاقتصاد/جامعة الكوفة، 2014

○ رسائل الماجستير:

- ✓ البني، محمد، "اختبار أثر التقويم في الأسواق المالية"، دراسة مقارنة بين عدة أسواق عربية ناشئة، جامعة دمشق، 2015.
- ✓ المزيني، عماد الدين محمد "سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها وآفاقها"، جامعة الدول العربية، معهد البحوث والدراسات العربية والاقتصادية –مصر–، 2002.
- ✓ الفالوجي، محمد يوسف، "اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند الصيغة الضعيفة"، دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق لسنة (2004–2005)، الجامعة الإسلامية –غزة ، 2007.
- ✓ عبد اللطيف، هناء، "قياس نشاط وكفاءة أداء أسواق الأوراق المالية في مصر"، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية ، 2001.

○ الأبحاث والدراسات:

- ✓ أرناؤوط، مهند،" اختبار الصيغة الضعيفة للكفاءة في سوق دمشق للأوراق المالية "، مجلة جامعة البعث المجلد 39 ، 2017.
- ✓ الأحمد، زينة، الصالح، مهند نصر، "اختبار نموذج السير العشوائي على عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة البعث المجلد 38، 2016
- ✓ الدسوقي، إيهاب، "اقتصاديات كفاءة البورصة"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، نقلاً عن (لطرش،2009).
- ✓ الرزين، عبد الله محمد "الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة" جامعة الزيتونة في المملكة الأردنية الهاشمية – عمان 2006.

- ✓ هني، محمد نبيل، غراية، زهير، "اختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات العربية الناشئة"، دراسة حالة بورصة المغرب والكويت، جامعة الشلف (الجزائر)، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الحادي عشر جوان 2012.
- ✓ الحناوي، سلطان، محمد صالح، إبراهيم " تحليل وتقييم الأوراق المالية "، الدار الجامعية، الإسكندرية ،2001-2002، نقلاً عن (لطرش،2009).
- ✓ حنفي، رسمية قرياقص، "أسواق المال"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، نقلاً عن (لطرش،2009).
- ✓ موصللي، سليمان، السمان، حازم، "دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية "، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، الجلد 29، العدد الثاني، 2013.
- ✓ مفتاح، صالح، معارفي، فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية"، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، عدد/07/، 2009-2010.
- ✓ العربيد، عصام فهد، "الاستثمار في بورصات الأوراق المالية"، دار الرضا للنشر، 2002، نقلاً عن (لطرش،2009).
- ✓ محمد، التوني، وبكر، مصطفى "تطور أسواق رأس المال في الدول العربية"، مجلة جامعة الإمارات، 2005

➢ قائمة المصادر والمراجع الأجنبية:

- ✓ Abbas, Ghada, “Testing Random Walk Behavior in the Damascus Securities Exchange “, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, Vol. 4, October 2014.
- ✓ Al-Ahmad, Zeina, “Testing the Weak Form Efficiency of the Damascus Securities Exchange”, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 85, 2012.
- ✓ Bhattacharya, S., Sengupta, P. & Sarkar, P. S., "Day of the week Effect: An Empirical Analysis of National Stock Exchange", International Journal of Multidisciplinary Reasearch, 2012, Quoting (Al-Bouni,2015).
- ✓ Brealy, R., Myers, S.,"Principles of Corporate Finance", McGraw-Hill, 2011.
- ✓ Chung, Hin Yu, “Testing Weak Form Efficiency of The Chinese Stock Market”, Lappeenranta University of Technology, 2006.
- ✓ Damodaran, A., "The Weekend Effect in Information Releases: A Study of Earnings and Divided Announcements", the Review of Financial Studies, Quoting (Al-Bouni,2015).
- ✓ Drogalas, G., Athianos, S., Bakas, G. & Elekidis, G., "Seasonalities in Stock Markets: The Day of the Week Effect", MIBES, 2007, Quoting (Al-Bouni,2015).
- ✓ Fama, Eugin, "The Behaviour of Stock Prices", Journal of Business, 1965.
- ✓ Francis, J., Clarch, "Management of Investment", Mc. Graw, Hill, 1983.
- ✓ Latif, M., Arshad, S., Fatima, M. & Farooq, S., "Market Efficiency, Market Anomalies, Causes, Evidences, and Some Behavioral Aspects of Market Anomalies", Research Journal of Finance and Accounting, 2011, Quoting (Al-Bouni,2015).
- ✓ Marret, G. & Worthington, A., "The Month-of-the-year Effect in the Australian Stock Market: A Short Technical Note on the Market, Industry and Firm Size Impacts", Australian Accounting Business and Finance Journal, 2011, Quoting (Al-Bouni,2015).

- ✓ Patel, N. R., Radida, N. & Dhawan, J., "Day of the Week Effect of Asian Stock Markets", Journal of Arts, Science & Commerce, 2012, Quoting (Al-Bouni,2015).
- ✓ Philpot, J. & Peterson, C., "A Brief History And Recent Developments in Day-of-The-Week Effect Literature", Managerial Finance, 2011, Quoting (Al-Bouni,2015).
- ✓ Verma, A. & Kumar, V., 'Month effect in the Bombay Stock Market", International Journal of Exclusive Management Research, 2012, Quoting (Al-Bouni,2015).
- ✓ Worthington، A. C., Higgs, H., "Weak-Form Market Efficiency in European Emerging and Developed Stock Markets", Queensland University of Technology, 2003.
- ✓ Wong, W.K., Agarwal, A. & Wong, N. T., "The Disappearing Calendar Anomalies in the Singapore Stock Markets", The Lahore Journal of Economics, 2006, Quoting (Al-Bouni,2015).
- ✓ Fabozzi, Frank J.Modigliani, Franco, Jones Frank, Capital Markets: Institutions & Instruments, 3rd edition, Prentice Hall, USA,2003, p.223. Quoting (Al-Ghalby&Al-Shoumary,2014).
- ✓ Al Qudah 1997, An Empirical Testing of the Randomness Hypothesis in Amman Financial Market, Dirasat Administrative Sciences, 24, 535-542. Quoting (Al-Ghalby&Al-Shoumary,2014).
- ✓ Bahadur, S. 2010 Weak Form of Market Efficiency: Evidence from Nepalese Stock Market Working Paper, Pokhara University Quoting (Al-Ahmad&Al-Saleh,2016).

➢ المواقع الالكترونية:

موقع سوق دمشق للأوراق المالية	www.dse.sy
موقع بنك بيمو السعودي الفرنسي	www.bbsfbank.com
موقع بنك الدولي الاسلامي	www.siib.com.sy
موقع بنك البركة سورية	www.albaraka.com.sy
موقع بنك قطر سورية	www.qnb.com
موقع الشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية	www.avoco-sy.com