

اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية على المستوى الضعيف باستخدام
طريقة الأنماط الطارئة RUN TEST - حالة سوق الدوحة للأوراق المالية
خلال الفترة 2000-2015

د. مزيود ابراهيم * أ. بلحياني خديجة **

الملخص:

تهدف هذه الورقة البحثية أساساً إلى تسليط الضوء على كفاءة الأسواق المالية ومعرفة الشروط الواجب توافرها لإقامة سوق مالية كفئة وفعالة، وإبراز الواقع العملي لسوق الدوحة من خلال اختبار كفاءته على المستوى الضعيف بالاعتماد على أدوات الاقتصاد القياسي.

وتوصلت الدراسة إلى أن سوق الدوحة للأوراق المالية تعد سوقاً كفءاً عند المستوى الضعيف وذلك بسبب الخصائص المتعلقة به واستجابة أسعار أسهمها على وجه السرعة إلى كل معلومة جديدة وعليه يمكن الاعتماد على البيانات الماضية التاريخية من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية، الكفاءة على المستوى الضعيف، سوق الدوحة للأوراق المالية.

Abstract:

This study aims is mainly to highlight the efficiency of financial markets and to know the conditions to be provided for the establishment of a financial market efficient and effective, and to highlight the practical reality of the DSM through the test of efficiency on the weak level based on econometric tools.

The study found that the Doha Securities Market is a market for incompetent when weak level due to the characteristics of its response share prices quickly to each new piece of information and it

* أستاذ محاضر قسم - أ - جامعة يحي فارس - المدينة.
** طالبة دكتوراه - جامعة يحي فارس - المدينة.

can count on years of historical data in order to predict what will be the share price in the future.

Keywords: financial markets, Weak-form efficiency, Doha Stock Market.

مقدمة:

تتفاوت الأسواق المالية فيما بينها من حيث مستوى الكفاءة والفعالية، ويعود ذلك للاختلاف في الإمكانيات المتاحة والمتوفرة من قبل المتعاملين مع مثل هذه الأسواق، حيث يلاحظ أن هناك ثلاث مستويات لهذه الكفاءة مرتبطة بمستوى المعلومات المتوفرة ومضمونها .

وتعد كفاءة السوق المالي أولى المهام التي تسعى إدارة السوق لتوفيرها، حيث يشكل ذلك حافزا للمستثمرين في زيادة عملية الاستثمار في السوق ، ودخول مستثمرين جدد وبالتالي تحقيق أهداف السوق.

وعلى شاكلة الأسواق الدولية حظيت أسواق المال في المنطقة العربية باهتمام العديد من الجهات سواء كانت رسمية أو أكاديمية إلا أن ذلك يبقى محدودا نوعا ما خاصة من الناحية الكمية مقارنة في باقي الدول المتقدمة والناشئة، ومن ثم بات من الضروري الاهتمام بموضوع الأسواق المالية العربية من الناحية الكمية والقياسية .

ولهذا جاءت دراستنا لتسليط الضوء على أحد أهم أسواق المال العربية ألا وهو سوق الدوحة للأوراق المالية وذلك من خلال اختبار وقياس مستوى الكفاءة في هذا السوق وذلك باستخدام طريقة الأنماط الطارئة لمعرفة ما إذا كانت المعلومات التاريخية تنعكس على أسعار أسهم الشركات المدرجة فيه.

مشكلة الدراسة: Study problem

تكمن المشكلة الأساسية لهذه الدراسة في محاولة تسليط الضوء على تبيين العلاقة بين كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشراتها للحكم ما إذا كانت هذه الأسواق تتوفر على السمات الأساسية للكفاءة وعلى هذا الأساس نطرح التساؤل الرئيس التالي:

ما مدى كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية في صيغتها الضعيفة؟

وللاجابة على هذا التساؤل يمكن تجاوز بعض التساؤلات الفرعية التالية:

ما المقصود بالأسواق المالية؟ وفيما تتمثل أدواتها المتداولة؟

ما هي أنواع مؤشرات قياس أداء سوق رأس المال؟

ما هي حدود كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية؟

فرضيات الدراسة : Study Hypothesis

انطلاقاً من التساؤل الرئيس والتساؤلات الفرعية تهدف هذه الدراسة بشقيها النظري والعملي إلى اختبار الفرضيات التالية:

- الأسواق المالية من مكونات النظام المالي وأحد قنوات جذب الاستثمار المحلي والأجنبي.

- تعد الأوراق المالية السلعة الوحيدة المتداولة في السوق المالي.

- هناك نوعين من المؤشرات، مؤشرات تقيس حالة السوق بصفة عامة ومؤشرات قطاعية.

- هناك دلالة إحصائية على كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية باستخدام طريقة الأنماط الطارئة.

* أهمية الدراسة : Study Importance

تجلى أهمية هذه الدراسة في معرفة الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في اقتصاديات الدول من خلال تعبئة المدخرات نحو الاستثمارات المختلفة، وتبين العلاقة بين كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشراتها للحكم ما إذا كانت هذه الأسواق تتوفر على السمات الأساسية للكفاءة.

* أهداف الدراسة : Study Objectives

نسعى من خلال هذا البحث إلى تحقيق الأهداف التالية:

- محاولة الإلمام بمختلف الجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية.

- معرفة الشروط الواجب توفرها لإقامة سوق مالية كفئة وفعالة.

- إبراز الواقع العملي لسوق الدوحة من خلال اختبار كفاءته على المستوى الضعيف بالاعتماد على أدوات الاقتصاد القياسي.

أولاً: الأسواق المالية والشروط الملائمة لتكوينها ونجاحها

1- مفهوم السوق المالي:

السوق: هو المكان الذي تقوم فيه المبادلات ما بين البائعين والمشتريين، أما السوق المالي هو الذي تتداول فيه الأدوات المالية (1).

فمن الصعب جداً إعطاء تعريف محدد لسوق مالي، خاصة في ظل تعدد الأبحاث التي تطرقت لهذا المفهوم، فعادة ما يطلق هذا الاسم على سوق الأوراق المالية للأسهم والسندات، ويعد هذا المفهوم ضيقاً قد يطلق على البورصة أحياناً، ويطلق كذلك على كل من السوقين القصيرة والطويلة الأجل، ومن أهم التعاريف نجد:

* يعرف السوق المالي بأنه حلقة وصل أو مكان التقاء البائع والمشتري والذي يكون فيه عرض وطلب الأموال من قبل المستثمرين والمدخرين، إذا السوق المالي

يعهد على إيجاد الطرق المناسبة التي يرغب المدخرون استثمار أموالهم فيه من حيث الفترة التي يرغبون التخلي عن أموالهم فيه وقد تختلف من شخص لآخر من حيث الشروط ورغبتهم في المخاطر أو عدمها (2).

* ويعرف أيضا بأنه السوق التي تداول فيها الأدوات المالية (الأسمم والسندات) وأدوات مالية جديدة (المشتقات المالية وعقود الخيار) (3).
* كما أنها آلية يتم بموجبها تحويل الأموال من الوحدات الاقتصادية المدخنة إلى الوحدات التي تعاني من عجز في الموارد المالية⁴.

بناء على ما سبق ونظرا لتعدد التعريفات المتعلقة بالأسواق المالية يتضح لنا أن هذه المفاهيم قد تباينت في محتواها، ومضامينها والجوانب التي تم التركيز عليها، وإن اشتركت في هدف أو أكثر، وعليه يمكن إعطاء تعريف شامل لها، باعتبارها "نظام يتم بموجبها الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية".

1- الشروط الملائمة لتكوين ونجاح السوق المالي

لا تنشأ سوق الأوراق المالية لمجرد الرغبة في ذلك، ولا بصدر قرارات من السلطات المختصة ولكن يتطلب ذلك توفر عدد من المقومات الأساسية وهي: (5)
* تبني فلسفة اقتصادية ليبرالية قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الاقتصادي في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد لكل من الأفراد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي، وتأتي أهمية تبني هذه الفلسفة في إطار الحاجة لأن رأس المال الخاص يلعب دوره الريادي في تجميع المدخرات الخاصة وإعادة تخصيصها على وجوه النشاط الاقتصادي التي تحقق أعلى معدل ممكن للعائد في ظل أدنى مستوى ممكن من المخاطر التي يتعرض لها الحائز للثروة.

* ضرورة وجود حجم كاف من المدخرات بشقيها الوطني والأجنبي المعروضة للاستثمار من خلال السوق ويقابله وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة.
* وجود طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض تتمثل في توافر المشروعات ذات الجدوى الاقتصادية والربحية المجزية.
* وجود الأطر التشريعية والتنظيمية الفعالة ذات المرونة والقدرة على التكيف المستمر مع المتغيرات الاقتصادية الوطنية والدولية، فتوفر هذه التشريعات يساعد على تسهيل المعاملات وتحريك رؤوس الأموال من ناحية، وفي الوقت نفسه توافر الحماية والأمان لكافة الأطراف التعامل في السوق من ناحية أخرى.

* توافر المؤسسات المصرفية والمالية الفعالة والمتنوعة التي تؤدي دورها المطلوب في تجميع المدخرات الوطنية والأجنبية من ناحية واستخدام وتوأييد الفرص

الاستثمارية وتجهيزها في شكل مشروعات استثمارية والترويج لها من ناحية أخرى، فلا شك في أن هذه المؤسسات تلعب دورا مهما في عملية التوسط بين المدخرين والمنظمين لإيجاد التلاقي المطلوب بين عرض المدخرات والطلب عليها وعرض فرص الاستثمار والطلب عليها.

*تنوع الأدوات المالية ذات المزايا المختلفة التي تضمن للسوق توسيعا وفعالية وفتح الفرص أمام كافة المتعاملين، فالأساليب الفنية الحديثة في الإصدار تميل إلى صياغة الأوراق المالية بشكل تصبح معه هذه الأوراق في متناول المدخر الصغير الأمر الذي يمكن معه تعبئة موارد مالية كثيرة نتيجة اتساع قاعدة المشاركين أيا كانت مقدرتهم المالية.

ثانيا: أساسيات كفاءة الأسواق المالية

-تعريف السوق المالي الكفاء:

*يعرف منير إبراهيم هندي السوق المالي الكفاء على أنه السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما، كافة المعلومات المتاحة والتي تؤثر على القيمة السوقية للسهم وإذا كان الأمر كذلك فانه يمكن القول بأنه في ظل السوق المالي الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما القيمة المعنوية التي يتولد عنها عائد يلعب دور التعويض للمستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في تلك الأسهم من مخاطر(6).

*أما مشي عبد الإله ناصر فعرفه على أنه السوق الذي يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتصدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها مطابقة تماما، فمقرارات المستثمرين قليلة الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها.(7)

*كما عرفها J.Teulie بأنها سوق تعكس فيها سعر الورقة المالية التي تصدرها مؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إل نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية وعليه يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقية على أنها تلك الأسواق التي تحقق الأهداف التالية:(8)

-التخصيص الأمثل للموارد

-التقييم الدقيق للبدالات

-تقديم خدمات بأقل تكلفة.
وعليه يمكن إعطاء تعريف شامل لها، يكون سوق الأوراق المالية كفاء إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات في سوق الأوراق المالية وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة والتي تتطلب:

*وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق ;
*توفير البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالمؤسسات المتداول أدواتها في السوق ;
*الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

2-العوامل المؤثرة على كفاءة السوق المالي

تمثل العوامل المؤثرة على كفاءة السوق المالي فيما يلي:
*العوامل المتعلقة بالتعامل في السوق: قد تسود بعض الظواهر التي من شأنها تغيير الجريبات الطبيعية للسوق المالي وبعث الخلل فيه والتي من أبرزها ما يلي: (9)
-حالة الذعر في السوق: قد تسود حالة الذعر بين المتعاملين في السوق لأسباب قد تكون مجهولة كما حصل في الاثنين الأسود أكتوبر 1987، حيث اندلعت الأزمة ببورصة "وال ستريت" وفقد المؤشر "داو جونز" 502 نقطة خلال هذا اليوم أي انخفاض بنسبة 22.6% من مستواه البالغ 2247.04 نقطة، وهبطت أسعار أسهم بورصة نيويورك بنسبة 26% واستمر الانخفاض في الأسواق العالمية.
-إطلاق الشائعات: يعتمد بعض المضاربين إلى إطلاق بعض الشائعات والمتمثلة في معلومات غير صحيحة أو انطباعات خاطئة عن أحداث مستقلة لأحداث تغييرات لا مبرر لها في أسعار الأوراق المالية رغبة في استغلال السوق لأغراض شخصية وتحقيق أرباح غير عادية.
-فشل آليات التصويت: عندما يضعف تأثير استخدام آلية التصويت بشكل يترتب عليه في أحوال كثيرة بقاء الإدارة في موقعها ولفترة طويلة، ورغم سوء استغلالها للموارد المالية المتاحة للمؤسسة.

-الممارسات غير الأخلاقية: عندما تسود السوق صور عديدة للممارسات غير الأخلاقية كالبيع الصوري والشراء بغرض الاحتكار، أو استغلال الثقة تحدث حالة من زعزعة ثقة المتعاملين خاصة وأن السوق تعد الأداة الأساسية في تخصيص الموارد إلى مجالات من شأنها تحقيق النمو الاقتصادي.
-اعتماد الأسواق المالية على الكمبيوتر: تعتمد الأسواق المالية اعتمادا كلياً على أجهزة الكمبيوتر، وتم برمجتها لكي تقوم بمقابلة أوامر البيع والشراء وتحديد التسعيرة،

إلا أنها قد تعطي إنذار مبكرا بمجرد نزول السعر إلى حد معين فيقوم الكمبيوتر بإصدار أوامر البيع دون الاهتمام بالحفاظ على التوازن بين العرض والطلب.
-المشاكل المتعلقة بالإفصاح العام: تكمن أهم المشاكل التي تحول دون وجود إفصاح عام وشفاف في النقاط التالية :

-مشاكل التداول الداخلي للمعلومات: يقصد بالتداول الداخلي تعامل المديرين والعاملين بالمشأة التي نتاح لهم معلومات داخلية لا نتاح للعامة، حيث يقومون ببيع أو شراء الأوراق المالية لتحقيق مكاسب أو تجنب الخسائر بناء على المعلومات المتاحة لهم، ويعد من الممارسات غير الشرعية لقيامهم بتوفير المعلومات للآخرين تمكنهم من الكسب أو تجنب الخسارة قبل أن تصل المعلومة إلى العامة.
-عدم تماثل المعلومات: يؤدي عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية، أو حتى بين الأطراف الخارجية فيما بينها (المستثمرون) إلى تحقيق عائد غير عادي للأطراف التي لها أكبر قدر من المعلومات، وهذا لا يستغلاهم لمعرفة المسبقة بالمعلومات الخاصة بالمؤسسة، كما أن هناك بعض المعلومات الخاصة تحجم المؤسسات الإفصاح عنها لأنها تضر بمركزها التنافسي.

3-أنواع كفاءة السوق المالي:

تنقسم كفاءة سوق رأس المال إلى ثلاثة أنواع وهما

*كفاءة التخصيص: تعتمد هذه الكفاءة على توجيه الأموال المتاحة نحو الأصول المتسمة بأعلى قيمة صافية، مع طرح هامش المخاطرة وذلك توافقا مع هدف المستثمر في توفير أدوات ذات أسعار أعلى، وبيعها عند انخفاض الأسعار أو بشراء أدوات ذات أسعار منخفضة، والأهم من ذلك هو الحصول على أدوات تتضمن عوائد مستقرة أو متنامية.

*كفاءة العمليات: ترتكز هذه الكفاءة على تخصيص الأموال ومتابعة وإعداد وتنفيذ الصفقات، فتكون هذه في نهاية العمل الحسم في تعظيم كفاءة السوق ككل، وهنا يفترض اختلال الإجراءات وتخفيض التكاليف وتوافر المتاجرين والسما سره الأكفاء الذين يجمعون المستثمرين والبائعين مقابل مكافآت عادية ويلتزمون بالاحتفاظ بجزء من الأدوات المطلوبة.

ثالثا: مقومات ومتطلبات السوق المالي الكفاء

1-مقومات السوق المالي الكفاء:

نتضح أهم مقومات السوق المالي الكفاء فيما يلي: (10)

*توفر المعلومات: تقوم سوق رأس المال بتوفير معلومات عن القطاعات الاقتصادية والمؤسسات المسجلة بالسوق وتوفر المعلومات فرصا لتقييم المخاطر والعائد للقطاع والمؤسسات، ومن ثم التفرقة بين القطاعات والمؤسسات التي تعمل بكفاءة

والتي تفتقد الكفاءة في نشاطها، وكذلك نظام المعلومات الذي يوضح فرص الاستثمار المتاحة أمام المستثمرين.

***السيولة:** تشير السيولة إلى إمكانية إبرام الصفقات بسرعة وعند سعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة، وتوفر السيولة فرصا أوسع للشراء والبيع مما ييسر زيادة الفرص الاستثمارية وكذا إتاحة فرصة أكبر للاختيار أمام البدائل المختلفة سواء من الأنشطة أو المنشآت.

***تكلفة المعاملات:** تؤثر تكلفة المعاملات على تكلفة القرار الاستثماري لأن ارتفاع تكلفة المعاملات قد يحد من التوسع في الاستثمار، ولهذا فإن السوق الكفء يتميز بانخفاض تكلفة المعاملات وينعكس هذا بدوره على تطوير كفاءة الاستثمارات.

***عدالة السوق:** يقصد بها إتاحة السوق فرصا متساوية لجميع المتعاملين سواء من ناحية الصفقات أو المعلومات هذا ما يؤدي إلى زيادة الاستثمار وفقا للأسس الاقتصادية والمساعدة على التخصيص الأمثل للموارد.

***رشادة سلوك المستثمر:** يتطلب تحقيق كفاءة سوق رأس المال أقسام تعاملات المستثمرين بالرشادة وسعي المستثمر لتعظيم المنفعة، ومن ثم ينعكس ذلك على إدارة المستثمر لحفظ الأوراق المالية بصورة تعظم من المنفعة وتقلل من المخاطر ويعرف ذلك بالكفاءة الاقتصادية.

2-متطلبات السوق المالي الكفء:

لكي تتحقق كفاءة السوق المالي يجب أن تتوفر خاصيتين أساسيتين وهما: (11)
***كفاءة التشغيل "الكفاءة الخارجية":** يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة وليس هذا فقط، بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات وبهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة عادلة، فالجميع لهم فرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

***كفاءة التشغيل "الكفاءة الداخلية":** يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، ولكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق ينبغي أن تكون التكاليف

التي يتكبدتها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية.

رابعا: مستويات كفاءة الأسواق المالية

يتأثر مستوى الكفاءة في السوق المالي بدرجة ونوعية المعلومات المفصح عنها بحيث نجد ثلاث مستويات مختلفة تبعا لنوعية المعلومات المتوفرة كما أن توفرها يعتبر من السمات الضرورية والمهمة لنجاح سوق الأوراق المالية. وتتمثل صيغ أو مستويات الكفاءة فيما يلي: (12)

* **المستوى الضعيف للكفاءة:** يقتضي هذا المستوى بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي معلومات تاريخية بشأن ما حدث من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات في الماضي، مما يعني أن محاولة التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل من خلال دراسة التغيرات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى، وتعرف هذه الصيغة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار، حيث نجد أن التغيرات السعرية المتتالية ولا يوجد بينهما أي ترابط أو ما يمكن أن يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار.

* **المستوى المتوسط القوة للكفاءة:** حسب هذه الصيغة فإن أسعار الأسهم لا تعكس التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم فقط، بل أيضا كافة المعلومات المتاحة للجمهور والتنبؤات الخاصة بالشؤون الدولية والاقتصادية في الدولة والصناعة ويعني هذا أن السعر يتوقف على ما يتاح من معلومات ومنه لن يحقق أي مستثمر أي أرباح غير عادية على حساب الآخرين، حيث تستجيب أسعار الأسهم مباشرة لهذه المعلومات، وبذلك يحدث تساوي بين القيمة الحقيقية للسهم وسعره، وتحقق الأرباح فقط قبل هذه المعلومات.

* **المستوى القوي للكفاءة:** بمعنى أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، إضافة إلى المعلومات التي يتحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وبالتالي يستحيل لأي مستثمر في هذه الحالة أن يحقق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، (13) ويعني أن حركة أسعار الأسهم في السوق هي حركة عشوائية طالما أن المعلومات ترد إلى السوق في نمط عشوائي وغير منتظم.

خامساً: الدراسة القياسية لاختبار كفاءة سوق الدوحة على المستوى الضعيف

1- نظرة عامة حول سوق الدوحة للأوراق المالية

تم إنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية بموجب قانون رقم 14/1995، لتبدأ عملها في 1997/05/26 حيث قبل هذا التاريخ كان التعامل بأشهم شركات المساهمة في دولة قطر يتم من خلال عدد من مكاتب الوساطة غير المتخصصة، الأمر الذي أدى إلى تحديد أسعار البيع والشراء بطريقة غير عادلة في ظل غياب المعلومات، وبـ تاريخ 2005/04/03 قام السوق بفتح الاستثمار في الأشهم المدرجة، أما في يونيو 2009 قامت شركة قطر القابضة بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYS Euronext من خلال شبكة بنية التداول التحتية المالية الآمنة فأصبحت البورصة سوقاً رائدة في منطقة التعاون الخليجي وأداة هامة لتعزيز الثروة المستدامة في دولة قطر (14).

2- قياس كفاءة سوق الدوحة باستخدام مؤشرات السوق:

عرفت بورصة قطر تطورات على مستوى كل من مؤشرات الشركات المدرجة، رأس المال السوقي ومؤشر السيولة خلال فترة الدراسة وهو ما يظهره التحليل الموالي.

*مؤشر عدد الشركات المدرجة: يقيس هذا المؤشر مدى اتساع حجم السوق، حيث أن زيادة عدد الشركات المدرجة يدل على زيادة الاستثمارات وهو الأمر الذي يساهم في زيادة كفاءة البورصة، في حين انخفاض عدد الشركات المسجلة أو معدل النمو السلي في عدد الشركات المسجلة يعني خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة، ولقد عرفت بورصة قطر تطور في عدد الشركات وهذا ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (01): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة قطر

السنة	عدد الشركات (شركة)	معدل نمو عدد الشركات (%)
2000	22	---
2001	23	+4.54
2002	25	+8.69
2003	28	+12
2004	30	+7.14
2005	32	+6.66
2006	36	+12.5

+11.11	40	2007
+7.5	43	2008
+4.65	45	2009
-4.44	43	2010
-2.32	42	2011
----	42	2012
----	42	2013
+2.38	43	2014
----	43	2015

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن عدد الشركات المسجلة في بورصة قطر قد عرفت ارتفاع مستمر حتى نهاية سنة 2009 وكانت أعلى نسبة نمو سجلت سنة 2006، حيث كانت نسبة الزيادة في عدد الشركات تقدر بـ 12.5% ثم شهد انخفاض مستمر وذلك في نهاية عام 2010 حيث بلغ معدل النمو 4.44% مقارنة بسنة 2009 وذلك بسبب خروج بعض الشركات نتيجة لضعف أدائها، ومن سنة 2011 إلى غاية 2013 سجلت نفس عدد الشركات، ومع ذلك يبقى تطور عدد شركات بورصة قطر مؤشر ايجابي يدل على أن السوق في اتساع مستمر بشكل يؤثر ايجابيا على زيادة حجم الاستثمارات.

❖ مؤشر سيولة السوق:

يقصد بسيولة السوق إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة وبسرعة، وكلما كان سوق رأس المال يتمتع بالسيولة كلما دل ذلك على كفاءته، فمن أجل قياس كفاءة السوق لا بد من حساب معدل دوران السهم (قيمة التداول / رأس المال السوقي).

الجدول رقم (02): تطور مؤشر السيولة في بورصة قطر

السنة	قيمة التداول (مليون ريال)	معدل دوران السهم (%)	معدل نمو قيمة التداول (%)
2000	869	3.16	----
2001	1,500	1.96	-27.6
2002	3,200	1.25	+113.33
2003	11,700	0.52	+265.63
2004	23,000	0.32	+96.58
2005	102,000	96.8	+345.3
2006	74,936	53.61	-27.1

+45.5	29.31	108,929	2007
+61.2	25.68	175,552	2008
-58.77	28.98	92,164	2009
-27.10	47.74	67,185	2010
+19.46	43.44	83,419	2011
-15.27	4.12	70,673	2012
+5.96	5.16	74,886	2013
+166.12	2.25	199,292	2014
-52.97	4.34	93,720	2015

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن معدل دوران السهم قد عرف انخفاض مستمرا في بداية الدراسة حيث انخفض من 3.16% سنة 2000 إلى 0.32% سنة 2004، وقد سجل أعلى نسبة سنة 2005 تقدر بـ 96.80% وهو ما يعني ارتفاع متوسط تداول السهم من 3.16% سنة 2000 إلى 96.80% سنة 2005، وهذا ما يدل على إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة، الأمر الذي يعكس سيولة السوق فزيادة سيولة السوق تؤدي إلى زيادة كفاءته، إلا أنه شهد انخفاض في السنوات الأخيرة من الدراسة يتراوح ما بين 2% و 5%.

*رأس المال السوقي: يؤدي ارتفاع رأس المال السوقي إلى آثار إيجابية على النشاط الاقتصادي بالبورصة، وبالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية، لأن ارتفاعه يعني زيادة تعبئة الموارد وتنويع المخاطر (15)، ورأس المال السوقي هو عبارة عن عدد الأسهم مضروبا بالقيمة السوقية ولقد عرفت بورصة قطر تطور من حيث رأس المال السوقي وهذا ما يوضحه الجدول الموالي

الجدول رقم (03): تطور رأس المال السوقي في بورصة قطر

السنة	رأس المال السوقي (مليون ريال)	معدل نمو رأس المال السوقي (%)
2000	27,469,09	----
2001	76,522,5	+178.57
2002	254,739,2	+232.89
2003	222,267,24	-12.74
2004	702,387,8	+216.01
2005	105,374,26	-84.99

+32.66	139,788,61	2006
+165.81	371,584,70	2007
+83.94	683,515,04	2008
-53.47	317,973,72	2009
-55.74	140,71,65	2010
+36.51	192,094,68	2011
-10.66	171,607,474	2012
-15.45	145,054,182	2013
+83.60	884,657,188	2014
-75.61	215,743,440	2015

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية

يتضح من الجدول أعلاه أن رأس المال السوقي في بورصة قطر عرف زيادة مستمرة خلال فترة الدراسة حيث ارتفع سنة 2001 بمعدل 178.57% مقارنة بسنة 2000، أما في سنتي 2003 و2005 انخفض بمعدل 12.74 و84.99 ثم عاود الارتفاع واستمر الى نهاية 2008 فشهد في سنوات 2009 و2010 و2012 و2013 انخفاض على التوالي مقارنة بالسنوات التي سبقتها، وهو ما يعكس قدرة البورصة على تعبئة المدخرات وزيادة الاستثمارات وتلاها بعد ذلك ارتفاع كبير وذلك سنة 2014 لينخفض في السنة الموالية بنسبة 75.61%، فتطور معدل نمو رأس المال السوقي يقيس مدى تطور البورصة من جهة واتجاه هذا التطور من جهة أخرى.

3- قياس كفاءة سوق الدوحة باستخدام طريقة الأنماط الطارئة RUN TEST

نستخدم أسلوب الأنماط الطارئة لدراسة ما إذا كانت التغيرات في أسعار أسهم سوق رأس المال محل الدراسة العشوائية أم لا حيث تقوم طريقة الأنماط الطارئة على تسجيل التغير في اتجاه الأسعار بوضع إشارة (+) عندما يرتفع السعر، وإشارة (-) عندما ينخفض السعر وصفر (0) عندما لا يكون هناك تغيير في الأسعار.

حيث: R: عدد التتابعات (Séquences) في عينة من n عدد.

نظريا المتوسط والتباين هما:

$$E(R) = (2n-1)/3 \dots\dots\dots$$

$$VAR(R) = (16n-29) / 90 \dots\dots\dots$$

بالنسبة لعدد مرتفع (n عينة كبيرة)، توزيع R يتبع تقريبا التوزيع الطبيعي.

$$Z = (R - E(R)) / \sqrt{VAR(R)} \dots\dots\dots \text{فليكن:}$$

بتحديد عتبة الخطأ تقدر بـ 5%

$|Z| < 1,96$ تعني أن العينة ليست فعلا عشوائية.
وعليه نقوم باختبار كفاءة بورصة قطر في صيغتها الضعيفة باستخدام طريقة
الأنماط الطارئة على مؤشر البورصة خلال الفترة (2000-2015).

الجدول رقم (04): تطور مؤشر بورصة قطر

السنة	مؤشر البورصة (نقطة)	التغير في المؤشر	نسبة التغير (%)
2000	1,233.3	----	-
2001	1,692.2	(+)	+37.21
2002	2,323.84	(+)	+37.33
2003	3,946.7	(+)	+69.84
2004	6,493.62	(+)	+64.53
2005	11,053.06	(+)	+70.21
2006	7,133	(-)	-35.5
2007	9,580.45	(+)	+34.31
2008	6,886.12	(-)	-28.12
2009	6,959.17	(+)	+1.06
2010	8,681.65	(+)	+24.75
2011	8,779.03	(+)	+1.12
2012	8,358.94	(-)	-4.79
2013	10,379.59	(+)	+24.17
2014	12,284.78	(+)	+18.36
2015	10,429.36	(-)	-15.11

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقرير السنوي للبورصة 2015.

حسب معطيات الجدول لدينا:

$R=8$ ، 4 تغيرات بالارتفاع و4 تغيرات بالانخفاض.

ولدينا المتوسط:

$$E(R) = (2n-1)/3$$

$$E(R) = (2*16-1)/3$$

$$E(R) = 10,33 \text{ ومنه } E(R) = 31/3 \text{ أي}$$

ولدينا التباين التالي:

$$\text{VAR}(R) = (16n-29) / 90$$

$$\text{VAR}(R) = (16 \cdot 16-29) / 90$$

$$\text{VAR}(R) = 2,52 \text{ ومنه}$$

ولدينا:

$$Z = R - E(R) / \sqrt{\text{VAR}(R)}$$

$$Z = 8 - 10,33 / \sqrt{2,52}$$

$$Z = -1,46 \text{ ومنه } Z = |1,46| \text{ أي}$$

نلاحظ أن $|Z|$ أقل من 1,96 فهذا يعني أن التغيرات السعرية متتالية عشوائية فعلا .
بما أن $|Z| = 1,46$ فهي مستقلة عن بعضها البعض، وعليه يمكن الاعتماد على البيانات الماضية التاريخية من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل، بمعنى أن السوق يعرف حركة عشوائية للأسعار وهذا ما يبين أن بورصة قطر تتمتع بالكفاءة على مستوى الضعيف.

خاتمة:

تكون سوق الأوراق المالية كفئة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات الواردة في هذا السوق، ولا تتحقق هذه الكفاءة إلا بتوفر شروط تتمثل في سيادة المنافسة التامة في السوق، وتوفر المعلومات ووصولها بأقصى سرعة وبأقل تكلفة ممكنة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد حتى لا يتمكن أحد المستثمرين تحقيق أية أرباح غير عادية نتيجة استغلاله لأية معلومات لم تكون متوفرة لدى غيره من المستثمرين.

ومن أهم النتائج التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة ما يلي:

- ✓ تعكس المؤشرات السوقية أداء السوق المالي بأكمله وواقعه العملي ;
- ✓ يعتبر سوق الدوحة للأوراق المالية كفء على المستوى الضعيف وذلك بسبب تمتع الأسهم بالاستقلالية ;
- ✓ تتمثل حدود كفاءة سوق الدوحة في استخدام أساليب القياس الإحصائية والمتمثلة في طريقة الأنماط الطارئة ومؤشرات السوق.
- يمكن عرض بعض الاقتراحات والتي من شأنها تدعيم الدراسة في النقاط التالية:
- ✓ التركيز على العوامل المساعدة في تنشيط السوق كالإفصاح الكامل عن المعلومات وتوفيرها بعدالة وشفافية ;
- ✓ ضرورة تعزيز ثقافة البورصة وتكثيف التداولات والمؤتمرات لتدعيم ثقة المستثمرين بأداء الأسواق وضمان ثقافة استثمارية داعمة للسوق ;

✓ العمل على ضمان كفاءة الأسواق وشفافية وعدالة التعامل فيه، وذلك من خلال منع الممارسات غير الشرعية في عملية التداول ;
✓ ضرورة القيام بدراسات أخرى للبحث عن طبيعة العلاقات باستخدام طرق قياسية أخرى.
الهوامش والمراجع:

(1) Yves Simo, Michel Fleuriet, bourse et marches financier, paris, economic, 2000, p09.

(2) أرشيد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة، جامعة الإسماعيلية، ط1، عمان، 2004، ص 110.

(3) Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, Folorence Delahaye, Gestion Financiere, 13e edition Dunod, paris, 2004, p22.

(4) عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، ط1، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص 03.

(5) مصطفى رشدي شحبة، زينب حسن عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1992، ص 455.

(6) مزيار ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مكتبة عين الشمس، القاهرة، 2000، ص ص 489-490.

(7) مثنى عبد الإله ناصر، كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية - تجارب ورؤى مستقبلية-، طرابلس، يوم 2005/12/11، ص 04.

(8) J.Teulie et Topsa Calian, finance, édition vuibert, paris, pp74-75.

(9) عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس، اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، الأردن، 2006، ص ص 8-9.

(10) إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، 2000، ص ص 110-112.

(11) عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات)، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص ص 191-192.

(12) عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة

التحول لاقتصاد السوق، مرجع سابق الذكر، ص ص 61-63.

(13) Richard Brealey, Stewart Myers, Franklin Allen, Principes de Gestion Financière, Parson, Paris, 2006, p375.

(14) [http:// www.dsm.com.qa](http://www.dsm.com.qa) le :13/10/2016. 10 :30.

(15) إيهاب الدسوقي، مرجع سابق الذكر، ص 132.