



## جامعة قاصدي مرباح - ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية

وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة

مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية

تخصص : نمذجة اقتصادية

بعنوان:

### كفاءة الأسواق المالية وتكاملها

دراسة قياسية بالبورصات العربية (بورصة عمان، بورصة الكويت، بورصة الدار البيضاء،

البورصة المصرية) خلال الفترة 2001-2009

من إعداد الطالب: عبد الله بن الضب

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ 01 أبريل 2012

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رئيسا	داود عبد الغني	أستاذ محاضر جامعة ورقلة	الدكتور/
مقررا	شيخ محمد	أستاذ محاضر جامعة ورقلة	الأستاذ الدكتور/
مناقشا	سويسي هواري	أستاذ محاضر جامعة ورقلة	الدكتور/
مناقشا	شعوبي محمود فوزي	أستاذ محاضر جامعة ورقلة	الدكتور/
مناقشا	بن ساسي إلياس	أستاذ محاضر جامعة ورقلة	الدكتور/

السنة الجامعية: 2010/2011



# الإهداء

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله ورعاهما وورثتنا  
رضاهما، والدتي الحنون، أبي العزيز  
إلى زوجتي العزيزة وابنتي صفاء بآرك الله في حياتها...

إلى أرواح السابقين الأولين من الأنبياء والملائكة والصحابة  
والشهداء والصالحين... ..

.....إلى أرواح فلذة كبدي وفقهيدى محمد  
فيصل وسندس

إلى جميع أفراد العائلة من ياسين إلى العلمي وعائلة بن  
الضرب.

.....إلى جميع الأصحاب..... وإلى جميع  
المضطهدين في كل مكان؛

أهدي ثمرة جهدي هذا  
بحمد الله

# الشكر

"...رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي و

علي والدي... "

بعد الحمد و الشكر للمولى عز وجل لتوفيقه لي

لإتمام هذا العمل، أتقدم بأسمى عبارات الشكر

والتقدير لأستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور: شيخي

محمد علي إشرافه علي هذا العمل وما تقدم به من

تدريس ونصح وتوجيه وإرشاد طيلة فترة البحث.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة

علي ما سوف يقدمونه من توجيهات وتصويبات.

كما أتقدم بشكري لزملائي الذين ساهموا في إنجاز

هذا العمل من قريب أو من بعيد بدء من أخي علي،

طاقمنا التربوي، غ محمد، م ب غ ،

بمد الله

## كفاءة الأسواق المالية وتكاملها

دراسة قياسية بالبورصات العربية (الأردن، الكويت، المغرب، مصر) خلال الفترة 2001-2009

### ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة الأسواق المالية العربية وتكاملها مع بعضها البعض في كل من الأردن، الكويت، المغرب ومصر خلال الفترة 2001-2009، باستخدام اختبارات الاستقرار، اختبارات شبه التكامل و اختبار السببية بمفهوم غرانجر 1988، حيث خلصت الدراسة إلى أن الأسعار لا تسير عشوائيا مما يعني عدم كفاءة هذه الأسواق على المستوى الضعيف، وأنه توجد علاقة شبه تكامل بين أسعار أسهمها ووجود علاقة سببية ذات دلالة بين أسعار الأسهم والعوائد، مما يشجع العمل على إنشاء سوق عربية مشتركة وإقامة تكامل اقتصادي فيما بين الدول العربية.

الكلمات الدالة: الكفاءة المعلوماتية، تكامل البورصات، اختبارات الاستقرار، اختبار شبه التكامل، السببية غرانجر 1988.

# **L'efficience et l'intégration des marchés financiers**

Une étude économétrique des marchés boursiers arabes (Jordanie, Koweït, Maroc, Egypte)  
au cours de la période 2001-2009

## **Résumé**

Cette étude vise à tester l'efficience des marchés financiers arabes et l'intégration avec l'autre en Jordanie, le Koweït, le Maroc et l'Egypte au cours de la période 2001-2009, en utilisant les tests de stationnarité, tests de Co-intégration et le concept de test de causalité de Granger 1988, et l'étude a conclu que les cours des actions n'est pas marché au hasard ce qui signifie que l'efficience pas de ces marchés au niveau faible, et qu'il existe des relations Co-intégration entre les cours des actions, et l'existence du lien de causalité significatif entre les prix des actions et des rendements, qui encourage le travail d'établir un marché commun arabe et la mise en place de l'intégration économique avec les pays arabes.

**Mots clés:** l'efficience informationnelle, l'intégration des marchés financiers, les tests de stationnarité, les tests de Co-intégration, tests de causalité de Granger 1988.

# **The efficiency and the integration of financial markets**

An Econometric Study in the Arab stock markets (Jordan, Kuwait, Morocco, Egypt)  
during the period 2001-2009

## **Abstract**

This study aims to test the efficiency of Arab financial markets and their integration in Jordan, Kuwait, Morocco and Egypt during the period 2001-2009, using the stationarity tests, tests of Co-integration and the concept of Granger causality test 1988, and the study concluded that the prices are not going at random walk, which means weak inefficient these markets, and that there are Co-integration relationship between stock prices, and the existence of significant causal relationship between stock prices and returns, which encourages work to establish a common Arab market and the establishment of economic integration with the Arab countries.

**Keywords:** informational efficiency, integration of financial markets, tests of Stationarity tests, Co-integration tests, Granger causality tests 1988.

## قائمة المحتويات

IX	الإهداء.....
IX	الشكر.....
IX	مستخلص البحث .....
IXX	قائمة المحتويات.....
IXIII	قائمة الجداول .....
IX	قائمة الأشكال البيانية.....
IXIII	قائمة الرموز والاختصارات.....
IX	قائمة الملاحق.....
أ	المقدمة .....
001	<u>الفصل الأول: الأسواق المالية.....</u>
003	المبحث الأول: حقيقة الأسواق المالية.....
020	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية.....
031	المبحث الثالث: إجراءات التعامل في الأسواق المالية.....
046	المبحث الرابع: عقود المعاملات في الأسواق المالية .....
064	<u>الفصل الثاني: كفاءة الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية 2008.....</u>
066	المبحث الأول: أساسيات حول نظرية الكفاءة.....
080	المبحث الثاني: الإطار التحليلي لكفاءة السوق المالي وسلوك السعر فيه.....
085	المبحث الثالث: الكفاءة المعلوماتية وعلاقتها بالتحليلين الفني والأساسي.....
098	المبحث الرابع: الأزمة المالية العالمية 2008.....
114	<u>الفصل الثالث: تكامل الأسواق المالية والعولمة المالية.....</u>
116	المبحث الأول: عولمة الأسواق المالية وعلاقتها بالتنمية في الدول النامية.....
126	المبحث الثاني: آليات وسبل ارتباط وتكامل الأسواق المالية.....
137	المبحث الثالث: بعض المؤسسات العربية وتكامل الأسواق المالية العربية.....



151	<u>الفصل الرابع: اختبار كفاءة وتكامل الأسواق المالية العربية قيد الدراسة...</u>
153	المبحث الأول: نظرة حول الأسواق المالية العربية قيد الدراسة.....
185	المبحث الثاني: اختبار كفاءة الأسواق المالية العربية قيد الدراسة.....
219	المبحث الثالث: اختبار التكامل المتزامن بين الأسواق المالية العربية Co-integration.....
231	الخاتمة.....
235	قائمة المراجع.....
252	الملاحق.....
261	الفهرس.....

## قائمة الجداول

<u>الصفحة</u>	<u>عنوان الجدول</u>	<u>رقم الجدول</u>
056	أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة.....	الجدول(1-1)
060	أوجه الاختلاف بين عقود الخيارات والعقود المستقبلية.....	الجدول (1-2)
105	نسب التراجع ببعض البورصات الدولية من بداية الأزمة إلى غاية 08 أكتوبر 2008.....	الجدول (1-2)
160	مراحل وأوقات جلسة التداول للسوقين الأول والثاني وسوق حقوق الاكتتاب.....	الجدول (1-4)
160	مراحل وأوقات جلسة التداول لسوق السندات.....	الجدول (2-4)
161	مؤشرات الأداء لبورصة عمان خلال النصف الأول لسنة 2010.....	الجدول (3-4)
166	مراحل التداول في البورصة المصرية.....	الجدول (4-4)
168	مؤشرات الأداء للبورصة المصرية خلال النصف الأول لسنة 2010.....	الجدول (5-4)
173	مراحل التداول في البورصة الكويتية.....	الجدول (6-4)
175	مؤشرات الأداء لبورصة الكويت خلال النصف الأول لسنة 2010.....	الجدول (7-4)
179	أهم رموز المؤشرات في بورصة الدار البيضاء.....	الجدول (8-4)
183	مؤشرات الأداء لبورصة الدار البيضاء للأوراق المالية خلال النصف الأول لسنة 2010..	الجدول (9-4)
191	مقارنة بين دالتي الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئي.....	الجدول (10-4)
210	دالتي الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئي لمردودية مؤشر بورصة عمان خلال الفترة 18/06/2001-08/10/2009.....	الجدول (11-4)
212	نتائج اختبار ADF لمردودية مؤشر بورصة عمان.....	الجدول (12-4)
212	نتائج اختبار PP لمردودية مؤشر بورصة عمان.....	الجدول (13-4)
213	نتائج نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى لسلسلة مردودية مؤشر بورصة عمان	الجدول (14-4)
214	نتائج اختبار أثر ARCH عند درجة تأخير 5 لسلسلة مردودية مؤشر بورصة عمان....	الجدول (15-4)
214	نتائج اختبار GARCH(1.1) لسلسلة مردودية مؤشر بورصة عمان.....	الجدول (16-4)
218	دالتي الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئي لمردودية مؤشر بورصة الكويت خلال الفترة 18/06/2001-08/10/2009.....	الجدول (17-4)

220	نتائج اختبار ADF لمردودية مؤشر بورصة الكويت.....	الجدول (4-18)
220	نتائج اختبار PP لمردودية مؤشر البورصة الكويتية.....	الجدول (4-19)
221	نتائج نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة (1) لسلسلة مردودية مؤشر بورصة الكويت....	الجدول (4-20)
222	نتائج اختبار أثر ARCH عند درجة تأخير 5 لسلسلة مردودية مؤشر بورصة الكويت.	الجدول (4-21)
222	نتائج اختبار GARCH(1.1) لسلسلة مردودية مؤشر بورصة الكويت.....	الجدول (4-22)
226	دالتي الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئي لمردودية مؤشر البورصة المصرية خلال الفترة 18/06/2001-08/10/2009.....	الجدول (4-23)
228	نتائج اختبار ADF لمردودية مؤشر البورصة المصرية.....	الجدول (4-24)
228	نتائج اختبار PP لمردودية مؤشر البورصة المصرية.....	الجدول (4-25)
229	نتائج نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة (1) لمردودية مؤشر البورصة المصرية.....	الجدول (4-26)
230	نتائج اختبار أثر ARCH عند درجة تأخير 5 لمردودية مؤشر البورصة المصرية.....	الجدول (4-27)
230	نتائج اختبار GARCH(1.1) لمردودية مؤشر البورصة المصرية.....	الجدول (4-28)
235	دالتي الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئي لمردودية مؤشر بورصة الدار البيضاء خلال الفترة 18/06/2001-08/10/2009.....	الجدول (4-28)
237	نتائج اختبار ADF لمردودية مؤشر بورصة الدار البيضاء.....	الجدول (4-29)
238	نتائج اختبار PP لمردودية مؤشر بورصة الدار البيضاء.....	الجدول (4-30)
239	نتائج نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة (1) لمردودية مؤشر بورصة الدار البيضاء.....	الجدول (4-31)
239	نتائج اختبار أثر ARCH عند درجة تأخير 5 لمردودية مؤشر بورصة الدار البيضاء.....	الجدول (4-32)
240	نتائج اختبار GARCH(1.1) لمردودية مؤشر بورصة الدار البيضاء.....	الجدول (4-33)
241	الإحصائية الوصفية لمؤشرات الأسواق المالية المدروسة.....	الجدول (4-34)
242	مصنوفة معاملات الارتباط بين مؤشرات الأسواق الأربعة.....	الجدول (4-35)
243	الإحصائية الوصفية لمردوديات مؤشرات الأسواق المالية المدروسة.....	الجدول (4-36)
244	مصنوفة معاملات الارتباط بين مؤشرات الأسواق الأربعة.....	الجدول (4-37)
245	نتائج اختبار السببية لقرانجر بين مؤشرات الأسواق الأربعة مثنى مثنى.....	الجدول (4-38)

246	نتائج اختبار السببية لقرايخج بين مردودية مؤشرات الأسواق المدروسة مثنى مثنى.....	الجدول (4-39)
248	نتائج اختبار الأثر بين مؤشرات أسعار الأسهم في البورصات العربية.....	الجدول (4-40)
249	نتائج اختبار القيمة الذاتية العظمى بين مؤشرات أسعار الأسهم في البورصات العربية....	الجدول (4-41)
250	نتائج اختبار الأثر بين مردوديات مؤشرات أسعار الأسهم في البورصات العربية.....	الجدول (4-42)
251	نتائج اختبار القيمة الذاتية العظمى لمردودية مؤشرات أسعار أسهم البورصات العربية....	الجدول (4-43)

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
075	..... بعض التصنيفات الرئيسة للمعلومات	الشكل (1-2)
081	..... سلوك سعر الورقة المالية في ظل ورود معلومات سارة	الشكل (2-2)
082	..... سلوك سعر الورقة المالية في ظل ورود معلومات تشاؤمية	الشكل (3-2)
083	..... تحليل كفاءة السوق بالاعتماد على خط السوق	الشكل (4-2)
085	..... المحافظ الكفاءة وحدود الكفاءة	الشكل (5-2)
086	..... الصيغ المختلفة للكفاءة	الشكل (6-2)
091	..... مستويات الكفاءة تبعا للمعلومات المستخدمة وإمكانية تحقيق الأرباح غير العادية	الشكل (7-2)
107	..... تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنة 2008	الشكل (8-2)
107	..... تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنة 2008	الشكل (9-2)
108	..... تطور إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية خلال سنة 2008	الشكل (10-2)
145	..... شعار البورصة العربية	الشكل (1-3)
146	..... نموذج لدليل موحد لحوكمة الشركات للتطبيق العملي	الشكل (2-3)
147	..... نموذج مقترح لتحويل الأسهم	الشكل (3-3)
155	..... الهيكل التنظيمي لبورصة عمان	الشكل (1-4)
162	..... مؤشرات الأداء لبورصة عمان خلال النصف الأول لسنة 2010	الشكل (2-4)
162	..... القيمة السوقية لبورصة عمان خلال النصف الأول لسنة 2010	الشكل (3-4)
164	..... الهيكل التنظيمي للبورصة المصرية	الشكل (4-4)
169	..... معدل التداول اليومي للبورصة المصرية خلال النصف الأول لسنة 2010	الشكل (5-4)
169	..... القيمة السوقية للبورصة المصرية خلال النصف الأول لسنة 2010	الشكل (6-4)
171	..... الهيكل التنظيمي لبورصة الكويت	الشكل (7-4)
176	..... معدل التداول اليومي لبورصة الكويت خلال النصف الأول لسنة 2010	الشكل (8-4)

176	القيمة السوقية لبورصة الكويت خلال النصف الأول لسنة 2010.....	الشكل (4-9)
178	الهيكمل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء.....	الشكل (4-10)
184	معدل التداول اليومي لبورصة الدار البيضاء للأوراق المالية خلال النصف الأول لعام 2010	الشكل (4-11)
184	القيمة السوقية لبورصة الدار البيضاء للأوراق المالية خلال النصف الأول لسنة 2010.....	الشكل (4-12)
187	مثال عن سلسلة زمنية غير مستقرة.....	الشكل (4-13)
187	مثال عن سلسلة زمنية مستقرة.....	الشكل (4-14)
198	السير العشوائي البسيط.....	الشكل (4-15)
202	إستراتيجية مبسطة لاختبارات الجذر الواحدوي.....	الشكل (4-16)
207	تطور مؤشر بورصة عمّان (ASE) خلال الفترة 2001/06/18 إلى 2009/10/08.....	الشكل (4-17)
208	تطور مردودية مؤشر بورصة عمّان خلال الفترة 2001/06/18 إلى 2009/10/08	الشكل (4-18)
209	توزيع مردودية مؤشر بورصة عمّان.....	الشكل (4-19)
215	تطور مؤشر بورصة الكويت خلال الفترة 2001/06/18 إلى 2009/10/08.....	الشكل (4-20)
216	تطور مردودية مؤشر بورصة الكويت خلال الفترة 2001/06/18 إلى 2009/10/08.....	الشكل (4-21)
217	توزيع مردودية مؤشر بورصة الكويت.....	الشكل (4-22)
224	تطور مؤشر البورصة المصرية (EGX30) خلال الفترة من 2001/06/18 إلى 2009/10/08.....	الشكل (4-23)
225	تطور مردودية مؤشر البورصة المصرية خلال الفترة 2001/06/18 إلى 2009/10/08	الشكل (4-24)
225	توزيع مردودية مؤشر البورصة المصرية.....	الشكل (4-25)
232	تطور مؤشر بورصة الدار البيضاء (ASP) خلال الفترة 2001/06/18 إلى 2009/10/08	الشكل (4-26)
233	تطور مردودية مؤشر بورصة الدار البيضاء خلال الفترة 2001/06/18 إلى 2009/10/08	الشكل (4-27)
234	توزيع مردودية مؤشر بورصة الدار البيضاء.....	الشكل (4-28)

قائمة الاختصارات والرموز

الاختصار / الرمز	الدلالة
$\phi$	المعلومات؛
*	المعامل يختلف معنوياً عن الصفر عند نسبة مجازفة 1%
**	المعامل يختلف معنوياً عن الصفر عند نسبة مجازفة 5%
***	المعامل يختلف معنوياً عن الصفر عند نسبة مجازفة 10%
$\beta$	درجة الحساسية ( ميل خط الانحدار)
$\rho_k$	دالة الارتباط الذاتي
$\chi_t$	متغير عشوائي
RA(RASE)	مردودية مؤشر بورصة عمان
DRA	التغير في مردودية مؤشر بورصة عمان
RT(RIK)	مردودية مؤشر بورصة الكويت
DRT <sub>t</sub>	التغير في مردودية مؤشر بورصة الكويت.
REG(REGX30)	مردودية مؤشر البورصة المصرية.
RP(RASP)	مردودية مؤشر بورصة الدار البيضاء.
DRP	التغير في مردودية مؤشر بورصة الدار البيضاء.
DREG	التغير في مردودية مؤشر البورصة المصرية.
$R_M$	مردودية السوق.
ADF	ديكي فلر المطور.
AMF	صندوق النقد العربي
AR(P)	الانحدار الذاتي من الدرجة P.
ARCH	الانحدار الذاتي لتجانس التباين الشرطي.
ARMA	انحدار ذاتي ومتوسطات متحركة.
ASE	مؤشر بورصة عمان.
ASP	مؤشر بورصة الدار البيضاء.
Beta	بيتا مقياس المخاطر النظامية .
BPA/EPS	ربحية السهم الواحد.
CB	الرسمة البورصية

لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة	<i>COSOB</i>
التباين المشترك	<i>COV(...)</i>
الأموال الخاصة	<i>CP</i>
الأموال الخاصة للسهم الواحد	<i>CPPA</i>
التوزيعات المدفوعة	<i>DD</i>
ديكي فلر	<i>DF</i>
التوزيعات في شكل أسهم مجانية (منحة)	<i>DG</i>
التغير في مؤشر الكويت	<i>DIK</i>
دينار كويتي	<i>DK</i>
سلسلة زمنية متكاملة من الدرجة الأولى	<i>DS</i>
دارين واتسون	<i>DW</i>
أساس اللوغاريتم النيبيري	<i>e</i>
الأمل الرياضي ( )	<i>E()</i>
معدل المردودية المفروض	<i>E(R)</i>
مؤشر الثلاثين للبورصة المصرية	<i>EGX30</i>
نماذج الانحدار الذاتي لتجانس التباين الشرطي المعممة	<i>GARCH</i>
فرضيات السوق الكفاء	<i>HME</i>
معدل الفائدة	<i>i</i>
البنك الدولي للإنشاء والتعمير	<i>IBRD</i>
مؤشر الكويت	<i>IK</i>
صندوق النقد الدولي	<i>IMF</i>
المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال	<i>IOSCO</i>
معدل المردودية المتوقع	<i>K<sub>i</sub></i>
مردودية السوق و الممثلة بالمؤشر.	<i>K<sub>m</sub></i>
معدل المردودية الخالي من المخاطرة؛	<i>K<sub>RF</sub></i>
معامل التأخير	<i>L</i>
مضاعف لاغرانج	<i>LM</i>
لوغاريتم النيبيري	<i>LOG</i>
طريقة المربعات الصغرى العادية	<i>MCO</i>
نموذج توازن الأصول المالية	<i>MEDAF/CAPM</i>



دالة التوزيع الطبيعي	$N()$
منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية	$OCED$
المنظمة العالمية للتجارة	$OMC$
معدل الرسملة البورصية إلى الأموال الخاصة	$PBR$
سياسة توزيع الأرباح	$PD$
مضاعف السعر إلى العائد	$PER$
سعر ممارسة	$Pex$
سعر الورقة المالية في الزمن $i$	$Pi$
الناتج المحلي الخام	$PIB$
فليس و بيرو	$PP$
احتمال إحصائية فيشر	$PROB F$
عدد أشعة التكامل المشترك	$Q$
لجنة (هيئة) بورصة الأوراق المالية	$SEC$
الانحراف المعياري	Std. Dev
الولايات المتحدة الأمريكية	$USA$
حجم التداول	$VOL$

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
240	المؤشرات المحلية لأسعار الأسهم (في نهاية الفترة بالعملة المحلية).....	الملحق 01
241	نسبة التغير المتوي للمؤشرات المحلية لأسعار الأسهم (في نهاية الفترة بالعملة المحلية)	الملحق 02
243	أسعار صرف العملات المحلية أمام الدولار الأمريكي.....	الملحق 03
244	نسبة التغير أسعار صرف العملات المحلية.....	الملحق 04
245	مقارنة بين تطور المؤشرات الأربعة قيد الدراسة.....	الملحق 05
250	أوزان الأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي خلال الربع الثاني لسنة 2008.....	الملحق 06
251	عدد الأسهم المتداولة في سنة 2008 مقارنة مع الربع الثاني 2007.....	الملحق 07
253	المعدل اليومي لعدد الأسهم المتداولة.....	الملحق 08
254	العجز أو الفائض الكلي في الموازنات العامة للدول العربية (2003-2008).....	الملحق 09
255	جدول قانون التوزيع الطبيعي المركز المختصر.....	الملحق 10

## المقدمة

تقوم النظرية الاقتصادية على عدة افتراضات أساسية أهمها رشادة الأعوان الاقتصاديين وكفاءة السوق في تخصيص الموارد المتاحة؛ لكن ظهرت بعض النظريات الحديثة التي حاولت مناقشة واختبار هذه الافتراضات؛ فنظرية الوكالة اهتمت بدراسة سلوك أصحاب المصالح حيث ناقشت انتهازية الوكيل لموكله من خلال تعظيم دالة منفعته على حساب هذا الأخير، في حين درست نظرية الكفاءة مدى قدرة السوق على تخصيص الموارد من خلال تقديم قيمة عادلة للأصول المتداولة انعكاسا للمعلومات الماضية والحالية والمميزة أو الخاصة في الأسعار؛ لكن حدوث أزمات في بعض الأسواق المالية يطرح مشكل فعالية هذه الأسواق.

تقوم الأسواق المالية بدور كبير في تمويل التنمية في جميع الدول لاسيما النامية منها؛ وذلك لما تقوم به من جلب رؤوس الأموال خاصة الأجنبية في ظل التحرير المالي وذلك لما توفره الأسواق الناشئة من فرص غير متاحة في مثيلاتها المتقدمة؛ وذلك في ظل ارتفاع مخاطر التمويل بالاستدانة كأزمة المديونية بالمكسيك مما دفع بالدول المتقدمة إلى فرض شروط ذات تكلفة مرتفعة على الدول ذات الجدارة الائتمانية المنخفضة، ففي ظل هذه الظروف سارعت العديد من الدول إلى تنمية أسواقها المالية بغية توفير بديل لتمويل التنمية عن التمويل بالاستدانة من خلال جلب رؤوس أموال أجنبية؛ ولقيام هذه الأسواق بالدور المنوط بها لابد أن تتوفر هذه الأسواق المالية على الشرط الرئيس وهو توفرها على الكفاءة وإلا صارت بمثابة مصدر لتدمير الثروة والتوزيع غير العادل للدخل بين أصحاب المصالح خاصة في ظل العولمة المالية.

تبقى الأسواق المالية في المنطقة العربية محدودة الأداء مقارنة بالدول الناشئة والمتطورة؛ ويمكن إرجاع ذلك لعدة عوامل من أهمها محدودية نشاط القطاع الخاص وطبيعة الشركات المدرجة بالبورصات العربية، بالإضافة إلى هشاشة النظام المصرفي والأنظمة المحاسبية؛ التي تعتبر حجر الأساس كونها بنك المعلومات التي تمثل أساس اتخاذ قرارات المستثمر المالية ناهيك عن مشكل الشفافية والإفصاح ونمو الاقتصاد غير الرسمي.

حظيت الأسواق المالية العربية اهتمام العديد من الباحثين الأكاديميين في المنطقة العربية في الآونة الأخيرة حيث أضحت الأسواق المالية تمثل عناوين مؤتمرات علمية وأطروحات دكتوراه، إلا أن ذلك يبقى محدود نوعا ما خاصة من الناحية الكمية على المستوى الوطني مقارنة بذلك في باقي الدول المتقدمة والناشئة؛ ومن ثمة بات من الضروري الاهتمام بموضوع الأسواق المالية خاصة من الناحية الكمية والقياسية والتي تعتبر أساليب حديثة في إدارة المخاطر واتخاذ القرارات المالية على الصعيدين الجزئي والكلبي في ظل تكامل مالية المؤسسات مع مالية الأسواق.

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة الأسواق المالية العربية وتكاملها مع بعضها البعض ومع الأسواق المالية العالمية باستخدام تقنية السلاسل الزمنية في المدى الطويل ممثلة في أهم الاختبارات المعتمدة في اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية، واختبارات فرضية السير العشوائي، أضف إلى ذلك اختبارات السببية بمفهوم غرانجر، واختبارات شبه التكامل أو التكامل المتزامن لجوهانسن.

## I. إشكالية الدراسة.

تؤدي الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء؛ وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد، وللقيام بالدور المنوط بها ينبغي أن تتوافر الأسواق المالية على شرط أساسي ألا وهو الكفاءة؛ وإلا أصبحت هذه الأسواق بمثابة مصدر للأزمات وتدمير الثروة خاصة في ظل عولمة الأسواق المالية وتكاملها.

تحاول هذه الدراسة قياس كفاءة الأسواق المالية العربية وتكاملها باستخدام تقنية السلاسل الزمنية لاسيما الحديثة منها، وذلك تحت إشكالية رئيسة هي:

∇ ما مدى كفاءة الأسواق المالية العربية (الأردن، الكويت، المغرب، مصر) وما مدى تكاملها مع بعضها البعض؟

تدرج تحت هذه الإشكالية الرئيسة ست إشكاليات فرعية وهي كما يلي:

1. إلى أي مدى يمكن وصف سلوك مردوديات الأسهم في الأسواق المالية قيد الدراسة بالسير العشوائي؟
2. ما مدى ارتباط أسعار الأسهم في الأسواق المالية العربية قيد الدراسة مع بعضها البعض؟
3. هل تتميز مردوديات الأسهم في الأسواق المالية العربية المدروسة بتوزيع طبيعي؟
4. ما مدى كفاءة الأسواق المالية العربية الأربعة قيد الدراسة؟



































تهدف هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة الأسواق المالية العربية وتكاملها مع بعضها البعض في كل من الأردن، الكويت، المغرب ومصر خلال الفترة 2001-2009، باستخدام اختبارات الاستقرار، اختبارات شبه التكامل و اختبار السببية بمفهوم غرانجر1988، حيث خلصت الدراسة إلى أن الأسعار لا تسير عشوائيا مما يعني عدم كفاءة هذه الأسواق على المستوى الضعيف، وأنه توجد علاقة شبه تكامل بين أسعار أسهمها، ووجود علاقة سببية ذات دلالة بين أسعار الأسهم والعوائد، مما يشجع العمل على إنشاء سوق عربية مشتركة وإقامة تكامل اقتصادي فيما الدول العربية.

الكلمات الدالة: الكفاءة المعلوماتية للأسواق المالية، تكامل الأسواق المالية، اختبارات الاستقرار  
اختبارات شبه التكامل، اختبارات السببية بمفهوم غرانجر1988.

## تمهيد

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخيا بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، وقد جاء انتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية.

عرفت الأسواق المالية تطورات كبيرة وعميقة من ذلك الحين، وبغض النظر عن تلك التطورات أصبح موضوع أسواق الأوراق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي.

نتناول في هذا الفصل موضوع الأسواق المالية وذلك بنظرة مختصرة تمهيدا لدراسة مدى كفاءتها ودرجة تكاملها مع بعضها البعض كل في فصل مستقل كما سنرى لاحقا، فالأسواق المالية ما هي إلا مكان التقاء عرض الأموال والمتمثل في جانب المدخرين والطلب على هاته الأموال متمثلا في جانب المستثمرين وفي هذا الإطار قسم هذا الفصل إلى أربعة مباحث؛ نعرض في المبحث الأول عن ماهية الأسواق المالية ونتناول في المبحث الثاني الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية، وفي المبحث الرابع إجراءات التعامل في الأسواق المالية، وأخيرا عقود المعاملات في هذه الأسواق.

## المبحث الأول: حقيقة الأسواق المالية

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة التي تعتمد على القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية، وتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة نظرا لما تزاوله من نشاط، وتعتبر انعكاسا للنظم والسياسات المالية والاقتصادية المتبعة في أي دولة، وكلما كان النظام المالي للدولة متطورا كلما أدى ذلك إلى تطور النشاط الاقتصادي وتقدمه ودعم التنمية الاقتصادية التي تعتمد إلى حد كبير على مدى أو معدل تجميع رأس المال والذي يعتمد بدوره على معدل الادخار ويمكن للمؤسسات المالية أن تؤثر على التنمية الاقتصادية ايجابيا من خلال تعبئة المدخرات الكافية والتوزيع الكفء لهذه المدخرات المجمعة على الاستثمارات وإزالة الازدواج المالي بين السوق المالي المنظم والسوق المالي غير المنظم.

يوجد في كل المجتمعات أصحاب الفوائض من السيولة، كما يوجد في الجهة المقابلة أصحاب العجز الذين يريدون الاستثمار، لذا فإن الأسواق المالية تلعب دور الوساطة في انتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد أو المؤسسات ذات العجز نظرا لصعوبة الانتقال المباشر للأموال بين الطرفين، وذلك من خلال المؤسسات المالية والأدوات الاستثمارية في هذه الأسواق، وفي صدد التعرف على ماهية هذه الأخيرة تضمن هذا المبحث أربعة مطالب: المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية، المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية، المطلب الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية وأهميته، المطلب الرابع: شروط إنشاء بورصة الأوراق المالية.

### المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية الآلية التي يتم من خلالها تحويل الفوائض المالية المتراكمة إلى استخدامات إنتاجية مما يؤدي إلى زيادة الحمول الإنتاجية وبالتالي زيادة فرص العمالة فالدخل القومي؛ ومن ثم إلى مستوى الرفاه الاقتصادي، عادة ما يطلق على سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية، أي سوق الأسهم والسندات -وهو المفهوم السائد لسوق المال- ويطلق على سوق الأوراق المالية كذلك اسم البورصة أو بورصة القيم المتداولة أو بورصة القيم المنقولة.

تعتمد على معدل متغير (عائم) من أحد الأطراف و يسمى بالدافع المتغير (Looting Payer) ، بينما يلتزم الطرف الآخر بدفع فائدة تعتمد على معدل فائدة ثابت و يسمى بالدافع الثابت؛ أو ما يعرف بـ: ( Fixed Payer)، ومبادلات الفائدة عبارة عن اتفاق بين طرفين على تبادل معدلات فائدة متغيرة (عائمة) بمعدلات فائدة ثابتة، على مبلغ محدد، بعملة معينة، دون أن يقتزن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ، وهناك نوعين من أنواع عقود المبادلات وهي مبادلات المدفوعات ومبادلات المقبوضات.

## 2-2 عقود مبادلة العملات (Currencies Swaps): عقود مبادلة العملات عبارة عن

بيع (أو شراء) عملة معينة في استحقاق معين، ثم شراء (أو بيع) نفس العملة في استحقاق آخر حيث يقوم طرفان بعقد اتفاق بينهما يتضمن العمليتين التاليتين في نفس الوقت:

الأولى: عملية شراء (أو بيع) عملة معينة مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الآني (الفوري) بسعر الصرف الآني (الفوري) بين العمليتين، حيث يلتزم هنا أحد الأطراف بالدفع على عملة معومة بينما الطرف الآخر يدفع على عملة أخرى بمعدل ثابت. لذلك فتغيرات أسعار الفائدة هي التي تحدد الربح والخاسر في مبادلة أسعار الفائدة بينما في مبادلة أسعار الصرف فإن التغير في أسعار هذه الأخيرة يحدد مركز الربح و الخسارة. كما يجب أن نشير هنا إلى أن الأصل المالي هو فقط لحساب معدل الفائدة ولا يجري مبادلته لذلك يدعى بأصل وهمي، والمبادلة تتحدد بالفائدة فقط دون رأس المال.

الثانية: عملية بيع (أو شراء) في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقا بين العمليتين.

وتعتمد عمليات مبادلة العملات على التوقعات المستقبلية للفروق في معدلات فائدة وأسعار الصرف بين العمليتين محل التعاقد.

## 2-3 عقود مبادلة عوائد الأسهم: عقود مبادلة عوائد الأسهم عبارة عن اتفاق على مبادلة لمعدل العائد

على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر في تاريخ لاحق، ومن الواضح أن هذه المبادلات لا تتم بين نفس عوائد الأسهم.

## 2-4 عقود مبادلة السلع.



































































































































## خلاصة الفصل

كون الأسواق المالية مظهرا من مظاهر التقدم الحديثة؛ لما لها من أهمية، وما لها من أدوار تلعبها في تفعيل النشاط الاقتصادي؛ في جميع المجالات، تناولنا في هذا الفصل حقيقة الأسواق المالية، الأدوات المالية المتداولة فيها، إجراءات التعامل فيها، عقود المعاملات التي ترم فيها.

بخصوص حقيقة الأسواق المالية، وردت في الدراسة عدة تعاريف للأسواق المالية؛ منها أن الأسواق المالية هي الآلية التي يتم من خلالها تحويل الفوائض المالية المتراكمة إلى استخدامات إنتاجية؛ ومن ثمة إلى رفع مستوى الرفاهية، كما تم تصنيف أنواع هذه الأسواق على حسب عدة اعتبارات؛ نجد النوعين السوق الأولية والسوق الثانوية على حسب جهة الإصدار والتداول، وعلى أساس نوع الأدوات المتداولة نجد السوق النقدية وسوق رأس المال، كما تم تقسيمها على أساس مكان التداول إلى السوق المنظمة والسوق غير المنظمة، وفي الواقع العملي لا يمكن الفصل التام بين هذه الأنواع؛ فهي متداخلة إلى حد كبير جدا. بعد ذلك تناول هذا المبحث أهمية وفوائد الأسواق المالية من خلال الوظائف التي تؤديها (الوظائف الأساسية، الوظائف الاقتصادية، الوظائف الفنية)؛ فهي بذلك توفر قنوات ومداحيل سليمة أمام صغار المستثمرين، وتمثل أداة رئيسة لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول.

تحتل الأسواق المالية بأهمية بالغة، نظرا لما تؤديه من وظائف وذلك بالاعتماد على محفظة من الأدوات المالية؛ بما في ذلك أدوات السوق النقدية من جهة؛ حوالات الخزانة وشهادات الإيداع القابلة للتداول والأوراق التجارية الاستثمارية...، وأدوات سوق رأس المال من جهة ثانية؛ الأسهم العادية والسندات والأسهم الممتازة والأوراق التي تصدرها صناديق الاستثمار... .

تنطوي الأسواق المالية على جملة من عقود التعاملات منها العقود العاجلة (ال شراء بكامل الثمن، الشراء بالهامش، البيع على المكشوف)، والعقود الآجلة (العمليات الآجلة مع شرط الفسخ، المراجحة والوضيعة، العمليات الآجلة الباتة...)، والعقود المستقبلية (العقود المستقبلية المالية، وتلك التي تنصب على صناديق المؤشرات)، وعقود الخيارات وعقود المبادلات.

أخيرا يمكن الانتقال لدراسة كفاءة الأسواق المالية؛ إذ أنه كلما كانت كفاءة كلما كانت لها القدرة أكثر في تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة، وهذا ما نتناوله في الفصل الموالي.

## تمهيد

بعد تناولنا لحقيقة الأسواق المالية، وأهميتها ودورها في تنمية الدول وخصوصا الدول الناشئة؛ بات من الضروري التحدث عن كفاءة هذه الأسواق، لأن أي انخيار في هذه الأسواق يسبب تبعات جسيمة على اقتصادات تلك الدول، كما يرجع بالاقتصاد خطوات ومراحل عديدة إلى الوراء؛ ومن ثم عرقلة مراحل الإصلاح والتنمية.

مما لا شك فيه أن أسواق الأسهم في عدد من دول العربية هي من النوع الذيعاني منالكثير من التشوهات الناتجة عن نقصالشفافية وافتقارالسوق إلى العمق والسعة، بسبب قلة الأسهمالمعرضة للتداول كنسبة من الأسهم المصدرة؛ مما سهل على المضاربين التحكم فيالأسعار؛ ولهذا كانت تلك الأسواق جاهزة لحدوثعمليات تصحيحية كبيرة بسبب أسعار بعض الأسهم التي أصبحت بقيم مبالغ فيها قياساعلى ماتملكه من قدرة على تحقيق عائد مرض، أو على قدرة كامنة للنمو، أوكونها أسهما في شركات لا تدار بشكل مريح ولا تلتزم بمبادئ الحكمالرشيدالمتفق عليها دوليا في إدارة الشركات، وهكذا بدأت المؤشرات بالارتفاعبشكلالمعقول في الفترة ما قبل الأزمة، واعتبرحينها مؤشر صحة وعافية لهذه الأسواق من قبل الكثير، بينما كان ذلكعلى الأقل يحتمل خطرا كامنا يجب العملعلى تلافيه قبل فوات الأوان.

نتناول في هذا الفصل أربع مباحث؛ في الأولأساسيات حول نظرية الكفاءة (مفاهيم وركائز)، وفي المبحث الثانيإطار التحليلي لنظرية السوق الكفاء وسلوك السعر فيه، في الثالث الكفاءة المعلوماتية من حيث المستوى والمتطلبات وعلاقتها بالتحليلين الأساسي والفني، وفي المبحث الرابع الأزمة المالية وتأثيرها على الأسواق المالية.

## المبحث الأول: أساسيات حول نظرية الكفاءة

يحتاج المتعاملون في السوق المالية لمعرفة كل كبيرة وصغيرة حول المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، والتي يريدون الاتجار بها؛ وذلك من أجل الوقوف على القيمة الحقيقية لها ومن ثم مقارنتها مع قيمتها السوقية ودراسة مدى تحقيق أرباح غير عادية جراء ذلك، يفترض أصحاب التحليل الأساسي - كما سنرى ذلك في المبحث الأخير من هذا الفصل - أنه لا يمكن تحقيق مثل هذه الأرباح وأن السوق تتصف بالكفاءة. من أجل التعرف على أساسيات الكفاءة قسم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب؛ نعرض في الأول مفهوم كفاءة الأسواق المالية والفرضيات التي تقوم عليها، وفي الثاني الكفاءة التامة والكفاءة الاقتصادية، وفي الثالث المطالب الأخير المرتكزات الأساسية لتحقيقها.

### المطلب الأول: مفهوم وفرضيات كفاءة السوق المالية

يعرف السوق المالي الكفاء علمانه السوق المالي الذي تعكس فيه أسعار التداول كافة المعلومات المتاحة في كافة الأوقات، فإذا ظهرت معلومات جديدة عن إحدى الشركات المتداول أسهمها يتحرك سعر السهم بسرعة ويرشد في الاتجاه المناسب ليعكس أثر هذه المعلومات، وهناك أربعة شروط أساسية (فرضيات السوق الكفاءة)<sup>1</sup> يجب توافرها في السوق حتى يتسم بالكفاءة هي:

#### 1. شروط كفاءة السوق المالية

- ❖ -توافر شبكة اتصالات منظمة وعالية الكفاءة مما يمكن الحصول على المعلومات بشكل متاح وبدون تكلفة لكافة المشاركين بالسوق في نفس الوقت (الكفاءة المعلوماتية)؛
- ❖ يجب أن تكون السوق ممهدة بحيث لا تكون هناك تكاليف للمعاملات المالية وأن لا تخضع الأرباح للضرائب وألا يتم تحميل الصفقات المالية بأية أعباء أخرى (الكفاءة التشغيلية)؛
- ❖ يجب أن يتسم السوق بالمنافسة النزيهة بشرط ألا تتأثر الأسعار بالعمليات الفردية للتداول سواء تمت عن طريق مستثمر فرد أو مستثمر مؤسسي؛

<sup>1</sup> - هناك من يضيف شرطا آخر هو: (وجوب تغير الأسعار تبعا للمعلومات الواردة للسوق؛ وتعبير رياضي يجب أن تكون الأسعار دالة في المعلومات) ويطلق أحيانا على هذه الشروط أيضا معايير كفاءة السوق.































































































**1-3-1.** السيولة؛ من أجل تلبية الطلب المتزايد على النقد، كما تعهدت الحكومات في كل من السعودية والبحرين والإمارات بضمان جميع ودائع الأفراد في البنوك المحلية، واتخذت هذه الدول عدة إجراءات من أجل منع انتقال حمى الأزمة إلى القطاع المصرفي؛ وتأخذ على سبيل المثال من هذه الإجراءات:

**1-3-3.** بعض الإجراءات المتخذة في الكويت لمواجهة الأزمة المالية العالمية 2008.

❖ قامت الدولة بضخ مليار دينار سيولة في الأسواق.

❖ قام البنك المركزي بعرض أموال لليلة الواحدة، ولأسبوع، ولشهر؛ بقصد توفير السيولة الخاصة بعد انهيار الأسعار.

**2-3-3.** بعض الإجراءات المتخذة في الإمارات لمواجهة الأزمة المالية العالمية 2008.

- ❖ منح قروض قصيرة الأجل من طرف البنك المركزي بمقدار 50 مليار درهم، كما خصص تسهيلات للبنوك من أجل استعمالها كقروض قصيرة الأجل.
- ❖ قام البنك المركزي بإعادة شراء كل شهادات الإيداع التي تبقى عن مدتها 14 يوماً، وألغى السحب على المكشوف بصفة مؤقتة.

### 3-3-3. بعض الإجراءات المتخذة في قطر لمواجهة الأزمة المالية العالمية 2008.

- ❖ قررت هيئة الاستثمار شراء ما بين 10-20 بالمائة من أسهم البنوك المدرجة في السوق.
- ❖ تخفيض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية وهو نفس الإجراء الذي اتخذته معظم دول الخليج في إطار تخفيض تكلفة التمويل.

### 3-3-4. بعض الإجراءات المتخذة في السعودية لمواجهة الأزمة المالية العالمية 2008.

- ❖ تقدم عشرة مليار ريال للبنك السعودي للتسليف والادخار؛ والذي يقدم قروضا دون فوائد.
- ❖ أعلن البنك المركزي السعودي وتعهد بتوفير السيولة التي تحتاجها البنوك، وبأية مبالغ، مع منحها خيار اقتراض 75 بالمائة من الأوراق المالية الحكومية؛ والتي تبلغ قيمتها 200 مليار؛ ما يعادل 53.1 مليار دولار.
- ❖ أعلن كذلك البنك المركزي عن خفض معدلات الفائدة بنصف نقطة لتصبح 5 بالمائة، وخفض الاحتياطي الإجباري من 10 إلى 5 بالمائة.



## خلاصة الفصل الثاني

تناولنا في هذا الفصل معظم الجوانب المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية؛ بدءاً بمفهومها والركائز والمركزات التي تقوم عليها، ثم أنواعها، المتطلبات المتعلقة بها، علاقتها بالتحليل الفني، علاقتها بالتحليل الأساسي، وختم الفصل بالتعريف بالأزمة المالية 2008، وتأثيرها على الأسواق العربية والدولية.

يقصد بكفاءة السوق المالية أن تكون المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية منعكسة في الأسعار المتداولة إلى غاية التاريخ الحالي؛ وأن أية معلومات جديدة تنعكس فوراً في هذه الأسعار وقت وصولها، وبذلك تكون القيمة السوقية دالة في المعلومات المتاحة، وليس هناك فارق كبير بينها وبين القيمة الحقيقية للورقة المالية؛ بحيث يزول هذا الفارق مع آلية السوق.

تأخذ الكفاءة ثلاث مستويات (أو أشكال)؛ المستوى الضعيف والمستوى شبه القوي (المتوسط) والمستوى القوي؛ نقول عن السوق المالية أنها كفءة عند المستوى الضعيف إذا كانت الأسعار السوقية فيها تعكس المعلومات التاريخية فقط؛ وأن هذه الأخيرة لا تجدي نفعاً في تحديد الأسعار المستقبلية، ونقول عنها أنها كفءة عند المستوى المتوسط إذا كانت الأسعار السوقية فيها تعكس المعلومات التاريخية والحالية، وتكون كفءة عند المستوى القوي إذا كانت تعكس المعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتوقعة والمعلومات الخاصة.

تتمثل متطلبات الكفاءة في الخاصيتين الأساسيتين للسوق المالية الكفاءة؛ وهما الكفاءة الخارجية والكفاءة الداخلية، تعرف الأولى باسم الكفاءة التسعيرية التي تعني انعكاس المعلومات المتاحة في الأسعار السوقية وسرعة استجابة هذه الأخيرة لها، أما الخاصية الثانية فتتمثل في قدرة السوق على أداء وظائفه بأقل تكلفة ممكنة وتسمى أيضاً بالكفاءة التشغيلية.

تأثرت الأسواق المالية في الدول الكبرى والدول الناشئة جراء الأزمة المالية 2008؛ والتي بدأت في أمريكا بسبب أزمة الرهون العقارية سنة 2007، وانتقلت العدوى إلى بقية دول العالم وطالت الأزمة العقارية بدون وضع أي حلول مجدية؛ وحدود مثبطة لها حتى تفاقمت الأمور، وانهارت كبريات شركات العالم وانعدمت السيولة في الأسواق المالية؛ فانفجرت الأزمة في سبتمبر 2008؛ وانهارت بورصة وول ستريت وتلتها معظم بورصات العالم بما في ذلك الأسواق المالية في الدول الناشئة. وهكذا أثارت هذه الأزمة شكوكاً حول فعالية وكفاءة الأسواق المالية، إذ لم تقف عند هذا الحد بل مست مبادئ الاقتصاد الرأسمالي برمته، واستحالت فكرة اليد الخفية لآدم سميث؛ إذ تدخلت الدول والحكومات بخطط إنقاذ لكبريات الشركات والمؤسسات المالية.

## تمهيد

أدت ظاهرة العملة إلى تشابك وترابط مختلف دول العالم في العديد من مجالات الحياة؛ لاسيما الاقتصادية منها والمالية التي تبدأ بعملة الأسواق المالية (النجار 2005). في ظل العملة المالية يتم تبادل الأصول المالية والنقدية خارج حدود الوطن حيث أضحت الأسواق المالية الدولية وساطة ربط بين الكثير من دول العالم بسبب احتوائها لصفقات في سوق الصرف، الأسهم، السندات، القروض الدولية وبرز ظاهرة الدولار الأوروبي (الدولة).

ازدادت العملة انتشارا بشكل مذهل في الآونة الأخيرة بفضل التكنولوجيا الحديثة التي أدت إلى نهاية الجغرافيا وبرز مصطلح القرية المالية الكونية الذي صاحبه ظهور ثورة مالية سمحت باختكار أدوات مالية جديدة بفضل الهندسة المالية في ظل انتشار المعلومة كلمح البصر وسرعة اتخاذ القرار.

يطرح مشكل تكامل الأسواق المالية في الدول النامية مع بعضها ومع الدول المتقدمة الكثير من الجدل في صفوف المفكرين الماليين حول أهمية اندماج وتكامل الأسواق المالية في التنمية لهذه الدول وكذا المخاطر والمشاكل التي تولدها عملة الأسواق المالية، لذلك نحاول في هذا الفصل إبراز ماهية عملة الأسواق المالية وعلاقتها بالتنمية في الدول النامية في المبحث الأول، أما المبحث الثاني فتناول ماهية تكامل الأسواق المالية وآليات وسبل ذلك، كما خصص المبحث الثالث لعرض بعض الجهود المبذولة في سبيل تحقيق التكامل بين الأسواق المالية العربية.

## المبحث الأول: عولمة الأسواق المالية وعلاقتها بالتنمية في الدول النامية

صارت ظاهرة العولمة حقيقة تعيشها الشعوب في شتى أنحاء العالم وفي جميع المجالات إذ يعيشها البعض طرفا فاعلا ومؤثرا، فيما يعيشها البعض الآخر بشكل سلبي وغير إيجابي، ويكتفي بدوره متلقيا ومتفرجا. إن العلاقة بين الثقافات يجب أن تقوم على التفاعل، والتأثر والتأثير المتبادل، بحيث لا يلغى التمايز الثقافي. لكن واقعنا المعاش حاليا يوضح لنا أن الاحتكاك بين الحضارات قد يكون مدمرا، أو احتوائيا أكثر تدميرا وخطورة. فالواضح أن الحضارة الغربية، هي الآن الحضارة المنتصرة والمهيمنة، وأن الاحتكاك بينها وبين الثقافة العربية لا بد أن يؤدي إلى تبعية هذه الأخيرة؛ لأن الحضارة الغربية تملك كل مفاتيح الفوز والنصر، فلا يوجد أي توازن أو تعادل بين الحضارة الغربية والحضارة العربية في المرحلة الراهنة. وفي هذه اللحظة الحضارية، التي تتربع الولايات المتحدة الأمريكية على عرش الكوكب بلا منازع، تحاول جاهدة بكل الطرق والوسائل العلمية والاقتصادية وحتى العسكرية، فرض نموذجها الثقافي الفريد من نوعه- الحضاري، تحت شعارات حقوق الإنسان، والديمقراطية، والحرية ... الخ.

### المطلب الأول: ماهية العولمة المالية

تعرف العولمة بأنها العملية التي يتم من خلالها تقليص القيود التي تفرضها الجغرافيا على الأنظمة الاقتصادية والثقافية والاجتماعية؛ أي أنها كل المستجدات والتطورات التي من شأنها أن تجعل الاقتصاد العالمي اقتصادا موحدًا. تعني العولمة تزايد الاعتمادات الاقتصادية المتبادلة بين دول العالم بوسائل متعددة؛ منها زيادة حجم وتنوع معاملات السلع والخدمات عبر الحدود، والتدفقات الرأسمالية الدولية، وكذلك من خلال سرعة ومدى انتشار التكنولوجيا المتقدمة، وتتيح العولمة أيضا فرصا وتحديات جديدة أمام الاقتصادات وصانعي السياسات، وبوجه عام فإن مزايا العولمة تشبه مزايا التخصص وتوسيع نطاق الأسواق عن طريق التجارة، وهو ما يشدد عليه الاقتصاديون











































































الشعبية، المملكة العربية السعودية، الجمهورية العربية السورية، جمهورية العراق، سلطنة عمان، دولة فلسطين، دولة قطر، دولة الكويت، جمهورية مصر العربية.

### 3- أهداف الاتحاد: من بين أهداف الاتحاد ما يلي:

- ❖ التعاون من أجل الوصول إلى أعلى درجات التنسيق للحفاظ على كفاءة وسلامة معاملات أسواق الأوراق المالية العربية وتبادل المعلومات والمساعدات الفنية والخبرات الخاصة من أجل دعم تطور الأسواق العربية، ووضع قواعد تنظيمية فعالة لها.
- ❖ العمل على توحيد الجهود من أجل الوصول إلى مستويات فعالة للرقابة على المعاملات في الأسواق العربية، والتنسيق والتعاون بين الأعضاء فيما يتعلق بالقوانين والأنظمة ذات العلاقة لتحقيق أكبر قدر من الانسجام والتوافق بينها.
- ❖ السعي من أجل تذليل الصعوبات التي تعترض الاستثمار العربي، وتوسيع قاعدته وتنويع أدواته إضافة إلى الارتقاء بمستوى أداء قطاع الأوراق المالية العربية وتشجيع الإدراج والتداول المشترك في الأسواق العربية.

تعتبر دولة الإمارات العربية المتحدة من الدول التي بادرت بالدعوة لقيام الاتحاد، بهدف إيجاد تجمع مهني وآليات تساهم في تعزيز التنمية والتكامل الاقتصادي العربي عن طريق السعي إلى تحقيق المواءمة والتوافق بين القوانين والأنظمة المطبقة في الأسواق المالية العربية، ومن ثم الارتقاء بالمستوى التشريعي والتنظيمي لهذه الأسواق بما يحقق مستويات عالية في الكفاءة والشفافية، وتبادل المعلومات والخبرات والمشورة بين الدول الأعضاء، وتطوير معايير الرقابة على أسواق رأس المال، حفاظاً على سلامة معاملات هذه الأسواق بعيداً عن المضاربات غير المشروعة وجميع أشكال التلاعب، أضف إلى ذلك تسهيل سبل التعاون في تنظيم الإصدارات العامة للأوراق المالية، وتشجيع الإدراج المشترك في الأسواق العربية، بما يعزز الاستثمارات البنائية، ونشر الوعي الاستثماري في كافة الدول المنضمة للاتحاد<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>- لمزيد من التفصيل أنظر: <http://sca-mo1.sca.ae/Arabic/Pages/sitemap.aspx>

## خلاصة الفصل

يعتبر التكامل بين الأسواق المالية السبيل نحو تحقيق حلم السوق العربية المشتركة؛ والتي تعتبر أحد العناصر الأساسية للوحدة الاقتصادية كركن من أركان التكامل الاقتصادي العربي؛ إضافة إلى الاتحاد

الجمركي واتفاقيات التجارة الحرة، والسوق المشتركة ما هي إلا قناة هيكلية من أجل تحقيق الوحدة ومن ثمة الحفاظ عليها لمواجهة تحديات العولمة المالية.

يقصد بتكامل الأسواق المالية اندماج هذه الأسواق بحيث يسمح التعامل بالأوراق المالية في كل الأسواق معاملة واحدة وبكل حرية، إصدارا وتداولاً، وبنفس السعر على اعتبار التعامل بالعملة الموحدة؛ أو الأخذ في الحسبان فوارق أسعار الصرف كما في حالة ربط الأسواق؛ وهذه الحالة تختلف عن تكامل الأسواق المالية في أن كل سوق تحتفظ بقوانينها ولوائحها التشريعية.

تكتسي الأسواق المالية صفة التكامل إذا توافرت على عدة صفات متداخلة ومتكاملة من أهمها: وجود قانون موحد لجميع الأسواق، وتوافر لوائح تنظيمية موحدة للتداول، مؤسسات وساطة مرخصة للعمل في جميع الأسواق، آليات موحدة لتنظيم التسوية والتقاص، الاتفاق على نظام واحد للحوكمة.

يحظى تكامل الأسواق المالية بأهمية بالغة نظراً لما له من فوائد متعددة تعود على المتعاملين فيها وعلى التنمية في البلاد بصفة عامة؛ من أهم هذه الفوائد تقليل التكلفة، زيادة الأرباح، تقليل المخاطر الاستثمارية وذلك بزيادة فرص التنويع في المحافظ الاستثمارية، وعلى الرغم من الأهمية البالغة لهذا الموضوع إلا أن فرص تحقيق هذا التكامل لا زالت بعيدة على المستوى العربي، ولكنها خرجت من مستوى التطلعات واستقرت على مسار الطموح.



## تمهيد

على غرار التطورات التي عرفتھا البورصات في الدول المتقدمة، شهدت الأسواق المالية في الدول الناشئة والسائرة في طريق النمو تطورات عديدة على قدر المراحل التي مرت بها كل سوق والمرتبطة أساسا بالتحويلات والإصلاحات التي تقوم بها الدول، والدول العربية كجزء من هذه الدول عرفت بعض أسواقها المالية تغيرات وتطورات بالرغم من العوائق المتعددة التي واجهتها والأزمات التي عصفت بها؛ نحاول في هذه الدراسة كمرحلة أولى اختبار كفاءة بعض الأسواق المالية العربية عند المستوى الضعيف، بالاعتماد على أدوات الاقتصاد القياسي ابتداء من السير العشوائي والسير العشوائي المعمم والنماذج التنبؤية المختلفة ذات التوقع الشرطي، وتطبيق النماذج الانحدارية ذات التباين الشرطي غير المتجانس؛ وذلك على حسب الخصائص الإحصائية لمؤشر كل سوق من تلك الأسواق، وفي المرحلة الثانية نحاول الكشف عن مدى الارتباط بين الأسواق المدروسة ودراسة السببية بينها من أجل تعزيز التكامل بين الدول العربية.

قسمت هذه الدراسة إلى ثلاثة أجزاء؛ بعد تقديم الفصل خصص الجزء الأول لإلقاء نظرة عامة حول الأسواق المالية قيد الدراسة، والجزء الثاني خصص لاختبار كفاءة الأسواق المالية قيد الدراسة، ثم اختبار تكامل هذه الأسواق.

## المبحث الأول: نظرة عامة حول الأسواق المالية قيد الدراسة

نتناول في هذا المبحث الأسواق المالية قيد الدراسة؛ حيث خصص كل مطلب لإلقاء نظرة على سوق من هذه الأسواق؛ سوق عمان للأوراق المالية، البورصة المصرية، سوق الكويت للأوراق المالية، سوق الدار البيضاء للأوراق المالية.

توال إنشاء البورصات عبر العديد من دول العالم العربي؛ فأنشئت بورصة الإسكندرية رسمياً في عام 1888، أما بورصة القاهرة فأنشئت في عام 1903<sup>1</sup>، وفي المغرب سنة 1929م، وفي الأردن باشر سوق عمان المالي عمله سنة 1978م، وفي الكويت سنة 1983، وبتونس سنة 1989م...<sup>2</sup>.  
تشمل هذه الدراسة أربعة أسواق مالية؛ بورصتي القاهرة والإسكندرية(البورصة المصرية)، بورصة عمّان سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة الدار البيضاء.

### المطلب الأول: سوق عمان للأوراق المالية.

#### 1. نشأة سوق عمان.

أنشئت سوق عمّان المالية بموجب القانون رقم 3 لسنة 1976، وتم افتتاحها رسمياً بتاريخ الفاتح من أبريل 1978، وقد صدر قانون عمان المالي رقم 3 لسنة 1990، ثم تبعه في عام 1997 قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 ليوضح كافة الأمور والقضايا المتعلقة بالسوق ويفصل بين الدورين الرقابي والتشريعي من ناحية والجانب التنفيذي من ناحية أخرى، ونتج عن ذلك إنشاء ثلاث مؤسسات منفصلة: بورصة عمان، وهيئة الأوراق المالية، ومركز إيداع الأوراق المالية. قطعت هذه السوق منذ إنشائها وحتى تأسيس بورصة عمان شوطاً طويلاً ومراحل عديدة، فقد ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية من 9.7 مليون دينار عام 1978، ليصل إلى 20.9 مليار دينار في عام 2008.

<sup>1</sup> -الأعضاء المؤسسون للبورصة في عام 1903 -موريس كاتاوى بك - الرئيس أريب - كوكسن -جناروبولو أوزبول -ماكليفري - أدولف كاتاوى ممثل عن - (Courtier en Merchandises) أ. ك ريد ( ممثل عن Courtier en Valeurs ) هذا بالإضافة إلى ممثل عن كل من بنك ليونيز الإثمناني، بنك مصر، البنك العثماني الامبريالي، البنك المصري البريطاني والبنك الأهلي المصري. وكان السكرتير العام للبورصة في عام 1903 السيد بوتيني، [http://www.egyptse.com/index\\_a.asp07/2009](http://www.egyptse.com/index_a.asp07/2009)  
<sup>2</sup> - <http://ar.wikipedia.org/wiki06/2009> .

تهدف هيئة الأوراق المالية إلى توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية وتنظيم وتطوير ومراقبة سوق الأوراق المالية وحماية حملة الأوراق المالية والمستثمرين فيها والجمهور من أي تعامل غير سليم وفي سبيل تحقيق هذه الأهداف تقوم بالأعمال التالية:

- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها؛
- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات<sup>1</sup> الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها؛
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها؛
- تنظيم عمليات البيع على المكشوف للأوراق المالية،
- تنظيم العروض العامة لشراء أسهم الشركات المساهمة العامة.

تكمن أهمية هيئة الأوراق كمؤسسة رقابية في فصل الدور الرقابي والتشريعي عن الدور التنفيذي وفي تحقيق سلامة التداول والاستثمار وكذلك سلامة التعامل بالأوراق المالية حماية للمستثمرين المحليين والعرب والأجانب ضمن مناخ جاذب وآمن كما تقوم الهيئة بتوفير مناخ الإفصاح والشفافية اللازمين في سوق الأوراق المالية ومن أجل ذلك هناك دائرة الإصدار والإفصاح وهي أحد أهم الدوائر والوحدات الإدارية<sup>2</sup> التابعة للجهاز الإداري للهيئة.

يعتبر مركز إيداع الأوراق من أهم مؤسسات سوق رأس المال الذي يوكل إليه التعاون مع بورصة عمان لإحداث نقلة نوعية على مستوى عالمي لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية وإيجاد مناخ ملائم للاستثمارات المالية وتخفيض كلفة الاستثمار ورفع كفاءة تسوية العمليات على الأوراق المالية في المملكة الأردنية.

<sup>1</sup> - وهذه الجهات هي: بورصة عمان ( سوق الأوراق المالية )، مركز إيداع الأوراق المالية، الشركات المساهمة العامة، صناديق الاستثمار، معتمدو المهن المالية .

<sup>2</sup> - والتي يبلغ عددها 9 دوائر كالتالي: دائرة الإصدار والإفصاح، دائرة الرقابة على سوق رأس المال، دائرة الترخيص والتفتيش، دائرة التنفيذ والمتابعة، دائرة البحوث، دائرة تكنولوجيا المعلومات، دائرة الشؤون الإدارية والمالية، مكتب الشؤون القانونية، مكتب الرقابة الداخلية.







































































































































































## خلاصة الفصل الرابع

تناولنا في الفصل الأسواق المالية قيد الدراسة وأهم الأدوات الإحصائية والقياسية المستعملة فيها، كما تم اختبار الكفاءة المعلوماتية للبورصات العربية الأربعة بورصة عمان، بورصة مصر، بورصة الكويت، بورصة الدار البيضاء، وبعد ذلك تم اختبار مدى تكاملها اعتمادا على الأسعار والمردوديات.

تم التعريف بالبورصات العربية قيد الدراسة بنظرة مختصرة، ونظرا للاختلافات الجوهرية بينها في القوانين والتشريعات المنظمة لها، وسعيا منا من أجل إعطاء صورة موحدة عنها؛ تطرقنا للعناصر التالية في كل منها: نشأة البورصة، الهيكل التنظيمي، المؤشرات العامة فيها، تقسيمات السوق ومراحل التداول، بعض الإحصائيات حول أداء كل منها.

بعد أخذ صورة مبسطة عن تلك البورصات؛ تم التعريف بالأدوات الإحصائية والقياسية ذات الصلة بالموضوع؛ السير العشوائي البسيط، السير العشوائي المعمم، حركة براونيان والمرتبطة أساسا بالخيارات، السلاسل الزمنية وما يتعلق بها وفق طريقة بوكس جينكينز، نماذج GARCH ومستحدثاتها، التكامل المشترك.

تتمثل أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن الأسواق المالية العربية الأربعة لا تتسم بالكفاءة المعلوماتية عند المستوى الضعيف، ترتبط أسعار الأسهم في الأسواق المالية العربية مع بعضها البعض بصفة طردية وقوية، يثبت اختبار التكامل المتزامن بين أسعار الأسهم في الأسواق المالية العربية المدروسة بوجود شعاع واحد للتكامل المتزامن حسب اختباري الأثر والقيمة الذاتية العظمى، كما يثبت هذا الاختبار أيضا وجود أكثر من شعاع للتكامل المشترك بين مردوديات الأسهم في الأسواق المالية العربية المدروسة مما يشير إلى إمكانية التكامل بين البورصات العربية.

## الخاتمة

تعتبر الأسواق المالية أهم آلية لجلب وحشد الموارد المالية، من أجل توظيف وتمويل المشاريع الاستثمارية، وانطلاقاً من وعي الدول العربية بهذه الأهمية بادر جلها في إنشاء وتطوير بورصاتها؛ إذ نجد أغلب البورصات العربية حديثة النشأة؛ تناولت هذه الدراسة كفاءة وتكامل أربعة منها وهي بورصة عمان، بورصة مصر، بورصة الكويت، بورصة الدار البيضاء.

جاءت هذه الدراسة تحت عنوان " كفاءة وتكامل الأسواق المالية" مع دراسة قياسية بالبورصات العربية (الأردن، الكويت المغرب، مصر) خلال الفترة 2001-2009، من خلال دراسة حالة هذه البورصات اعتماداً على المؤشرات اليومية خلال الفترة 2001-2009، باستعمال الأساليب القياسية الحديثة، والآن نذكر بالإشكالية الرئيسة لهذا البحث:

**ما مدى كفاءة الأسواق المالية العربية (الأردن، الكويت، المغرب، مصر) وما مدى تكاملها مع بعضها البعض؟ وتدرج تحت هذه الإشكالية الرئيسة ست إشكاليات فرعية.**

اعتمد الطالب من أجل الإلمام بالموضوع قدر المستطاع على الدراسات الحديثة في جامعات كبرى تتمثل في بحوث متعددة في جامعات أمريكية وأوروبية علاوة على الجامعات العربية والإفريقية كما يظهر ذلك جلياً من خلال الدراسات السابقة هذا من جهة ومن جهة استخدام أدوات الاقتصاد القياسي خاصة تحليل السلاسل الزمنية واختبار السير العشوائي، مما أدى إلى التوصل إلى نتائج بالغة الأهمية في مجال كفاءة إمكانية تكامل الأسواق المالية العربية. تم تقسيم هذا البحث إلى أربعة فصول وهي:

▲ الفصل الأول بعنوان : ماهية الأسواق المالية؛

▲ الفصل الثاني بعنوان : كفاءة الأسواق المالية؛

▲ الفصل الثالث بعنوان: تكامل الأسواق المالية؛

▲ الفصل الرابع بعنوان : دراسة الحالة.



تقوم الأسواق المالية بدور بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول لاسيما النامية منها؛ وذلك لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد وللقيام بالدور المنوط لها ينبغي أن تتوفر الأسواق المالية على شرط أساسي ألا وهو الكفاءة؛ وإلا أصبحت هذه الأسواق بمثابة مصدر للأزمات وتدمير الثروة خاصة في ظل عولمة الأسواق المالية وتكاملها؛ اختبرت هذه الدراسة كفاءة وتكامل الأسواق المالية العربية باستخدام تقنية السلاسل الزمنية واختبارات الاستقرارية وشبه التكامل، وخلصت الدراسة إلى جملة من النتائج هي:

تتبع أسعار الأوراق المالية المدروسة السير العشوائي وحسب كل الاختبارات المتعلقة بالاستقرارية؛ والمتمثلة في اختبار  $DF, ADF, PP$ ؛ فإن مردوديات هذه الأسعار تتمتع بالاستقرارية، وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين 2001/06/18 و 2009/10/08 (أزيد من 2040 مشاهدة يومية)، كما تم التوصل إلى أن الأسواق المالية العربية قيد الدراسة لا تتسم بالكفاءة المعلوماتية عند المستوى الضعيف، وبناء على هذا نكون قد أجبنا على الإشكالية الأولى الثانية وبالتالي نقبل الفرضيتين الأولى والثانية معا.

ترتبط أسعار الأسهم في الأسواق المالية العربية مع بعضها البعض بصفة طردية وقوية حيث فاق معامل الارتباط 93 في المائة بين مؤشر البورصة في كل من الكويت ومصر، في حين تميزت مردودية الأسهم في الأسواق المالية العربية بارتباط ضعيف تنوع بين الإيجابي السلبي، ومنه نكون قد أجبنا على الإشكالية الثالثة وهذه الإجابة تؤكد صحة الفرضية الثالثة.

تتميز مردوديات الأسهم في الأسواق المالية العربية المدروسة بتوزيع غير طبيعي؛ وبالتالي تمت الإجابة على الإشكالية الرابعة و منه نقبل الفرضية الرابعة.

توجد علاقة سببية ذات دلالة بين أسعار الأسهم الأسواق المالية العربية ذات دلالة إحصائية في الاتجاهين بين كل من مصر والمغرب والأردن، في حين توجد كذلك بين عوائد الأسهم لجميع الأسواق المالية العربية المدروسة؛ وبهذا تمت الإجابة على الإشكالية الخامسة ومنه نقبل الفرضية الخامسة بخصوص مسألة الارتباط.

يثبت اختبار التكامل المتزامن بين أسعار الأسهم في الأسواق المالية العربية المدروسة بوجود شعاع واحد للتكامل المتزامن حسب اختبائي الأثر والقيمة الذاتية العظمى، وعلى هذا الأساس تمت الإجابة على الإشكالية الخامسة، ومنه قبول الفرضية الخامسة بخصوص مسألة التكامل.

تتكامل مردوديات الأسهم في الأسواق المالية العربية المدروسة تكاملاً مشتركاً؛ حيث يشير اختبار كل من الأثر والقيمة الذاتية العظمى على وجود أكثر من شعاع للتكامل المشترك بينها، وعند هذه النقطة تكون الإجابة على الإشكالية السادسة قد تمت، ومنه قبول الفرضية السادسة.

### توصيات وآفاق الدراسة

في ظل العولمة وانفتاح الأسواق المالية وتربطها، والتوجه نحو التكتل والاندماج وما لهما من انعكاسات على الاقتصاديات العربية يبقى على عاتق الشعوب، والسلطات تطوير اقتصادياتها من خلال البدء بصناعة نظام مالي يقوم على مبدأ العدالة الاجتماعية، والذي يعتبر القلب النابض لكل اقتصاد، من خلال دراسة كفاءة الأسواق في التخصيص الأمثل للموارد المالية التي تبدأ بدراسة كفاءة أسواقها المالية من أجل الوصول إلى فعاليتها من خلال الاستفادة من العولمة المالية تفادياً للأزمات وضياع أموال الأمة. بناء على ما ورد في هذه الدراسة نوصي بما يلي:

- إعادة إجراء هذه الدراسة على مستوى الأسواق المالية العربية باستخدام تقنية سبر آراء المستثمرين؛
- إجراء هذه الدراسة على مستوى القطاعات في كل بورصة مع زيادة عدد البورصات؛
- دراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الأسهم في الأسواق المالية العربية؛
- محاولة تطوير أساليب الإفصاح والشفافية وتوفير معلومات للمستثمر وتطبيق المعايير المحاسبية الدولية IAS/IFRS كأسلوب لرفع الكفاءة المعلوماتية؛
- دراسة أثر معدل الفائدة لدى البنوك الدولية على أسعار السهم في الأسواق المالية العربية؛
- البحث في دوال منفعة المستثمر العربي وسلوكه الرشيد؛
- البحث عن اختبارات لقياس الكفاءة عند المستوى المتوسط والقوي؛
- تشجيع البحث في مجال اقتصاديات رؤوس الأموال للخروج من دائرة اقتصاديات الاستدانة؛
- فتح تخصصات في مجال أسواق رأس المال على مستوى الجامعة.

## قائمة المراجع باللغة العربية:

1. عبد الحميد إبراهيم، دور الإفصاح ومعايير الحوكمة في تكامل الأسواق المالية العربية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط-سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، [http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum)
2. إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، البيان الختامي 2007، [http://sca-](http://sca-mo1.sca.ae/Arabic/Pages/sitemap.aspx)
3. حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية 1994-2003، جامعة الزقازيق، 2004.
4. رياض أسعد، أثر المناخ الاستثماري الايجابي على تكامل أسواق المال العربية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، [http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum)
5. عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، 2006.
6. فريدي باز وجورج أبي صالح، بورصة الأوراق المالية "إدارة المحافظ". إتحاد المصرف العربي. بيروت.
7. إبراهيم بختي، الدليل المنهجي في إعداد وتنظيم البحوث العلمية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2006-2007، <http://bbekhti.online.fr/trv-pdf>.
8. محمد براق، الجودي طاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة دورية تصدر عن مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية تحت عنوان دراسات اقتصادية، العدد الثامن، جويلية 2006،
9. \_\_\_\_\_، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية؛ مع دراسة حالة الجزائر، رسالة دكتوراء، جامعة الجزائر 1998-1999.
10. فهيد محسن البصيري، مدققو الحسابات.. والأزمة الاقتصادية العالمية، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي 13-14 مارس 2009، جامعة الجنان- طرابلس- لبنان.
11. إسماعيل بن أحمد البلوشي، أهمية التشريعات والقوانين في تكامل أسواق المال العربية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، [http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum)
12. إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي-الإدارة المالية-، دار وائل للنشر، بيروت، الطبعة الأولى 2006.
13. بورصة عمان، هيئة الأوراق المالية، دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان، موقع البورصة؛ <http://www.ase.com.jo/ar/pages>.

14. رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية، وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005.
15. محمود إبراهيم عبد السلام تركي، تحليل التقارير المالية، عمادة شؤون المكتبات، الرياض، 1999
16. محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر عمان - بيروت، الطبعة الثالثة، 2005 م - 1426 هـ.
17. سمير جرادات، استشراف إمكانات المقاصة والإيداع والقيود المركزي المتبادلة في تكامل عينة من أسواق رأس المال العربية - التجربة الأردنية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، [http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum).
18. محمد جمال، وسائل جديدة في التداول الإلكتروني في أسواق المال العربية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، [http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum)
19. خديجة جمعة الزويني وحسن عبد الكريم سلوم، الأزمة المالية العالمية وخصخصة الشركات، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن.
20. وفيق حلمي الآغا وسمير مصطفى أبو مدللة، أثر الأزمة العالمية على العلاقات الاقتصادية الدولية، جامعة الأزهر - بغزة، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن.
21. طارق عبد العال حماد ، تطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، ج1، الدار الجامعية، مصر.
22. محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
23. عبد الغفار حنفي ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003-2004
24. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2005.
25. الهادي خالدي ، وقدي عبد المجيد، المرشد المفيد في المنهجية وتقنيات البحث العلمي، سبتمبر 1996، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع الجزائر.
26. حسني علي خريوش، دور الجهاز المصرفي الإسلامي في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية، الجامعة الهاشمية، ورقة عمل مقدمة

إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10، 11 نوفمبر 2009 م الأردن.

27. بشرى عاشور الخزرجي وعماد مطير خليف، الاقتصاد العراقي بين 1929-1932 أزمة الكساد والأزمة المالية

العالمية 2008 ( الآثار والمعالجات)، الجامعة المستنصرية العراق، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع

كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية- جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن.

28. ياسر بن إبراهيم بن محمد الخضيرى، المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية، رسالة ماجستير، جامعة الإمام محمد بن

سعود الإسلامية، السعودية، 1428/1429هـ.

29. سناء عبد الكريم الخناق، حوكمة المؤسسات المالية ودورها في التصدي للالتزامات المالية، جامعة ملايا-ماليزيا،

ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10-

11 نوفمبر 2009 م الأردن.

30. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات، أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع فرع الجامعة الأردنية،

الأردن، الطبعة الأولى 2005.

31. عبد الغني ددان، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة

المالية حالة بورصتي الجزائر و باريس، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، غير

منشورة 2006/2007 .

32. مروان جمعة درويش، اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية، جامعة القدس

المفتوحة، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10-

11 نوفمبر 2009 م الأردن.

33. وائل إبراهيم الراشد، حركة أسعار عشوائية أم تنبؤات وكفاءة سوق الكويت للأوراق المالية؟، ورقة بحثية قسم

المحاسبة - كلية العلوم الإدارية - جامعة الكويت، 2004

34. -، نموذج محاسبي كمي للتنبؤ بالأزمات المالية قسم المحاسبة - آلية العلوم الإدارية - جامعة الكويت، دراسة

تطبيقية على سوق الكويت للأوراق المالية 2006،

35. كمال رزيق وراغب أحمد الخطيب، إشكالية العلاقة بين الأخلاق و الاقتصاد في ظل الأزمة المالية العالمية، ورقة

عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر

2009 م الأردن.

36. رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع، مصر، 1999.
37. رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، المعشر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2004.
38. صعق عبد الله الركبي، ورقة عن مشروع البورصة العربية، المتلقي السادس لمجتمع الأعمال العربي دمشق 27-29 أفريل (نيسان) 2002.
39. زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 1998.
40. عبد النافع الزرري وغازي فرح، الأسواق المالية، جامعة فيلادلفيا، دار وائل للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2001.
41. أحمد زغدار، فصول الأزمة المالية العالمية : أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، جامعة الجزائر، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن.
42. خالد محمود الزهار ورامي صالح عبده، نحو أسواق مالية إسلامية، المؤتمر العلمي الأول - الاستثمار والتمويل في فلسطين، الجامعة الإسلامية في الفترة من 8-9 مايو 2005 م.
43. سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية، وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005/2004.
44. - ، آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى بمكة المكرمة خلال شهر محرم 1424هـ،
45. محمد بن إبراهيم السحيباني ، نظام التداول الإلكتروني في سوق طوكيو المالية والسوق المالية السعودية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، ندوة السوق المالية السعودية نظرة مستقبلية، جامعة الملك خالد 3-4 ذي القعدة 1428هـ (13 - 14 نوفمبر 2007).
46. - ، التلاعب في الأسواق المالية، ورقة عمل مقدمة في ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية: الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل الرياض، الأربعاء 27 صفر 1429هـ (الموافق 5 مارس 2008م)، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية،
47. أحمد سعد ومدحت نافع، أثر برنامج الخصخصة على أداء سوق المال "التجربة المصرية"، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية،

[http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum)

48. حسن عبد الكريم سلوم وبتول محمد نوري، الجامعة المستنصرية العراق، دور المعايير المحاسبية الدولية في الحد من الأزمة المالية العالمية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن.

49. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا، الرياض، الجزء الأول 2005م -1425هـ.

50. صلاح الدين السيبي، قضايا اقتصادية معاصرة، مكتبة دار الأدب، الطبعة الأولى 1998 .

51. منير شاكر محمد، إسماعيل إسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل، عمان، 2005.

52. يوسف الشبيلي، الاستثمار في الأسهم والسندات، [www.shubilly.com](http://www.shubilly.com).

53. رمضان الشراح، صناع السوق التجربة الكويتية، أمين عام اتحاد الشركات الاستثمارية 2006

54. شمعون شمعون، بورصة الجزائر . أطلس للنشر 1993 .

55. رشدي صديقي، دور مؤشرات الأسواق المشتركة في تكامل أسواق رأس المال العربية والإسلامية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، [http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum)

56. - ، صندوق النقد العربي موجز تعريفي بمناسبة اليوبيل الفضي 1976-2001، 2001، <http://www.amf.org.ae>

57. صندوق النقد العربي، صندوق النقد العربي المعونة الفنية، يونيو 2003، <http://www.amf.org.ae>

58. - ، صندوق النقد العربي النشاط الإقراضي، يونيو 2003 ، <http://www.amf.org.ae>

59. - ، صندوق النقد العربي نشأته وأهدافه، جوان 2003، <http://www.amf.org.ae>

60. - ، مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، يونيو 2003، <http://www.amf.org.ae>

61. - ، معهد السياسات الاقتصادية النشاطات والأهداف، يونيو 2003.

62. - ، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثاني 2008، العدد الرابع والخمسون، <http://www.amf.org.ae>

63. صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 61-2010



64. محمد الصيرفي، البورصات. دار الفكر الجامعي. الإسكندرية. 2007.
65. عبد الله الطريفي، إشكالية تحديد القيمة العادلة للسهم باستخدام طرق التحليل الأساسي (الإيجابيات والسلبيات)، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط-سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، [http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum).
66. عايد العايد، التكنولوجيا وأثرها في تكامل أسواق رأس المال العربية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، [http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum).
67. أحمد عبد الرحمن، سوق رأس مال عربية مشتركة، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط-سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، [http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum).
68. محمد عبد السلام، إمكانية قيام تكامل أسواق رأس المال العربية، حلول واقعية لأسواق أفضل، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط-سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، [http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum).
69. - ، دور التكنولوجيا والربط الإلكتروني في تكامل أسواق رأس المال العربية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، [http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum).
70. - ، دور عمليات الإيداع والقيود المركزي والمقاصة المتبادلة في تكامل أسواق رأس المال العربية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، [http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum).
71. محسن عبد الهادي، بورصة الكويت سوق نضجت على نيران الأزمات، مجلة العربي، العدد 579، 2007.
72. محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لغرض العامل في البورصة منهج التحليل الأساسي والدار الجامعية، الإسكندرية، ط. 1998، 1.
73. مقدم عبيرات، عبد المجيد قدي، العولمة وتأثيرها على الاقتصاد العربي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الأول - 37 2002.
74. حربي محمد موسى عريقات، مناخ الاستثمار في الوطن العربي، جامعة البترا الخاصة عمان / الأردن 2007 دراسة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الخامس لكلية العلوم الإدارية والمالية/جامعة فيلادلفيا، خلال الفترة 4-5 جويلية 2007.
75. بن ثابت علال بن جاب الله محمد، إدارة الأزمات في البورصات كمدخل لتدعيم تكامل الأسواق المالية العربية، الملتقى الدولي الثاني " التكامل الاقتصادي العربي الواقع و الآفاق " 17-19 أبريل 2007 جامعة الأغواط،



76. محمد عبد الحليم عمر، قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية، ندوة «الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على الاقتصادات العربية»، 11 أكتوبر 2008م، جامعة الأزهر مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي [www.sakc.gq.nu](http://www.sakc.gq.nu).

77. هاني هاشم العناني، تقييم تجربة الربط الإلكتروني بين سوقي أبو ظبي ومسقط للأوراق المالية - دراسة حالة، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، [http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum)

78. حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، القاهرة الجمهورية العربية المصرية، 2005.

79. يوسف أبو فارة، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008، جامعة القدس المفتوحة / فلسطين، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن.

80. أحمد أبو الفتوح وعلي الناقة، قياس أثر المستوى العام للأسعار والأرصدة الحقيقية على سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي،

81. حسين ثابت فرحان، إمكانية قيام تكامل أسواق رأس المال في اليمن ومدى تكاملها مع أسواق رأس المال العربية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط-سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، [http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum)

82. فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى، عمان 2006.

83. سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، دمشق سوريا، 2008، [www.kantakji.com](http://www.kantakji.com).

84. فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية .. التنبؤ بالأزمة فرص الاستثمار المتاحة في ظلها والحلول الممكنة لمواجهتها، جامعة سكيكدة الجزائر، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن.

85. حسن أبو لبده، أثر خصخصة أسواق رأس المال العربية ودورها في تعزيز السعة والكفاية والحوكمة والتكامل، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، [http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum)

86. اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة

الإسكوا، الأمم المتحدة 04-0050، نيويورك 2004.

87. مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد "Revue de chercheur N°3/2005". 3/2005.
88. جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الجزء الثالث - مطبعة دار هومة 2002.
89. جبار محفوظ، تكامل الأسواق المالية بين النظرية و التطبيق: دراسة حالة بعض الأسواق العربية، الملتقى الدولي الثاني بعنوان التكامل الاقتصادي العربي الواقع و الآفاق، جامعة الأغواط، الجزائر، أفريل. 2007.
90. ماجد المساعدة، الوصايا العشر وآثرها في التعامل مع الأزمات المالية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 11، 10 نوفمبر 2009 م الأردن.
91. عبد الحميد عبد الفتاح المغاربي، الإدارة الإستراتيجية لمواجهة تحديات القرن العشرين، مجموعة النيل العربية، الإسكندرية، ط1، 1999.
92. علي فلاح المناصير ووصفي عبد الكريم الكساسبة، "الأزمة المالية العالمية حقيقتها .. أسبابها.. تداعياتها .. وسبل العلاج"، جامعة الزرقاء الخاصة، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10-11 نوفمبر 2009 م الأردن.
93. ضياء الدين مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، منشورات image، 1998.
94. أشرف النبهاني، دور الربط الالكتروني في تكامل أسواق رأس المال العربية، مؤتمر تكامل أسواق رأس المال العربية، مسقط - سلطنة عمان 2007، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، [http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum)
95. أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، 15-16 مارس 2005، المؤتمر العلمي الرابع: إستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادلفيا [http:// www.philadelphia.edu.jo](http://www.philadelphia.edu.jo)
96. محمد النجار، الشفافية والإفصاح في الأزمة المالية والاقتصادية العالمية وتأثيرها على مصر، القاهرة، 26 يناير، 2009، البورصة المصرية .
97. ناصر سليمان النفيسي، بورصة الكويت: إشكالات وحلول، مجلة المحاسبون، جمعية المحاسبين والمراجعين الكويتية، الكويت، العدد 39 أفريل 2008.
98. عبد الناصر إبراهيم نور، العلاقة بين توزيعات الأرباح و العوائد السوقية غير العادية للأسهم و مدى تأثيرها بربحية الشركة و حجمها ودرجة مخاطرها اللانظامية : دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية ،

مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد و الإدارة، م 17، العدد 1، 2003.

99. عبد الناصر نور وظاهر القشي وزيد ثابت الحسن، شركات استثمار الأموال (البورصات العالمية) ، وتحليل

الأسباب والآثار المترتبة على انهيارها في الأردن، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، عمان – الأردن، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية – جامعة الزرقاء الخاصة 11، 10 نوفمبر 2009 م الأردن.

100. سعيد هتهات، دراسة اقتصادية و قياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر 2006.

101. –، الأدوات المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1992

102. \_\_\_\_\_، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف الإسكندرية، 1999.

103. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، ط5، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.

104. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان –الأردن، الطبعة الأولى 2003.

105. ممدوح الولي، الأزمة المالية العالمية وآثارها على الاقتصاد المصري، ندوة «الأزمة المالية العالمية من منظور

إسلامي وتأثيرها على الاقتصادات العربية»، 11 أكتوبر 2008م، جامعة الأزهر مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد

الإسلامي، [www.sakc.gq.nu](http://www.sakc.gq.nu).

106. محمد يوسف ياسين، البورصة- عمليات البورصة- تنازع القوانين- اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي

الحقوقية، بيروت- لبنان، الطبعة الأولى 2004.

قائمة المراجع باللغة الأجنبية:

107. Andrew W. Lo, (Harris & Harris Group Professor), The Adaptive Markets Hypothesis: Market Efficiency from an Evolutionary Perspective, MIT Sloan School, 50 Memorial Drive, E52-432, Cambridge, MA 02142{1347. (617) 253{0920 (voice), (617) 258{5727 (fax), alo@mit.edu (email).

108. Barry Harrison And David Paton ,Transition, The Evolution Of Stock Market Efficiency And Entry Into Eu: The Case Of Romania, Springer 2004

109. Barry Harrison 1,\* And David Paton ,Transition, The Evolution Of Stock Market Efficiency And Entry Into EU: The Case Of Romania, Springer 2004
110. Barry Harrison and David Paton, **Do ‘Fat Tails’matter In Garch Estimation? Stock Market Efficiency In Romania And The Czech Republic**, Nottingham Trent University, UNITED KINGDOM, August 2004, .
111. Bassam I. Azab, **The Performance of the Egyptian Stock Market**, The University of Birmingham and The Birmingham Business School, September 2002
112. Bellalah Mondher, Jacquillat B, (1995), Option Valuation with Information Costs: Theory and Tests, Financial Review, August : 617-635.
113. Bill Block and Kristin Forbes, 2004, **Capital Flows to Emerging Markets: The Myths and Realities**, Paper prepared for the Conference “Myths and Realities of Globalization” At the Federal Reserve Bank of Dallas,
114. Bin Gu And Lorin M. Hitt, **Transaction Costs And Market Efficiency**, Twenty-Second International Conference On Information SystemsUniversity Of Pennsylvania, , 2001,
115. Bourbonnais. R, **Econométrie**, 5eme édition, DUNOD, Paris, 2004.
116. Ceyla Pazarbasioglu (Chief, Capital Markets & Financial Infrastructure International Monetary Fund), **Financial Globalization and Emerging Bond Markets**, Frankfurt, January 30-February 1, 2008.
117. Chiaku Chukwuogor-Ndu, **Day-of-the-Week Effect, Volatility, and Linkages to Macro-Economic Indicators: Evidence from North American Financial Markets, 1997-2004** ,European Journal of Economics, Finance And Administrative Sciences - Issue 6 (2006), <http://www.eurojournalsn.com>
118. Christian Noyer, 2007, **“Globalisation of capital markets”**, Paris Europlace, International Financial Forum in Tokyo – 27 November 2007.
119. Christophe Moussu , Christophe THIBIERGE, Politique financière, opportunités de investissement et actifs incorporels en Europe : théorie et étude empirique, est un cahier de recherche ESCP N 96-129 .
120. Cosma Răzvan Gabriel, **Testing For Romanian Capital Market Efficiency**, Doctoral School Of Finance and Banking The Academy Of Economic Studies Bucharest, June 2002
121. David Rode and Satu Parikh ,**An Evolutionary Approach To Technical Trading and Capital Market Efficiency**, The Wharton school University of Pennsylvania, May 1995,
122. Elyes Jouini ,**Unbiased Disagreement and The Efficient Market Hypothesis**,

Université Paris Dauphine, February 13, 2009, Electronic copy available at:  
<http://ssrn.com/abstract=1342430>.

123. Emerging Markets Review 10 (2009) 279–295; journal homepage:  
[www.elsevier.com/locate/emr](http://www.elsevier.com/locate/emr)
124. Enrique G. Mendoza, , **Globalization and Capital Markets**, University of Maryland 2008.
125. Eugene F. Fama, **Market Efficiency**, Long-Term Returns, and Behavioral Finance, February 1997
126. Eugene F. Fama, **Foundations of Finance** , Basic Books, 1976 New York.
127. European Journal of Economics, Finance And Administrative Sciences - Issue 6 (2006).
128. Evangelos Karafotakis and John Mylonakis, **The Economic and Business Driving Forces of the Russian Market Environment and Main Decision Makers Geo-Economic World Perspectives**, European Journal of Economics, Finance And Administrative Sciences - Issue 6 (2006),  
<http://www.eurojournalsn.com>,
129. Fabrice Herve, L'etat des thèse en finance 2000-2004, 17èmes journées national de IAE 13/09/2004, IAE de lyon.
130. Frédéric Planchet Samuel Charvet Pierre Therond, **La modélisation de l'actif dans le cadre d'un modèle interne**, 16 septembre 2008. <http://www.lesaaa.fr>,
131. Frimpong Joseph Magnus, **Capital Market Efficiency: An Analysis Of Weak-Form Efficiency On The Ghana Stock Exchange**, University of Science and Technology, Kumasi, Ghana, Journal of Money, Investment and Banking ISSN 1450-288X Issue 5 (2008). <http://www.eurojournals.com/finance.htm>
132. Galai D. Et Masulis R , (1976), The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock, Journal of Financial Economics 3, 53-81.
133. Galai D. et Masulis R., (1976), **The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock**, Journal of Financial Economics 3, 53-81.
134. Gérard Charreaux, **finance d'entrepris**, EMS, Parais, 2003, p 134.
135. Gunther Cappelle Blancard, **Les marches à terme optionnelles: organisation, efficience, évaluation des contrats et comportement des agents**, thèse doctorat, L'université de paris, 06/12/2001.
136. Hazem Ali Marashdeh, **Financial Integration of the MENA Emerging stock**

- markets**, thesis doctorate, University of Wollongong 2006, Australia.
137. Hazem Marashdeh , Min B. Shrestha, Efficiency in Emerging Markets -Evidence from the Emirates Securities Market, **European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences**, Issue 12 (2008), <http://www.eurojournalsn.com> 07/2009
138. Huu Minh Mai et Emmanuel Tchemeni, "Prevision De Resultats Par Les Dirigeants : Impact Informationnel Sur Les Cours Et Les Volumes" in cahiers de recherche n°9506, Université Paris IX Dauphine.
139. Huuminh Mai Et Emmanuel Tchemeni, "PREVISION DE RESULTATS PAR LES DIRIGEANTS : IMPACT INFORMATIONNEL SUR LES COURS ET LES VOLUMES" in cahiers de recherche n°9506, Université Paris IX Dauphine.
140. Igal Natan, Les Rachats D'actions Propres :OUTIL De Gestion Financiere Théorie Et Illustration, Mémoire CNAM – DESS Finance d'entreprises 10/04/2008 [www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net)
141. Imed Chkir Et Fodil Adjaoud , La Politique de Dividende des Entreprises Canadiennes : Coûts d'Agence ou Asymétrie d'Information? cahiers de recherche, Université d'Ottawa Canada, 2004 15/06/2008 [www.u-cergy.fr/AFFI\\_2004/IMG/pdf/ADJAOUD.pdf](http://www.u-cergy.fr/AFFI_2004/IMG/pdf/ADJAOUD.pdf)
142. Isabelle PRAS , Existence d'une relation d'équilibre entre variables économiques et variables financières sur le marché français, in cahiers de recherche n°9905, Université Paris IX Dauphine
143. J. Barraeu Et J.Delhaye, Gestion financière, 9eme édition, paris : Dunod, 2001
144. J. Dayan Et Autres, Manuel de gestion, vol 2, paris : ELLIPSES/AUE,1999
145. J. Dayan et autres, Manuel de gestion, vol 2, paris : ELLIPSES/AUE,1999
146. J. J. Dias Curto, Modeling The Volatility In The Portuguese Stock Market: A Comparative Study With German And Us Markets
147. J. Peyrard , Gestion financière internationale, paris : Vuibert, 1999.
148. J.BARRAEU et J.DELHAYE, Gestion financière, 9eme édition, paris : Dunod, 2001
149. Jacques Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Economica, Pris 2004
150. Jalil tariff ,(2007), Integration of Arab Capital Markets, The Arab Academy of Banking And Financial Sciences,



[http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum).

151. Jean Bateau, *Gestion financière*, DUNOD, 9<sup>ème</sup> édition, Paris 2000.
152. Jonathan Lewellen, Jay Shanken, **Estimation Risk, Market Efficiency, And The Predictability Of Returns**. National Bureau Of Economic Research, Cambridge, May 2000.
153. José Destours, **Outils mathématiques à la gestion**, DUNOD, Paris, 1998
154. Joseph E. Stiglitz, 2003, **Globalization and growth in emerging markets and the New Economy**, *Journal of Policy Modeling*, 25 (2003) 505–524, North Holland.
155. Kabir Hassan, Anisul M. Islam, Syed Abul Basher, **Market Efficiency, Time Varying Volatility and Equity Returns in Bangladesh Stock Market**, June, 2000.
156. Kabir M. Hassan, Waleed S. Al-Sultan, Jamal A. Al-Saleem, **Stock Market Efficiency in the Gulf Cooperation Council Countries (GCC): The Case of Kuwait Stock Exchange**. *Scientific Journal of Administrative Development* Vol. 1 No.1, I.A.D. 2003
157. Kamel Eddine Bouatouta, **L ingénierie financière ou application de l'art de l'ingénierie à l'univers de la finance**, Grand Alger livres, Alger, 2006, P101.
158. Khalid Bakir, *L'efficience Des Marchés Financiers Des Pays Emergents : L'exemple De La Bourse De Casablanca*, Université d'Orléans
159. La lettre vernimmen.net, N 63, 2007.
160. Laurent Batsch, **LA théorie de la valeur de l'entreprise**, in cahiers de recherche, Université Paris IX Dauphine.
161. Lokman Gunduz and Mohammed Omran, **Stochastic Trends and Stock Prices in Emerging Markets**, a paper is presented at erc/METU International Conference in Economics IV, Ankara, September 13-16, 2000
162. Lucy Chege, OBAS JOHN EBOHON, 2005, **Globalisation and Private Infrastructure Investments in Emerging Markets**, Developing World Built Environment Research Unit, School of Architecture, De Montfort University, Leicester, LE1 9BH, United Kingdom.
163. Martin T. Bohl, Westfälische Wilhelms-University Münster, Germany, **Financial Markets of Emerging Economies**,
164. Martin T. Bohl, Westfälische Wilhelms-University Münster, Germany, **Financial Markets of Emerging Economies**,
165. Mauro Mecagni And Maged Showky Sourial, **The Egyptian Stock Market:**

**Efficiency Testes And Volatility Effects**, Middle Eastern Department, International Monetary Fund, April 1999, WP/99/48.

166. Mohammad Al-Shiab, **The Predictability of Amman Stock Exchange Performance: A Univariate Autoregressive Integrated Moving Average (ARIMA) Model**, European Journal of Economics, Finance And Administrative Sciences - Issue 6 (2006).
167. Philippe Bernard , **L'hypothèse D'efficience Des Marchés Marchés Aléatoire, Matingale Et Transmission De L'information Par Les Prix** , Décembre 2003 .
168. Pieere Vernimen, Finance d'entreprise, DALLOZ, Paris, 6ème édition, 2005.
169. René M. Stulz, 1995, **Globalization of capital markets** and the coste of capital: the case of nestle, The Ohio State University, Bank of America Journal of Applied Corporate finance.
170. Research , Bank Of Canada Review 2004.
171. Ropert H. Smith, Financial Management, Market Efficiency, School Of Business, University Of Maryland,
172. Rushdi Siddiqui,(2007), **Role of Joint Arab Indexes In The Integration of Arab and Islamic Capital Markets**, The Arab Academy of Banking And Financial Sciences, [http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum).
173. Salma Mefteh, **La sensibilité des entreprises exportatrices aux variations du taux de change et les déterminants de la couverture: le cas français**. in cahiers de recherche n°200404,Université Paris IX Dauphine.
174. Scott Hendry, Michael R. King , **The Efficiency of Canadian Capital Markets:** Some Bank of Canada Research , Bank Of Canada Review 2004.
175. Shahira Abdel Shahid, (2007), **Impact of Globalization on The Integration of Arab Capital Markets**, 2007, The Arab Academy of Banking And Financial Sciences, [http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum).
176. Stéphane Griffiths et Jean, Cry degos, **Gestion financière de l'analyse à la stratégie**. éditions d'organisation, paris, 2eme tirage, 2001
177. Steve Ambler, Le modèle d'évaluation par l'arbitrage(MÉA),Université du Québec à Montréal,Automne2007, (22.10.2007) <http://www.er.uqam.ca/noble/r10735/6080/referance.pdf>
178. Stijn Claessens, Daniela Klingebiel, and Sergio L. Schmukler, 2003, **Accessing International Equity Markets**,
179. Surachai Chancharat and Abbas Valadkhani, **Testing For The Random Walk Hypothesis And Structural Breaks In International Stock Prices**, University



of Wollongong, NSW 2522 Australia, October 2007

180. Talal Touqan, (2007) **Challenges Confronting Financial Analysis In Arab stock Markets**, The Arab Academy of Banking And Financial Sciences, [http://www.aabfs.org/eb/Financial Markets Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum).
181. Tarek Ali Amer, **The Significance of The Establishment of Joint Arab Capital Markets & The Required Mechanism**(2007), The Arab Academy of Banking And Financial Sciences, , [http://www.aabfs.org/eb/Financial\\_Markets\\_Forum](http://www.aabfs.org/eb/Financial_Markets_Forum).
182. Tariq Hassan, , , **Integration of Capital Markets in South Asia**, Securities and Exchange Commission of Pakistan at the International Conference on “Redefining the Accountancy Profession: A Measured Response to Global Challenge”2004.
183. Thirachai Phuvanatanarubala Secretary-General,2005, **Capital market Development in Emerging Markets**,
184. Thierry Vessereau, **étude du modèle d'évaluation par arbitrage sur le marché des actions suisses**, Cahier de recherche a CIRANO, École des sciences de la gestion, Montréal, Québec, CANADA
185. Ulaganathan Subramanian, **Cointegration Of Stock Markets In East Asia**, Addis Ababa University, Ethiopia, PB No.5563, **European Journal Of Economics, Finance And Administrative Sciences** ISSN 1450-2887 Issue 14 (2008), <http://www.eurojournals.com>.
186. Valérie Mignon, **Marché financière et modélisation des rentabilité boursière**, Economica, Pris, 1998
187. Valérie Mignon, **Marché financière et modélisation des rentabilité boursière**, Economica, Pris, 1998
188. William L. Megginson, **The Financial And Operating Performance Of Privatized Firms During The 1990s**, February 1999 , **Journal of Finance** (August 1999), University of Oklahoma Norman, USA.
189. Yezid Skandrani, **Efficienc des contras a terme du NYMEX et du L'IPE: Une application de la co-intégration**, in cahiers de recherche n°9707, Université Paris IX Dauphine.
190. Yoser Gardhoum, Jean-pierre Gueyie et Mariem Chahloul, **Le conseil d'administration dans la gouvernance des entreprises nord-américaines**, Cahier de recherche N 06-2005, École des sciences de la gestion, Montréal,

Québec, Canada.

المواقع المعتمدة على شبكة الانترنت:

191. <http://www.ase.com.jo/ar/pages.09/2009> ( موقع بورصة عمان )
192. <http://www.egyptse.com> 01/10/2009 ( موقع البورصة المصرية )
193. [www.kuaitse.com](http://www.kuaitse.com) ( موقع البورصة الكويتية )
194. <http://www.casablanca-bourse.ma> 09/2009 ( موقع بورصة الدار البيضاء )
195. <http://www.tadaul.net/forum/index.php>.(10/09/2008)
196. <http://jamahir.alwehda.gov.sy/> 25/05/2009
197. <http://jamahir.alwehda.gov.sy/> 25/05/2009
198. [http://www.aleqt.com/2008/02/17/section\\_aswaq.html](http://www.aleqt.com/2008/02/17/section_aswaq.html)25/05/2009
199. [www.7lil.com/provacy-policy](http://www.7lil.com/provacy-policy) 2009/05/10
200. <http://www.7lil.com/provacy-policy> 2009/05/10
201. <http://www.ms.2ksa.com/vb/archive/inex.php> 2009/05/10