

جامعة قاصدي مرياح _ ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة Master أكاديمي

الميدان : علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم مالية ومحاسبية

التخصص: مالية مؤسسة

من إعداد الطالبة : أسماء أيمن

بعنوان :

تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على كفاءة

الأسواق المالية العربية

دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة 2005-2010

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 2014/06/10

أمام اللجنة المكونة من السادة :

د. محمد زرقون (أستاذ محاضر _ جامعة قاصدي مرياح ورقلة) رئيسا

أ.د. عبد الغني دادن (أستاذ التعليم العالي _ جامعة قاصدي مرياح ورقلة) مشرفا

د. لحسن علاوي (أستاذ محاضر _ جامعة قاصدي مرياح ورقلة) ممتحنا

السنة الجامعية : 2014/2013

جامعة قاصدي مرباح _ ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
الميدان : علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية
الشعبة: علوم مالية ومحاسبية
التخصص: مالية مؤسسة

من إعداد الطالبة : أسماء أيمن
بعنوان :

تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على كفاءة
الأسواق المالية العربية
دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة 2005-2010

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 2014/06/10

أمام اللجنة المكونة من السادة :

د. محمد زرقون	(أستاذ محاضر _ جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا
أ.د. عبد الغني دادن	(أستاذ التعليم العالي _ جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا
د. لحسن علاوي	(أستاذ محاضر _ جامعة قاصدي مرباح ورقلة) ممتحنا

السنة الجامعية : 2014/2013

الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى :

إلى سبب وجودي في هذه الحياة، إلى اللذان أعيش بهما وأعيش
لهما، تقديرا واعترافا بفضلهما الذي لا يفوقه فضل إلا فضل الله، إلى
الوالدين العزيزين.

إلى كل من كانوا لي دعما وسندا في إعداد هذه المذكرة
إخوتي ، صديقتي مريم هرمة و سميرة عسيلة.

الشكر:

إن واجب الاعتراف بالفضل و الجميل يقتضي أن أتقدم بأسمى عبارات الشكر و الامتنان إلى الأستاذ المشرفه البروفسور حادن محمد الغني على توجيهاته ، ملاحظاته، على وقته الثمين، وعلى كل الدعم والتسهيلات التي قدمها لإتمام هذا البحث.

كما يسرني أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير والعرفان لكل الأساتذة الذين ساعدوني في انجاز هذا العمل وخص بالذكر:

أحمد سلامي، بن قانة إسماعيل.

كما لا أنسى أن أتقدم بالشكر لأعضاء لجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه من توجيهات وتصويبات.

المخلص

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار مدى تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على كفاءة سوق دبي المالي، و ذلك بدراسة أثرها على الأداء المالي للسوق بالإضافة إلى قياس كفاءة السوق عند المستوى الضعيف للكفاءة قبل و بعد الأزمة و ذلك خلال الفترة من سنة 2005 إلى غاية سنة 2010، و للقيام بذلك قمنا باستعمال مجموعة من الاختبارات و المتمثلة في اختبار ديكي فولر و فيليبس و بيرون و اختبار BDS و استعمال الرسم البياني و التي تم تطبيقها على سلسلة الأسعار اليومية للمؤشر العام لسوق دبي المالي و تم الاعتماد على كل من برنامج Excel 2007 و برنامج Eviews 8.

و قد تم التوصل إلى أن الأزمة المالية العالمية أثرت على أداء سوق دبي المالي، و أن السوق كفاء عند المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة.

الكلمات المفتاح :

كفاءة الأسواق المالية، أزمة مالية عالمية ، سوق دبي المالي، اختبارات الاستقرار.

Abstract

The study aims to choose the range of the impact of the global financial crisis in 2008 on the efficiency of the Dubai Financial Market, by examining its impact on the financial performance of the market; in addition to measuring the efficiency of the market at the low level of efficiency before and after the crisis, during the period from 2005 until 2010 ;To do so, we use a set of tests which are "Dickey Fuller", "Phillips Perron" and BDS tests, also the use of the chart which has been applied to a series of general daily price index of the Dubai Financial Market, and has been relied on each of the program Excel 2007, and Eviews8.

Eventually, what has been reached that the global financial crisis affected the performance of the Dubai market, and that the market is efficient at low level during the study period. The efficiency of financial markets

Keywords

The efficiency of financial markets, The global financial crisis, Dubai Financial Market, Tests stability



	الإهداء
	الشكر
VI	ملخص
VI	قائمة المحتويات
VI	قائمة الجداول
VI	قائمة الأشكال البيانية
VI	قائمة الاختصارات و الرموز
VI	قائمة الملاحق
أ	المقدمة
الفصل الأول : الأدبيات النظرية للدراسة	
16	تمهيد
17	المبحث الأول : الأدبيات النظرية - كفاءة الأسواق المالية ، الأزمة المالية العالمية -
17	المطلب الأول : كفاءة الأسواق المالية
17	الفرع الأول : مفاهيم حول الكفاءة
17	الفرع الثاني : أنواع الكفاءة
19	الفرع الثالث : صيغ كفاءة سوق رأس المال
20	الفرع الرابع : التناقضات في نظرية الكفاءة
21	المطلب الثاني : الأزمة المالية العالمية 2008
21	الفرع الأول : واقع و تطور الأزمة المالية
23	الفرع الثاني : أسباب الأزمة المالية العالمية 2008
24	الفرع الثالث : آثار الأزمة المالية العالمية 2008
24	المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية - الدراسات السابقة للموضوع -
24	المطلب الأول : الدراسات السابقة باللغة العربية
26	المطلب الثاني : الدراسات الأجنبية
27	المطلب الثالث : بين الدراسات السابقة والدراسة التي سنقوم بها
28	خلاصة الفصل
الفصل الثاني : الدراسة التطبيقية	
30	تمهيد
31	المبحث الأول : الطريقة و الأدوات

31	..... الطريقة : المطلب الأول
31	..... الفرع الأول : اختيار مجتمع و عينة الدراسة
33	..... الفرع الثاني : تحديد متغيرات الدراسة ، قياسها و طريقة جمعها
33	..... المطلب الثاني : الأدوات
35	..... المبحث الثاني : تحليل وتفسير، ومناقشة نتائج الدراسة التطبيقية
35	..... المطلب الأول : نتائج الدراسة التطبيقية
35	..... الفرع الأول : أداء سوق دبي المالي
39	..... الفرع الثاني : دراسة كفاءة سوق دبي المالي عند المستوى الضعيف
43	..... المطلب الثاني : تحليل وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية
43	..... الفرع الأول : تحليل و تفسير نتائج أداء سوق دبي المالي
44	..... الفرع الثاني : تحليل و تفسير نتائج دراسة كفاءة سوق دبي المالي عند المستوى الضعيف
47	..... المطلب الثالث : مناقشة نتائج الدراسة
48	..... خلاصة الفصل
50	..... الخاتمة
53	..... المصادر و المراجع
57	..... الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
35	عدد الشركات المدرجة في سوق دبي المالي	(1-2)
42	اختبار BDS للفترة 2007-2005	(2-2)
43	اختبار BDS للفترة 2010-2008	(3-2)

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
21	تناقض الكفاءة أو تناقض " غروسمان وستيجليتز 1980	الشكل (1-1)
36	القيمة السوقية لسوق دبي المالي	الشكل (1-2)
37	أحجام التداول في سوق دبي المالي	الشكل (2-2)
38	عدد الأسهم المتداولة	الشكل (3-2)
39	التمثيل البياني لسلسلة الأسعار خلال الفترة 2007-2005	الشكل (4-2)
40	التمثيل البياني لسلسلة الأسعار خلال الفترة 2010-2008	الشكل (5-2)
40	التمثيل البياني لسلسلة الأسعار بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى خلال الفترة 2007-2005	الشكل (6-2)
41	التمثيل البياني لسلسلة الأسعار بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى خلال الفترة 2010-2008.	الشكل (7-2)
41	اختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة الأسعار بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى للفترة 2007-2005	الشكل (6-2)
42	اختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة الأسعار بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى للفترة 2010-2008	الشكل (9-2)

قائمة الاختصارات و الرموز

الاختصار/ الرمز	الدلالة
ADF	Augmented Dikey Fuller test اختبار ديكي فولر المطور
PP	Phillips-Perron test اختبار فيليبس-بيرون
BDS	Brock , Dechert and Scheinkman test اختبار بروك ، ديشرت و شيكمان

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
57	أسعار الإغلاق للمؤشر العام لسوق دبي المالي	الملحق (01)
68	رأس المال في سوق دبي المالي حسب القطاعات	الملحق (02)
68	القيمة السوقية لسوق دبي المالي حسب القطاعات	الملحق (03)
69	قيمة الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي	الملحق (04)
70	عدد الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي	الملحق (05)
70	اختبار ADF خلال الفترة من 2005 إلى غاية 2007	الملحق (06)
71	اختبار PP خلال الفترة من 2005 إلى غاية 2007	الملحق (07)
72	اختبار ADF خلال الفترة من 2008 إلى غاية 2010	الملحق (08)
72	اختبار PP خلال الفترة من 2008 إلى غاية 2010	الملحق (09)
73	اختبار ADF خلال الفترة 2005-2007 بعد اجراء الفروقات من الدرجة الأولى	الملحق (10)
74	اختبار ADF خلال الفترة 2008-2010 بعد اجراء الفروقات من الدرجة الأولى	الملحق (11)
74	اختبار pp خلال الفترة 2005-2007 بعد اجراء الفروقات من الدرجة الأولى	الملحق (12)
75	اختبار pp خلال الفترة 2008-2010 بعد اجراء الفروقات من الدرجة الأولى	الملحق (13)

مقدمة عامة

أوجدت الحاجات المتنامية للتمويل ضرورة للبحث عن سبل لتطوير مصادر التمويل و التي يعد السوق المالي أهمها، و امتثالا للتطورات الاقتصادية الحاصلة و مع ظهور مفهوم العولمة أدى ذلك إلى زيادة حجم الاستثمارات و زيادة حركة رؤوس الأموال و تحرير أداء السوق المالي حيث أصبحت الأسواق المالية تشكل القلب النابض في اقتصاديات الدول المتقدمة.

إذ يتيح سوق رأس المال للمستثمرين فيه الحصول على التمويل اللازم للاستثمار طويل الأجل كما يضمن توفير السيولة من خلال آلية نشاط السوق، و يقوم بدور الوسيط بين المؤسسات أصحاب الفائض و أصحاب العجز. كما يسعى للتوظيف الأمثل للأموال المستثمرة من أجل تحقيق الأرباح و ذلك بالاستفادة من المعلومات التي تدخل السوق المالي، إذ تلعب المعلومات دور مهم جدا في تحديد قرار الاستثمار من عدمه في السوق و على أساس تلك المعلومات يتم تحديد عدة مستويات من الكفاءة للأسواق المالية، فالسوق الكفاء يجب أن يتوفر على قدر كاف من المعلومات التي تكون متاحة للجميع.

ظهرت نظرية كفاءة الأسواق المالية كاتجاه فكري منذ عام 1900م على يد الرياضي لويس باشوليني و إثباته لعشوائية تغيرات الأسعار، و عن طريق الاختبارات الميدانية التي قام بها مجموعة من الباحثين أدى ذلك إلى ظهور نظرية الكفاءة سنة 1965م و على رأسهم يوجين فاما.

تسعى الدول العربية كغيرها من الدول النامية إلى تطوير أسواقها للوصول إلى أسواق كفاءة و لكن هناك العديد من المعوقات التي تحول دون تحقيق ذلك.

و بوقوع الأزمة المالية العالمية و التي أحدثت صدمة كبيرة في الاقتصاد بصفة عامة و في الأسواق المالية بصفة خاصة، كون الأزمة كان جوهرها يتمحور حول الإفراط في استعمال الأدوات المالية المبتكرة حديثا ألا و هي المشتقات المالية، فالأزمة بدأت من الولايات المتحدة الأمريكية ثم الاتحاد الأوروبي و لم تكن الأسواق المالية العربية بعيده عن ذلك.

1. طرح الإشكالية :

وعلى ضوء ما سبق ذكره كانت الإشكالية الرئيسية لبحثنا كالتالي :

ما مدى تأثير كفاءة سوق دبي المالي عند المستوى الضعيف بالأزمة المالية العالمية 2008؟

و يندرج تحت الإشكالية العامة الإشكاليات الجزئية التالية :

1. ما مدى تأثير أداء سوق دبي المالي بالأزمة المالية العالمية 2008 ؟

2. هل اختلف أداء سوق دبي المالي قبل و بعد الأزمة المالية العالمية 2008 ؟

3. هل يعد سوق دبي المالي كفاء عند المستوى الضعيف للكفاءة ؟

4. ما مدى تأثير كفاءة سوق دبي المالي بالأزمة المالية العالمية 2008 ؟

2. فرضيات البحث :

و بناء على الإشكاليات التي تم طرحها سيتم الإجابة عليها عن طريق الفرضيات التالية :

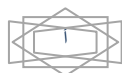
الفرضية الرئيسية :

لقد انخفض مستوى الأداء و سوق دبي المالي ليس كفاء عند المستوى الضعيف بعد الأزمة المالية العالمية .

الفرضيات الجزئية :

1. انخفض أداء سوق دبي المالي بعد وقوع الأزمة المالية العالمية.

2. أداء سوق دبي المالي قبل و بعد الأزمة له مدلولية.



3. يعد سوق دبي المالي كفاء عند المستوى الضعيف.
4. بعد الأزمة المالية العالمية سوق دبي المالي لم يعد كفاء عند المستوى الضعيف.

3. مبررات اختيار الموضوع :

إن اختيار موضوع الدراسة كان بناء على :

1. طبيعة التخصص،
2. و الرغبة في إثراء الرصيد المعرفي للطالبة فيما يخص المفاهيم المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية و كيفية قياسها ؛
3. عدم البحث في كفاءة سوق دبي المالي في مكتبتنا على حد علم الطالبة.

4. أهداف الدراسة و أهميتها :

أهداف الدراسة :

تهدف هذه الدراسة إلى :

تحديد المفاهيم المتعلقة بمفهوم الكفاءة المالية و بالأزمة المالية العالمية ؛
تحديد درجة كفاءة سوق دبي المالي و مدى تأثير الأزمة المالية العالمية على أداءه.

أهمية الدراسة :

و تبرز أهمية الموضوع من خلال الأهمية التي تتمتع بها الأسواق المالية، كما نجد أن لنظرية الكفاءة أهمية بالغة كون مفهوم كفاءة السوق المالي مفهوم غير مطلق فهو يختلف بين الدول المتقدمة و المتخلفة؛
أن الأزمة المالية العالمية لا تزال تبعاتها باقية إلى يومنا هذا.

5. حدود الدراسة :

نسعى من خلال هذا البحث إلى دراسة أثر الأزمة المالية العالمية على أداء و كفاءة سوق دبي المالي، و بذلك سنركز في الجانب النظري على طرح المفاهيم التي تخص كلا من كفاءة الأسواق المالية و الأزمة المالية العالمية.
و سينصب الاهتمام في الدراسة التطبيقية على قياس الأداء المالي وفق مجموعة من المؤشرات كما سيتم قياس الكفاءة على أساس 1576 مشاهدة يومية للمؤشر العام لسوق دبي المالي و ذلك خلال الفترة الممتدة من 2005/01/01 إلى غاية 2010/12/31.

6. منهج البحث و الأدوات المستخدمة:

سيتم تقسيم هذه الدراسة إلى فصلين، الفصل الأول يتعلق بالجانب النظري للدراسة، فكان لزاما أن نستعمل المنهج الوصفي لذلك حيث سنقوم بسرد الأدبيات النظرية المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية و الأزمة المالية العالمية إضافة إلى الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع.
في الفصل الثاني و المتعلق بالجانب التطبيقي سنستعمل منهج دراسة حالة، و سيتم استعمال مجموعة من الاختبارات الإحصائية، و بعض البرامج للقيام بذلك.

7. صعوبات البحث :

1. عدم تماثل المعلومات الموجودة في صندوق النقد الدولي و تلك الموجودة في سوق دبي المالي ؛
2. عدم توفر المعلومات الكافية حول السوق في الموقع الخاص بسوق دبي المالي.

8. هيكل البحث :

بهدف المعالجة الجيدة لموضوع الدراسة و بغية الإجابة عن إشكالية البحث و الوصول إلى الأهداف السابقة، تم تقسيم الدراسة إلى فصلين و هما كالتالي :

الفصل الأول و الذي يتعلق بالأدبيات النظرية للدراسة فقد تمت عنونته ب الأدبيات النظرية و الدراسات السابقة و بدوره تم تقسيمه إلى مبحثين. المبحث الأول بعنوان الأدبيات النظرية -كفاءة الأسواق المالية، الأزمة المالية العالمية- و الذي يتضمن مفاهيم حول كفاءة الأسواق المالية و الأزمة المالية العالمية، في حين المبحث الثاني كان بعنوان الأدبيات التطبيقية -الدراسات السابقة للموضوع- و الذي تم فيه عرض لمجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع باللغة العربية و الأجنبية.

الفصل الثاني تمت عنونته ب الدراسة التطبيقية و الذي تم تقسيمه كذلك إلى مبحثين. المبحث الأول بعنوان الطريقة و الأدوات تم فيه عرض لمجتمع و عينة الدراسة إضافة إلى بعض الاختبارات الإحصائية و البرامج المستخدمة في الدراسة. أما المبحث الثاني فكان بعنوان تحليل وتفسير، ومناقشة نتائج الدراسة التطبيقية تم فيه عرض لنتائج الدراسة ثم مناقشتها. و في الأخير نجد الخاتمة التي تم فيها عرض أهم النتائج المتوصل إليها و الآفاق المرجوة و توصيات الدراسة.

الفصل الأول :

كفاءة الأسواق المالية، الأزمة المالية
العالمية 2008 و الدراسات السابقة

تمهيد :

يعمل سوق رأس المال على جلب المدخرات و إعادة استثمارها في قنوات أخرى من أجل تحقيق الأرباح و ذلك بما يعرف بتخصيص الموارد، بحيث يسعى المستثمرون إلى تعظيم أرباحهم بناء على المعلومات المتوفرة لديهم، إذ تلعب المعلومات دورا مهما في تحديد مستوى كفاءة السوق المالي بحيث أنه كلما زادت الكفاءة كلما أدى ذلك إلى نمو الاستثمارات.

و كما هو معروف فإن الأزمات المالية تؤدي إلى شلل في الاقتصاد ككل، فنجد أن الأزمة المالية العالمية 2008 أول من أثرت فيه كانت الأسواق المالية و بالتالي فقد أثرت على أداءه و كفاءته، لذلك نسعى من خلال هذا الفصل التعريف بمفاهيم الكفاءة و عرض بعض الدراسات التي تناولت الموضوع وفق النقاط التالية:

المبحث الأول : الأدبيات النظرية – كفاءة الأسواق المالية، الأزمة المالية العالمية- ؛

المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية - الدراسات السابقة للموضوع- .

المبحث الأول : الأدبيات النظرية – كفاءة الأسواق المالية، الأزمة المالية العالمية-

يعتبر مفهوم الكفاءة من المفاهيم التي عرفت جدلا كبيرا من قبل الباحثين كونه ينطلق من الجانب النظري و يحاول تطبيقه على الواقع ، فقد عرف هذا المفهوم تصحيحات عدة، و لحد الساعة ما يزال محل نقاش، فقيام السوق المالي بدوره بشكل جيد يعتمد ذلك على مدى كفاءته، و في هذا المبحث سوف يتم التطرق إلى مفاهيم حول الكفاءة في مطلب أول ثم سنتقل في مطلب ثان إلى الأزمة المالية العالمية.

المطلب الأول : كفاءة الأسواق المالية

سوف نقوم في هذا المطلب بالتعريف بأهم المفاهيم المتعلقة بكفاءة السوق المالي في الفرع الأول و مستوياتها في الفرع الثاني و التشوهات الموجودة في نظرية الكفاءة.

الفرع الأول : مفاهيم حول الكفاءة

- تعرف كفاءة سوق رأس المال على أن تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة و بدقة.¹
- الأسعار تعكس المعلومات المتاحة عن السوق في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد.²
- كفاءة السوق المالي بشكل عام تتمثل في انعكاس المعلومات على الأسهم الفردية و على سوق الأسهم و ذلك يعني انعكاس المعلومات على سعر الأوراق المالية.³
- السوق الذي تعكس فيه المعلومات المتاحة دائما على السعر هو عبارة عن السوق الكفاء⁴

من خلال ما سبق يمكن تعريف كفاءة الأسواق المالية على أنها :

انعكاس للمعلومات على أسعار الأوراق المالية بسرعة. أي أن السوق المالي الكفاء هو السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية كل المعلومات المتاحة و بشكل سريع.

الفرع الثاني : أنواع الكفاءة**الكفاءة الكاملة :**

يقتضي مفهوم الكفاءة الكاملة توافر مقومات و شروط السوق الكاملة التي تتمثل في الأتي :

¹ ايهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة المفاهيم الأساسية للاستثمار و البورصة، البورصة المصرية و الأمريكية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 32

² محمد نبيل هني، زهير غراية، اختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات العربية الناشئة، أبحاث اقتصادية و ادارية، العدد

الحادي عشر، الجزائر، 2012، ص 653. الموقع و التاريخ <http://www.univ-biskra.dz/remn113.pdf> consulté le 13/12/2014 a 11:14

³ Burton G. Malkiel ,The efficient market hypothesis and its critics, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 17, Number 1, united states amirican ,2003, P59. Site et date de telechargment http://emlab.berkeley.edu/~craime/EconH195/Fall_13/webpage/Malkiel_Efficient Mkts.pdf 17 24/02/214 a 12 :04.

⁴ Camelia Oprean1, testing the financial market information efficiency in emerging states, *Review of Applied Socio- Economic Research*, Volume 4, Issue 2, Romania, 2012, P181 site de telechargment http://issuu.com/rbmt/docs/reaser_v4/181 21/03/2014 a 12 :05

- وجود عدد كبير من المستثمرين يتصفون بالرشد، و يسعى كل منهم لتعظيم الربح و لا يستطيع أي مستثمر بمفرده التأثير في سعر الورقة المالية ؛
- توافر المعلومات بسرعة و دقة و بدون تكاليف و من ثم تماثل توقعات كل المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة أمامهم ؛
- توافر المعلومات في صورة عشوائية و سهولة الدخول و الخروج من السوق في ظل عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات و الضرائب ؛
- استجابة المستثمر بسرعة و دقة للمعلومات الجديدة و من ثم تعديل أسعار الأوراق المالية.

الكفاءة الاقتصادية :

وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها و المسموح بها لحد معين اقتصاديا) نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم¹.

في الكفاءة الاقتصادية يبقى الشرط الأول الخاص بسعي المستثمر إلى تعظيم المنفعة، و تتسم الكفاءة الاقتصادية بوجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق و انعكاس تلك المعلومات على أسعار الأوراق المالية، و يتطلب ذلك توافر سميتين أساسيتين هما:

- ✓ كفاءة التسعير ؛
- ✓ كفاءة التشغيل.

كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية) :

تعتمد على وصول المعلومات إلى المتعاملين بالسوق بسرعة و تكلفة منخفضة و تكون أمام المتعاملين في السوق فرصة لتحليل المعلومات و تحقيق أرباح و ينعكس هذا على صعوبة تحقيق أرباح غير عادية.

كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية) :

وهي عبارة عن قدرة السوق على إحداث التوازن بين الطلب و العرض و ذلك في ظل وجود تكاليف للمعاملات منخفضة (تحدث عملية التداول بسرعة و بحجم كبير)².

¹ مفتاح صالح، معاري فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، الجزائر، العدد السابع، 2010، ص184.

² ايهاب الدسوقي، مرجع سبق ذكره ، ص 33، 34.

الفرع الثالث : صيغ كفاءة سوق رأس المال

● الصيغة الضعيفة للكفاءة :

يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق أن تكون أسعار الأسهم عاكسة لقيمتها التاريخية المحددة في الماضي، بمعنى أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم (قيمته السوقية) بالاعتماد على المعلومات التاريخية المتاحة عن أسعارها في الماضي، و لهذا فإن القيمة السوقية للأسهم لا تعكس المعلومات الحقيقية و توقعات الأوضاع المالية للمنشأة المصدرة للأسهم في المستقبل.¹

يعني فرض الصيغة الضعيفة أن سعر الورقة المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط. وهذا يعني أن حركة الأسعار في المستقبل تكون مستقلة تماما عن التغيرات التي حدثت في الماضي. و تعرف هذه الظاهرة بنظرية "الحركة العشوائية للأسعار" حيث يتسم وصول المعلومات الجديدة إلى السوق بالعشوائية و تصل المعلومات مستقلة عن بعضها و بالتالي لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات أو نوعيتها مما يجعل الأسعار تتحرك في صورة عشوائية. و هناك وسائل عديدة لتقييم حركة الأسعار العشوائية وفقا لصيغة الضعيفة لفرض الكفاءة السوق من أهمها:

● اختبار الأنماط:

يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار RUN TEST و ذلك بوضع إشارات لكل نوع من التغيرات

+ تعني حركة سعرية بالزيادة ؛

- تعني حركة سعرية بالنقصان ؛

0 تعني عدم وجود حركة.

كما يقترن الاختبار بمدة الفترة التي يستغرقها التغير، و من خلال متابعة التغيرات التي تحدث في سعر ورقة مالية ما يمكن الحكم على مدى عشوائية الحركة السعرية أو مدى وجود اتجاه معين للحركة السعرية.

● اختبار سلسلة الارتباط:

يستند هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل و يعتمد الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل. حيث أن المدى الطويل سوف يكشف في الغالب عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار و يرجع هذا الاختبار إلى يوجين فاما.²

¹ بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذاكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2012، ص58.

² ايهاب الدسوقي، مرجع سبق ذكره، ص 46.

• الصيغة المتوسطة للكفاءة (شبه قوية) :

عند هذا المستوى تعكس الأسعار إلى جانب المعلومات الماضية المنشورة والمتاحة للجمهور سواء تعلق بالاقتران ككل أو بالمؤسسة المصدرة للورقة المالية ناهيك عن أي تنبؤات أو تحليلات لهذه المعلومات.¹

اختبارات صيغة الفرض المتوسط :

قد اختبرت صيغة الفرض المتوسط القوة للوقوف على مدى سرعة الاستجابة في تعديل حركة الأسعار للأوراق المالية إلى المعلومات العامة الواردة، و من أهم المعايير التي يتم قياس مدى استجابة أسعار الأوراق المالية لتغيرها هي :

- التغيرات في عرض النقود ؛
- التغيرات المحاسبية؛
- الإعلان عن الأرباح و التوزيعات؛
- حجم التعامل على الأوراق المالية.²

• الصيغة القوية للكفاءة :

تقتضي هذه الصيغة بأن أسعار الأصول المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة والمعلومات المميزة أو السرية، وبالتالي يستحيل على أي مستثمر في هذه الحالة تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين.

ويمكن اختبار فرض السوق القوي من خلال وسيلتين أساسيتين تعتمد كل منها على تحليل المعلومات الخاصة وهما:

-العاملين بالشركة ؛

-المؤسسات المالية المتخصصة في تحليل الأوراق المالية*.³

الفرع الرابع : التناقضات في نظرية الكفاءة

فنجد هذه التناقضات تتمثل في:

• تناقض الكفاءة أو تناقض " غروسمان وستيجليتز 1980

يمكن توضيح هذا التناقض من خلال الشكل التالي :

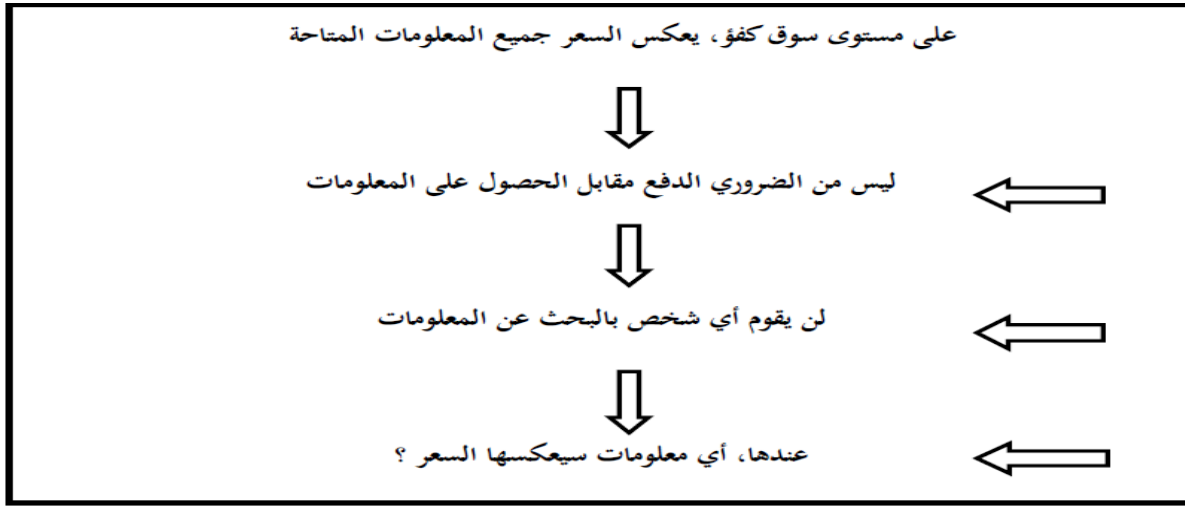
¹ صيغة صديقي، طرق تقييم و تحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012، ص8.

² أيهاب الدسوقي، مرجع سبق ذكره، ص50.

³ محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012، ص46،47.

* للاطلاع أكثر الرجوع الى المرجع السابق.

الشكل (1-2) : تناقض الكفاءة أو تناقض "غروسمان وستيجليتز 1980



المصدر: صديقي صافية، مرجع سبق ذكره، ص 21.

يتشكل هذا التناقض عندما يعتقد المستثمرون داخل السوق المالي بأن السوق كفاء أي أن أسعار الأوراق المالية تعكس كل المعلومات المتاحة، فالسعر يعطي للمستثمر المعلومات التي قد يدفع مقابل الحصول عليها و بالتالي لن يكلف نفسه عناء البحث عنها و هذا من شأنه أن يجعل السعر لا يعكس كل المعلومات و بالتالي لن يكون السوق كفاء.

ليس كل المستثمرين يفكرون بنفس الطريقة فهناك فئة معينة تبحث دائما عن تحقيق أرباح غير عادية، و هذه الفئة سوف تعمل على دفع السعر نحو اتجاه معين وفق المعلومات المتاحة و بالتالي المستثمرون العاديون سوف يخضوع لهذه الحركة و هذا قد يبقى السوق كفاء.

• التذبذب المفرط في الأسعار وظهور الفقاعات السعرية¹

و هنا يظهر ما يعرف بسلوك القطيع و يختفي السلوك العقلاني إذ أن نظرية الكفاءة تفترض أن المستثمر يتمتع بالرشادة و العقلانية.

المطلب الثاني : الأزمة المالية العالمية 2008

الفرع الأول : واقع و تطور الأزمة المالية

أولا : مفهوم الأزمة المالية

"وقد تأخذ الأزمة المالية شكل انخيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو مجموعة من المؤسسات المالية امتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد."²

¹ صافية صديقي ، مرجع سبق ذكره، ص.

² علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكبابسة، الأزمة المالية العالمية حقيقتها..أسبابها..تداعياتها..و سبل العلاج، كلية الاقتصاد و العلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة،

2009، ص 7. الموقع <http://boulemkahel.yolasite.com/resources> consulté le 12/03/2014 a 15:26

"الأزمة المالية تتجسد في تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم و السندات، وكذلك إعمادات الودائع المصرفية، و معدل الصرف".¹

و عليه فإن الأزمة المالية هي عبارة عن تذبذب في السوق المالي و المتمثل في الانخفاض المفاجئ في أسعار الأسهم أو في قيمة العملة و يصاحب ذلك عدم قدرة الجهاز المصرفي على أداء مهامه الرئيسية.

مفهوم الأزمة المالية العالمية 2008

إن الأزمة الراهنة هي أزمة مالية بالدرجة الأولى نجمت عن التوسع الكبير في الأصول المالية بشكل مستقل عن الاقتصاد العيني و ذلك راجع إلى إسراف المؤسسات المالية في إصدار الأصول المالية، و بالتالي زاد حجم المخاطر بحيث إذا عجز أحدهم عن السداد سوف تتوقف مؤسسات و شركات أخرى عن سداد ديونها، و يتبع ذلك انهيار النظام المالي بأكمله²

ثانيا : نشأة و تطور الأزمة المالية العالمية

● نشأة الأزمة المالية العالمية

إن البوادر الأولى لهذه الأزمة حدثت في أوت 2008 إلا أن جذورها بدأت تتكون داخل الاقتصاد الأمريكي... قبل ذلك التاريخ حيث ترجع الأزمة المالية العالمية إلى التطورات التي حدثت في الأسواق منذ عام 2000، نتيجة لانفجار فقاعة الانترنت * والاتجاه نحو الاستثمار في العقار، حيث انخفضت أسعار الفائدة لتصل إلى أقل من 1% كما توافرت أعداد كبيرة من المساكن، ثم بدأت قيمة المساكن في الارتفاع بعد ذلك، و ارتفعت معهم أسهم الشركات العقارية المسجلة بالبورصة بشكل مستمر، و انتفخت الفقاعة العقارية لتصل إلى ذروتها و تنفجر في صيف 2007، إذ انخفضت قيمة العقارات و لم يعد الأفراد قادرين على سداد ديونهم حتى بعد بيع عقاراتهم المرهونة³

● تطور الأزمة المالية العالمية

لقد مرت الأزمة المالية العالمية بمجموعة من المراحل أهمها:

- ✓ فيفري 2007 : عدم تسديد قروض الرهن العقاري الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد، فأصبح يتكشف في الولايات المتحدة الأمريكية و يسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة ؛
- ✓ أوت 2007 : البورصات تندهور أمام مخاطر اتساع الأزمة و البنوك المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة ؛
- ✓ 22 جانفي 2008 : الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (البنك المركزي) يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.50% وهو إجراء ذو حجم استثنائي، ثم تخفيضه تدريجيا إلى 2% بين جانفي و أبريل 2008 ؛
- ✓ 17 فيفري 2008 : الحكومة البريطانية تؤمّن بنك نورثرن روك ؛

¹ بلعزوز بن علي، محمد الطيب أحمد، دليلك في الاقتصاد النقدي البنكي الدولي أسواق المالية العالمية العامة، دار الخلدونية للنشر و التوزيع، الجزائر، 2008، ص 134.

* القيام بعملية الاقراض أي توفير الائتمان .

² محمد محمود الكاوي، الأزمات الاقتصادية العلمية المفهوم-النظريات التي تفسر الأزمات دراسة تشخيصية لأسباب الأزمات، دار الفكر والقانون، المنصورة، 2012، ص 187، بتصرف.

³ المرجع السابق، ص 54، ص 171، ص 180، ص 187، بتصرف.

* الانخفاض الحاد في أسعار أسهم قطاع تكنولوجيا المعلومات.

* التوريق هو عملية تحويل القروض من أصول غير سائلة الى أصول سائلة.

- ✓ 11 مارس 2008 : تضافر جهود البنوك المركزية مجددا لمعالجة سوق القروض ؛
- ✓ 16 مارس 2008 : جي بي مورجان تشيز يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي بير ستيرنز بسعر متدن مع المساعدة المالية للاحتياطي الفيدرالي ؛
- ✓ 30 ماي 2008 : أكد مسؤول بوزارة الخزانة الأمريكية بأن أزمة الرهن العقاري بدأت تخف بعد الجهود التي قام بها الاحتياطي الفيدرالي والبنوك المركزية الأخرى لضخ الأموال في المؤسسات المالية.¹
- ✓ 7 سبتمبر 2008 : وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين فريدي ماك و فاني ماي تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجان إليها لإعادة ماليتها ، مع كفالة ديونها حتى حدود 200 مليار دولار ؛
- ✓ 15 سبتمبر 2008 : اعتراف بنك الأعمال ليمان براذرز بإفلاسه، بينما أعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية و هو بنك أوف أميركا شراء بنك آخر للأعمال في بورصة وول ستريت هو بنك ميريل لينش ؛
- ✓ 16 سبتمبر 2008 : السلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار للتخلص من أصولها غير القابلة للبيع ؛
- ✓ 28 سبتمبر 2008 : أعلن بنك جي بي مورغان منافسه بنك واكوفيا بمساعدة السلطات الفيدرالية ؛
- ✓ نوفمبر 2008 : تدخلت الحكومة الأمريكية لانقاذ مجموعة سيتي حروب إحدى أكبر المؤسسات المصرفية في العالم و التي انخفضت أسهمها بما يزيد عن 60 % نتيجة الأزمة المالية.²

الفرع الثاني : أسباب الأزمة المالية العالمية 2008

لقد تشابكت العديد من الأسباب و تضافرت مع بعضها البعض لتشكل و تتسبب في الأخير بحدوث الأزمة المالية العالمية و التي تعد الأقوى و الأكثر تعقيدا بعد أزمة الكساد العظيم 1929 ، ويمكن إجمال أهم الأسباب التي كانت وراء اندلاع الأزمة المالية العالمية وذلك في أربعة نقاط أساسية:

- تغير ظروف الاقتصاد العالمي والاقتصاد الأمريكي. حيث كانت تعاني الولايات المتحدة الامريكية من عجز في الميزان التجاري منذ سنة 1971 و عجز في الميزانية ومشكل المديونية ؛

- الانحراف عن المقاييس المعمول بها في منح القروض العقارية. إن أغلب المستثمرين في السندات العقارية هي بنوك الاستثمار و الوسطاء الماليين الجدد و التي قامت بتوسيع حجم القروض الرهنية دون النظر الى الجدارة الائتمانية للمستفيدين منها من أجل المنافسة ؛

- تعميم المضاربة واللجوء إلى أوراق مالية جد متطورة. إذ تم استعمال تقنية التوريق*

-وكالات التصنيف الائتماني ومساهمتهما في الأزمة المالية العالمية. إذ تم منح الديون المرتفعة و المشكوك فيها تصنيفا مرتفعا.

¹ محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص106.

² محمد محمود مكلاوي، مرجع سبق ذكره، ص 191، 192.

الفرع الثالث : آثار الأزمة المالية العالمية 2008

- إفلاس العديد من البنوك والشركات أهمها بنك ليمان براذر ؛
- الأثر على معدلات النمو الاقتصادي إذ تشير التقارير الدولية إلى أن معدل النمو الحقيقي للاقتصاد العالمي تراجع إلى حوالي %3.2 في عام 2008 ؛
- انهيار البورصات : وفي أول تداعيات للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على البورصة الأمريكية هبط مؤشر داو جونز الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية الكبرى في اليوم التالي للأزمة بمقدار 7,3% ؛
- آثار الأزمة على سوق العمل: وفي دراسة صدرت عن مكتب العمل الدولي فإن عدد الأفراد المعرضين للبطالة على مستوى العالم وصل إلى 210 مليون شخص سنة 2008 بعدما كان 190 مليون شخص سنة 2007¹.

المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية - الدراسات السابقة للموضوع-

سوف يتم الآن التطرق إلى مجموعة من الدراسات التي تناولت الموضوع، و قد تم تقسيم هذا المبحث كالتالي:

- المطلب الأول : الدراسات السابقة باللغة العربية ؛
- المطلب الثاني : الدراسات الأجنبية ؛
- المطلب الثالث : مقارنة بين الدراسات السابقة والدراسة التي سنقوم بها.

المطلب الأول : الدراسات السابقة باللغة العربية

سنقوم الآن بعرض مجموعة من الدراسات التي عاجلت موضوع الكفاءة بالغة العربية

أولاً: دراسة سليمان موصلي ، حازم السمان 2013

وهي بعنوان دراسة الكفاءة السعريّة لسوق دمشق للأوراق المالية، هدفت الدراسة إلى اختبار الكفاءة السعريّة في سوق دمشق للأوراق المالية عند المستوى الضعيف و قد استخدم اختبار الارتباط المتسلسل و جذر الوحدة بالاعتماد على اختبار ديكي فولر. لاختبار كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية، حيث شملت عينة من قيم مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من جانفي 2010 حتى جوان 2011 و من أهم النتائج التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة أن تحركات أسعار الأسهم غير عشوائية و بالتالي فإن سوق دمشق للأوراق المالية غير كفء عند المستوى الضعيف.

ثانياً : الداوي خيرة 2012

و هي بعنوان تقييم كفاءة و أداء الأسواق المالية دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية، و تهدف الدراسة إلى اختبار كفاءة بورصة الأردن عند المستوى الضعيف و ذلك بالاعتماد على اختبارات إستقرارية السلاسل الزمنية لسلسلة أسعار

¹ محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص123-128.

الأسهم المدرجة في بورصة الأردن و المعبر عنها بمؤشر السوق، وذلك خلال الفترة الممتدة من 01/01/2005 إلى غاية 30/12/2009 حيث تم في هذه الدراسة الاعتماد على الاختبارات التالية : اختبار DF، BDS، pp، و خلصت الدراسة إلى أن سوق عمان للأوراق المالية تعد سوق غير كفء عند المستوى الضعيف.

ثالثا : دراسة بن أعمار بن حاسين ، لحسين جديدين ، محمد بن بوزيان 2012

بعنوان كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس و المغرب، تهدف الدراسة إلى تقييم كفاءة أسواق المال في كل من بورصة عمان، السعودية، تونس، المغرب باستعمال اختبارات الجذور الأحادية و اختبارات التكامل المتزامن من أجل دراسة العلاقة بين أسعار الأسهم في المدى الطويل، تم استعمال اختبار إستقرارية السلاسل الزمنية لأسعار الأوراق المالية لمختلف بورصات العينة خلال الفترة من جانفي 2010 إلى غاية جوان 2010 تخص أسعار ثلاثة أسهم لقطاعات مختلفة من كل بورصة ، و اختبار الجذور الأحادية باستعمال اختبار ADF، PP. و خلصت الدراسة إلى أن هناك عشوائية في حركة الأسعار مما يفسر أن الأسواق كفاءة عند المستوى الضعيف للكفاءة.

رابعا : بن الضب عبد الله 2012

بعنوان كفاءة الأسواق المالية و تكاملها دراسة قياسية للبورصات العربية (بورصة عمان، بورصة الكويت، بورصة الدار البيضاء و البورصة المصرية)، و تهدف هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة الأسواق العربية و تكاملها مع بعضها البعض خلال الفترة 2009-2001 باستخدام اختبارات الاستقرارية، اختبارات شبه التكامل و اختبارات السببية بمفهوم غرانجر، حيث خلصت الدراسة إلى أن الأسعار لا تسير عشوائيا مما يعني عدم كفاءة هذه الأسواق عند المستوى الضعيف، و وجود علاقة سببية ذات دلالة بين أسعار أسهمها، مما يشجع العمل على إنشاء سوق عربية مشتركة و إقامة تكامل اقتصادي فيما بين الدول العربية.

خامسا : هني نبيل، غراية زهير 2012

بعنوان اختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات العربية الناشئة دراسة حالة بورصة المغرب و الكويت، تهدف الدراسة إلى اختبار الصيغة الضعيفة لكفاءة الأسواق المالية في المغرب و الكويت وفقا لمؤشري MASI و مؤشر الكويت، و ذلك خلال الفترة الممتدة من 01/01/2008 إلى غاية 31/12/2010، و ذلك باستعمال كل من اختبار ديكي فولر، اختبار KPPS، و اختبار فيليبس و بيرون، وتوصلت الدراسة إلى أن مؤشري كل من الكويت و المغرب تتبع السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم ، و هو ما يفسر على أن البورصتين كفاءتين عند المستوى الضعيف.

سادسا : مروان جمعة درويش 2011

بعنوان اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، و تهدف الدراسة إلى اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف باستخدام العوائد اليومية (الأصلية و المعدلة) بأثر عدم تكرار (ضعف التداول) لمؤشر القدس خلال الفترة 1998-2008 و خمس مؤشرات قطاعية مدرجة في السوق خلال الفترة 2006_2008 وتطبيق الأساليب الإحصائية التالية و هي الارتباط المتسلسل، التكرارات، جذر الوحدة، نسبة التباين.

و توصلت الدراسة إلى أن سوق فلسطين للأوراق المالية غير كفاء عند المستوى الضعيف نتيجة الخصائص المتعلقة به كضعف السيولة و التداول.

سابعا : دراسة لطرش سميرة 2010

بعنوان كفاءة سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، و تهدف الدراسة إلى معرفة ما إذا كان لكفاءة سوق رأس المال أثر على القيمة السوقية للسهم، و شملت الدراسة مجموعة من أسواق رأس المال العربية (بورصة عمان، بورصة سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة مصر، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، بورصة الجزائر)، و كجزء من الدراسة تم اختبار كفاءة سوق رأس المال في شكله الضعيف باستخدام طريقة الأنماط الطارئة كما تم دراسة الارتباط بين مؤشر السوق و مجموعة من العوامل الاقتصادية من أجل تحديد سلوك السعر في محاولة لقياس كفاءة السوق في صيغتها المتوسطة.

و خلصت الدراسة إلى :

- معظم أسواق رأس المال محل الدراسة تملك القدرة على جذب المدخرات و تشجيع الاستثمار بالشكل الذي يساهم في اتساع السوق و اتجاهه نحو الكفاءة ؛
- أن كل من بورصة عمان، سوق الأسهم السعودي و سوق الكويت للأوراق المالية تعرف حركة عشوائية للأسعار بالشكل الذي يعكس كفاءة هذه الأسواق في صيغتها الضعيفة ؛
- بينما تبين أن كل الأسواق غير كفاءة في صيغتها المتوسطة خلال الفترة 2001-2008.

ثامنا : شقيري نوري موسى، وليد أحمد صافي 2009

بعنوان قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد و المخاطر، تهدف الدراسة إلى قياس أثر حجم الشركة على عوائد الأسهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، و امتدت فترة الدراسة من عام 1999-2006 و كان حجم العينة 20 شركة صناعية مقسمة إلى 10 شركات صغيرة و 10 شركات كبيرة الحجم، و قد أشارت النتائج إلى و جود أثر للحجم على عائد السهم لصالح الشركات كبيرة الحجم.

المطلب الثاني : الدراسات الأجنبية

أولا : دراسة 2013 Francis Naa-Idar و Anthony Ekow Mensah و Desmond Tutu Ayentimi

بعنوان كفاءة سوق الأوراق المالية من سوق غانا للأوراق المالية

هدفت الدراسة إلى اختبار الكفاءة الضعيفة للشركات المدرجة في بورصة غانا (GSE) من خلال تطبيق فرضية السير العشوائي باستخدام أسعار الإغلاق للأسهم الأسبوعية في سوق غانا للأوراق المالية خلال الفترة من جانفي 2007 إلى جوان

2012 حيث تم اختبار تقلب عوائد الأسهم، وقد تم التوصل إلى عدم كفاءة سوق غانا (GSE) بالاعتماد على نتائج اختبارات التوزيع الطبيعي.

ثانيا : دراسة **Walid Abdmoulah 2010**

بعنوان اختبار تطور كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار ما إذا كانت أسواق الأسهم العربية أصبحت أكثر كفاءة و قد تم اختبار تطور المستوى الضعيف للكفاءة تم استعمال اختبار GARCH مقارنة الطول (approch along)، و شملت الدراسة على 11 سوق مالي عربي خلال شهر مارس 2009، كل الأسواق أظهرت حساسية عالية للتغيرات الماضية (past shocks) ووجد أنه عند المستوى الضعيف هذه الأسواق غير كفأة.

ثالثا : دراسة **tamara backovic vulic**

بعنوان اختبار نظرية كفاءة الأسواق و انتقاداتها دراسة حالة بورصة مونتني نيجرين

تهدف الدراسة إلى اختبار كفاءة سوق مونتني نيجرن عند المستوى الضعيف، وذلك خلال الفترة 2003 إلى 2009 باستعمال مجموعة من الاختبارات أهمها اختبار ديكي فولر و باستعمال البرنامج الإحصائي EVIWES، توصلت الدراسة إلى أن سوق مونتني نيلغرن غير كفأة عند المستوى الضعيف للكفاءة.

المطلب الثالث : مقارنة بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية

بعد ما تم عرض مجموعة من الدراسات السابقة باللغة العربية و الأجنبية، سوف نقوم الآن بالمقارنة تلك الدراسات و الدراسة التي سنقوم بها من حيث :

الهدف : لقد اشتركت معظم الدراسات في الهدف الذي تسعى إليه و هو اختبار كفاءة للأسواق المدروسة.
العينة : فنجد أن كل الدراسات سواء باللغة العربية أو اللغة الأجنبية لم يتم اختبار كفاءة سوق دبي المالي و كذا من حيث حجم العينة أو فترة الدراسة.

طريقة المعالجة : نجد أن معظم الدراسات السابقة اعتمدت على اختبارات جذر الوحدة عدا دراسة شقيري نوري موسى و وليد أحمد صافي، Walid Abdmoulah و لطرش سميرة. و هو ما سيتم الاعتماد عليه في هذه الدراسة لقياس كفاءة سوق دبي.

خلاصة الفصل

فيما سبق تم تقديم مفاهيم عامة حول كفاءة الأسواق المالية من حيث المفهوم، المبادئ، الأنواع و كذا صيغ الكفاءة بالإضافة إلى بعض التناقضات الموجودة في نظرية الكفاءة ، ثم بعد ذلك تم التعريف بالأزمة المالية، تطورها، أسبابها و آثارها، و من أهم ما النقاط التي خرجنا بها نجد :

- يعتمد مفهوم كفاءة الأسواق المالية على انعكاس المعلومات على أسعار الأوراق المالية بسرعة ؛
- إن مفهوم الكفاءة الكاملة هو مفهوم نظري لا يمكن تحقيقه في الواقع، في حين يمكن تحقيق الكفاءة الاقتصادية فقط ؛
- إن سبب التناقضات الموجودة في نظرية الكفاءة هو أنها تنطلق من جانب نظري و تحاول تطبيقه على الواقع ؛
- بدأت الأزمة المالية بسبب التوسع في منح القروض العقارية دون مراقبة الجدارة الائتمانية لتلك القروض، إصدار أصول مالية مقابلة لها بشكل كبير فزادت معها المخاطر المالية و أصبح الجانب المالي أكبر من الاقتصاد الحقيقي؛
- القيام بعملية التوريق بشكل كبير أدى إلى تشكيل سلسلة متتالية من العقود إذا اختلت إحدى الحلقات يؤدي ذلك إلى تأثير بقية الأطراف ؛

أما المبحث الثاني فتمثل في عرض لمجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع، فتم ذكر هدف الدراسة، عينة الدراسة و طريقة المعالجة إضافة إلى أهم النتائج التي تم الوصول إليها، بعدها تم ذكر أوجه التشابه و الاختلاف بين تلك الدراسات و الدراسة التي سنقوم بها.

الفصل الثاني :
الدراسة التطبيقية

تمهيد

بعدها قمنا في الفصل السابق بتعريف مجموعة من المفاهيم المتعلقة بكفاءة السوق المالي، ثم قمنا بالتطرق إلى الأزمة المالية العالمية و تلاها عرض لبعض الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع. سننتقل إلى الفصل التطبيقي و الذي سنحاول من خلاله إعطاء صورة قياسية للموضوع بالاعتماد على الأدوات الإحصائية و ذلك باستعمال مجموعة من الاختبارات و التي سيتم التعريف بها و تحديد الهدف من كل منها و باستعمال هذه الاختبارات سوف نقوم باختبار فرضيات الدراسة التي تم تقديمها. و على هذا الأساس قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية :

المبحث الأول : الطريقة و الأدوات ؛

المبحث الثاني : تحليل وتفسير، ومناقشة نتائج الدراسة التطبيقية.

المبحث الأول : الطريقة و الأدوات

قصد معرفة مدى تأثير الأزمة المالية العالمية على كفاءة سوق دبي المالي، لا بد من التعرف على السوق و كذا مؤشر السوق و كيفية حسابه و كذا الأدوات الإحصائية التي سيتم استعمالها لذلك .

المطلب الأول : الطريقة

يحتوي هذا المطلب على فرعين الأول سنتناول فيه كل ما يتعلق بمجتمع و عينة الدراسة أما الثاني فيتعلق بطريقة جمع و تلخيص المعطيات، في حين الفرع الثالث سيتم فيه التطرق إلى متغيرات الدراسة و كيفية قياسها.

الفرع الأول : اختيار مجتمع و عينة الدراسة

✓ مجتمع الدراسة :

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المكونة لسوق دبي المالي، إذ يعد سوق مالي حديث النشأة، و قد تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000 ، وبدأ السوق نشاطه في 26 مارس 2000 ، وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره 8 مليارات درهم مقسمة إلى 8 مليارات سهم، و تم طرح نسبة 20% من رأسمال السوق، أي ما يعادل 1.6 مليار سهم للاكتتاب العام . حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم. وفي 7 مارس 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM). وتسمى إدارة سوق دبي المالي إلى جعل سوق دبي المالي سوق مالية إقليمية بمقاييس عالمية.

أهداف السوق

- ❖ خلق سوق استثماري للأوراق المالية يحقق المصلحة لاقتصاد الوطن ؛
- ❖ تنظيم عملية بيع و شراء الأوراق المالية بما يضمن حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة والمحظورة ؛
- ❖ تحقيق أعلى درجات السيولة من خلال السماح لقوى العرض والطلب بالتفاعل الحر والعادل فيما بين المستثمرين ؛
- ❖ تنظيم عملية انتقال ملكية الأوراق المالية من خلال إدارة الإيداع والمقاصة والتسوية ونظمها الالكترونية الحديثة التي تتولى العملية بسرعة ؛
- ❖ ترسيخ قواعد السلوك المهني والانضباط بين الوسطاء وموظفي السوق بما يحقق أعلى مستويات الاستقامة وتوفير التدريب الملائم لهم ؛
- ❖ تجميع البيانات والإحصائيات عن الأوراق المالية، و إعداد التقارير بناء على تلك البيانات والمعلومات.

مجلس الإدارة

يتكون مجلس الإدارة من 7 أعضاء ممثلين في:

- ❖ رئيس مجلس الإدارة ؛
- ❖ نائب رئيس مجلس الإدارة ؛
- ❖ العضو المنتدب والرئيس التنفيذي ؛
- ❖ أربعة أعضاء في مجلس الإدارة.

أوقات التداول :

و يتم التداول في سوق دبي المالي من الساعة:

09:00 صباحاً إلى 02:00 ظهراً من الأحد إلى الخميس (باستثناء العطلات الرسمية)

✓ عينة الدراسة :

- تمثل عينة الدراسة من المؤسسات المكونة لمؤشر سوق دبي المالي، إذ يتم احتساب هذا المؤشر من خلال القواعد التالية :
1. يتم قياس وزن الشركة في المؤشر بعدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول و ذلك من خلال استبعاد أسهم الحكومة و مجموع الملكيات التي تبلغ 5% أو أكثر في رأس مال الشركة ؛
 2. يعتمد المؤشر في احتساب القيمة السوقية على أساس آخر سعر تداول للورقة المالية، الأمر الذي سوف يضمن أن يعبر المؤشر عن آخر اتجاه لحركة الأسعار في السوق ؛
 3. تم وضع حد أقصى لوزن الشركة الواحدة في المؤشر بحيث لا يتجاوز 20%، و هو ما سوف يعمل على الحد من تأثير حركة الأسعار للشركة ذات القيمة السوقية المرتفعة على حركة المؤشر ؛
 4. يشتمل المؤشر على الأسهم العادية للشركات المدرجة في سوق دبي المالي، و بالتالي لا يتضمن المؤشر السندات و الأسهم الممتازة ؛
 5. يتم تحديد عدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول للشركات المدرجة في المؤشر عند 20% فقط للشركات التي تصنف بالأقل تداولاً ؛
 6. يتم استخدام النسب المعيارية التالية على الشركات الأكثر تداولاً لتحديد القيمة السوقية لكل شركة في المؤشر :
 - ☑ 25% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم المتاحة للتداول ما بين 5% إلى 25% ؛
 - ☑ 50% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم المتاحة للتداول ما بين أكبر من 25% إلى 50% ؛
 - ☑ 75% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم المتاحة للتداول ما بين أكبر من 50% إلى 75% ؛
 - ☑ 100% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم المتاحة للتداول ما بين أكبر من 75% إلى 100% ؛
 - ☑ يتم استبعاد الشركة من المؤشر إذا قلت نسبة الأسهم المتاحة للتداول عن 5% من إجمالي رأسمالها.
 7. يتم اختيار الشركات المتضمنة في المؤشر في فئة الأسهم الأكثر تداولاً وفقاً للمعايير التالية :
 - ☑ ألا تقل نسبة إجمالي قيمة التداول على الشركة إلى إجمالي قيمة التداول في السوق خلال الفترة محل التقييم (سنة شهور) عن 1%، أو ألا تقل نسبة إجمالي قيمة التداول على الشركة إلى إجمالي القيمة السوقية للشركة في نهاية الفترة محل التقييم عن 10% ؛
 - ☑ أن يمثل عدد أيام التداول على أسهم الشركة 50% من إجمالي عدد أيام التداول خلال الفترة ؛
 - ☑ ألا يقل عدد عمليات التداول على أسهم الشركة خلال الفترة عن 150 عملية تداول ؛
 - ☑ ألا يقل عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة عن 500 ألف سهم.
 - ☑ ألا يقل إجمالي قيمة التداول على أسهم الشركة خلال الفترة عن 100 مليون درهم .
 8. يتم النظر في إدراج الشركات الجديدة في المؤشر بعد مرور شهر من بداية تداولها في السوق، و ذلك لتفادي التقلبات السعرية لأسهم تلك الشركات خلال الفترة الأولى من بدء التداول على أسهمها.
 9. تتم مراجعة المؤشر مرتين بالسنة و ذلك خلال الأسبوع الأول من شهر جانفي و خلال الأسبوع الأول من شهر جويلية.

و تتكون عينة الدراسة من 1576 مشاهدة يومية لمؤشر السوق و ذلك خلال الفترة الممتدة من 01 جانفي 2005 إلى غاية 30 ديسمبر 2010.

الفرع الثاني : تحديد متغيرات الدراسة ، قياسها و طريقة جمعها

متغيرات الدراسة :

المتغير التابع :

يتمثل في كفاءة سوق دبي المالي و الذي يظهر من خلال حركة أسعار الأسهم اليومية و المعبر عنها من خلال حركة المؤشر العام لسوق دبي المالي. فيكون السوق كفاء إذا كانت السلسلة الزمنية للمؤشر العام غير مستقرة.
الخصائص الإحصائية لصفة استقرار السلسلة :

تعتبر سلسلة زمنية ما ساكنة إذا توافرت الخصائص التالية :

✓ ثبات متوسط القيم عبر الزمن

✓ ثبات التباين عبر الزمن.¹

✓ و تبايناتها المشتركة ثابتة عبر الزمن.²

المتغير المستقل :

الأزمة المالية العالمية و التي يبرز أثرها عبر الزمن.

1. طريقة جمع المعطيات :

لقد تم التحصل على المعطيات اللازمة لاختبار الكفاءة و المتمثلة أساسا في أسعار الإغلاق للمؤشر العام للسوق ، إضافة إلى مؤشرات الأداء طريق المواقع التالية :

- أسعار الإغلاق الخاصة بالمؤشر العام لسوق دبي تم الحصول عليها من الموقع الإلكتروني التالي :

- <http://data.mec.biz> consulte le 09/04/2014.

- مؤشرات الأداء المالي تم الحصول عليها من الموقع الإلكتروني التالي:

- <http://www.amf.org.ae> consulté le 05/04/2014.

- <http://www.dfm.ae> consulté le 05/04/2014.

المطلب الثاني : الأدوات

من أجل قياس كفاءة سوق دبي المالي و ذلك بالقيام بدراسة إستقرارية السلسلة الزمنية تم استخدام مجموعة من الأدوات

الإحصائية المتمثلة في :

تم استعمال الاختبارات الإحصائية التالية:

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 614، 615.

² سعيد هتهات، دراسة اقتصادية و قياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006،

✓ التمثيل البياني :

قد يصعب أحيانا تحديد طبيعة السلسلة الزمنية (مستقرة أو غير مستقرة) سواء بالملاحظة البسيطة أو حتى بالرسم البياني و هنا نلجأ إلى استخدام مقاييس إحصائية لاختبار وجود أو عدم وجود الاتجاه في السلسلة.

The Unit Root Test of Stationary : اختبار جذر الوحدة :

✓ اختبار ديكي فولر :

تعمل اختبارات ديكي فولر على البحث في الاستقرار أو عدمها لسلسلة زمنية و ذلك بتحديد مركبة الاتجاه العام.

لعرض هذا الاختبار نبدأ بالنموذج التالي الذي يسمى بنموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى و الذي يكتب من الشكل :

$$Y_t = Y_{t-1} + \mu_t$$

μ : حد الخطأ العشوائي و الذي يفترض فيه : وسط حسابي يساوي الصفر، تباين ثابت، وقيم غير مرتبطة.

و اذا قمنا بتقدير الصيغة التالية و اتضح أن معامل Y_{t-1} يساوي الواحد فان التغير يكون له جذر الوحدة و يعاني مشكلة عدم الاستقرار.

✓ اختبار ديكي فولر المطور :

في اختبار ديكي فولر البسيط تم اهمال احتمال ارتباط الاخطاء لذلك فان اختبار ديكي فولر المطور ADF عمل على ادراج هذه الفرضية ، و يرتكز على فرضية $(H_1 : |\phi_1| < 1)$: و على التقدير بواسطة المربعات الصغرى . حيث ϕ_1 هي معامل Y_{t-1} .

✓ اختبار فيليبس و بيرون:

هذا الاختبار يعتمد إلى تصحيح غير معلمي لإحصاءات ديكي فولر من أجل الأخذ بعين الاعتبار الأخطاء المرتبطة، و يجرى هذا الاختبار في أربعة مراحل :

- التقدير بواسطة طريقة المربعات الصغرى للنماذج الثلاثة القاعدية لاختبار ديكي فولر.

- تقدير التباين المعطى في الأجل القصير .

- تقدير المعامل المصحح المسمى التباين الطويل الأجل و المستخرج من خلال التباينات المشتركة لبواقي النماذج السابقة نموذج.

- حساب إحصائية فيليبس و بيرون.*1

✓ اختبار BDS :

هو اختبار غير معلمي، يتم من خلاله اختبار فرضية استقلالية المشاهدات.²

ومن أجل قياس ماسبق تم استخدام البرامج التالية :- برنامج الجداول الإلكترونية Microsoft Excel 2007؛

- برنامج 8 EVIWES

المرجع السابق، ص 138، 146. للاطلاع أكثر الرجوع إلى سعيد هنتها.

² خيرة الداوي، مرجع سبق ذكره، ص 158.

المبحث الثاني : تحليل وتفسير ، ومناقشة نتائج الدراسة التطبيقية

بعد أن قمنا بتحديد كل من متغيرات الدراسة و الأدوات و الاختبارات الإحصائية التي سيتم بواسطتها اختبار الكفاءة وذلك من خلال:

- ✓ عرض أداء سوق دبي المالي عن طريق كل من عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية، حجم التداول و عدد الأسهم المتداولة ؛
- ✓ اختبار كفاءة سوق دبي المالي بواسطة كل من المنحنى البياني لتحركات الأسعار اليومية لمؤشر السوق، كما سيطبق على هذه الأخيرة اختبار ديكي فولر المطور بالإضافة إلى اختبار فيليبس-بيرون و اختبار BDS.

المطلب الأول : نتائج الدراسة التطبيقية

في هذا المطلب سيتم تقديم نتائج الدراسة و التي تم الوصول إليها عن طريق المعطيات المجمعة بعد معالجتها بالأدوات الإحصائية التي تم ذكرها سابقا.

الفرع الأول : أداء سوق دبي المالي

من أجل معرفة مدى تأثير الأزمة المالية العالمية على الأداء المالي للسوق سيتم استخدام أربعة مؤشرات و على أساسها سيتم تقييم أداء سوق دبي المالي ، و هي كالتالي :

- مؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق دبي المالي :

الجدول (2-1) : عدد الشركات المدرجة في سوق دبي المالي

السنة	عدد الشركات المدرجة	رأس المال المصرح به	القطاع المهيمن
2005	30	26 977 669	قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية
2006	46	39 528 871	قطاع البنوك
2007	55	58 532 129	قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية
2008	65	79 603 772	قطاع البنوك
2009	67	90 194 512	قطاع البنوك
2010	65	89 737 769	قطاع البنوك

الوحدة : ألف درهم إماراتي

المصدر : من إعداد الطالبة باستعمال برنامج Excel بالاعتماد على معطيات صندوق النقد العربي و الملحق رقم (02)

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن عدد المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي في تزايد فهو يتراوح ما بين 30 في سنة 2005 و 67 في سنة 2009 ثم انخفض إلى 65 مؤسسة سنة 2010.

كما أن رأسمال السوق قدر ب 26 977 669 ألف درهم في سنة 2005 ثم أخذ في الارتفاع حيث بلغت نسبة الزيادة 46,52 % سنة 2006، و قدرت ب 48,07 % سنة 2007، ثم أخذت هذه النسبة في الانخفاض فقدرت ب 36% سنة

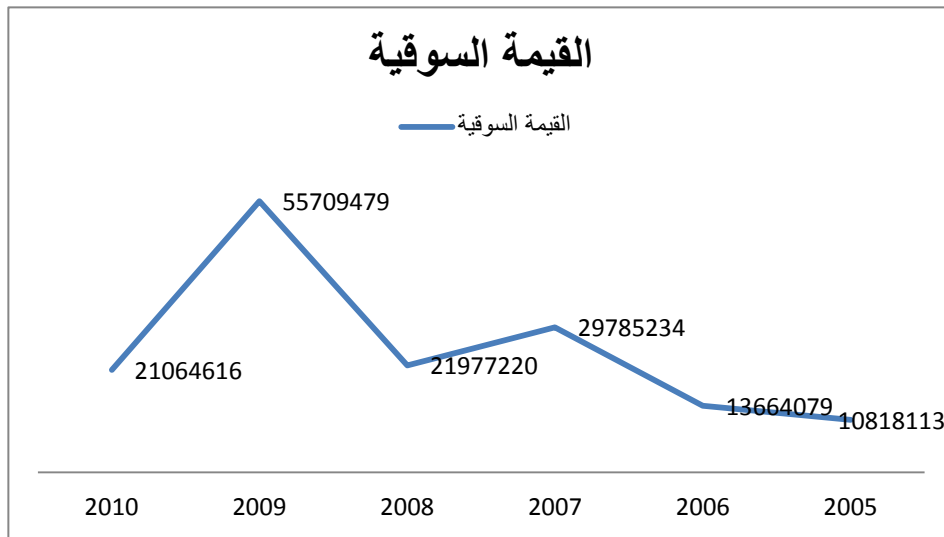
2008، و 13,30% سنة 2009، أما في سنة 2010 فقد انخفض رأسمال السوق إلى 89 737 769 و ذلك بنسبة تقدر ب 0,51%.

أما فيما يخص أكثر القطاعات مساهمة في رأس المال فقد كان قطاع البنوك و قطاع العقارات و الإنشاءات العقارية أكثر القطاعات مساهمة، ففي سنة 2005 كان قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية يحتل الصدارة بنسبة 35,66% يليه قطاع البنوك بنسبة 33,08%، أما سنة 2006 فقد كان قطاع البنوك يساهم بنسبة 31,10% في حين كان قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية يقدر ب 27,02%، أما سنة 2007 فقد كانت أكبر مساهمة لقطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية بنسبة 29,95% أما مساهمة قطاع البنوك فقد 24,69%.

أما في سنوات 2008 و 2009 و 2010 فقد كان قطاع البنوك الأكثر مساهمة فكانت النسب كالتالي :
24,25%، 29,12% و 29,44%، أما قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية فقد قدرت النسب خلال السنوات السابقة ب 23,73%، 23,09%، 23,42%¹.

• القيمة السوقية :

الشكل (2-1) : القيمة السوقية لسوق دبي المالي



الوحدة : ألف درهم إماراتي

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (03)

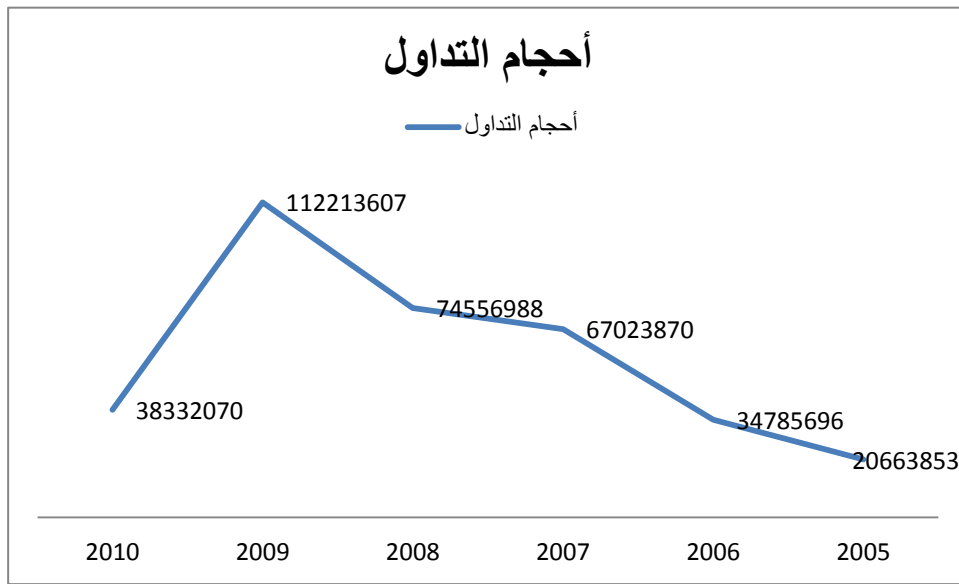
¹ الملحق رقم (02)

سنقوم بتقسيم الشكل إلى مرحلتين و هي :
 الفترة من سنة 2005 إلى سنة 2007 : و قد تميزت هذه الفترة كون القيمة السوقية ترتفع ثم تعود للانخفاض في بداية سنة 2007 ، و قد كانت المساهمة الأكبر من حيث القيمة السوقية لقطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية خلال السنتين الأولتين بنسبة 47,59% و 36,88%، أما قطاع البنوك فقد احتل المرتبة الثانية بنسبة 31,33% و 28,92%، و في سنة 2007 كانت المساهمة الأكبر لقطاع البنوك بنسبة 35,67% في حين تراجع مساهمة قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية و قدرت ب 29,45%.

الفترة من سنة 2008 إلى سنة 2010 : تميزت هذه المرحلة بارتفاع واضح ثم انخفاض، و في هذه الفترة كانت المساهمة الأكبر لقطاع البنوك و ذلك بنسبة 35,93%، 26,37% و 27,67%، كما أخذت نسبة مساهمة قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية في التراجع و قدرت نسب المساهمة خلال هذه الفترة ب 13,47%، 20,57% و 16,80%¹.

• حجم التداول :

الشكل (2-2) : أحجام التداول في سوق دبي المالي



الوحدة : ألف درهم إماراتي

المصدر : من إعداد الطالبة باستعمال الملحق رقم (04)

¹ الملحق رقم (03)

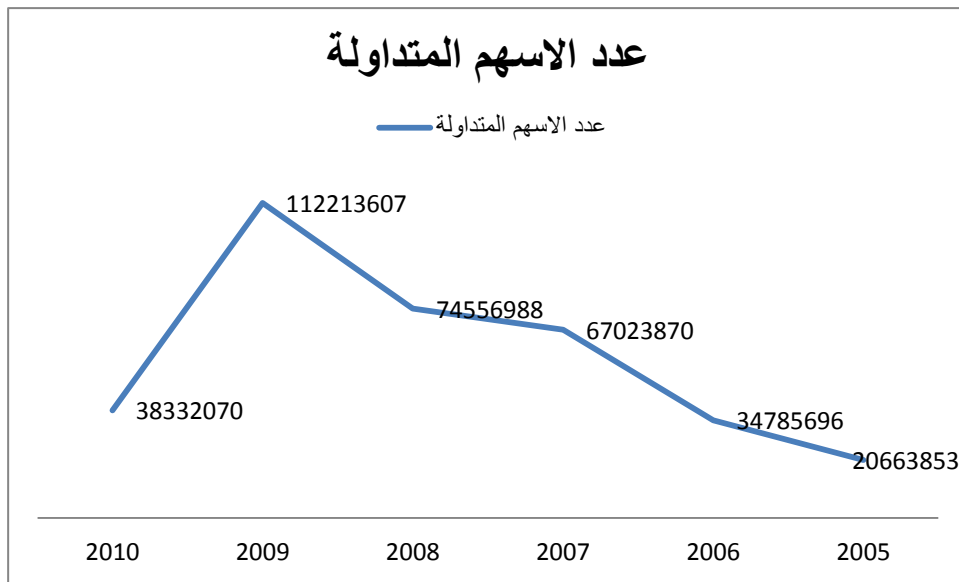
من خلال شكل المنحنى يمكن تقسيمه إلى جزأين :

الجزء الأول : يتمثل في الفترة من سنة 2005 إلى سنة 2007 و تميزت هذه الفترة بارتفاع و لكن بنسب ضئيلة في أحجام التداول و قد كانت المساهمة الأكبر في حجم التداول لقطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية بنسب بلغت 57,87%، 54,80% و 45,91%. أما قطاع البنوك فقد قدرت مساهمته ب 21,82%، 28,57% و 20,09%.

الجزء الثاني : و ذلك خلال الفترة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2010 و تميزت هذه الفترة بارتفاع كبير في أحجام التداول ثم انخفاض كبير، و قد كانت النسبة الأكبر من أحجام التداول لقطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية بنسب قدرت ب 38,38%، 57,74% و 67,32% في حين انخفضت مساهمة قطاع البنوك بشكل كبير فقدرت نسبة مساهمتها 21,65%، 7,32% و 5,99%. و قد احتل قطاع الاستثمار و الخدمات المالية المرتبة الثانية بعد قطاع العقارات و الاستثمارات المالية خلال السنوات 2007، 2009، 2010 بنسب قدرت ب 26%، 18,44% و 15,08%¹.

● عدد الأسهم المتداولة :

الشكل (2-3) : عدد الأسهم المتداولة



الوحدة : ألف سهم

المصدر : من إعداد الطالبة باستعمال برنامج Excel بالاعتماد على معطيات صندوق النقد العربي

سنقوم بتقسيم الجدول إلى جزأين هما :

الجزء الأول : من سنة 2005 إلى غاية سنة 2007 حيث تميزت هذه الفترة بارتفاع في عدد الأسهم المتداولة، و خلال هذه الفترة كانت نسبة الأسهم المتداولة في قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية من إجمالي الأسهم المتداولة كالتالي:

¹ الملحق رقم (04)

52,35%، 39,28% و 44,44% و احتل قطاع البنوك المرتبة الثانية خلال سنتي 2005 و 2006 بنسب قدرت ب 21,67% و 34,24% و المرتبة الثالثة بنسبة 17,50% في سنة 2007 بعد قطاع الاستثمار و الخدمات المالية الذي كانت نسبة مساهمته 29,69%.

الجزء الثاني : من سنة 2008 إلى غاية سنة 2010 و هذه الفترة تميزت بارتفاع في عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2009 ثم شهد عدد الأسهم انخفاضا ملحوظا، و كانت نسبة الأسهم المتداولة في قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية خلال هذه السنوات على الترتيب 28,60%، 49,65% و 54,95%. و نسبة الأسهم المتداولة في قطاع البنوك 17,78%، 7,60% و 6,29% أما قطاع الاستثمار و الخدمات المالية فكانت نسبة مساهمته 17,52%، 18,29% و 18,88%.

الفرع الثاني : دراسة كفاءة سوق دبي المالي عند المستوى الضعيف

لقياس كفاءة الأسواق المالية عند المستوى الضعيف لا بد من إتباع حركة أسعار الأسهم فإذا كانت الأسعار تسير بشكل عشوائي فإن السوق تكون كفاءة عند المستوى الضعيف، و لاختبار كفاءة سوق دبي المالي سنقوم باستعمال كل من الشكل البياني، اختبار ديكي فولر و اختبار فيليبس و بيرون لدراسة الاستقرار و اختبار BDS.

و سنقوم بتقسيم الدراسة إلى فترتين و ذلك من أجل ملاحظة أثر الأزمة بشكل أفضل و سيتم ذلك مع جميع الاختبارات التي تم ذكرها سابقا.

• التمثيل البياني :

الشكل (2-4) : التمثيل البياني لسلسلة الأسعار خلال الفترة 2005-2007



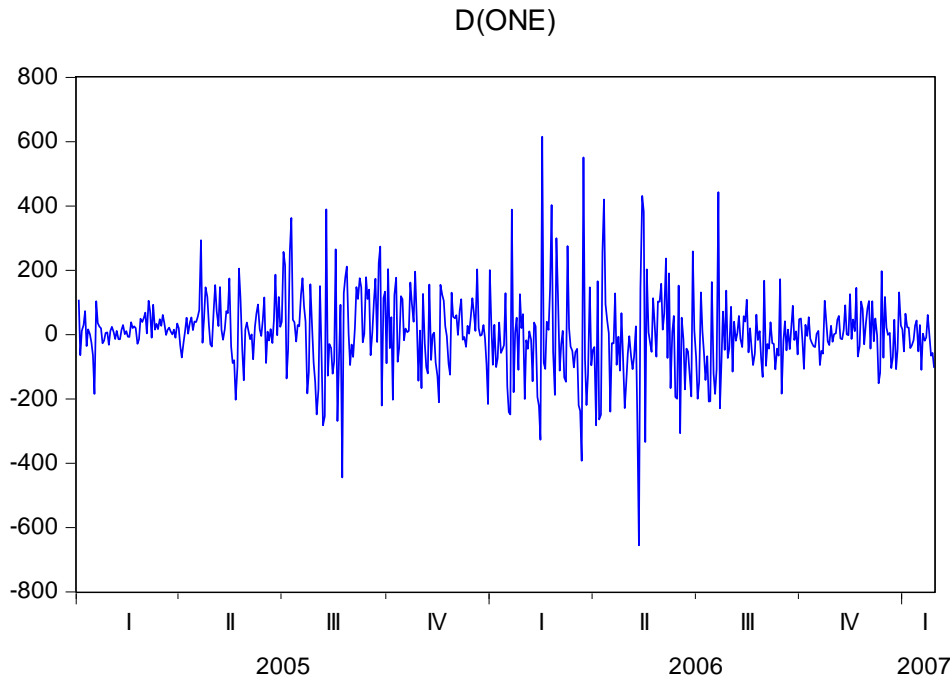
المصدر : من إعداد الطالبة باستعمال برنامج Eviews 8 و بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01).

الشكل (2-5) : التمثيل البياني لسلسلة الأسعار خلال الفترة 2010-2008



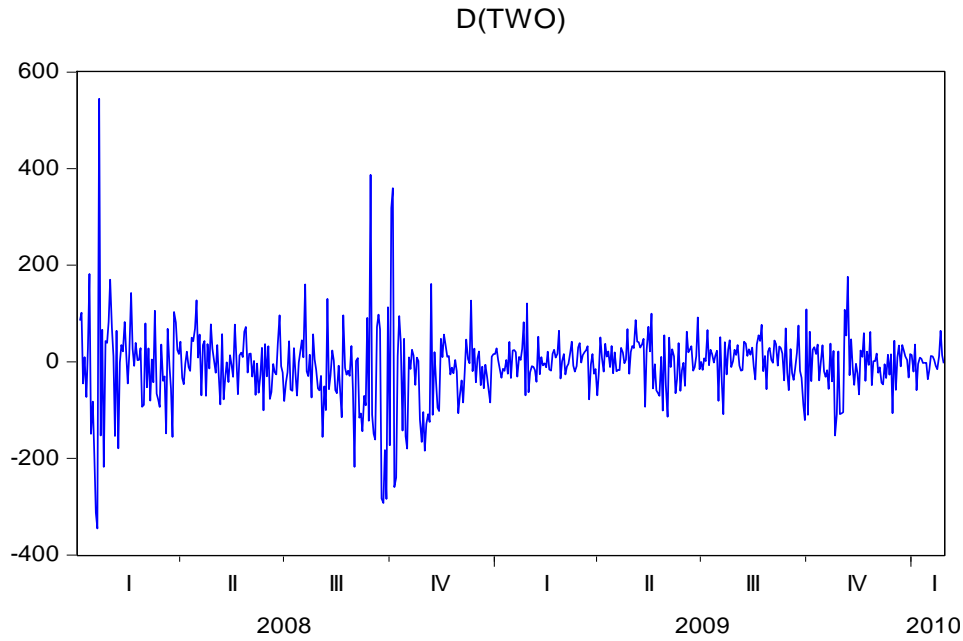
المصدر : من إعداد الطالبة باستعمال برنامج **Eviews 8** و بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01).

الشكل (2-6) : التمثيل البياني لسلسلة الأسعار بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى خلال الفترة 2007-2005



المصدر : من إعداد الطالبة باستعمال برنامج **Eviews 8** بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01).

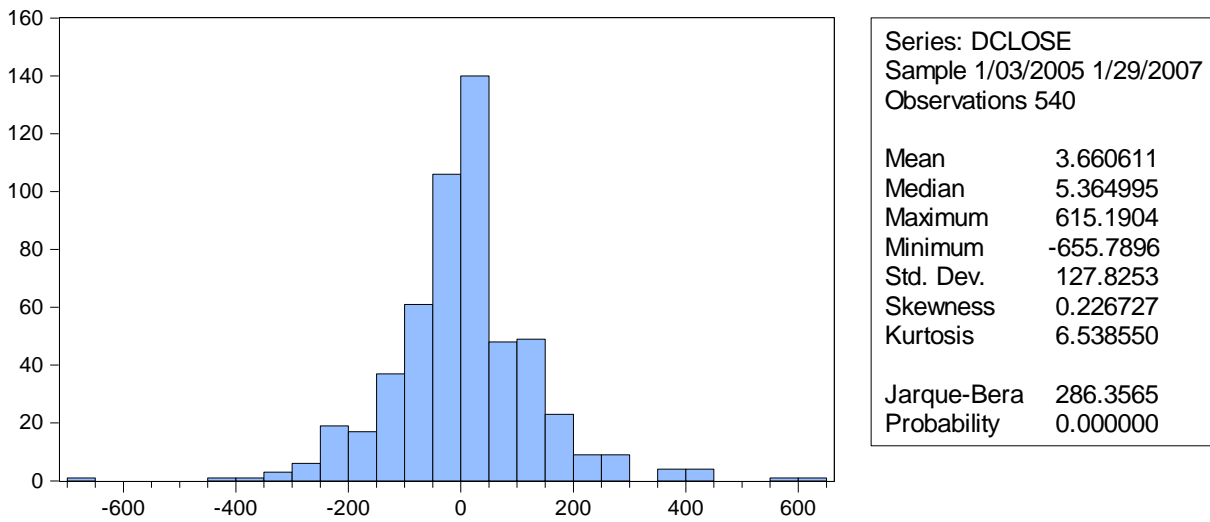
الشكل (2-7) : التمثيل البياني لسلسلة الأسعار بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى خلال الفترة 2008-2010



المصدر : من إعداد الطالبة باستعمال برنامج **Eviews 8** بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01).

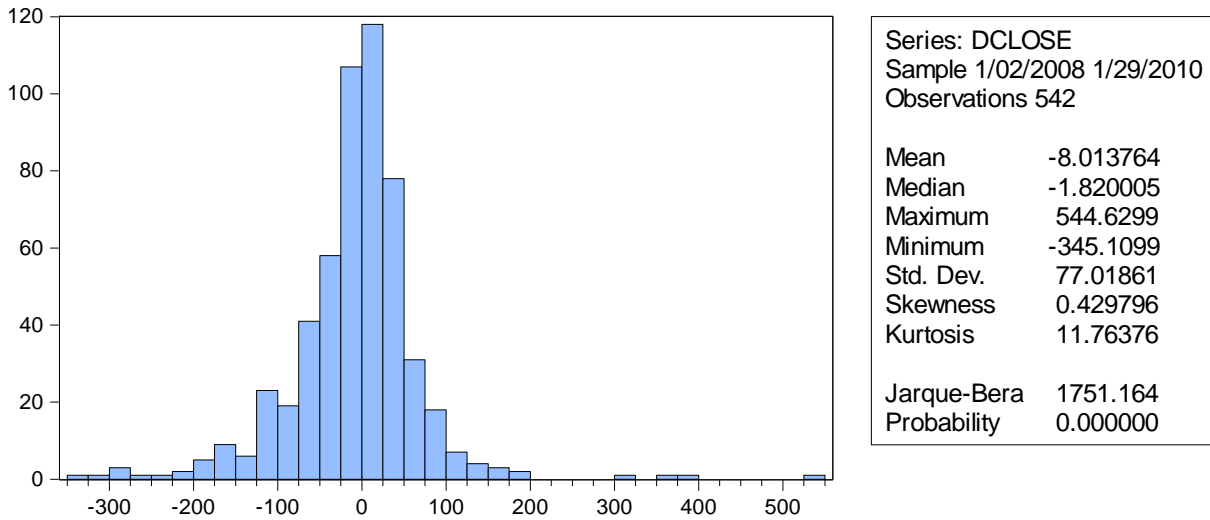
• نتائج اختبارات التوزيع الطبيعي :

الشكل (2-8) : اختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة الأسعار بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى للفترة 2005-2007



المصدر : من إعداد الطالبة باستعمال برنامج **Eviews 8** و بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01).

الشكل (2-9) : اختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة الأسعار بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى للفترة 2008-2010



المصدر : من إعداد الطالبة باستعمال برنامج Eviews 8 و بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01).

• نتائج اختبار BDS :

الجدول (2-2) : اختبار BDS للفترة 2005-2007

BDS Test for DCLOSE

Date: 05/21/14 Time: 17:39

Sample: 1/03/2005 1/29/2007

Included observations: 541

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.043871	0.004071	10.77642	0.0000
3	0.076235	0.006470	11.78210	0.0000
4	0.097494	0.007707	12.65026	0.0000
5	0.108886	0.008035	13.55076	0.0000
6	0.111729	0.007752	14.41281	0.0000

Raw epsilon	166.7466		
Pairs within epsilon	205124.0	V-Statistic	0.703443
Triples within epsilon	85359566	V-Statistic	0.542089

Dimension	C(m,n)	c(m,n)	C(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))^k
2	77961.00	0.537695	101889.0	0.702726	0.493824
3	61064.00	0.422726	101459.0	0.702367	0.346491
4	48997.00	0.340456	101040.0	0.702076	0.242961
5	39980.00	0.278839	100590.0	0.701562	0.169954
6	32931.00	0.230537	100155.0	0.701145	0.118808

المصدر : من إعداد الطالبة باستعمال برنامج Eviews 8 و بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01).

الجدول (2-3) : اختبار BDS للفترة 2008-2010

BDS Test for DCLOSE

Date: 05/21/14 Time: 17:48

Sample: 1/02/2008 1/29/2010

Included observations: 543

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.051967	0.004290	12.11269	0.0000
3	0.092862	0.006825	13.60580	0.0000
4	0.118085	0.008138	14.51097	0.0000
5	0.132792	0.008493	15.63489	0.0000
6	0.136790	0.008203	16.67645	0.0000

Raw epsilon	90.13856		
Pairs within epsilon	206730.0	V-Statistic	0.703728
Triples within epsilon	86795414	V-Statistic	0.545129

Dimension	C(m,n)	c(m,n)	C(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))^k
2	79708.00	0.545684	102636.0	0.702649	0.493716
3	63894.00	0.439043	102185.0	0.702158	0.346182
4	52389.00	0.361326	101824.0	0.702278	0.243241
5	43768.00	0.302991	101372.0	0.701765	0.170199
6	36799.00	0.255698	100920.0	0.701242	0.118907

المصدر : من إعداد الطالبة باستعمال برنامج Eviews 8 و بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01).

المطلب الثاني : تحليل وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية

• الفرع الأول : تحليل و تفسير نتائج أداء سوق دبي المالي

• عدد الشركات المدرجة في سوق دبي المالي

إن زيادة عدد الشركات في سوق دبي المالي أدى إلى زيادة رأس المال المستثمر في السوق و هذه الزيادة تعود إلى الزيادة في رأس المال المستثمر في كل من قطاعي العقارات و الاستثمارات الهندسية و البنوك كونهما الأكثر مساهمة في رأس المال المستثمر في السوق بالإضافة إلى زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق، أما الانخفاض في رأس المال المستثمر في سنة 2010 فيعود إلى خروج شركات من سوق دبي المالي. و يبرز تراجع نسبة الزيادة في رأس المال المستثمر ابتداء من سنة 2008 إلى تأثر سوق دبي المالي بالأزمة المالية العالمية.

• القيمة السوقية :

نلاحظ من خلال الشكل (2-1) نلاحظ أن هناك زيادة في القيمة السوقية و بنسب ضئيلة من سنة 2005 إلى غاية سنة 2007 ثم ينخفض بين سنة 2007 و 2008 ثم يرتفع بشكل ملحوظ بين سنة 2008 و 2009 ثم يعود للانخفاض و ذلك راجع إلى الانخفاض في القيمة السوقية في كل من قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية و قطاع البنوك، و بالتالي فان هناك تأثير للأزمة المالية على القيمة السوقية في سوق دبي المالي.

• حجم التداول :

نلاحظ أن حجم التداول شهد ارتفاع بين سنة 2005 و بنسب صغيرة 2008 ثم ارتفع بشكل كبير في السنة الموالية، و عاد للانخفاض بشكل ملحوظ في سنة 2010 و ذلك راجع إلى الانخفاض الكبير في كل من قطاع البنوك، قطاع الاستثمار و الخدمات المالية وبشكل أكبر قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية.

• عدد الأسهم المتداولة :

من خلال الشكل (2-3) نلاحظ أن عدد الأسهم المتداولة تأخذ في الارتفاع خلال الفترة 2005 و 2008 ثم ترتفع بشكل كبير في سنة 2009 و تعود في للانخفاض سنة 2010 . و ذلك راجع إلى انخفاض عدد الأسهم المتداولة في قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية و قطاع الاستثمار و الخدمات المالية و بنسبة أقل قطاع البنوك.

من خلال ما سبق نستنتج :

يتم رفض الفرضية الأولى التي تنص على :

انخفاض أداء سوق دبي المالي بعد وقوع الأزمة المالية العالمية.

في حين يتم تبني الفرضية الثانية التي تنص على أن :

أداء سوق دبي المالي قبل و بعد الأزمة له مدلولية.

الفرع الثاني : دراسة كفاءة سوق دبي المالي عند المستوى الضعيف

• المنحنى البياني

من خلال شكل (2-4) نلاحظ أن قيم مؤشر السوق لا تتحرك في مجال محدد فهي تأخذ شكل هرم ثم تعود للحركة في شكل مجال أي أن هناك اتجاه عام للسلسلة، مما يوحي بأن الأسعار تتحرك بشكل عشوائي أي أن السوق يتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف و ذلك خلال الفترة من سنة 2005 إلى غاية سنة 2007.

أما الشكل (2-5) فنلاحظ من خلاله أن الأسعار تنطلق من الأعلى ثم تنخفض و ذلك بعد منتصف سنة 2008 ثم تتحرك ضمن مجال محدد مما يعطينا تصورا بأن الأسعار منذ منتصف سنة 2008 لا تتحرك بشكل عشوائي مما يعني أن السوق لا تتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف.

• تحليل و تفسير نتائج اختبار ADF

من خلال نتائج الملحق رقم (06) قدرت إحصائية اختبار ديكي فولر المطور خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى غاية سنة 2007 بـ 1,618254 - فالقيمة المطلقة لها أقل من القيمة المطلقة للقيم الحرجة عند مستوى معنوية 1%، 5% و 10% و منه فإننا في منطقة قبول الفرضية H_0 التي تشير إلى عدم إستقرارية سلسلة أسعار مؤشر السوق.

من خلال نتائج الملحق رقم (08) قدرت إحصائية اختبار ديكي فولر المطور خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2010 بـ -2,255418 فالقيمة المطلقة لها أقل من القيمة المطلقة للقيم الحرجة عند مستوى معنوية 1%، 5% و 10% و منه فإننا في منطقة قبول الفرضية H_0 التي تشير إلى عدم إستقرارية سلسلة أسعار مؤشر السوق.

• تحليل و تفسير نتائج اختبار فيليبس و بيرون :

من خلال نتائج الملحق رقم (07) قدرت إحصائية اختبار فيليبس و بيرون خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى غاية سنة 2007 ب $-1,676296$ فالقيمة المطلقة لها أقل من القيمة المطلقة للقيم الحرجة عند مستوى معنوية 1%، 5% و 10% و منه فإننا في منطقة قبول الفرضية H_0 التي تشير إلى عدم إستقرارية سلسلة أسعار مؤشر السوق و بالتالي فان سوق دبي المالي كفاً عند المستوى الضعيف.

من خلال نتائج الملحق رقم (09) قدرت إحصائية اختبار فيليبس و بيرون خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2010 ب $-2,155428$ فالقيمة المطلقة لها أقل من القيمة المطلقة للقيم الحرجة عند مستوى معنوية 1%، 5% و 10% و منه فإننا في منطقة قبول الفرضية H_0 التي تشير إلى عدم إستقرارية سلسلة أسعار مؤشر السوق.

بناء على نتائج اختبار كل من ديكي فولر و فيليبس و بيرون فان السلسلة غير مستقرة و بالتالي يجب جعلها مستقرة و ذلك بإجراء الفروقات من الدرجة الأولى على السلسلة .

يتضح من الشكل (2-6) و الشكل (2-7) أن سلسلة الفروقات من الدرجة الأولى مستقرة نوعا ما ، و ذلك خلال الفترتين و بإجراء كل من اختبار ديكي فولر و فيليبس بيرون نلاحظ :

من خلال نتائج الملحق (10) قدرت إحصائية اختبار ديكي فولر المطور خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى غاية سنة 2007 ب -30.55682 فالقيمة المطلقة لها أكبر من القيمة المطلقة للقيم الحرجة عند مستوى معنوية 1%، 5% و 10% و منه فإننا في منطقة قبول الفرضية H_0 التي تشير إلى إستقرارية سلسلة أسعار مؤشر السوق بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى.

من خلال نتائج الملحق رقم (11) قدرت إحصائية اختبار ديكي فولر المطور خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2010 ب -25.98613 فالقيمة المطلقة لها أكبر من القيمة المطلقة للقيم الحرجة عند مستوى معنوية 1%، 5% و 10% و منه فإننا في منطقة قبول الفرضية H_0 التي تشير إلى إستقرارية سلسلة أسعار مؤشر السوق بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى.

من خلال نتائج الملحق رقم (12) قدرت إحصائية اختبار فيليبس بيرون خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى غاية سنة 2007 ب -38.60051 فالقيمة المطلقة لها أكبر من القيمة المطلقة للقيم الحرجة عند مستوى معنوية 1%، 5% و 10% و منه فإننا في منطقة قبول الفرضية H_0 التي تشير إلى إستقرارية سلسلة أسعار مؤشر السوق بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى.

من خلال نتائج الملحق رقم (13) قدرت إحصائية اختبار فيليبس بيرون خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى غاية سنة 2007 ب -42.99315 فالقيمة المطلقة لها أكبر من القيمة المطلقة للقيم الحرجة عند مستوى معنوية 1%، 5% و 10% و منه فإننا في منطقة قبول الفرضية H_0 التي تشير إلى إستقرارية سلسلة أسعار مؤشر السوق بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى.

بعد التأكد من استقرار السلسلة سوف يتم اختبار ما إذا كانت سلسلة الأسعار تتبع التوزيع الطبيعي بالإضافة إلى اختبار استقلالية المشاهدات.

• تحليل و تفسير نتائج اختبارات التوزيع الطبيعي :

يتضح من الشكل (2-6) أن سلسلة الأسعار بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى لا تتبع التوزيع الطبيعي ذلك لان :

- اختبار SKewness للتناظر

إحصائية K.S تساوي -0,226 و هي أقل من 1,96 (القيمة) و منه نقبل فرضية العدم التي تشير إلى أن سلسلة الأسعار متناظرة.

- اختبار Kurtosis للتسطح

إحصائية K تساوي 6,5385 و هي أكبر من 1,96 (التوزيع الطبيعي Z) و منه نرفض فرضية العدم التي تشير إلى التسطح الطبيعي للسلسلة.

كما أن اختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera - و الذي يجمع بين الاختبارين السابقين- الذي كانت إحصائيته تساوي 286,35 و هي أكبر من إحصائية $\chi^2_{0,05}(2)=5,99$.

يتضح من الشكل (2-7) أن السلسلة بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى لا تتبع التوزيع الطبيعي ذلك لان :

- اختبار SKewness للتناظر

إحصائية K.S تساوي -0,4297 و هي أقل من 1,96 (التوزيع الطبيعي Z) و منه نقبل فرضية العدم التي تشير إلى أن سلسلة الأسعار متناظرة.

- اختبار Kurtosis للتسطح

إحصائية K تساوي 11,763 و هي أكبر من 1,96 (التوزيع الطبيعي Z) و منه نرفض فرضية العدم التي تشير إلى التسطح الطبيعي للسلسلة.

كما أن اختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera - و الذي يجمع بين الاختبارين السابقين- الذي كانت إحصائيته تساوي 1751,164 و هي أكبر من إحصائية $\chi^2_{0,05}(2)=5,99$.

• تحليل و تفسير نتائج اختبار BDS :

من خلال الجدول (2-2) نلاحظ أن إحصائية BDS أكبر من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي و التي تساوي 1,96 و ذلك عند مستوى معنوية 5%، أي أننا نرفض فرضية العدم التي تشير إلى عدم استقلالية المشاهدات. و في هذه الحالة فان السوق قابل للتنبؤ و بالتالي فان سوق دبي المالي غير كفء عند المستوى الضعيف.

من خلال الجدول (2-3) نلاحظ أن إحصائية BDS أكبر من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي و التي تساوي 1,96 و ذلك عند مستوى معنوية 5%، أي أننا نرفض فرضية العدم التي تشير إلى عدم استقلالية المشاهدات. و في هذه الحالة فان السوق قابل للتنبؤ و بالتالي فان سوق دبي المالي غير كفء عند المستوى الضعيف.

من خلال ما سبق نستنتج أن :

فإننا نرفض الفرضية الثالثة و التي تنص على :

يعد سوق دبي المالي كفاء عند المستوى الضعيف.

في حين أنه يتم قبول الفرضية الرابعة التي تنص على أن :

بعد الأزمة المالية العالمية سوق دبي المالي لم يعد كفاء عند المستوى الضعيف.

المطلب الثالث : مناقشة نتائج الدراسة

إن نتائج الدراسة فيما يخص مستوى الكفاءة يتوافق مع ما توصلت إليه لطرش سميرة و التي توصلت إلى أن كل من بورصة عمان، سوق الأسهم السعودي و سوق الكويت للأوراق المالية تعرف حركة عشوائية للأسعار بالشكل الذي يعكس كفاءة هذه الأسواق في صيغتها الضعيفة، و دراسة هني نبيل و غراية زهير و الذي توصل إلى أن بورصتي المغرب و الكويت كفاءتين عند المستوى الضعيف ، و الداوي خيرة التي توصلت إلى أن سوق دبي المالي كفاء عند المستوى الضعيف.

خلاصة الفصل

لقد قمنا في هذا الفصل باختبار صحة الفرضيات التي تم تقديمها في بداية الدراسة و قد تم التوصل إلى النتائج التالية :

- ✓ إن نمو رأس المال المستثمر في سوق دبي المالي راجع إلى نمو رأس المال المستثمر في قطاعي العقارات و الإنشاءات الهندسية و قطاع البنوك كونها الأكثر مساهمة في رأس المال المستثمر في السوق ؛
- ✓ إن انخفاض نسب تزايد القيمة السوقية لقطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية و زيادة حجم التداول على أسهمه و كذلك زيادة عدد الأسهم المتداولة بعد حدوث الأزمة المالية يشير إلى تأثر أداء سوق دبي المالي بالأزمة المالية ؛
- ✓ إن كفاءة سوق دبي المالي لم تتأثر بالأزمة المالية العالمية و السوق لم يكن كفاء خلا فترة الدراسة.

الخاتمة

تناولنا في هذه الدراسة موضوع أثر الأزمة المالية العالمية 2008 على كفاءة سوق دبي المالي و قد تم تناول أثر الأزمة المالية العالمية 2008 على كل من أداء سوق دبي المالي و كفاءة سوق دبي المالي عند المستوى الضعيف، حيث قمنا بتقسيم الدراسة إلى فصلين جانب نظري تم فيه طرح أهم المفاهيم المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية و الأزمة المالية العالمية و جزء تطبيقي تم فيه اختبار الفرضيات و بناء على ذلك فقد تم التوصل إلى النتائج التالية :

1. النتائج المتعلقة بالجانب النظري :

- كفاءة الأسواق المالية : يكون السوق المالي كفاء إذا انعكست جميع المعلومات المتاحة على الأسعار بسرعة ؛
- إن مفهوم الكفاءة الكاملة مفهوم نظري لا يمكن تحقيقه في الواقع في حين يمكن تحقيق الكفاءة الاقتصادية ؛
- توجد في نظرية الكفاءة بعض التشوهات كونها تنطلق من الجانب النظري و تحاول تطبيقه على الواقع ؛
- حدثت الأزمة المالية بسبب التوسع في منح قروض الائتمانية دون التحقق من الجدارة الائتمانية للمقترضين، و الإفراط في استخدام تقنية التوريق، و بارتباط الأسواق المالية أدى ذلك إلى انتقال الأزمة إلى جميع دول العالم.

2. نتائج الجانب التطبيقي و اختبار الفرضيات :

- إن أكثر القطاعات المهيمنة على سوق دبي المالي هي قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية و قطاع البنوك فأبي حركة في أسعار هذين القطاعين صعودا أو نزولا يؤدي ذلك إلى التأثير على السوق ككل ؛
- إن الزيادة في مؤشرات الأداء المالي و المتمثلة في القيمة السوقية، حجم التداول، و عدد الأسهم المتداولة كانت قبل الأزمة المالية بنسب صغيرة أما بعد الأزمة المالية العالمية فإن نسب التداول تزايد بشكل كبير ثم تعود للانخفاض بشكل كبير، و بناء على هذا يتم رفض الفرضية الأولى و التي تنص على أنه انخفاض أداء سوق دبي المالي بعد وقوع الأزمة المالية العالمية، في حين يتم قبول الفرضية الثانية التي تنص على أن أداء سوق دبي المالي قبل و بعد الأزمة له مدلولية.
- بعد القيام باختبار كفاءة سوق دبي المالي باستخدام اختبارات جذر الوحدة (ديكي فولر و فيليبس و بيرون)، اختبارات التوزيع الطبيعي و اختبار استقلالية المشاهدات (BDS) تم التوصل إلى أن سوق دبي المالي ليس كفاء عند المستوى الضعيف قبل و بعد الأزمة المالية العالمية 2008، و هذا يؤدي بنا إلى رفض الفرضية الثالثة التي تنص على أن سوق دبي المالي يعد كفاء عند المستوى الضعيف و قبول الفرضية الرابعة التي تنص على أن بعد الأزمة المالية العالمية سوق دبي المالي لم يعد كفاء عند المستوى الضعيف.

3. التوصيات :

من خلال الدراسة التي قمنا بها يمكننا الخروج بالتوصيات التالية :

1. الحد على زيادة عدد المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي ؛
2. ضرورة توسيع قاعدة تمثيل القطاعات المختلفة للتقليص من هيمنة قطاعي البنوك و العقارات و الإنشاءات الهندسية.

4. آفاق الدراسة :

إن موضوع كفاءة الأسواق المالية موضوع واسع، فقد تناولنا في دراستنا الكفاءة عند المستوى الضعيف و بناء عليه نقترح بعض آفاق الدراسة التي يمكن البحث فيها و هي كالتالي :

الخاتمة

1. معالجة موضوع الدراسة عند المستوى المتوسط للكفاءة ؛
2. دراسة مقارنة لأثر الأزمة المالية العالمية بين الأسواق المالية العربية و الأسواق المالية المتقدمة.

قائمة المصادر والمراجع

أولا : المصادر والمراجع باللغة العربية

الكتب:

1. إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة المفاهيم الأساسية للاستثمار و البورصة،البورصة المصرية و الأمريكية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
2. بلعزوز بن علي، محمد الطيب أحمد، دليلك في الاقتصاد النقدي البنكي الدولي أسواق المالية العامة، دار الخلدونية للنشر و التوزيع، الجزائر، 2008.
3. عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
4. محمد محمود المكاوي ، الأزمات الاقتصادية العلمية المفهوم-النظريات التي تفسر الأزمات دراسة تشخيصية لأسباب الأزمات ، دار الفكر والقانون، المنصورة، 2012.

البحوث الجامعية:

مذكرات الدكتوراه :

5. سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2010.

مذكرات الماجستير:

6. خيرة الداوي، تقييم كفاءة و أداء الأسواق المالية دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012.
7. سعيد هتهات، دراسة اقتصادية و قياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006.
8. صفية صديقي، طرق تقييم و تحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012.
9. عبد الرحمان بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة قسنطينة، الجزائر.
10. عبد الله بن الضب، كفاءة الأسواق المالية وتكاملها دراسة قياسية بالبورصات العربية (بورصة عمان، بورصة الكويت، بورصة الدار البيضاء، البورصة المصرية) خلال الفترة 2001-2009، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في غير منشورة، جامعة ورقلة ، الجزائر، 2012.
11. محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012.

المقالات المنشورة:

12. بن أعمار بن حاسين ، حسين جديدين ، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد الثاني، 2012. موقع و تاريخ التحميل :
<http://www.univ-ouargla.dz/Pagesweb/PressUniversitaire/doc/ABPR/E02/E0214.pdf>
consulte le 21/03/2014 a 10:33
13. سليمان موصللي ، حازم السمان، دراسة الكفاءة السعريّة لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية و القانونية، المجلد 29، العدد الثاني، 2013. موقع و تاريخ التحميل :
<http://www.damascusuniversity.edu.sy/mag/law/images/stories/pdf/22013a/15-169.pdf>
consulte le 05/04/2014 a 11:24
14. شقيري نوري موسى، وليد أحمد صائبي، قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطر دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد التاسع عشر، 2009. موقع و تاريخ التحميل :
<http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=52998> consulte le 17/03/2014 a 9 :13
15. علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكبابسة، الأزمة المالية العالمية حقيقتها..أسبابها..تداعياتها..و سبل العلاج، كلية الاقتصاد و العلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، 2009. موقع و تاريخ التحميل :
<http://boulemkahel.yolasite.com/resources> consulté le 12/03/2014 a 15:26
16. محمد نبيل هني، زهير غرابية، اختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات العربية الناشئة، أبحاث اقتصادية و إدارية، العدد الحادي عشر، الجزائر، 2012. موقع و تاريخ التحميل :
<http://www.univ-biskra.dz/remn113.pdf> consulté le 13/02/2014 a 11:14
17. مروان جمعة درويش، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد الثالث والعشرون، 2011. موقع و تاريخ التحميل :
http://www.qou.edu/homePageItemVcount?file=arabic/magazine/issued23_2/research15.pdf&id=23.15 consulté le 21/03/2014 a 11 :56

ثانيا : المراجع والمصادر وباللغة الأجنبية:

المقالات المنشورة:

18. Burton G. Malkiel ,The efficient market hypothesis and its critics, Journal of Economic Perspectives, Volume 17, Number 1, united states amirican ,2003, P59.
Site et date de telechargment
http://emlab.berkeley.edu/~craine/EconH195/Fall_13/webpage/Malkiel_Efficient Mkts.pdf 17 24/02/214 a 12 :04.
19. Camelia Oprean1, testing the financial market information efficiency in emerging states, Review of Applied Socio- Economic Research, Volume 4, Issue 2, Romania, 2012. date et site de telechargment :
http://issuu.com/rbmt/docs/reaser_v4/181 21/03/2014 a 12 :05.
20. Desmond Tutu Ayentimi , Anthony Ekow Mensah ,Francis Naa-Idar, Stock Market Efficiency of Ghana Stock Exchange: An Objective Analysis, International Journal of Management, Economics and Social Sciences,Vol. 2(2), 2013. site de telechargment
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2280475 23/03/2014 a 15:34

21. Tamara Backović Vulić, **Testing the Efficient Market Hypothesis and its Critics - Application on the Montenegrin Stock Exchange**, site et date de telechargement : <http://www.eefs.eu/conf/athens/papers/550.pdf> 07/04/2014 a 12:30.
22. Walid Abdmoula, **Testing the evolving efficiency of Arab stock markets, International Review of Financial Analysis**, vol 19, 2010 site et date de telechargement : <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521909000726> 23/03/2014 a 10:14

الملاحق

الملحق رقم (01) : أسعار الإغلاق للمؤشر العام لسوق دبي المالي

سعر الإغلاق	التاريخ	سعر الإغلاق	التاريخ	سعر الإغلاق	التاريخ	سعر الإغلاق	التاريخ
1919,59998	01/06/2009	4944,35986	24/10/2007	5482,60986	01/05/2006	2608,11011	02/01/2005
1960,22998	02/06/2009	4969,81982	25/10/2007	5425,49023	02/05/2006	2716,69995	03/01/2005
1989,39001	03/06/2009	5150,79004	28/10/2007	5284,45020	03/05/2006	2652,80005	04/01/2005
2025,55005	04/06/2009	5121,77002	29/10/2007	5217,41992	04/05/2006	2663,92993	05/01/2005
2073,29004	07/06/2009	5192,20020	30/10/2007	5009,41992	06/05/2006	2693,20996	06/01/2005
1979,88000	08/06/2009	5279,29004	31/10/2007	4801,85010	07/05/2006	2765,67993	08/01/2005
2004,43005	09/06/2009	5346,68994	01/11/2007	4965,31006	08/05/2006	2729,46997	09/01/2005
2077,08008	10/06/2009	5404,39990	04/11/2007	4843,79004	09/05/2006	2745,23999	10/01/2005
2098,71997	11/06/2009	5528,29004	05/11/2007	4659,49023	10/05/2006	2746,73999	11/01/2005
2198,31006	14/06/2009	5726,27002	06/11/2007	4552,22998	11/05/2006	2721,67993	12/01/2005
2143,07007	15/06/2009	5443,60986	07/11/2007	4994,97998	13/05/2006	2656,47998	13/01/2005
2137,86011	16/06/2009	5440,04004	08/11/2007	4765,60010	14/05/2006	2471,50000	15/01/2005
2078,86011	17/06/2009	5366,68018	11/11/2007	4677,12012	15/05/2006	2574,97998	16/01/2005
2014,08997	18/06/2009	5614,33008	12/11/2007	4748,20996	16/05/2006	2610,81006	17/01/2005
1943,35999	21/06/2009	5489,87012	13/11/2007	4700,41992	17/05/2006	2636,77002	18/01/2005
1953,46997	22/06/2009	5582,50000	14/11/2007	4837,37988	18/05/2006	2655,88989	24/01/2005
1852,62000	23/06/2009	5623,14014	15/11/2007	4764,62988	20/05/2006	2628,80005	25/01/2005
1907,60999	24/06/2009	5693,50000	18/11/2007	4721,72998	21/05/2006	2609,14990	26/01/2005
1859,03003	25/06/2009	5635,20996	19/11/2007	4807,91016	22/05/2006	2614,56006	27/01/2005
1745,06995	28/06/2009	5532,68018	20/11/2007	4692,62988	23/05/2006	2621,60010	29/01/2005
1795,22998	29/06/2009	5436,43018	21/11/2007	4732,31982	24/05/2006	2590,06006	30/01/2005
1784,44995	30/06/2009	5374,02979	22/11/2007	4712,93994	25/05/2006	2601,23999	31/01/2005
1810,15002	01/07/2009	5405,83008	25/11/2007	4718,25977	27/05/2006	2625,10010	01/02/2005
1821,18994	02/07/2009	5366,20020	26/11/2007	4776,06006	28/05/2006	2632,75000	02/02/2005
1756,16003	05/07/2009	5243,16992	27/11/2007	4762,89990	29/05/2006	2619,07007	03/02/2005
1720,85999	06/07/2009	5269,83984	28/11/2007	4724,31006	30/05/2006	2630,75000	05/02/2005
1759,59998	07/07/2009	5354,56982	29/11/2007	4781,24023	31/05/2006	2616,15991	06/02/2005
1699,43005	08/07/2009	5459,33008	04/12/2007	4821,52002	01/06/2006	2601,92993	07/02/2005
1681,92004	09/07/2009	5534,66016	05/12/2007	4929,58008	03/06/2006	2616,54004	08/02/2005
1679,93994	12/07/2009	5552,72998	06/12/2007	4873,93018	04/06/2006	2646,20996	10/02/2005
1630,15002	13/07/2009	5682,56006	09/12/2007	4892,85010	05/06/2006	2647,72998	12/02/2005
1692,43994	14/07/2009	5626,22021	10/12/2007	4851,10986	06/06/2006	2658,32007	13/02/2005
1711,97998	15/07/2009	5775,66992	11/12/2007	4756,10010	07/06/2006	2651,43994	14/02/2005

1737,18005	16/07/2009	5772,60986	12/12/2007	4696,66992	08/06/2006	2644,12988	15/02/2005
1769,45996	20/07/2009	5751,08984	13/12/2007	4758,41016	10/06/2006	2682,35010	16/02/2005
1751,09998	21/07/2009	5744,62012	16/12/2007	4741,72021	11/06/2006	2702,41992	17/02/2005
1739,93994	22/07/2009	5737,39014	17/12/2007	4752,08008	12/06/2006	2728,06006	19/02/2005
1751,76001	23/07/2009	5829,62012	23/12/2007	4676,56982	13/06/2006	2748,15991	20/02/2005
1843,44995	26/07/2009	5861,66992	24/12/2007	4544,66992	14/06/2006	2719,64990	21/02/2005
1828,21997	27/07/2009	5992,20996	25/12/2007	4712,10986	15/06/2006	2704,66992	22/02/2005
1827,97998	28/07/2009	6028,16016	26/12/2007	4615,14990	17/06/2006	2754,21997	23/02/2005
1811,00000	29/07/2009	6003,27979	27/12/2007	4585,64014	18/06/2006	2793,48999	24/02/2005
1818,33997	30/07/2009	6000,97998	28/12/2007	4541,87988	19/06/2006	2844,85010	26/02/2005
1819,58997	02/08/2009	5931,95020	29/12/2007	4580,10986	20/06/2006	2912,96997	27/02/2005
1885,38000	03/08/2009	6003,35010	02/01/2008	4552,95020	21/06/2006	2916,16992	28/02/2005
1878,39001	04/08/2009	6088,66016	03/01/2008	4523,97021	22/06/2006	3021,46997	01/03/2005
1903,40002	05/08/2009	6190,45020	06/01/2008	4415,81006	24/06/2006	3092,90991	02/03/2005
1919,34998	06/08/2009	6145,41016	07/01/2008	4372,43018	25/06/2006	3083,02002	03/03/2005
1917,69995	09/08/2009	6155,06006	08/01/2008	4306,35010	26/06/2006	3175,58008	05/03/2005
1930,70996	10/08/2009	6081,93018	09/01/2008	4478,49023	27/06/2006	3191,18994	06/03/2005
1953,59998	11/08/2009	6109,68994	13/01/2008	4294,74023	28/06/2006	3224,62012	07/03/2005
1872,81006	12/08/2009	6291,87012	15/01/2008	4276,58008	29/06/2006	3241,77002	08/03/2005
1924,01001	13/08/2009	6142,66992	16/01/2008	4317,83008	01/07/2006	3289,25000	09/03/2005
1882,41003	16/08/2009	6060,18018	17/01/2008	4268,85010	02/07/2006	3316,31006	10/03/2005
1774,01001	17/08/2009	5868,35010	20/01/2008	4284,04980	03/07/2006	3377,34009	12/03/2005
1814,88000	18/08/2009	5555,68994	21/01/2008	4238,72998	04/07/2006	3413,12012	13/03/2005
1788,51001	19/08/2009	5210,58008	22/01/2008	4261,22998	05/07/2006	3412,21997	14/03/2005
1813,69995	20/08/2009	5755,20996	23/01/2008	4350,66992	06/07/2006	3427,12988	15/03/2005
1858,25000	23/08/2009	5602,37012	24/01/2008	4333,99023	08/07/2006	3448,81006	16/03/2005
1847,08997	24/08/2009	5668,87012	27/01/2008	4344,16992	09/07/2006	3459,03003	17/03/2005
1848,38000	25/08/2009	5451,04980	28/01/2008	4282,02002	10/07/2006	3459,54004	19/03/2005
1873,23999	26/08/2009	5494,20020	29/01/2008	4330,02979	11/07/2006	3474,56006	20/03/2005
1887,33997	27/08/2009	5533,54004	30/01/2008	4380,00977	12/07/2006	3464,63989	21/03/2005
1922,18005	30/08/2009	5615,95020	31/01/2008	4361,18994	13/07/2006	3499,13989	22/03/2005
1914,28003	31/08/2009	5785,89014	03/02/2008	4254,29980	15/07/2006	3519,42993	23/03/2005
1895,68994	01/09/2009	5855,83008	04/02/2008	4284,81006	16/07/2006	3484,28003	24/03/2005
1878,48999	02/09/2009	5867,47021	05/02/2008	4280,27002	17/07/2006	3412,91992	26/03/2005
1920,23999	03/09/2009	5713,75977	06/02/2008	4334,29004	18/07/2006	3387,87012	27/03/2005

1958,17004	06/09/2009	5777,91992	07/02/2008	4321,00000	19/07/2006	3398,87988	28/03/2005
1970,25000	07/09/2009	5598,68994	10/02/2008	4295,70996	20/07/2006	3450,95996	29/03/2005
1996,01001	08/09/2009	5597,04980	11/02/2008	4258,81982	22/07/2006	3453,32007	30/03/2005
2010,59998	09/09/2009	5631,87988	12/02/2008	4219,64014	23/07/2006	3491,06006	31/03/2005
2040,18005	10/09/2009	5653,31006	13/02/2008	4221,77979	24/07/2006	3544,41992	02/04/2005
2030,04004	13/09/2009	5735,64014	14/02/2008	4233,37012	25/07/2006	3558,06006	03/04/2005
1993,23999	14/09/2009	5752,35010	17/02/2008	4138,20020	26/07/2006	3598,72998	04/04/2005
2029,45996	15/09/2009	5707,31982	18/02/2008	4087,40991	27/07/2006	3637,71997	05/04/2005
2084,34009	16/09/2009	5724,37988	19/02/2008	4027,71997	29/07/2006	3692,76001	06/04/2005
2127,62012	17/09/2009	5866,83008	20/02/2008	4133,02979	30/07/2006	3769,04004	07/04/2005
2204,27002	23/09/2009	5893,89990	21/02/2008	4175,49023	31/07/2006	4062,59009	09/04/2005
2185,03003	24/09/2009	5885,24023	24/02/2008	4154,08984	01/08/2006	4036,92993	10/04/2005
2197,08008	27/09/2009	5924,35010	25/02/2008	4121,02979	02/08/2006	4086,96997	11/04/2005
2140,53003	28/09/2009	5927,64014	26/02/2008	4148,39990	03/08/2006	4233,77002	12/04/2005
2162,19995	29/09/2009	5931,66016	27/02/2008	4125,64990	05/08/2006	4350,81006	13/04/2005
2191,03003	30/09/2009	5960,16016	28/02/2008	4127,16992	06/08/2006	4383,12012	14/04/2005
2194,63989	01/10/2009	5866,91016	02/03/2008	4130,64014	07/08/2006	4352,58984	16/04/2005
2192,31006	04/10/2009	5777,83984	03/03/2008	4176,41992	08/08/2006	4314,97021	17/04/2005
2236,50000	05/10/2009	5857,33984	04/03/2008	4234,47998	09/08/2006	4388,52002	18/04/2005
2273,18994	06/10/2009	5804,77002	05/03/2008	4222,66016	10/08/2006	4542,68994	19/04/2005
2265,28003	07/10/2009	5832,47998	06/03/2008	4207,79980	12/08/2006	4614,35010	20/04/2005
2297,15991	08/10/2009	5752,02002	09/03/2008	4222,16016	13/08/2006	4640,56982	23/04/2005
2325,36011	11/10/2009	5756,93018	10/03/2008	4313,39014	14/08/2006	4787,81982	24/04/2005
2342,26001	12/10/2009	5714,22998	11/03/2008	4314,10010	15/08/2006	4802,33984	25/04/2005
2303,90991	13/10/2009	5819,85986	12/03/2008	4312,25000	16/08/2006	4786,04980	26/04/2005
2373,37012	14/10/2009	5753,91992	13/03/2008	4437,81006	17/08/2006	4803,20020	27/04/2005
2350,90991	15/10/2009	5675,47021	16/03/2008	4423,74023	19/08/2006	4875,85986	28/04/2005
2292,33008	18/10/2009	5581,93018	17/03/2008	4470,64990	20/08/2006	4942,64990	30/04/2005
2318,63989	19/10/2009	5617,62988	18/03/2008	4481,52979	22/08/2006	5116,79004	01/05/2005
2295,54004	20/10/2009	5578,18994	19/03/2008	4626,79004	23/08/2006	5079,85010	02/05/2005
2258,15991	21/10/2009	5547,85986	23/03/2008	4558,31982	24/08/2006	4990,97998	03/05/2005
2244,03003	22/10/2009	5399,37988	24/03/2008	4522,18994	26/08/2006	4910,99023	04/05/2005
2263,10010	25/10/2009	5467,74023	25/03/2008	4625,02979	27/08/2006	4708,29980	05/05/2005
2338,11011	26/10/2009	5460,43994	26/03/2008	4703,91992	28/08/2006	4608,62012	07/05/2005
2319,37012	27/10/2009	5404,68018	27/03/2008	4673,95996	29/08/2006	4814,02002	08/05/2005

2286,26001	28/10/2009	5248,87988	30/03/2008	4710,62988	30/08/2006	4927,06982	09/05/2005
2197,52002	29/10/2009	5351,89014	31/03/2008	4791,85010	31/08/2006	4878,79004	10/05/2005
2076,56006	01/11/2009	5433,62012	01/04/2008	4895,91992	02/09/2006	4736,95020	11/05/2005
2185,29004	02/11/2009	5458,10986	02/04/2008	4852,41992	03/09/2006	4752,41016	12/05/2005
2075,45996	03/11/2009	5474,31006	03/04/2008	4956,29004	04/09/2006	4789,68018	14/05/2005
2137,80005	04/11/2009	5516,12988	06/04/2008	4935,37012	05/09/2006	4798,81982	15/05/2005
2097,62988	05/11/2009	5482,56982	07/04/2008	4985,39014	06/09/2006	4784,39990	16/05/2005
2123,26001	08/11/2009	5435,95020	08/04/2008	4982,45020	07/09/2006	4784,39991	17/05/2005
2153,77002	09/11/2009	5431,87012	09/04/2008	4831,22021	09/09/2006	4707,39990	18/05/2005
2169,71997	10/11/2009	5452,64014	10/04/2008	4711,68018	10/09/2006	4731,04980	19/05/2005
2205,43994	11/11/2009	5441,45020	13/04/2008	4908,75977	11/09/2006	4797,18994	21/05/2005
2166,89990	12/11/2009	5422,81982	14/04/2008	4836,54980	12/09/2006	4890,62988	22/05/2005
2164,11011	15/11/2009	5472,93994	15/04/2008	4953,66016	13/09/2006	4906,70020	23/05/2005
2198,50000	16/11/2009	5515,74023	16/04/2008	4975,60010	14/09/2006	4902,24023	24/05/2005
2178,53003	17/11/2009	5584,66016	17/04/2008	4974,43018	16/09/2006	4946,93018	25/05/2005
2147,20996	18/11/2009	5711,97998	20/04/2008	4979,16992	17/09/2006	5062,14014	26/05/2005
2129,75000	19/11/2009	5720,50977	21/04/2008	4874,62012	18/09/2006	4973,33008	28/05/2005
2073,65991	22/11/2009	5777,10010	22/04/2008	4802,77979	19/09/2006	4982,29980	29/05/2005
2111,59009	23/11/2009	5707,54004	23/04/2008	4849,18994	20/09/2006	4963,91992	30/05/2005
2070,88989	24/11/2009	5742,16016	24/04/2008	4741,45020	21/09/2006	4980,99023	31/05/2005
2093,15991	25/11/2009	5785,54004	27/04/2008	4696,04004	24/09/2006	4954,70996	01/06/2005
1940,35999	30/11/2009	5714,79980	28/04/2008	4826,97998	25/09/2006	4999,16992	02/06/2005
1831,47998	01/12/2009	5751,72998	29/04/2008	4855,29980	26/09/2006	5185,12012	04/06/2005
1853,13000	06/12/2009	5737,72021	30/04/2008	4871,43994	27/09/2006	5182,97998	05/06/2005
1744,82996	07/12/2009	5815,52979	01/05/2008	4818,95020	28/09/2006	5299,56982	06/06/2005
1638,05005	08/12/2009	5842,87012	04/05/2008	4883,77002	01/10/2006	5323,43994	07/06/2005
1533,35999	09/12/2009	5847,35986	05/05/2008	4905,85010	02/10/2006	5363,45996	08/06/2005
1640,76001	10/12/2009	5824,70020	06/05/2008	4927,41992	03/10/2006	5620,87012	11/06/2005
1695,34998	13/12/2009	5859,56982	07/05/2008	4884,95996	04/10/2006	5835,85010	12/06/2005
1871,19995	14/12/2009	5829,87988	08/05/2008	4850,97998	05/10/2006	5699,04980	13/06/2005
1843,27002	15/12/2009	5741,54980	11/05/2008	4833,45020	08/10/2006	5651,18994	14/06/2005
1889,98999	16/12/2009	5799,14990	12/05/2008	4861,41992	09/10/2006	5909,66016	15/06/2005
1879,26001	17/12/2009	5721,14990	13/05/2008	4905,33008	10/10/2006	6272,39990	16/06/2005
1831,41003	20/12/2009	5686,77002	14/05/2008	4852,93994	11/10/2006	6318,37988	18/06/2005
1827,52002	21/12/2009	5685,45996	15/05/2008	4882,58984	12/10/2006	6356,85986	19/06/2005

1803,31006	22/12/2009	5643,43994	18/05/2008	4772,89014	15/10/2006	6335,58984	20/06/2005
1735,69995	23/12/2009	5657,16992	19/05/2008	4775,35986	16/10/2006	6364,79980	21/06/2005
1759,20996	24/12/2009	5650,37988	20/05/2008	4755,77979	17/10/2006	6390,10010	22/06/2005
1769,27002	27/12/2009	5619,45996	21/05/2008	4746,54004	18/10/2006	6513,41992	23/06/2005
1828,63000	28/12/2009	5696,60986	22/05/2008	4807,18018	19/10/2006	6688,39990	25/06/2005
1789,26001	29/12/2009	5703,56982	25/05/2008	4811,81982	29/10/2006	6775,81006	26/06/2005
1810,23999	30/12/2009	5636,64990	26/05/2008	4745,75977	30/10/2006	6816,20020	27/06/2005
1803,57996	31/12/2009	5649,75000	27/05/2008	4688,43018	31/10/2006	6633,20996	28/06/2005
1865,58997	03/01/2010	5668,77979	28/05/2008	4584,83984	01/11/2006	6516,39990	29/06/2005
1817,13000	04/01/2010	5678,58984	29/05/2008	4593,33008	02/11/2006	6672,77979	30/06/2005
1818,69995	05/01/2010	5740,89990	01/06/2008	4331,68018	05/11/2006	6713,31982	02/07/2005
1819,87000	06/01/2010	5813,04004	02/06/2008	4336,20020	06/11/2006	6625,27979	03/07/2005
1837,14001	07/01/2010	5790,68994	03/06/2008	4268,08984	07/11/2006	6479,10986	04/07/2005
1814,32996	10/01/2010	5807,08984	04/06/2008	4332,14990	08/11/2006	6231,02979	05/07/2005
1802,65002	11/01/2010	5824,22021	05/06/2008	4316,89990	09/11/2006	6060,29004	06/07/2005
1759,05005	12/01/2010	5793,37988	08/06/2008	4266,02002	12/11/2006	6210,95996	07/07/2005
1712,37000	13/01/2010	5794,97998	09/06/2008	4310,75000	13/11/2006	6157,77002	09/07/2005
1707,37000	14/01/2010	5726,54980	10/06/2008	4273,04980	14/11/2006	5875,75000	10/07/2005
1673,59998	17/01/2010	5723,06006	11/06/2008	4300,81982	15/11/2006	5621,52979	11/07/2005
1688,10999	18/01/2010	5658,95020	12/06/2008	4293,24023	16/11/2006	6011,14990	12/07/2005
1661,54004	19/01/2010	5632,27002	15/06/2008	4267,60010	19/11/2006	5883,52002	13/07/2005
1677,08997	20/01/2010	5660,93994	16/06/2008	4202,49023	20/11/2006	5853,85010	14/07/2005
1570,69995	24/01/2010	5560,22021	17/06/2008	4193,47998	21/11/2006	5811,93018	16/07/2005
1614,30005	25/01/2010	5596,97998	18/06/2008	4157,50977	22/11/2006	5690,35010	17/07/2005
1556,07996	26/01/2010	5566,64990	19/06/2008	4139,35986	23/11/2006	5607,37012	18/07/2005
1565,47998	27/01/2010	5598,95996	22/06/2008	4140,79980	26/11/2006	5872,35986	19/07/2005
1599,43005	28/01/2010	5521,93018	23/06/2008	4124,47998	27/11/2006	5603,12988	20/07/2005
1589,96997	31/01/2010	5459,08984	24/06/2008	4095,02002	28/11/2006	5523,10986	21/07/2005
1624,75000	01/02/2010	5454,31982	25/06/2008	4005,23999	29/11/2006	5615,62012	23/07/2005
1648,45996	02/02/2010	5432,43018	26/06/2008	4134,06006	30/11/2006	5171,31982	24/07/2005
1659,55005	03/02/2010	5406,02002	29/06/2008	3997,29004	04/12/2006	5300,00977	25/07/2005
1663,20996	04/02/2010	5443,77979	30/06/2008	4077,56006	05/12/2006	5478,75000	26/07/2005
1630,81006	07/02/2010	5540,16992	01/07/2008	4152,35010	06/12/2006	5690,08984	27/07/2005
1646,80005	08/02/2010	5531,10986	02/07/2008	4238,97021	07/12/2006	5694,54004	28/07/2005
1660,96997	09/02/2010	5508,81982	03/07/2008	4236,89990	10/12/2006	5599,50977	30/07/2005

1640,63000	10/02/2010	5427,45020	06/07/2008	4168,04004	11/12/2006	5568,60986	31/07/2005
1676,19995	11/02/2010	5384,77002	07/07/2008	4196,29980	12/12/2006	5499,22998	01/08/2005
1617,51001	14/02/2010	5362,91016	08/07/2008	4266,68018	13/12/2006	5520,77979	02/08/2005
1613,06006	15/02/2010	5405,72021	09/07/2008	4262,25000	14/12/2006	5668,52979	03/08/2005
1621,98999	16/02/2010	5347,83984	10/07/2008	4345,33008	17/12/2006	5779,04980	04/08/2005
1628,43994	17/02/2010	5287,62988	13/07/2008	4330,60986	18/12/2006	5954,02979	06/08/2005
1625,98999	18/02/2010	5316,12012	14/07/2008	4291,77002	19/12/2006	6101,14990	07/08/2005
1623,93005	21/02/2010	5292,99023	15/07/2008	4162,00000	20/12/2006	6077,31982	08/08/2005
1622,01001	22/02/2010	5223,16992	16/07/2008	4152,87012	21/12/2006	6079,66992	09/08/2005
1586,14001	23/02/2010	5222,04980	17/07/2008	4038,10010	24/12/2006	6258,16992	10/08/2005
1569,63000	24/02/2010	5243,10986	20/07/2008	4089,07007	25/12/2006	6368,93018	11/08/2005
1581,93994	25/02/2010	5287,56006	21/07/2008	4077,71997	26/12/2006	6508,99023	13/08/2005
1592,91003	28/02/2010	5296,91992	22/07/2008	4127,33008	27/12/2006	6444,58008	14/08/2005
1596,79004	01/03/2010	5457,14990	23/07/2008	4125,06006	02/01/2007	6454,04004	15/08/2005
1588,35999	02/03/2010	5437,54004	24/07/2008	4158,24023	03/01/2007	6557,08984	16/08/2005
1573,15002	03/03/2010	5407,64990	27/07/2008	4195,97021	04/01/2007	6731,04980	17/08/2005
1584,81006	04/03/2010	5422,31006	28/07/2008	4172,41016	07/01/2007	6708,14990	18/08/2005
1649,14001	08/03/2010	5348,45996	29/07/2008	4180,41992	08/01/2007	6930,75000	20/08/2005
1663,02002	09/03/2010	5405,43994	30/07/2008	4174,77979	09/01/2007	7204,58984	21/08/2005
1659,89001	10/03/2010	5410,22998	03/08/2008	4131,37988	10/01/2007	6983,91992	22/08/2005
1683,89001	11/03/2010	5394,00977	04/08/2008	4143,12012	11/01/2007	7097,37012	23/08/2005
1746,59998	14/03/2010	5338,77979	05/08/2008	4071,93994	14/01/2007	7231,18994	24/08/2005
1722,63000	15/03/2010	5279,49023	06/08/2008	4084,55005	15/01/2007	7141,43018	25/08/2005
1758,17004	16/03/2010	5250,31006	07/08/2008	4101,89990	16/01/2007	7344,75000	27/08/2005
1717,96997	17/03/2010	5094,56006	10/08/2008	4089,47998	17/01/2007	7302,25977	28/08/2005
1726,43005	18/03/2010	5043,74023	11/08/2008	4132,24023	18/01/2007	7356,52002	29/08/2005
1774,43005	21/03/2010	4943,89014	12/08/2008	4160,25000	22/01/2007	7153,95996	30/08/2005
1763,31006	22/03/2010	5074,08984	13/08/2008	4232,72021	23/01/2007	7276,27002	01/09/2005
1776,31995	23/03/2010	5017,56006	14/08/2008	4220,33008	24/01/2007	7453,02979	03/09/2005
1769,01001	24/03/2010	4988,81982	17/08/2008	4284,25977	25/01/2007	7368,10010	04/09/2005
1845,20996	25/03/2010	5012,31006	18/08/2008	4314,45996	28/01/2007	7327,43018	05/09/2005
1880,62000	28/03/2010	5014,81006	19/08/2008	4226,33008	29/01/2007	7447,10010	06/09/2005
1832,93994	29/03/2010	4956,22998	20/08/2008	4193,52979	30/01/2007	7557,29980	07/09/2005
1850,32996	30/03/2010	4891,14990	21/08/2008	4120,75977	31/01/2007	7539,97021	08/09/2005
1843,46997	31/03/2010	4883,14990	24/08/2008	4153,52979	01/02/2007	7558,39990	10/09/2005

1859,95996	01/04/2010	4820,91016	25/08/2008	4129,83984	04/02/2007	7566,10010	11/09/2005
1850,54004	04/04/2010	4706,25000	26/08/2008	4172,47021	05/02/2007	7577,20996	12/09/2005
1836,81995	05/04/2010	4802,37988	27/08/2008	4149,50000	06/02/2007	7738,62988	13/09/2005
1839,06995	06/04/2010	4789,81006	28/08/2008	4194,60010	07/02/2007	7835,66992	14/09/2005
1800,12000	07/04/2010	4763,06006	31/08/2008	4166,56006	08/02/2007	7875,45020	15/09/2005
1765,22998	08/04/2010	4744,74023	01/09/2008	4167,20020	11/02/2007	8070,79004	17/09/2005
1824,96997	11/04/2010	4715,72998	02/09/2008	4164,25000	12/02/2007	8127,60010	18/09/2005
1834,03003	12/04/2010	4748,75977	03/09/2008	4152,97021	13/02/2007	7983,93994	19/09/2005
1822,05005	13/04/2010	4689,16992	04/09/2008	4215,08984	14/02/2007	7995,93018	20/09/2005
1824,27002	14/04/2010	4471,70996	07/09/2008	4216,60010	15/02/2007	7829,75000	21/09/2005
1816,43005	15/04/2010	4473,68018	08/09/2008	4209,37988	18/02/2007	7956,31006	22/09/2005
1775,56006	18/04/2010	4481,62988	09/09/2008	4241,08008	19/02/2007	7928,00000	24/09/2005
1746,02002	19/04/2010	4365,83984	10/09/2008	4262,16992	20/02/2007	7825,70996	25/09/2005
1744,40002	20/04/2010	4258,79004	11/09/2008	4244,50000	21/02/2007	7704,49023	26/09/2005
1730,51001	21/04/2010	4114,74023	14/09/2008	4226,00977	22/02/2007	7860,37988	27/09/2005
1754,95996	22/04/2010	4044,27002	15/09/2008	4207,50977	25/02/2007	7781,00000	28/09/2005
1769,33997	25/04/2010	3954,30005	16/09/2008	4179,25977	26/02/2007	7780,97021	29/09/2005
1757,18994	26/04/2010	4044,98999	17/09/2008	4209,39014	27/02/2007	7787,00000	01/10/2005
1747,06006	27/04/2010	3922,63989	18/09/2008	4173,33984	28/02/2007	7700,27002	02/10/2005
1714,08997	28/04/2010	4309,89990	21/09/2008	4140,81006	01/03/2007	7571,14014	03/10/2005
1739,88000	29/04/2010	4200,52979	22/09/2008	4104,45996	04/03/2007	7360,85010	04/10/2005
1724,27002	02/05/2010	4051,02002	23/09/2008	4161,77002	05/03/2007	7515,33008	05/10/2005
1736,60999	03/05/2010	3890,15991	24/09/2008	4113,02002	06/03/2007	7638,47021	06/10/2005
1742,00000	04/05/2010	3962,42993	25/09/2008	4112,54980	07/03/2007	7743,81006	08/10/2005
1735,71997	05/05/2010	4060,37988	28/09/2008	4140,24023	08/03/2007	7769,50977	09/10/2005
1733,84998	06/05/2010	4127,62012	29/09/2008	4089,30005	11/03/2007	7764,95020	10/10/2005
1712,90002	09/05/2010	3844,27002	05/10/2008	4010,21997	12/03/2007	7673,62988	11/10/2005
1740,60999	10/05/2010	3551,79004	06/10/2008	4013,61011	13/03/2007	7548,68018	12/10/2005
1706,57996	11/05/2010	3369,14990	07/10/2008	3960,12012	14/03/2007	7678,74023	13/10/2005
1715,47998	12/05/2010	3085,02002	08/10/2008	3944,51001	15/03/2007	7734,45020	15/10/2005
1718,85999	13/05/2010	3198,09009	09/10/2008	3913,41992	18/03/2007	7785,39014	16/10/2005
1692,40002	16/05/2010	3025,08008	12/10/2008	3864,86011	19/03/2007	7845,83984	17/10/2005
1712,95996	17/05/2010	3343,56006	13/10/2008	3804,50000	20/03/2007	7844,93018	18/10/2005
1714,20996	18/05/2010	3703,34009	14/10/2008	3824,60010	21/03/2007	7919,70020	19/10/2005
1685,76001	19/05/2010	3443,95996	15/10/2008	3779,23999	22/03/2007	8029,14990	20/10/2005

1691,70996	20/05/2010	3204,11011	16/10/2008	3675,92993	25/03/2007	8013,22998	22/10/2005
1680,52002	23/05/2010	3215,93994	19/10/2008	3700,64990	26/03/2007	8005,50000	23/10/2005
1646,72998	24/05/2010	3310,90991	20/10/2008	3690,15991	27/03/2007	7967,37012	24/10/2005
1570,33997	25/05/2010	3351,37012	21/10/2008	3745,16992	28/03/2007	7994,72998	25/10/2005
1590,96997	26/05/2010	3209,19995	22/10/2008	3727,31006	29/03/2007	7997,56982	26/10/2005
1605,21997	27/05/2010	3256,97998	23/10/2008	3714,19995	01/04/2007	8046,22021	27/10/2005
1601,23999	30/05/2010	3102,64990	26/10/2008	3661,12988	02/04/2007	8159,10986	29/10/2005
1579,54004	31/05/2010	2922,65991	27/10/2008	3658,12988	03/04/2007	8225,42969	30/10/2005
1531,15002	01/06/2010	2932,06006	28/10/2008	3665,54004	04/04/2007	8236,87988	31/10/2005
1549,80005	02/06/2010	2917,12012	29/10/2008	3757,68994	05/04/2007	8439,28027	01/11/2005
1541,80005	03/06/2010	2942,03003	30/10/2008	3821,90991	08/04/2007	8459,55957	06/11/2005
1513,48999	06/06/2010	2955,11011	02/11/2008	3813,37012	09/04/2007	8456,25000	07/11/2005
1518,10999	07/06/2010	2907,06006	03/11/2008	3830,30005	10/04/2007	8454,78027	08/11/2005
1513,56006	08/06/2010	2915,53003	04/11/2008	3876,31006	11/04/2007	8484,62988	09/11/2005
1512,73999	09/06/2010	2917,29004	05/11/2008	3872,14990	12/04/2007	8472,65039	10/11/2005
1514,22998	10/06/2010	2797,60010	06/11/2008	3785,47998	15/04/2007	8380,49023	12/11/2005
1528,40002	13/06/2010	2631,45996	09/11/2008	3795,78003	16/04/2007	8164,43018	13/11/2005
1522,58997	14/06/2010	2527,37988	10/11/2008	3831,68994	17/04/2007	8364,57031	14/11/2005
1502,68994	15/06/2010	2343,14990	11/11/2008	3864,28003	18/04/2007	8395,03027	15/11/2005
1487,93005	16/06/2010	2214,80005	12/11/2008	3864,87012	19/04/2007	8300,65039	16/11/2005
1500,25000	17/06/2010	2106,13989	13/11/2008	3904,12988	22/04/2007	8331,21973	17/11/2005
1547,13000	20/06/2010	1981,43994	16/11/2008	3872,15991	23/04/2007	8230,37012	19/11/2005
1563,46997	21/06/2010	2142,85010	17/11/2008	3858,15991	24/04/2007	8156,70996	20/11/2005
1542,06995	22/06/2010	2033,14001	18/11/2008	3822,60010	25/04/2007	8194,29980	21/11/2005
1551,18994	23/06/2010	2053,14990	19/11/2008	3812,10010	26/04/2007	8137,14990	22/11/2005
1538,97998	24/06/2010	2012,23999	20/11/2008	3805,05005	29/04/2007	8091,04980	23/11/2005
1533,17004	27/06/2010	1917,15002	23/11/2008	3820,93994	30/04/2007	8058,54004	24/11/2005
1515,39001	28/06/2010	1814,90002	24/11/2008	3870,46997	01/05/2007	8187,02979	26/11/2005
1481,81995	29/06/2010	1862,37000	25/11/2008	3831,29004	02/05/2007	8025,91016	27/11/2005
1461,80005	30/06/2010	1872,29004	26/11/2008	3838,55005	03/05/2007	7784,20020	28/11/2005
1469,97998	01/07/2010	1928,93994	27/11/2008	3975,60010	06/05/2007	7535,70996	29/11/2005
1468,44995	02/07/2010	1964,66003	30/11/2008	3955,73999	07/05/2007	7924,66016	30/11/2005
1472,32996	05/07/2010	1974,90002	01/12/2008	3981,98999	08/05/2007	7745,37012	01/12/2005
1494,95996	06/07/2010	1987,26001	11/12/2008	4076,34009	09/05/2007	7751,12988	05/12/2005
1482,12000	07/07/2010	1960,83997	14/12/2008	4061,05005	10/05/2007	7803,81982	06/12/2005

1499,81006	08/07/2010	1948,93994	15/12/2008	4208,60010	13/05/2007	7693,60986	07/12/2005
1506,27002	11/07/2010	1925,32996	16/12/2008	4187,89990	14/05/2007	7819,18018	08/12/2005
1502,81006	12/07/2010	1929,06006	17/12/2008	4233,29980	15/05/2007	7839,31982	10/12/2005
1508,23999	13/07/2010	1909,31006	18/12/2008	4162,16016	16/05/2007	7903,00000	11/12/2005
1504,70996	14/07/2010	1802,77002	21/12/2008	4124,79980	17/05/2007	7702,27002	12/12/2005
1520,19995	15/07/2010	1732,19995	22/12/2008	4170,70996	20/05/2007	7684,29980	13/12/2005
1507,60999	18/07/2010	1693,73999	23/12/2008	4156,37988	21/05/2007	7639,56982	14/12/2005
1518,28003	19/07/2010	1609,56006	24/12/2008	4213,81006	22/05/2007	7649,49023	15/12/2005
1509,78003	20/07/2010	1587,07996	25/12/2008	4267,66016	23/05/2007	7633,72021	17/12/2005
1531,35999	21/07/2010	1633,42004	29/12/2008	4336,20020	24/05/2007	7488,75000	18/12/2005
1528,96997	22/07/2010	1639,33997	30/12/2008	4480,79980	27/05/2007	7526,50977	19/12/2005
1506,94995	25/07/2010	1636,29004	31/12/2008	4408,31982	28/05/2007	7552,35010	20/12/2005
1509,66003	26/07/2010	1763,19995	05/01/2009	4505,08008	29/05/2007	7358,00000	21/12/2005
1498,78003	27/07/2010	1743,90002	06/01/2009	4479,87988	30/05/2007	7136,08008	22/12/2005
1512,90002	28/07/2010	1771,31995	07/01/2009	4476,08008	31/05/2007	6808,54980	24/12/2005
1512,40002	29/07/2010	1728,94995	08/01/2009	4489,79980	03/06/2007	7423,74023	25/12/2005
1510,38000	01/08/2010	1735,69995	11/01/2009	4467,47998	04/06/2007	7335,56982	26/12/2005
1509,63000	02/08/2010	1757,02002	12/01/2009	4414,04980	05/06/2007	7229,27002	27/12/2005
1527,62000	03/08/2010	1708,53003	13/01/2009	4356,81006	06/06/2007	7268,77002	28/12/2005
1513,06006	04/08/2010	1698,30005	14/01/2009	4476,60986	07/06/2007	7283,54980	29/12/2005
1517,78003	05/08/2010	1643,65002	15/01/2009	4463,10010	10/06/2007	7426,37012	31/12/2005
1493,59998	08/08/2010	1637,78003	18/01/2009	4402,14014	11/06/2007	7829,22021	02/01/2006
1501,25000	09/08/2010	1605,53003	19/01/2009	4426,02979	12/06/2007	7775,87988	03/01/2006
1496,12000	10/08/2010	1546,56995	20/01/2009	4493,60986	13/06/2007	7587,75000	04/01/2006
1482,57996	11/08/2010	1462,10999	21/01/2009	4463,56006	14/06/2007	7887,33984	08/01/2006
1472,08997	12/08/2010	1472,81995	22/01/2009	4455,06982	17/06/2007	8013,99023	12/01/2006
1465,48999	15/08/2010	1488,68005	25/01/2009	4503,49023	18/06/2007	7901,87988	14/01/2006
1473,70996	16/08/2010	1504,78003	26/01/2009	4521,35986	19/06/2007	7872,58984	15/01/2006
1487,28003	17/08/2010	1532,81995	27/01/2009	4497,27002	20/06/2007	7883,62012	16/01/2006
1481,52002	18/08/2010	1536,43005	28/01/2009	4498,97998	21/06/2007	7750,27979	17/01/2006
1492,16003	19/08/2010	1520,23999	29/01/2009	4480,29004	24/06/2007	7603,49023	18/01/2006
1491,67004	22/08/2010	1487,26001	01/02/2009	4457,08984	25/06/2007	7878,39014	19/01/2006
1500,15002	23/08/2010	1472,95996	02/02/2009	4383,93018	26/06/2007	7898,22021	21/01/2006
1493,45996	24/08/2010	1454,32996	03/02/2009	4418,70996	27/06/2007	7860,60010	22/01/2006
1484,89001	25/08/2010	1458,05005	04/02/2009	4408,54980	28/06/2007	7810,06982	23/01/2006

1497,46997	26/08/2010	1433,14001	05/02/2009	4437,47021	01/07/2007	7708,39014	24/01/2006
1496,19995	29/08/2010	1474,40002	08/02/2009	4443,41016	02/07/2007	7653,52002	25/01/2006
1490,52002	30/08/2010	1440,68994	09/02/2009	4506,20996	03/07/2007	7608,99023	26/01/2006
1483,67004	31/08/2010	1463,93994	10/02/2009	4486,68018	04/07/2007	7388,70020	28/01/2006
1486,52002	01/09/2010	1488,64001	11/02/2009	4484,60010	05/07/2007	7151,00977	29/01/2006
1497,78003	02/09/2010	1508,85999	12/02/2009	4534,45996	08/07/2007	6758,77979	30/01/2006
1538,08997	05/09/2010	1478,40002	15/02/2009	4517,58008	09/07/2007	7309,60010	31/01/2006
1568,88000	06/09/2010	1488,64001	16/02/2009	4549,39990	10/07/2007	7234,08008	02/02/2006
1592,23999	07/09/2010	1492,39001	17/02/2009	4514,97021	11/07/2007	7015,12012	04/02/2006
1630,84998	13/09/2010	1519,43994	18/02/2009	4507,06982	12/07/2007	6891,93018	05/02/2006
1620,08997	14/09/2010	1601,23999	19/02/2009	4511,52002	15/07/2007	7038,81982	06/02/2006
1627,15002	15/09/2010	1531,88000	22/02/2009	4499,95020	16/07/2007	6942,95020	07/02/2006
1647,03003	16/09/2010	1652,97998	23/02/2009	4419,49023	17/07/2007	6894,54004	08/02/2006
1682,81995	19/09/2010	1589,81006	24/02/2009	4360,18994	18/07/2007	6855,66992	09/02/2006
1691,57996	20/09/2010	1568,06006	25/02/2009	4357,18994	19/07/2007	6573,02002	11/02/2006
1701,15002	21/09/2010	1558,97998	26/02/2009	4328,41992	22/07/2007	6738,97021	12/02/2006
1673,68994	22/09/2010	1548,67004	01/03/2009	4306,89014	23/07/2007	6474,93994	13/02/2006
1689,44995	23/09/2010	1531,32996	02/03/2009	4346,87988	24/07/2007	6225,66016	14/02/2006
1716,82996	26/09/2010	1490,02002	03/03/2009	4322,00000	25/07/2007	6482,45020	15/02/2006
1699,12000	27/09/2010	1542,26001	04/03/2009	4332,31006	26/07/2007	6902,75000	16/02/2006
1690,18994	28/09/2010	1516,53003	05/03/2009	4250,52979	29/07/2007	6997,54004	18/02/2006
1702,43005	29/09/2010	1526,02002	09/03/2009	4226,77002	30/07/2007	7038,85010	19/02/2006
1683,68994	30/09/2010	1518,57996	10/03/2009	4273,31982	31/07/2007	7043,02002	20/02/2006
1694,64001	03/10/2010	1515,68994	11/03/2009	4238,39990	01/08/2007	6803,62012	21/02/2006
1686,52002	04/10/2010	1504,38000	12/03/2009	4251,58008	02/08/2007	6776,62012	22/02/2006
1689,70996	05/10/2010	1525,59998	15/03/2009	4238,04980	05/08/2007	6749,52979	23/02/2006
1704,91003	06/10/2010	1509,70996	16/03/2009	4247,52979	06/08/2007	6877,79004	25/02/2006
1722,55005	07/10/2010	1491,37000	17/03/2009	4262,87988	07/08/2007	6783,74023	26/02/2006
1749,63000	10/10/2010	1508,05005	18/03/2009	4273,85986	08/08/2007	6777,39990	27/02/2006
1755,59998	11/10/2010	1532,76001	19/03/2009	4285,83008	09/08/2007	6664,89990	28/02/2006
1742,63000	12/10/2010	1541,52002	22/03/2009	4279,89990	12/08/2007	6731,62988	01/03/2006
1758,66003	13/10/2010	1558,00000	23/03/2009	4296,99023	13/08/2007	6665,68994	02/03/2006
1746,70996	14/10/2010	1622,28003	24/03/2009	4299,58008	14/08/2007	6437,27979	04/03/2006
1744,45996	17/10/2010	1587,53003	25/03/2009	4262,06982	15/08/2007	6287,81006	05/03/2006
1739,25000	18/10/2010	1588,41003	26/03/2009	4197,39990	16/08/2007	6227,54980	06/03/2006

1744,26001	19/10/2010	1604,70996	29/03/2009	4140,85986	19/08/2007	6222,08008	07/03/2006
1755,35999	20/10/2010	1578,39001	30/03/2009	4121,62012	20/08/2007	6155,12988	08/03/2006
1743,97998	21/10/2010	1568,45996	31/03/2009	4067,16992	21/08/2007	6047,81982	09/03/2006
1746,97998	24/10/2010	1564,18994	01/04/2009	3968,09009	22/08/2007	5980,77002	11/03/2006
1753,31006	25/10/2010	1583,18994	02/04/2009	4147,47998	23/08/2007	6006,72021	12/03/2006
1744,63000	26/10/2010	1624,94995	05/04/2009	4285,14014	26/08/2007	5728,75977	13/03/2006
1732,46997	27/10/2010	1617,09998	06/04/2009	4246,12012	27/08/2007	5072,97021	14/03/2006
1777,18994	28/10/2010	1596,72998	07/04/2009	4296,85010	28/08/2007	5215,97998	15/03/2006
1764,54004	31/10/2010	1587,67004	08/04/2009	4246,62012	29/08/2007	5646,83008	16/03/2006
1781,92004	01/11/2010	1617,56995	09/04/2009	4255,29004	30/08/2007	6029,29980	18/03/2006
1742,14001	02/11/2010	1656,25000	12/04/2009	4294,14014	02/09/2007	5695,08008	19/03/2006
1735,06995	03/11/2010	1654,53003	13/04/2009	4249,12988	03/09/2007	5898,02002	20/03/2006
1737,71997	04/11/2010	1667,93994	14/04/2009	4271,52002	04/09/2007	5904,68018	21/03/2006
1721,66003	07/11/2010	1688,19995	15/04/2009	4265,37012	05/09/2007	5879,74023	22/03/2006
1693,30005	08/11/2010	1712,37000	16/04/2009	4237,08984	06/09/2007	5826,16016	23/03/2006
1715,68005	09/11/2010	1744,65002	19/04/2009	4190,00977	09/09/2007	5939,16016	25/03/2006
1706,39001	10/11/2010	1666,52002	20/04/2009	4173,77979	10/09/2007	5958,95996	26/03/2006
1691,65002	11/11/2010	1661,31006	21/04/2009	4179,10010	11/09/2007	5890,41016	27/03/2006
1687,00000	14/11/2010	1677,58997	22/04/2009	4203,31006	12/09/2007	5993,16992	28/03/2006
1702,70996	21/11/2010	1653,06006	23/04/2009	4191,08008	13/09/2007	6095,29004	29/03/2006
1711,27002	22/11/2010	1638,15002	26/04/2009	4162,97021	16/09/2007	6253,31982	30/03/2006
1691,47998	23/11/2010	1568,52002	27/04/2009	4175,93018	17/09/2007	6268,83008	01/04/2006
1673,81995	24/11/2010	1546,73999	28/04/2009	4190,77002	18/09/2007	6334,02979	02/04/2006
1682,22998	25/11/2010	1597,45996	29/04/2009	4244,04004	19/09/2007	6570,47998	03/04/2006
1659,50000	28/11/2010	1605,51001	30/04/2009	4220,12988	20/09/2007	6497,89014	04/04/2006
1674,77002	29/11/2010	1585,02002	03/05/2009	4221,10010	23/09/2007	6687,91016	05/04/2006
1668,81995	30/11/2010	1622,46997	04/05/2009	4231,45020	24/09/2007	6521,10010	06/04/2006
1687,92004	01/12/2010	1633,28003	05/05/2009	4267,20020	25/09/2007	6528,93018	08/04/2006
1706,23999	06/12/2010	1654,59998	06/05/2009	4222,47998	26/09/2007	6586,56006	09/04/2006
1716,56995	07/12/2010	1643,54004	07/05/2009	4231,12012	27/09/2007	6392,74023	11/04/2006
1700,43994	08/12/2010	1676,25000	10/05/2009	4232,52002	30/09/2007	6193,39990	12/04/2006
1692,82996	09/12/2010	1652,27002	11/05/2009	4245,56006	01/10/2007	6346,04004	13/04/2006
1676,18005	12/12/2010	1671,77002	12/05/2009	4288,22021	02/10/2007	6039,52979	15/04/2006
1653,60999	13/12/2010	1652,07996	13/05/2009	4304,95020	03/10/2007	6092,02002	16/04/2006
1643,76001	14/12/2010	1635,27002	14/05/2009	4378,45020	04/10/2007	6076,16016	17/04/2006

1629,97998	15/12/2010	1617,71997	17/05/2009	4473,47021	07/10/2007	5905,72998	18/04/2006
1639,06006	16/12/2010	1646,73999	18/05/2009	4434,08008	08/10/2007	5861,70996	19/04/2006
1641,15002	19/12/2010	1665,79004	19/05/2009	4477,85010	09/10/2007	5809,52979	20/04/2006
1632,41003	20/12/2010	1662,44995	20/05/2009	4504,43994	10/10/2007	5679,58008	22/04/2006
1626,06995	21/12/2010	1666,82996	21/05/2009	4644,00000	15/10/2007	5487,14014	23/04/2006
1623,82996	22/12/2010	1734,54004	24/05/2009	4640,52979	16/10/2007	5746,02002	24/04/2006
1631,10999	23/12/2010	1709,80005	25/05/2009	4638,75977	17/10/2007	5758,66992	25/04/2006
1619,39001	26/12/2010	1730,43994	26/05/2009	4744,22021	18/10/2007	5687,54004	26/04/2006
1603,35999	28/12/2010	1763,29004	27/05/2009	4898,08008	21/10/2007	5488,24023	27/04/2006
1621,69995	29/12/2010	1791,77002	28/05/2009	4835,79004	22/10/2007	5341,10986	29/04/2006
1630,52002	30/12/2010	1878,08997	31/05/2009	4915,93994	23/10/2007	5472,52979	30/04/2006

المصدر : http://data.mec.biz/gfiles1/daily-2519-MEC_Dubai_All-2014_04_09.txt

الملحق رقم (02) : رأس المال في سوق دبي المالي حسب القطاعات

2010	2009	2008	2007	2006	2005	رأس المال المصرح به (بالألف درهم)
26420033	26272981	19304643	14455974	12296872	8912987	قطاع البنوك
4802338	4853101	4760929	4271966	4152680	3547450	قطاع التأمين
21021765	20834634	18895659	17534872	10682833	9621089	قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية
2515921	2404508	2471363	2162902	1705467	1181642	قطاع المواد
182500	180000	180000	170000	160000	133358	قطاع السلع الاستهلاكية
5600354	4919169	4000000	4000000	4000000		قطاع الاتصالات
18919516	20579043	19806693	15936415	6531019	3581143	قطاع الاستثمار والخدمات المالية
9070796	8937696	8971105				قطاع النقل
1204546	1213380	1213380				قطاع المرافق العامة
26420033	26272981	19806693	17534872	12296872	9621089	أعلى قيمة
89737769	90194512	79603772	58532129	39528871	26977669	المجموع
-0,51	13,30	36,00	48,07	46,52	-	نسبة الزيادة
%29,44	%29,13	%24,25	%24,70	%31,11	%33,04	مساهمة قطاع البنوك
%23,43	%23,10	%23,74	%29,96	%27,03	%35,66	مساهمة قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية

المصدر : من إعداد الطالبة و بالاستعمال برنامج Excel 2007 بالاعتماد على دليل الشركات لسوق دبي المالي للسنوات 2007، 2009 و 2010.

الملحق رقم (03) : القيمة السوقية لسوق دبي المالي حسب القطاعات

2010	2009	2008	2007	2006	2005	القيمة السوقية (بالألف درهم)
51776305	54987979	82605444	167217112	74255701	101682396	قطاع البنوك
9407165	10530244	9345634	11410172	11779049	20030025	قطاع التأمين
31448200	42901368	30973030	138068445	94682553	154443096	قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية

31047585	24126418	26828805	23876896	18952427	8280000	قطاع المواد
958712	1109800	1335550	1219200	381700	300000	قطاع السلع الاستهلاكية
13082144	12541146	8680000	29640000	26160000		قطاع الاتصالات
20920269	35546565	40832858	97304405	30511286	39774117	قطاع الاستثمار والخدمات المالية
25991746	25783810	24689647	-	-	-	قطاع النقل
2474389	982838	4595809	-	-	-	قطاع المرافق العامة
51776305	54987979	82605444	167217112	94682553	154443096	أعلى قيمة
187106515	208510168	229886777	468736230	256722716	324509634	المجموع
%-10,27	%-9,30	%-50,96	%82,58	%-20,89	-	نسبة الارتفاع أو الانخفاض
%27,67	%26,37	%35,93	%35,67	%28,92	%31,33	مساهمة قطاع البنوك
%-5,84	%-33,43	%-50,60	%125,19	%-26,97	-	نسبة الارتفاع أو الانخفاض
%16,81	%20,58	%13,47	%29,46	%36,88	%47,59	مساهمة قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية
%-26,70	%38,51	%-77,57	%45,82	%-38,69	-	نسبة الارتفاع أو الانخفاض

المصدر : من إعداد الطلبة و بالاستعمال برنامج Excel 2007 بالاعتماد على دليل الشركات لسوق دبي المالي للسنوات 2007، 2009 و 2010.

الملحق رقم (04) : قيمة الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي

2010	2009	2008	2007	2006	2005	قيمة الأسهم المتداولة (بالألف درهم)
4171568	12698530	65348749	63491089	93476626	79211018	قطاع البنوك
672834	7161022	14672349	14211812	15464124	9566512	قطاع التأمين
46850889	100178950	115830448	145128182	179268348	210113820	قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية
18843	3026	12947	13145	21966	2759	قطاع المواد
5221	8350	12743	726	1545	1120	قطاع السلع الاستهلاكية
2519992	1206195	5295639	11051617	14797247		قطاع الاتصالات
10498048	31991000	60513627	82195984	24105473	64167007	قطاع الاستثمار والخدمات المالية
4194558	16585275	38893318	-	-	-	قطاع النقل
665534	3675243	1213380	-	-	-	قطاع المرافق العامة
46850889	100178950	115830448	145128182	179268348	210113820	أعلى قيمة
69597487	173507591	301793200	316092555	327135329	363062236	المجموع
%-59,89	%-42,51	%-4,52	%-3,38	%-9,90	-	نسبة الارتفاع أو الانخفاض
%5,99	%7,32	%21,65	%20,09	%28,57	%21,82	مساهمة قطاع البنوك
%-67,15	%-80,57	%2,93	%-32,08	%18,01	-	نسبة الارتفاع أو الانخفاض
%67,32	%57,74	%38,38	%45,91	%54,80	%57,87	مساهمة قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية
%-53,23	%-13,51	%-20,19	%-19,04	%-14,68	-	نسبة الارتفاع أو الانخفاض
%15,08	%18,44	%20,05	%26,00	%7,37	%17,67	مساهمة قطاع الاستثمار و الخدمات المالية
%-67,18	%-47,13	%-26,38	%240,98	%-62,43	-	نسبة الارتفاع أو الانخفاض

المصدر : من إعداد الطلبة و بالاستعمال برنامج Excel 2007 بالاعتماد على دليل الشركات لسوق دبي المالي للسنوات 2007، 2009 و 2010.

الملحق رقم (05) : عدد الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي

2010	2009	2008	2007	2006	2005	عدد الأسهم المتداولة (بالألف سهم)
2411414	8529590	13255774	11728638	11910327	4477515	قطاع البنوك
721640	5729224	3994254	3718999	3279948	1232041	قطاع التأمين
21064616	55709479	21323379	29785234	13664079	10818113	قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية
42288	780	1133	1279	506	30	قطاع المواد
763	1092	1243	53	171	112	قطاع السلع الاستهلاكية
1325116	420799	876241	1888378	2338325		قطاع الاتصالات
7238101	20526112	13060911	19901289	3592340	4136042	قطاع الاستثمار والخدمات المالية
4197477	16930134	21977220	-	-	-	قطاع النقل
1330655	4366397	66833	-	-	-	قطاع المرافق العامة
21064616	55709479	21977220	29785234	13664079	10818113	أعلى قيمة
38332070	112213607	74556988	67023870	34785696	20663853	المجموع
%-65,84	%50,51	%11,24	%92,68	%68,34	-	نسبة الارتفاع أو الانخفاض
%6,29	%7,60	%17,78	%17,50	%34,24	%21,67	مساهمة قطاع البنوك
%-71,73	%-35,65	%13,02	%-1,53	%166,00	-	نسبة الارتفاع أو الانخفاض
%54,95	%49,65	%28,60	%44,44	%39,28	%52,35	مساهمة قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية
%-62,19	%161,26	%-28,41	%117,98	%26,31	-	نسبة الارتفاع أو الانخفاض
%18,88	%18,29	%17,52	%29,69	%10,33	%20,02	مساهمة قطاع الاستثمار والخدمات المالية
%-64,74	%57,16	%-34,37	%453,99	%-13,15	-	نسبة الارتفاع أو الانخفاض

المصدر : من إعداد الطلبة و بالاستعمال برنامج Excel 2007 بالاعتماد على دليل الشركات لسوق دبي المالي للسنوات 2007، 2009 و 2010.

الملحق رقم (06) : اختبار ADF خلال الفترة من 2005 إلى غاية 2007

Null Hypothesis: SER01 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.618254	0.4727
Test critical values: 1% level	-3.438518	
5% level	-2.865035	
10% level	-2.568686	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(SER01)
Method: Least Squares
Date: 05/10/14 Time: 19:58
Sample (adjusted): 1/05/2005 12/31/2007
Included observations: 779 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SER01(-1)	-0.004280	0.002645	-1.618254	0.1060
D(SER01(-1))	-0.006665	0.035820	-0.186080	0.8524
C	24.25448	14.12177	1.717525	0.0863

R-squared	0.003419	Mean dependent var	2.294917
Adjusted R-squared	0.000850	S.D. dependent var	110.1960
S.E. of regression	110.1491	Akaike info criterion	12.24539
Sum squared resid	9415070.	Schwarz criterion	12.26333
Log likelihood	-4766.580	Hannan-Quinn criter.	12.25229
F-statistic	1.331100	Durbin-Watson stat	1.999356
Prob(F-statistic)	0.264789		

المصدر : من إعداد الطالبة باستعمال برنامج **Eviews 8** بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01).

الملحق رقم (07) : اختبار PP خلال الفترة من 2005 إلى غاية 2007

Null Hypothesis: SER01 has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 1 (Used-specified) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.676296	0.4430
Test critical values:		
1% level	-3.438508	
5% level	-2.865030	
10% level	-2.568684	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	12082.78
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	12004.00

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(SER01)
Method: Least Squares
Date: 05/10/14 Time: 20:33
Sample (adjusted): 1/04/2005 12/31/2007
Included observations: 780 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SER01(-1)	-0.004425	0.002638	-1.677520	0.0938
C	25.10275	14.07777	1.783148	0.0750

R-squared	0.003604	Mean dependent var	2.431192
Adjusted R-squared	0.002323	S.D. dependent var	110.1910
S.E. of regression	110.0629	Akaike info criterion	12.24254
Sum squared resid	9424565.	Schwarz criterion	12.25449
Log likelihood	-4772.591	Hannan-Quinn criter.	12.24714
F-statistic	2.814074	Durbin-Watson stat	2.012033
Prob(F-statistic)	0.093842		

المصدر : من إعداد الطالبة باستعمال برنامج **Eviews 8** بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01).

الملحق رقم (08) : اختبار ADF خلال الفترة من 2008 إلى غاية 2010

Null Hypothesis: SER01 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.255418	0.1871
Test critical values:		
1% level	-3.438936	
5% level	-2.865219	
10% level	-2.568785	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(SER01)
Method: Least Squares
Date: 05/10/14 Time: 20:44
Sample (adjusted): 1/03/2008 11/05/2010
Included observations: 742 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SER01(-1)	-0.003388	0.001502	-2.255418	0.0244
D(SER01(-1))	0.011505	0.036637	0.314027	0.7536
C	3.313013	4.772508	0.694187	0.4878
R-squared	0.007050	Mean dependent var		-6.008275
Adjusted R-squared	0.004363	S.D. dependent var		66.67663
S.E. of regression	66.53101	Akaike info criterion		11.23725
Sum squared resid	3271091.	Schwarz criterion		11.25588
Log likelihood	-4166.019	Hannan-Quinn criter.		11.24443
F-statistic	2.623611	Durbin-Watson stat		2.004332
Prob(F-statistic)	0.073216			

المصدر : من إعداد الطالبة باستعمال برنامج Eviews 8 بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01).

الملحق رقم (09) : اختبار PP خلال الفترة من 2008 إلى غاية 2010

Null Hypothesis: SER01 has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 1 (Used-specified) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.155428	0.2232
Test critical values:		
1% level	-3.438924	
5% level	-2.865214	
10% level	-2.568782	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	4417.168
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	4467.315

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(SER01)
Method: Least Squares
Date: 05/10/14 Time: 20:45

Sample (adjusted): 1/02/2008 11/05/2010
Included observations: 743 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SER01(-1)	-0.003236	0.001497	-2.161322	0.0310
C	2.968415	4.768872	0.622456	0.5338
R-squared	0.006265	Mean dependent var		-5.885370
Adjusted R-squared	0.004923	S.D. dependent var		66.71585
S.E. of regression	66.55141	Akaike info criterion		11.23651
Sum squared resid	3281956.	Schwarz criterion		11.24893
Log likelihood	-4172.365	Hannan-Quinn criter.		11.24130
F-statistic	4.671312	Durbin-Watson stat		1.974101
Prob(F-statistic)	0.030990			

المصدر : من إعداد الطالبة باستعمال برنامج **Eviews 8** بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01).

الملحق رقم (10) : اختبار **ADF** خلال الفترة 2005 – 2007 بعد اجراء الفروقات من الدرجة الأولى

Null Hypothesis: D(ONE,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-30.55682	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.442299	
5% level	-2.866703	
10% level	-2.569580	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(ONE,3)
Method: Least Squares
Date: 05/18/14 Time: 20:36
Sample (adjusted): 1/07/2005 1/29/2007
Included observations: 537 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ONE(-1),2)	-2.032158	0.066504	-30.55682	0.0000
D(ONE(-1),3)	0.418347	0.039268	10.65351	0.0000
C	-0.342182	6.418733	-0.053310	0.9575
R-squared	0.766051	Mean dependent var		-0.225867
Adjusted R-squared	0.765175	S.D. dependent var		306.9471
S.E. of regression	148.7427	Akaike info criterion		12.84788
Sum squared resid	11814421	Schwarz criterion		12.87183
Log likelihood	-3446.657	Hannan-Quinn criter.		12.85725
F-statistic	874.2762	Durbin-Watson stat		2.284291
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : من إعداد الطالبة باستعمال برنامج **Eviews 8** بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01).

الملحق رقم (11) : اختبار ADF خلال الفترة 2008 – 2010 بعد اجراء الفروقات من الدرجة الأولى

Null Hypothesis: D(TWO,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-25.98613	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.442254	
5% level	-2.866683	
10% level	-2.569570	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TWO,3)
Method: Least Squares
Date: 05/18/14 Time: 20:43
Sample (adjusted): 1/08/2008 1/29/2010
Included observations: 539 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TWO(-1),2)	-1.895463	0.072941	-25.98613	0.0000
D(TWO(-1),3)	0.245140	0.041800	5.864595	0.0000
C	-0.037853	3.859559	-0.009808	0.9922
R-squared	0.776289	Mean dependent var		0.240854
Adjusted R-squared	0.775454	S.D. dependent var		189.0945
S.E. of regression	89.60478	Akaike info criterion		11.83424
Sum squared resid	4303553.	Schwarz criterion		11.85812
Log likelihood	-3186.329	Hannan-Quinn criter.		11.84358
F-statistic	929.9752	Durbin-Watson stat		2.127113
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : من إعداد الطالبة باستعمال برنامج Eviews 8 بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01).

الملحق رقم (12) : اختبار pp خلال الفترة 2005 – 2007 بعد اجراء الفروقات من الدرجة الأولى

Null Hypothesis: D(ONE,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 1 (Used-specified) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-38.60051	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.442276	
5% level	-2.866693	
10% level	-2.569575	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	26627.28
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	21801.46

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(ONE,3)

Method: Least Squares
Date: 05/18/14 Time: 20:45
Sample (adjusted): 1/06/2005 1/29/2007
Included observations: 538 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ONE(-1),2)	-1.432561	0.038906	-36.82113	0.0000
C	-0.207176	7.048256	-0.029394	0.9766
R-squared	0.716671	Mean dependent var		0.234626
Adjusted R-squared	0.716143	S.D. dependent var		306.8472
S.E. of regression	163.4828	Akaike info criterion		13.03500
Sum squared resid	14325479	Schwarz criterion		13.05094
Log likelihood	-3504.416	Hannan-Quinn criter.		13.04124
F-statistic	1355.795	Durbin-Watson stat		2.362347
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : من إعداد الطالبة باستعمال برنامج **Eviews 8** بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01).

الملحق رقم (13) : اختبار **pp** خلال الفترة 2007 – 2010 بعد اجراء الفروقات من الدرجة الأولى

Null Hypothesis: D(TWO,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 1 (Used-specified) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-42.99315	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.442231	
5% level	-2.866673	
10% level	-2.569564	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	8516.234
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	7429.266

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(TWO,3)
Method: Least Squares
Date: 05/19/14 Time: 14:49
Sample (adjusted): 1/07/2008 1/29/2010
Included observations: 540 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TWO(-1),2)	-1.522550	0.036759	-41.42022	0.0000
C	-0.263418	3.978625	-0.066208	0.9472
R-squared	0.761274	Mean dependent var		-0.062019
Adjusted R-squared	0.760831	S.D. dependent var		189.0501
S.E. of regression	92.45481	Akaike info criterion		11.89501
Sum squared resid	4598766.	Schwarz criterion		11.91091
Log likelihood	-3209.654	Hannan-Quinn criter.		11.90123
F-statistic	1715.634	Durbin-Watson stat		2.250727
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : من إعداد الطالبة باستعمال برنامج **Eviews 8** بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01).