

كفاءة التسعير في سوق الأسهم السعودي

د. نجوى عبد الله سمك*

قسم الاقتصاد - كلية إدارة الأعمال - جامعة الملك سعود

الملخص

هدفت الورقة إلى تقييم أسعار الأسهم في السوق السعودي، وما إذا كانت تعكس المخاطر المختلفة التي تتعرض لها سواء كانت مخاطر منتظمة تؤثر على كافة الأوراق المالية أم مخاطر غير منتظمة خاصة بأداء الشركات. تم الاعتماد على نموذج العوامل المتعددة لتسعير الأصول الرأسمالية لتحديد العلاقة بين مجموعة من العوامل التي تمثل مخاطر للسهم و التغيرات المختلفة في سعر السهم. يتكون النموذج من متغير تابع وهو عائد السهم ومجموعة من أهم العوامل التي تم الاتفاق عليها واستخدامها في الدراسات التطبيقية، والتي تعكس العوامل المستقلة؛ وتمثلت أهم هذه العوامل في عوامل مشتركة تؤثر على كافة الأوراق المالية ومن أهمها بدل المخاطرة أو مكافأة مخاطر السوق، وعوامل خاصة بالشركات متمثلة في مؤشر القيمة الدفترية للقيمة السوقية، والتدفقات النقدية، ومؤشر يعكس ربحية الشركة أو السهم، وعائد السهم في فترة سابقة. ويفترض وجود علاقة طردية بين مؤشرات الأداء السابقة والتغيرات في أسعار الأسهم. تم تقدير النموذج باستخدام أسلوب الانحدار المدمج لبيانات مقطع عرضي وسلاسل زمنية، ذو الأثر العشوائي الذي يتم فيه معاملة الحدود الثابتة للمفردات كمتغيرات عشوائية تعكس الاختلافات في سلوك الوحدات. أسفرت النتائج عن وجود علاقة معنوية موجبة بين التغيرات في سعر السهم وكلا من بدل مخاطرة السوق، والعائد السابق للسهم، هذا بالإضافة إلى معنوية الحد الثابت وهو ما يعكس أهمية الأثر الفردي في التقدير، لكن أسفرت نتائج القياس بالنسبة للمؤشرات التي تعكس أداء الشركة عن علاقات غير متوافقة مع النظرية وغير معنوية باستثناء العائد على حق الملكية كان له اثر معنوي سالب، ويعكس ذلك أن أداء الشركة لم ينعكس على تغيرات سعر السهم، بل إن الشركات ضعيفة الأداء كان يصاحبها ارتفاعا في أسعار أسهمها. ونخلص من ذلك بعدم الكفاءة في التسعير حيث أن الأسعار لا تعكس المخطر المختلفة لها، هذا بالإضافة إلى عدم الرشادة في سلوك المستثمرين.

Price Efficiency of Saudi Stock Market

Nagwa A. Samak

Dep. of Economics - College of Business Administration
King Saud University

Abstract

The paper targets to evaluate the price efficiency of the Saudi stock market. The financial theories of assets pricing suggests that the stock price must reflect the different risk factors to be efficient. Therefore, to investigate the relation between the variation of stock prices and its risk, we applied multi factor asset-pricing model. Thus our test impose a rational asset framework on the relation between return of equity and a Varsity of risk factors: market risk represented by risk premium and company specific factors such as book to market value of the stock , the cash flow , return on equity and the past return for the stock. According to the theory and the applied papers, there is a positive relation between the variation of the stock return and the performance of the firm. We applied the model on the stock of 26 firms listed in the stock market, which quarterly balance sheet and income statement data for a period started from the first quarter of 2003 to second quarter of 2005 are available and complete. We used the technique of pooled regression, using random effect model which, treat the cross sectional intercept as a random variables related to differences in

individual firm behavior. The results reflect the significant and positive effect for the market risk and the past return of the stock, however all factors which reflect the performance of the company appears to be in conflict with the theory. So according to these results we can capture the miss pricing of the stocks and irrational behavior of the investors.

كفاءة التسعير في سوق الأسهم السعودي

المقدمة:

اهتمت كثير من الدول النامية بسوق الأوراق المالية خلال العقدین السابقین، نظراً لأن معظم هذه الدول طبقت برامج للإصلاح الاقتصادي، هدفت من خلالها إلى زيادة مشاركة القطاع الخاص في الاقتصاد، كما قامت بتحرير القطاع المالي من كافة مظاهر التشوهات التي كان يعاني منها في فترة السبعينيات والثمانينيات، بجانب تحرير حركة رؤوس الأموال بين الدول للاستثمار في كافة أنواع الأصول الرأسمالية.

استدعت هذه التغيرات ضرورة وجود سوق للأوراق المالية يتمتع بكافة صور الكفاءة من حيث الحجم، السيولة، التشغيل، التسعير، المعلومات و ذلك لتهيئة البيئة المناسبة لخدمة شركات القطاع الخاص، وتسهيل عملية تحريك رؤوس الأموال.

شهد سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية خلال العقد الماضي الكثير من التطورات، كغيره من الأسواق الناشئة، حتى يتمكن من القيام بالدور المنشود منه في الاقتصاد. يجب أن تتصف الأوراق المالية المتداولة بالتسعير العادل، أي تعكس أسعار الأسهم العوائد المتوقعة للشركات، والمخاطر المقابلة لهذا العائد، حتى يؤدي السوق دوره في الاقتصاد بكفاءة. لذلك حظيت قضية تسعير الأصول الرأسمالية ومحدداته باهتمام الكثير من الباحثين على المستوى النظري والتطبيقي.

أهداف الدراسة:

تهدف الورقة إلى دراسة وتحليل سوق الأوراق المالية السعودية لمعرفة مدى التطور الواقع في هذا السوق مقارنة بغيره من الأسواق الناشئة، بالإضافة إلى قياس مدى كفاءة تسعير الأصول الرأسمالية المتداولة في السوق، بحيث يعكس عائد السهم المخاطر المرتبطة به على مستوى الشركات.

أهمية الدراسة:

تقوم سوق الأوراق المالية بالعديد من الوظائف، التي تؤدي إلى دفع عجلة النمو الاقتصادي، من حيث توفير مصادر التمويل للشركات، تعبئة المدخرات وتوجيهها إلى المشروعات الأكثر كفاءة، وهو ما يحقق التخصيص الكفاء للموارد الاقتصادية، تقوم بدورها الرقابي على الشركات Corporate Governance. لا يمكن للسوق القيام بكافة هذه الوظائف إلا إذا كانت الأسهم

تتميز بالكفاءة في التسعير، وفقاً لنماذج التسعير في الأدبيات المالية ومن أهمها وأولها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وتسعير المراجعة وهي نماذج توازنية ونماذج العوامل المتعددة.

المنهجية:

تعتمد الدراسة في منهجيتها على بناء نموذج قياسي لتحديد أهم العوامل المحددة لعائد السهم، و تعكس المخاطر المختلفة التي يجب أن تنعكس في سعر السهم، والتي تم اختيارها بناء على نظريات تسعير الأصول والدراسات التطبيقية المختلفة

يتم تقدير النموذج باستخدام أسلوب الانحدار المدمج Pooled data (المقطع العرضي والسلاسل الزمنية) لمجموعة من الشركات المتداولة لسلسله زمنييه لبيانات ربع سنوية عن ميزانيات الشركات وأسعار أسهمها وأسعار الأسهم في السوق ككل، حيث يتميز هذا الأسلوب بالتغلب على الكثير من المشاكل التي تعترض تقدير السلاسل الزمنية، بالإضافة لإتاحة الفرصة للتعرف على اثر المتغيرات على كل حاله فرديه والأثر الكلي، وما يتيح هذا النوع من التقدير من عدد كبير من المشاهدات، وهو ما يؤدي إلى قوة النتائج المحققة، بدلاً من تقدير معادله فردية لكل شركة. وسوف يأخذ النموذج المقترح للتقدير الصيغة التالية:

$$\text{Log } R_{it} = C + \beta_1 RP_{it} + \beta_2 ROE_{it-1} + \beta_3 \text{cash}_{it} + \beta_4 BM_{it} + \beta_5 R_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

C تمثل الحد الثابت

R_{it} تمثل عائد سهم الشركة I في الزمن t

RP_{it} تمثل مكافأة المخاطر وهي عبارة عن (عائد السوق - عائد اصل خالي من المخاطر سعر الفائدة بين البنوك على الريال لمدة ثلاثة أشهر)

ROE_{it-1} معدل العائد على حق الملكية. مؤشر من مؤشرات الربحية للشركة، وهو عبارة عن صافي دخل الشركة بعد الزكاة على حقوق المساهمين. في الشركة I في الزمن t-1

ومن المتوقع أن يكون هناك علاقة طردية بين العائد على حق الملكية بفترة إبطاء واحدة و عائد السهم

$$\partial R_{it} / \partial ROE_{it-1} > 0$$

$Cash_{it}$ حجم التدفق النقدي مقاساً بمعدل التغير في صافي دخل النشاط في الشركة i في الزمن t وهو مؤشر من مؤشرات النمو للشركة ومن المتوقع أن يكون هناك علاقة طردية بين معدل نمو الشركة و عائد السهم

$$\partial R_{it} / \partial Cash_{it} > 0$$

BM_{it} القيمة الدفترية للقيمة السوقية للسهم I في الزمن t
القيمة الدفترية مقاسه بحقوق المساهمين على عدد الأسهم
ومن المتوقع أن تكون هناك علاقة طردية بين معدل القيمة الدفترية للقيمة
السوقية للسهم وعائد السهم.

$$\partial RC_{it} / \partial MB_{it} > 0$$

R_{it-1} تمثل عائد السهم بفترة إبطاء في الشركة I في الزمن $t-1$

$$\partial RC_{it} / \partial R_{it-1} > 0$$

ε_{it} الخطأ العشوائي

بناء على ذلك سوف تقسم الورقة إلى ثلاثة أجزاء بخلاف المقدمة نعرض في
الجزء الأول للأساس النظري لتسعير الأصول الرأسمالية من خلال دراسة
وتحليل نظريات تسعير الأصول الرأسمالية المختلفة ومنها نموذج تسعير
الأصول الرأسمالية.

(Capital Asset Price Model- CAPM) ونماذج العوامل المتعددة و نظرية
تسعير المراجعة. كما نعرض من خلال هذا الجزء أيضاً لمجموعة من الدراسات
التطبيقية التي استخدمت هذه النماذج في التطبيق سواء على المستوى الدولي أو
على مستوى سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية. نتناول في
الجزء الثاني سوق الأوراق المالية السعودية، من حيث مدى تطور السوق في
بنيتها التحتية وحجمه وسيولته وطبيعة الأوراق المالية المتداولة في السوق و
المستثمرين. في الجزء الثالث نعرض لتوصيف النموذج المستخدم، المنهجية
المستخدمة في التقدير والبيانات وكيفية التعامل معها وتهيئتها للاستخدام، ثم يلي
ذلك عرض لنتائج النموذج وتحليلها. وأخيراً عرض لأهم النتائج والسياسات
المقترحة.

أولاً: الأساس النظري لنظريات تسعير الأصول الرأسمالية:

(١) أهمية التسعير العادل للأصول الرأسمالية في سوق الأوراق المالية:

يعد القطاع المالي بكل مكوناته، من أهم القطاعات في الاقتصاد نظراً للدور
الكبير الذي يقوم به هذا القطاع من تعبئة المدخرات وتوفير مصادر التمويل
المختلفة للاستثمار، وهو ما يؤدي إلى دفع عجلة النمو الاقتصادي. يتمثل أهم
دور للأسواق المالية في التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة، حيث
تتجه الموارد إلى القطاعات ذات الكفاءة والربحية العالية، ويتم القيام بهذا الدور
من خلال التسعير العادل للأسهم المتداولة، حيث تعكس أسعار الأسهم الأداء

المستقبلي للشركات، فيزيد الطلب على أسهم الشركات التي تتمتع بفرص استثمارية واعدده وهو ما يرفع قيمة الأسهم السوقية [١، ص ٣٥:٤٠] شغلت قضية تسعير الأصول الرأسمالية ومحدداتها، أدبيات الاقتصاد المالي، ويعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، أول نموذج يهتم بتحديد الكيفية التي يجب أن يتم بها تقييم الأصل الرأسمالي. ويحدد العلاقة بين العائد المتوقع لكل ورقة مالية والمخاطر التي تتعرض لها، حتى يحدث التوازن المطلوب بين العرض والطلب، فتكون الأسعار حول قيمتها العادلة، فلا يوجد أسعار أسهم مغالى فيها أو اقل مما ينبغي. وظهر بعد ذلك نماذج أخرى لتقييم تسعير الأصول وفقاً لدرجات المخاطر المختلفة. وهو ما سوف نتناوله بالعرض والتحليل فيما يلي.

(٢) نماذج تسعير الأصول الرأسمالية:

(أ) نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset Price Model:

يعد نموذج (CAPM). أول نموذج يوضح العلاقة بين عائد الأصل الرأسمالي والمخاطر التي تحيط به، حتى يحدث توازن في سوق راس المال ويعود بناء هذا النموذج لوليم شارب [٢]. وجون لينتر [٣] وتعتبر نظرية المحفظة التي وضعها ماركوترز، هي الأساس الذي قام عليه النموذج وتقوم النظرية على فرض أساسي وهو؛ أن القرار الاستثماري يقوم على متغيرين أساسيين وهما العائد المتوقع والمخاطر، وعرف مخاطر الاستثمار بأنها التقلب في العائد المتوقع للاستثمار، فتزداد درجة المخاطر كلما زاد احتمال تقلب العائد عن قيمته المتوقعة، ويتم قياسها بالتباين أو بالانحراف المعياري للتوزيع الاحتمالي للعائد.

كما تفترض النظرية، أن المستثمر يبغض المخاطر، فيختار الأصل ذات المخاطر الأقل عند نفس المستوى من العائد. قسم ماركويتز المخاطر التي تتعرض لها الورقة المالية إلى نوعين من المخاطر وهما: المخاطر المنتظمة وهي تلك المخاطر التي لا يمكن تجنبها بتنويع المستثمر لمكونات محفظة المالية ويطلق عليه أيضاً مخاطر السوق، والمخاطر غير المنتظمة وتعود إلى منشأة واحده أو مجموعه من المنشآت ويمكن تجنبها من خلال تنويع المحفظة الاستثمارية. كما افترض أن محفظة المستثمر تحتوى على استثمارات خطره فقط، وان المستثمر يعتمد على موارده الذاتية فقط [٤] و [٥].

تم إجراء العديد من التعديلات على نظرية ماركويتز من خلال، إسقاط العديد من الفروض القائمة عليها، وكان توبن أول من اسقط فرض أن المحفظة تحتوى على

صندوق استثماري متنوع الخطر على خطته الأولى وشيراً

أوضح النموذج كيفية قياس المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في محفظة مالية أو مخاطر ورقة مالية منفردة، من خلال معادلتين أساسيتين. المعادلة الأولى وهي معادلة خط سوق رأس المال وتأخذ الصيغة التالية

$$R_i = R_f + (R_m - R_f) / \sigma_m \sigma_i$$

حيث:

$$R_i = \text{معدل العائد المتوقع للمحفظة } i \text{ التي تتميز بالكفاءة.}$$

$$R_f = \text{معدل العائد الخالي من المخاطر.}$$

$$R_m = \text{معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق}$$

$$\sigma_m = \text{الانحراف المعياري لعائد المحفظة الكفاء } i$$

$$\sigma_i = \text{الانحراف المعياري لعائد السوق}$$

$(R_m - R_f) / \sigma_m$) يمثل هذا المقدار سعر المخاطر التي تواجه كل المحافظ الكفاء.

تعكس المعادلة السابقة معادلة خط سوق رأس المال، وتوضح أن العائد المتوقع على الاستثمار يتمثل في جزئيين وهما العائد الخالي من المخاطر الذي يمثل ثمن الوقت، والعائد المتوقع الذي يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر الاستثمار (ثمن المخاطر). ويفترض النموذج أن المحافظ الكفاء تتعرض لنوع واحد من المخاطر وهو المخاطر المنتظمة، لأن المخاطر غير المنتظمة يمكن تجنبها من خلال التنويع، ومن ثم تم قياس المخاطر لهذه المعادلة بالانحراف المعياري، لذلك فإن معادلة خط سوق رأس المال لا توضح علاقة التوازن بين العائد والمخاطر للورقة المالية المنفردة، لأن الورقة المالية تحتوي على النوعين من المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة. لذلك امتد النموذج لإيجاد معادله أكثر عمومية من المعادلة السابقة لتوضح العلاقة بين العائد والمخاطر للورقة المالية المنفردة، وكذلك للمحافظ المالية سواء كانت كفاء أو غير كفاء، تقاس المخاطر في هذه الحالة بمعامل بيتا الذي يعكس المخاطر المنتظمة فقط، ومن ثم تأخذ المعادلة الصيغة التالية:

$$R_i = R_f + \beta (R_m - R_f) + e_i$$

حيث بيتا في هذه المعادلة تمثل ميل خط الانحدار ويعكس العلاقة بين عائد السهم وعائد محفظة السوق، وتمثل المخاطر المنتظمة لكل سهم فإذا كانت بيتا تساوي واحد صحيح فهذا يعني أن مخاطر السهم تساوي مخاطر السوق، أما إذا كانت أكبر من واحد فإن مخاطره تكون أكبر من مخاطر السوق، أما إذا كانت قيمتها أقل من واحد فمخاطر السهم تكون أقل من مخاطر السوق وهذا يعني أنه سهم منخفض المخاطر. يوضح النموذج بصفة عامة العلاقة الطردية بين العائد والمخاطر فكلما زاد معامل بيتا زاد العائد المتوقع للسهم.

لذلك يعد نموج تسعير الأصول الرأسمالية اكتشاف ترتب عليه الكثير من النتائج من أهمها الحكم على سعر الورقة المالية وما إذا كان مغالى فيه أم لا، مقارنة بالوضع التوازني له [٨].

تعرض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لكثير من الانتقادات ومحاولات لإسقاط الفروض القائم عليها، بالرغم من أنه يمثل انقلاب في أدبيات الاقتصاد المالي، وتمثلت أهم هذه الانتقادات في أن النموذج يقوم على فروض غير واقعية، مثل افتراض كفاءة السوق. كذلك يفترض النموذج أن المخاطر المنتظمة فقط هي التي تؤثر على عائد السهم، بينما هناك الكثير من العوامل التي من الممكن أن تؤثر على عائد السهم منها العوامل الاقتصادية مثل (معدل نمو الدخل القومي- أسعار الفائدة - مستوى السيولة - التضخم) وقد تكون العوامل المؤثرة على السهم عوامل هيكلية مثل أنواع الصناعات وتداخل الأنشطة. عوامل خاصة بالمنشأة مثل معدل نموها وربحياتها والعائد على السهم. هذا بالإضافة إلى قيام الكثير من الدراسات بإسقاط فروض النموذج ودراسة تأثير ذلك على النتائج [٩] و [١٠، ص ٢٣ : ٥٠]

أدت كافة هذه الانتقادات إلى ظهور نماذج أخرى تهدف إلى تحديد العوامل المؤثرة على عائد الورقة المالية بالإضافة إلى مخاطر السوق نتناولها فيما يلي:

(ب) نماذج العوامل المتعددة Multi-index models:

يقوم هذا النوع من النماذج على تحديد العوامل المؤثرة على عائد الورقة المالية خلال فتره زمنية محددة، ويمكن أن تشمل العوامل على عوامل مشتركة تؤثر على كافة الأوراق المالية مثل سعر الفائدة أو على عوامل تؤثر على أوراق مالية محددة أو قطاع معين.

ويأخذ النموذج الصيغة التالية

$$R_i = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \dots + e_i$$

حيث:

$$R_i = \text{عائد السهم } i$$

α = العائد المتوقع الحصول عليه إذا كانت العوامل المحددة للعائد تساوى صفر.

X_1, X_2, \dots هي العوامل المؤثرة على عائد السهم

β_1, β_2, \dots تمثل معامل حساسية الورقة للعامل رقم ١ وهكذا

e_i = قيمة متغيرات عشوائية ترتبط بالمنشأة المصدرة للورقة (المتغير العشوائي)

تعكس المعادلة السابقة، أن مخاطر الورقة تتأثر بأكثر من عامل وليس مخاطر السوق فقط، كما افترض النموذج السابق. كما أن هذه النماذج تصف العوامل

المحددة للعائد خلال فترة زمنية محددة، وتتغير أهمية هذه المحددات من فتره إلى أخرى، وقد يختلف اتجاهها خلال الفترات المختلفة أيضا لا تفترض النماذج المتعددة سيادة المنافسة الكاملة في السوق أو توازنه ولذلك كانت أكثر استخداماً في الدراسات التطبيقية [١١].

(ج) نماذج العوامل الصناعية:

يفترض هذا النموذج أن عائد الورقة المالية يتأثر بحركة السوق وهو ما يعبر عنه بمؤشر السوق وأيضا بظروف عدد من الصناعات التي يرتبط نشاطها معا، علما بان مؤشر كل قطاع تم تكوينه بشرط عدم ارتباطه بمؤشر السوق أو مؤشر القطاعات الأخرى [١١].

(د) نظرية تسعير المراجعة (APT) Arbitrage Pricing Theory :

ظهرت نظرية تسعير المراجعة بعد نماذج العوامل المتعددة، وهي تقوم على فرض أن عائد الورقة المالية يتأثر بمجموعة من العوامل في إطار توازني، من خلال آلية محددة تحرك العائد للوصول إلى توازن السوق. لا تحتوى النظرية على أي فروض خاصة بالتوزيع الاحتمالي للعائد أو وجود محفظه للسوق تحتوى على كافة الأصول المالية الخطرة [١٢].

تقوم نظرية المراجعة على أساس قانون السعر الواحد، ويعنى انه في حالة وجود شيان متماثلان لايد أن يكون لهما نفس السعر. ومن ثم فان الأوراق المالية التي لها نفس درجة المخاطر لايد أن يكون لها سعر واحد، وفي حالة عدم تساوى سعر هذه الأوراق تبدأ عملية المراجعة. فيقوم المستثمرين ببيع الورقة المالية ذات العائد المتوقع المنخفض، ويتم شراء الأوراق المالية ذات العائد المتوقع المرتفع، وبالتالي بيع الورقة الأولى واستخدام العائد في شراء الورقة الثانية سوف يؤدي إلى ربح يسمى ربح المراجعة، مما يؤدي إلى انخفاض سعر الورقة الأولى وارتفاع الثانية وتستمر عملية المراجعة إلى أن يتساوى سعر الورقتين. أي أن عملية المراجعة تقوم على استغلال حالة عدم التوازن لتحقيق ربح وتنتهي بحالة توازن وعدم وجود فرصه لتحقيق ربح. ويتسم هذا التوازن بوجود علاقة خطيه بين العائد المتوقع من الاستثمار، ومعامل حساسية العائد للعوامل المؤثرة عليه [١٣].

(٣) الدراسات التطبيقية:

هناك العديد من الدراسات التي قامت باختبار صحة نموذج تسعير الأصول المالية CAPM ومنها ما أكدت قدرة النموذج في تفسير تغيرات العائد على الأسهم ومنها من أكد على أن إضافة بعض العوامل الأخرى وبصفة خاصة تلك العوامل التي تعكس أداء الشركات المصدرة للأسهم يعطى نتائج أفضل في تفسير التغيرات كنوع من أنواع المخاطر التي يتعرض لها السهم. وفيما يلي نعرض

لأهم هذه الدراسات على المستوى العالمي وعلى مستوى المملكة العربية السعودية.

الدراسات على المستوى العالمي:

دراسة Black & Scholes اختبرت الدراسة نموذج CAPM لكافة الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك من خلال تقسيمهم إلى محافظ مختلفة وفقاً لدرجة بيتا، وأظهرت النتائج أن المحافظ ذات معاملات بيتا المرتفعة تولد عنها عوائد مرتفعة وإن أكثر من ٩٥% من التغيرات في العوائد تم تفسيرها باختلاف معامل بيتا. [١٠، ص ٢٣: ٥٠]

في المقابل هناك الكثير من الدراسات التي أثبتت عدم تحقق النموذج. ومنها دراسة Mackinlay أوضحت أن ضعف قبول نموذج CAPM في الكثير من الدراسات التطبيقية يعود إلى إهمال الكثير من البيانات الهامة التي تؤثر على عائد السهم مثل حجم الشركة، نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية، معدل نمو الشركة وربحياتها، التدفقات النقدية، معدل العائد للسعر (مكرر الربحية) عائد السهم في فترة سابقة [١٤]. وهو ما أثبتته الكثير من الدراسات ومعظمها طبق على سوق الأسهم الأمريكية ومنها دراسة Ball أوضح أن مكرر الربحية، يمثل مؤشر لكافة العوامل المؤثرة على معدل العائد المتوقع للسهم، وأوضح أن مكرر الربحية المرتفع يصاحبه درجة مخاطر مرتفعة وعائد مرتفع [١٥]. أثبتت دراسة Banz أن الحجم السوقي للشركة مثل أحد أهم العوامل التي تفسر التغيرات في عائد السهم فأثبت أن متوسط عائد السهم ذات الحجم السوقي الصغير يعطى قيمة بيتا مرتفعة والعكس للسهم ذات الحجم الكبير يكون له قيمة بيتا منخفضة [١٦].

دراسة (Fama & French) المطبقة على عينة من الأسهم الأمريكية لبيانات شهرية لتحديد أثر مجموعة من العوامل المختلفة التي تفسر التغيرات في العائد والمتمثلة في الحجم السوقي للشركة، معدل القيمة الدفترية للقيمة السوقية ومكرر الربحية للسهم وبيتا السوق أثبتت النتائج أن حجم السهم ومعدل القيمة الدفترية للسوق كان لهم تأثيراً كبيراً في تفسير تغيرات العائد وفي المقابل فإن بيتا السوق لم تساهم في تفسير تغيرات العائد [١٧] [١٨].

أثبتت دراسة (Chan & Chen) أن إمكانية تحقيق الشركة لمستوى معين من الربحية يمثل عامل من أهم العوامل التي تعكس مخاطر الشركة، فالشركة التي يجد المتعاملون في السوق أن ليس لديها إمكانيات قوية لتحقيق ربحية، يعد إشارة لانخفاض سعر السهم، بعكس الشركات الواعدة بتحقيق ربحية مرتفعة [١٩]. وهو ما أكدت عليه دراسة مطبقة على الأسهم اليابانية، من خلال نموذج متعدد العوامل لمقطع عرضي وسلاسل زمنية للأسهم الفردية، حيث أوضحت النتائج

وجود علاقة طردية بين القيمة السوقية للسهم وربحية السهم ومعدل القيمة الدفترية للقيمة السوقية للسهم، وعلاقة سلبية بين عائد السهم وحجم الشركة [٢٠].

كما أكدت الدراسات على قدرة المتغيرات المالية المشتقة من الميزانية في التنبؤ بحساسية التغير في أسعار الأسهم مقارنة بالعوامل التي تسبب المخاطر المنتظمة، مثل المتغيرات الكلية الاقتصادية، واثبتوا أن هناك علاقة موجبة بين عائد السهم وربحية السهم ومعدل القيمة الدفترية للسوقية وعلاقة سلبية بين عائد السهم وحجم الشركة، وأوضحوا أن اختيار هذه العوامل لا يعتمد على نموذج نظري صريح، ولكن يسترشد بها من الدراسات التطبيقية وشيوع استخدام المتغيرات [٢١].

هناك أيضا كثير من الدراسات اهتمت بدراسة العوامل على المستوى الكلي وليس الجزئي في قدرتها على تفسير التغيرات التي تحدث في أسعار الأسهم والتي تعتبر مخاطر يجب أن تنعكس تغيراتها على الأسعار، ومن أهم هذه العوامل معدل نمو الناتج، السياسة النقدية وما تعكسه من تغيرات في الاقتصاد مثل عرض النقد، سعر الفائدة، معدل التضخم، هذا بالإضافة لمتغيرات السياسة المالية. ومن أهم الدراسات التي اهتمت بالعوامل الكلية وأولها دراسة (Sprinkle) لاختبار العلاقة بين عرض النقد وسوق الأسهم وخلص إلى وجود علاقة طردية قوية بين سوق الأسهم وعرض النقد في الولايات المتحدة الأمريكية [٢٢]. وهناك الكثير من الدراسات التي أثبتت هذه العلاقة [٢٣]. وبعضهم أهتم بتأثير حجم الناتج على تغيرات الأسعار [٢٤].

الدراسات على المستوى المحلي:

هناك العديد من الدراسات التطبيقية على السوق السعودي، التي اهتمت بتحديد وقياس العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم وهل تعكس المخاطر المختلفة التي تتعرض لها الشركات. اهتمت بعض الدراسات بالعوامل على المستوى الجزئي الخاصة بالشركات، وبعضهم اهتم بتأثير العوامل الاقتصادية، ذلك بخلاف الدراسات التي اهتمت بدراسة حركة أسعار الأسهم ومدى تحقق شروط الكفاءة. نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر.

الدراسات التي اهتمت بقياس المخاطر على المستوى الجزئي للشركات:

دراسة (عبد السلام) هدفت إلى تحديد العلاقة بين أسعار الأسهم وبعض المؤشرات المالية خلال الفترة (١٩٨١-١٩٨٥) وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين سعر السهم ونصيب السهم من الأرباح والقيمة الدفترية بالإضافة إلى الأرباح الموزعة [٢٥]. وهو ما أثبتته دراسة الدسوقي [٢٦]. هدفت دراسة (عبد القادر) إلى تحديد أهم العوامل المؤثرة على أسعار أسهم

البنوك التجارية للفترة من (١٩٨٧-١٩٩٢) وأثبتت الدراسة أن هناك علاقة موجبة بين الأرباح الموزعة والمؤشر العام لأسعار الأسهم وسعر السهم [٢٧]. أما دراسة (الدخيل) فهدفت إلى بناء نموذج متعدد العوامل لتقييم الأسهم العادية المتداولة على مستوى القطاعات وتحديد أهم العوامل المؤثرة على سعر السهم وأيضا على العائد الدوري للسهم، خلال الفترة من ١٤٠٥-١٤١٥ هـ وأظهرت النتائج، أن أهم المتغيرات المستقلة المؤثرة على أداء الأسهم هي على التوالي حصة السهم من الأرباح، القيمة السوقية بفترة إبطاء واحدة، العائد الدوري الموزع، وكان هذا بدرجات متفاوتة اختلفت من قطاع إلى آخر، وقد كان أكثر القطاعات تأثرا بهذه العوامل هو قطاع الخدمات. تمثلت أهم المتغيرات المؤثرة على العائد الدوري من السهم في العائد الدوري بفترة إبطاء واحدة، حصة السهم من الأرباح والقيمة السوقية بفترة إبطاء واحدة. واختلفت أيضا درجات التأثير من قطاع لآخر، كما أظهر التحليل أن هناك بعض العناصر التي لم يظهر لها أي تأثير مثل حجم السهم والقيمة الدفترية. كما أوضحت النتائج أن هناك بعض معاملات الانحدار بالسالب مما لا يتفق مع وجود علاقة طردية بين المتغيرات التفسيرية والتابعة محل الدراسة مثل العائد الموزع للسهم في القطاع المالي [٢٨].

دراسة (الحداد) اهتمت بقياس معامل بيتا لحوالي (٢٩) شركة من الشركات المصدرة للأسهم خلال الفترة من ١٤-٣-١٩٨٥م ١٦-١-١٩٨٩م بيانات أسبوعية، كذلك قامت الدراسة بإدخال بعض العوامل الأخرى التي تعكس نوع من أنواع المخاطر للسهم وهي سيولة السهم - نمو الأرباح- نمو القيمة الدفترية للسهم- مخاطر القطاع واثرت هذه العوامل على عائد الأسهم، أوضحت النتائج أن مخاطر السوق و سيولة السهم ومخاطر القطاع ليس لهما تأثير على قيمة السهم مما يشير إلى عدم انطباق نموذج CAPM على السوق السعودي، بينما نمو القيمة الدفترية كانت من ضمن العوامل المعنوية المفسرة للعائد [٢٩].

الدراسات التي اهتمت بدراسة اثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الأسهم:

دراسة ابراهام والسكران عن بنية دراسة العائد على الأسهم في أسواق الأسهم النامية، حالة المملكة العربية السعودية، هدفت الدراسة إلى معالجة العناصر المؤثرة في أسعار الأسهم وفقا لنظرية التقييم الموازن APT أو ما يطلق عليها أيضا نظرية تسعير المراجحة، خلال الفترة من ١٩٨٥-٢٠٠٠م وذلك باستخدام أسلوب تحليل المكونات الرئيسية principle component analysis كخطوة أولى لتحديد أهم العناصر وعددها المؤثرة على تحركات العائد، ثم تم استخدام

أسلوب الإمكانية العظمى لتقدير قوة تحميل العائد factor loading وقياس معامل حساسية العائد أو قوة تأثيره على عائد الورقة وأخيراً تم إجراء انحدار لمقطع عرضي على مستوى القطاعات لتحديد مدى معنوية المعاملات المقدرة في الخطوتين السابقتين. وخلصت الدراسة إلى وجود عنصر واحد ومؤثر في تفسير تباين العائد في الأسهم السعودية، وأكدت الدراسة ذلك بفرضية اعتماد الاقتصاد السعودي اعتماد كبير على النفط والصناعات المتعلقة به، وأوضحت الدراسة أن وجود عنصر واحد لتفسير التباين في العائد يعطى دلالات للمؤسسات وإدارات الصناديق والمستثمرين فيما يتعلق من طلب الحماية من تلك التقلبات وتفعيل الآليات الاستثمارية المناسبة لذلك [٣٠].

هدفت دراسة (التركي) إلى تحليل نتائج واختبارات التكامل المشترك بين أسعار الأسهم وعرض النقد في الاقتصاد السعودي لبيانات شهرية للفترة من مارس ١٩٨٥ - ديسمبر ١٩٩٣م واستخدم في ذلك مجموعة من التعريفات المختلفة لعرض النقد (M1-M2-M3) أسفرت النتائج أن هناك غياباً للتكامل المشترك بالنسبة لجميع مؤشرات الأسعار مع أي تعريف لعرض النقد وتعكس هذه النتيجة أن سوق الأسهم يتعامل مع عرض النقد بشكل أمثل، وتتأثر بشكل موجب مع تغيرات عرض النقد باستثناء قطاع الكهرباء، وكانت أسعار أسهم قطاع البنوك هي أكثر القطاعات حساسية لتغيرات عرض النقد، وأقلها هو قطاع الزراعة و كانت استجابة قطاع الصناعة والاسمنت متساوية [٣١].

اختبرت دراسة (AL-Batel) العلاقة السببية بين تغيرات أسعار الأسهم والنتائج القومي والإنفاق الحكومي وسعر الفائدة وعرض النقد، وأوضحت نتائج نموذج تصحيح الخطأ على اتجاه السببية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وهو أسعار الأسهم، وأن هناك سرعة للتكيف، وتأثير معنوي بين تلك المتغيرات في الأجل الطويل، وبذلك أثبتت الدراسة أهمية السياسة النقدية والمالية في تأثيرها على أسعار الأسهم في السوق السعودي [٣٢].

دراسة (Alsakran, Al-Shaikh) أوضحت العلاقة بين مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل معدل التضخم وسعر الفائدة ومعدل نمو عرض النقد وأسعار البترول. وخلصت إلى وجود علاقة موجبة بين معدل التضخم وأسعار الأسهم وهو مخالف لتوقعات النظرية، وكان له الأثر الأكبر في تحركات الأسعار، برر الباحثان ذلك بأنه متوافق مع استخدام المستثمر للأسهم كأسلوب من أساليب تغطية مخاطر التضخم، وجاء تأثير سعر الفائدة سالب وهو متوافق مع النظرية، أما استجابة أسعار الأسهم لتغيرات أسعار البترول فجاءت أيضاً معاكسة للتوقعات وبإشارة سالبة. وتحليل أعمق للنتائج بإجراء نماذج بديلة، أوضحت النتائج أن هناك استجابات مختلفة للسوق بالنسبة لتغيرات سعر الفائدة الموجبة

والسالبة، تستجيب أسعار الأسهم في السوق في حالة تغيرات سعر الفائدة بالزيادة فقط، وأيضا بالنسبة لأسعار البترول تستجيب وبإشارة سالبة عندما تتغير أسعار البترول بالزيادة فقط، كما أسفرت نتائج النموذج المعدل أيضا أن أسعار الأسهم تستجيب وفقا للتوقعات النظرية بالإيجاب عند الزيادة في عرض النقد [٣٣].

الدراسات التي اهتمت بدراسة المؤشر وسلوكه وإمكانية التنبؤ به:
دراسة (الجفري وصوفي) هدفت الدراسة إلى تكوين بعض المؤشرات لسوق الأسهم السعودي واختيار المؤشر المناسب للسوق، تم حساب المؤشرات لمختلف القطاعات التي حددتها وزارة المالية، القطاع الصناعي والمالي والخدمات والزراعي، بالطرق الثلاث لحساب المؤشرات المتعارف عليها وهي (المؤشر المرجح- المؤشر المتساوي الوزن- المؤشر المتساوي الوزن الهندسي) ووجدت الدراسة أن الاختلاف بين هذه المؤشرات الثلاثة داخل القطاع يعتبر ضئيل ويمكن إهماله، حيث أن معامل الارتباط بينهم يكاد يقترب من الواحد، ولكن أظهرت الدراسة أن هناك اختلاف معنوي بين مختلف مؤشرات القطاعات لاختلاف خصائص القطاع ومن ضمنها الإعانة المقدمة من قبل الدولة لبعض القطاعات مثل قطاع الخدمات والزراعة، وبالتالي اقترحت الدراسة أن يؤخذ هذا في الحسبان وأن يستعمل مؤشر لكل قطاع للتعرف على حركة القطاع ومؤشر السوق العام [٣٤].

هدفت دراسة (الغنام) إلى تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر أسعار الأسهم العام في المملكة وذلك للفترة من شهر مارس ١٩٨٥ إلى شهر يونيو ٢٠٠٢، حيث يتم التعرف على نمط تغير المؤشر من أجل بناء نموذج يساعد على التنبؤ بقيم المؤشر في الأجل القصير، وتم تطبيق مجموعة من الأساليب الإحصائية للتأكد من سكون السلسلة ثم تم تطبيق منهجية بوكس جينكينز، وباستخدام مجموعة من الاختبارات الإحصائية تم اختيار النموذج الامثل للتنبؤ، وأسفرت النتائج أن أفضل نموذج ينطبق على بيانات المؤشر العام لأسعار الأسهم هو نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى، بدون أي تأثيرات موسمية في النموذج [٣٥]. دراسة (Bulter & Malaika) هدفت إلى تحليل سلوك عائد الأسهم في الكويت المملكة العربية السعودية، وأظهرت النتائج أن سلوك العائد في هذه الدول مثلها في ذلك مثل الدول التي تعاني من انخفاض حجم التداول يعكس عدم الكفاءة نظراً لوجود ارتباط سلسلي معنوي [٣٦]. بينما في دراسة أحدث لتقييم كفاءة السوق تم إثبات كفاءته بعد معالجة، الأثر السلبي لضالة حجم التداول في المنهجية الإحصائية [٣٧].

تعكس لنا كافة الدراسات السابقة والتي طبقت في فترات مختلفة بعضها أقر بانطباق نماذج تسعير الأصول الرأسمالية ومستويات مختلفة من الكفاءة على

السوق السعودي، وبعضها أوضح عدم تحقق النماذج وبالتالي فإن عوائد الأسهم لا تعكس درجة المخاطر المرتبطة بها، ومن ثم عدم عدالة التسعير، وبما أن هذه النماذج نماذج فتره محدد، أي من الممكن أن تختلف النتائج من فتره إلى أخرى حسب تطور السوق. ومعظمها تم في فترة التسعينيات. لذلك سوف ننتقل في الجزء التالي لدراسة السوق السعودي وتحليله من خلال التعرف على التطورات التي حدثت في هذا السوق والخصائص المختلفة له من حيث الحجم، السيولة، العائد ومؤشر الأسعار، البنية الأساسية مقارنة بغيره من الأسواق العربية، ثم بعد ذلك نقوم بتطبيق النموذج المقترح لتحديد مدى انعكاس المخاطر المختلفة للسهم والتمثلة في مجموعة من العوامل المختلفة على مستوى الشركات على أسعار الأسهم ومن ثم عدالة التسعير في السوق.

ثانياً: خصائص السوق السعودي:

نبذة تاريخية:

بدأ تداول الأسهم تاريخياً في المملكة، عام ١٩٣٥، عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري، كما كان هناك عدد صغير من المكاتب التي تقوم بدور الوساطة بين البائع والمشتري. وضعت عمليات التداول في عام ١٩٨٤ تحت إشراف مؤسسة النقد العربي السعودي وفي عام ١٩٩٠ تم إدخال النظام الآلي لتداول الأسهم بواسطة البنوك التجارية، وتم ربط الفروع الرئيسية للبنوك التجارية بنهايات طرفية بواسطة حاسب آلي مركزي لدى مؤسسة النقد. تعتبر وزارة التجارة هي الجهة المسؤولة عن الإصدارات الجديدة والترخيص بزيادة رأس المال، بالإضافة إلى ذلك هناك لجنة وزارية مكونة من ممثلين عن وزارة التجارة والمالية والاقتصاد الوطني ومؤسسة النقد تقوم بالإشراف على عملية التداول ومراقبة تطبيق التعليمات والقواعد الصادرة [٣٨، ص ٧٩].

بذلك نجد أن السوق يخضع لمجموعة جهات، لكن شهد هذا الوضع تطورات مختلفة نوضحها فيما يلي:

١ - البنية الأساسية للسوق السعودي:

تتكون البنية الأساسية للسوق من مجموعة عناصر تشكل في مجموعها إطار متكامل، ويعتمد مدى تطور وتقدم كلاً منها في العمل على مدى تقدم السوق وتتمثل هذه العناصر في:

* البنية المؤسسية

* مجموعة القوانين والإجراءات الحاكمة للعمل في السوق.

* نظم مكمله تتمثل في نظم الاتصالات والمدفوعات والكوادر البشرية.

* الأدوات المتاحة للاستثمار في السوق. وفيما يلي نتناول هذه المكونات.

* البنية المؤسسية:

بصدور نظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم (م-٣٠) في ٤-٦-١٤٢٤هـ الموافق ٣١-٧-٢٠٠٣م والذي أصبح نافذ العمل به بعد ١٨٠ يوم من تاريخ نشره في الجريدة الرسمية. شهد السوق السعودي طفرة كبيرة جعلته يتمشى مع كثير من المعايير الدولية والقواعد التي توصى بها المنظمة الدولية للأوراق المالية. يهدف النظام إلى إعادة هيكلة السوق على أسس جديدة من شأنها تعزيز عمليات الإفصاح والشفافية وحماية حقوق المستثمرين. وقد وفر النظام مرجعية متكاملة للسوق تشمل الهيكل والمؤسسات التنظيمية والإشرافية والتشغيلية، وفيما يلي نعرض للبنية المؤسسية لنظام السوق

- هيئة السوق المالية
 - السوق المالي (سوق الأوراق المالية)
 - مركز إيداع الأوراق المالية
 - لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية ولجنة الاستئناف.
- هيئة السوق المالية:** تعتبر هيئة السوق المالية الجهة الرقابية والإشرافية المسنولة عن تنظيم السوق المالية في المملكة وهي هيئة حكومية ترتبط برئيس مجلس الوزراء، وتتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري. تهدف إلى تنظيم وتطوير السوق المالية والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية، حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة التي تتطوي على احتيال، غش، تلاعب أو تداول بناء على معلومات داخلية، تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية، تنظيم ومراقبة الإفصاح للمعلومات بالإضافة إلى تنظيم طلبات التوكيل والشراء والعروض العامة للأسهم.
- السوق المالية السعودية:** نص نظام السوق المالية، على تأسيس شركة مساهمة لسوق الأوراق المالية، تكون الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة. تهدف الشركة إلى التأكد من متطلبات الإدراج وكفايتها وشفافيتها وقواعد التداول، توفير قواعد وإجراءات سليمة ذات كفاية للتسوية والمقاصة من خلال مركز الإيداع، وضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم والتأكد من ملاءتهم المالية. ولكن إلى الآن لم يتم التفعيل العملي لمثل هذه الشركة

مركز إيداع الأوراق المالية: حرصت الهيئة مسابرة للتطور أن ينص نظام السوق على أن يقوم مجلس الإدارة بإنشاء مركز لإيداع الأوراق المالية يكون الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة إيداع الأوراق المالية المتداولة في السوق وتسجيل ملكيتها ونقلها وتسويتها ومقاصته وحتى يتم إنشاء المركز، فإن وظائف

مركز إيداع الأوراق المالية تتم عبر نظام الإيداع في سوق الأوراق المالية "تداول".

لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية ولجنة الاستئناف: تختص هذه اللجنة بالفصل في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام نظام السوق ولوائحه التنفيذية وقواعد الهيئة والسوق وتعليماتها ويكون لها جميع الصلاحيات للتحقيق والفصل في الشكوى أو الدعوى وتهدف من ذلك تعزيز الثقة في نظام السوق وحماية المستثمرين.

لجنة الاستئناف: تختص بالنظر في طلبات الاستئناف المرفوعة على القرارات الصادرة من لجنة الفصل خلال ثلاثين يوم من تاريخ إبلاغها [٣٩].

الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية:

إن نشاط سوق الأوراق المالية، ومدى عمقه واتساعه وكفاءته يتوقف على، وجود المؤسسات المالية المختلفة للقيام بدور الوساطة بين البائع والمشتري وذلك للدور الحيوي والضروري الذي تقوم به في تلبية أوامر الشراء والبيع والقيام بعمليات الترويج وتغطية الاكتتاب وإدارة المحافظ وتقديم الاستشارات للأفراد والمؤسسات. ولكن يخلوا السوق السعودي من مثل هذه الشركات وتقوم البنوك حالياً بمثل هذه الأنشطة، ومن منطلق التطوير قامت هيئة السوق المالية بوضع لائحة أعمال الأوراق المالية وفقاً للقرار رقم ٢-٨٣-٢٠٠٥ بتاريخ ٢٨-٦-٢٠٠٥م وحدد في المادة الثانية منها المقصود بالأنشطة في مجال الأوراق المالية وهي مختلفة ومتعددة مثل التعامل- الترتيب- الإدارة- المشورة- الحفظ. كما أوضحت اللائحة الشروط المختلفة للحصول على التراخيص وأصدرت أيضاً لائحة بالشروط التي يجب أن تتوافر في الأشخاص المتقدمين للحصول على الترخيص [٤٠].

مجموعة القوانين والإجراءات الحاكمة للعمل في السوق:

إن وجود قواعد حاكمه لعمل السوق يمثل عنصر رئيسي في قيام السوق بمهامه بكفاءة ومن أهم القواعد الحاكمة للعمل في السوق هي:

قواعد إصدار وقيد الأوراق المالية: قبل صدور القرار رقم ٢-٣٣-٢٠٠٤ بتاريخ ٢١-١٢-٢٠٠٤م من هيئة السوق المالية، لم يكن هناك شروط وقواعد محددة للإدراج سوى ما نص عليه نظام الشركات في المملكة الصادر عام ١٣٨٥هـ وما تلاه من تعديلات عام ١٤٠٢، ١٤٠٥. يؤدي ترك السوق بلا ضوابط، إلى الكثير من المشاكل مثل: عدم توافر سبل حماية المستثمر، ضعف السوق وانخفاض قيمة الأسهم المطروحة للتداول للجمهور، أو تركيز النسبة الكبرى من الأسهم في يد أقلية للسيطرة على قرارات الشركة. لكن القرار عالج

كثير من هذه السلبيات ضمن بنوده. ومن أهم الشروط الموضوعية للإدراج، ألا تقل ملكية الجمهور من فئة الأسهم عن ٣٠%.

ويجب أن تكون الأوراق المالية قابله لنقل الملكية والتداول، كما يشترط تسجيل الأوراق المالية وتسويتها من خلال مركز الإيداع. وهو ما يؤدي إلى زيادة نسبة الأسهم المتداولة وقيمتها ومن ثم زيادة سيولة السوق [٣٩].

لكن هناك بعض المآخذ على هذه القواعد، انه لا يوجد أي قواعد خاصة بمستوى أداء الشركة، والذي ينعكس بالتبعية على أداء السهم، فإذا سمح ببيع شركات ضعيفة الأداء أو ضعف أدائها خلال فترة قيدها بالبورصة، فسوف يؤثر على السوق ككل ويضعف الثقة به. كل هذه القواعد تؤخذ في الاعتبار عند تسجيل الشركات في كثير من البورصات الصاعدة، بل أكثر من ذلك فالسوق مقسم إلى فئات أو أقسام حسب أداء الشركة ورأسمالها ويمكن أن تنتقل من قسم لآخر حسب أدائها مثل بورصات كوريا والبرازيل والمكسيك

الكوادر البشرية: إن توافر كافة النظم السابقة لا يوتي ثماره دون توافر الكوادر البشرية، التي تتمتع بالقدرات التي تؤهلها بالتفاعل مع هذه النظم بكفاءة، تقوم الهيئة بتقديم برامج التدريب، لإعداد الكوادر البشرية، مثل برنامج التدريب التأهيلي لحملة البكالوريوس.

الأدوات المتاحة للاستثمار: أوضحت اللائحة التنفيذية الصادرة عن هيئة السوق المالية معنى كلمة أوراق مالية وتشمل؛ الأسهم، أدوات الدين، الشهادات، الوحدات (أي وحده في صندوق الاستثمار) عقود الخيار، العقود المستقبلية، عقود الفروقات، عقود التامين طويل الأجل [٣٩]. وبالتالي فهي تشمل كافة الأوراق المالية المتعامل بها على المستوى العالمي، لكن إذا نظرنا إلى واقع السوق من حيث الأوراق المتعامل بها بالفعل نجد أن الأسهم هي الأداة الوحيدة المتداولة في السوق حتى أواخر الثمانينيات.

بدأ أول إصدار لسندات الحكومة في يوليو ١٩٨٩ وتولت مؤسسة النقد العربي السعودي مهمة الطرح ووكيل الدفع. تم إصدار **أذون الخزانة سنة ١٩٩٠** ويمكن إعادة الشراء لكل من السندات والأذون من قبل مؤسسة النقد لمدة ٢٨ يوم كحد أقصى.

هذا بالإضافة إلى **وحدات صناديق الاستثمار** التي تدار من قبل البنوك وتتم متابعة كل عمليات الشراء والبيع من خلال النظام الآلي ESIS ويوجد الآن ١٦٧ صندوق لدى البنوك السعودية منها ٢٢ صندوق تستثمر في الأسهم المحلية [٤١]. نخلص من هذا أن السوق مازال يعاني من ضعف المعروض من الأوراق المالية والمتداولة، ويقتصر على الأسهم العادية فقط.

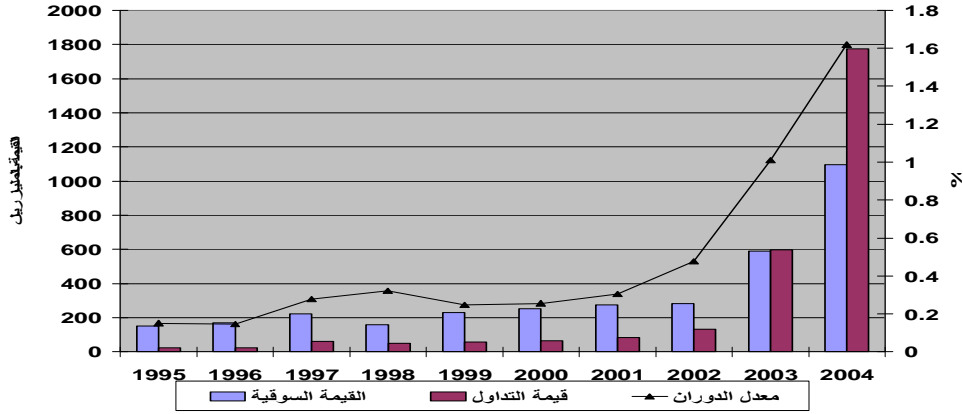
٢ - تطور السوق السعودي:

نعرض فيما يلي تحليل لمدى تطور السوق السعودي من حيث الحجم والسيولة وخصائص العائد ومؤشر الأسعار فيه.

حجم السوق وسيولته:

يقاس حجم السوق بالقيمة الرأسمالية للأسهم المسجلة وعدد الشركات، ويتم قياس درجة السيولة بأكثر من مؤشر وأهمها قيمة التداول وتعكس في نفس الوقت مستوى الطلب، ومعدل الدوران (قيمة التداول على القيمة السوقية) ويقاس سرعة دوران الأسهم، فكلما ارتفعت قيمة المؤشر دل ذلك على زيادة سيولة السوق [٤٢].

شكل رقم (١)
مؤشرات حجم وسيولة سوق المال السعودي خلال الفترة من ١٩٩٤-٢٠٠٤م



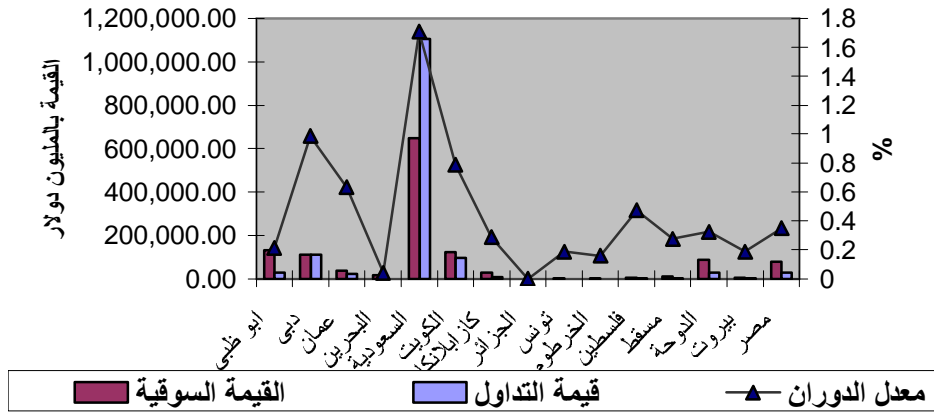
المصدر: إحصاءات سوق المال السعودي سنويا (تداول)

يعكس لنا الشكل، مدى التطور الكبير الذي حدث في القيمة السوقية للسوق فقد ارتفع بحوالي (٦١٥%) خلال عشر سنوات، وذلك نتيجة لزيادة عدد الشركات فقد ارتفعت من (٦٢) شركة في عام ٥٩ إلى (٧٠) شركة في ٢٠٠٤م، ويوجد الآن (٧٨) شركة في النصف الثاني لعام ٢٠٠٥. هذا بالإضافة إلى زيادة قيمة المؤشر بحوالي (٥٠٠%) خلال عشر سنوات. نلاحظ انخفاض القيمة السوقية عام ١٩٩٨ نظرا لتأثير أزمة دول جنوب شرق آسيا، حيث انخفض المؤشر بحوالي (٥٠%) عن العام السابق له بالرغم من أن السوق السعودي من الأسواق المغلقة إلا أن أثر العدوى أنتشر في كثير من الدول. وإذا نظرنا إلى التوزيع القطاعي في السوق نجد أن أكثر من (٦٠%) من القيمة السوقية مركزة في قطاعين فقط وهما قطاع البنوك والصناعة، بل نجد أن شركة سابك تمثل (٧٥%) من القيمة السوقية لقطاع الصناعة وحوالي (٢٥%) من إجمالي قيمة السوق، أي أن قدرة المستثمر على التنوع من أجل تخفيض المخاطر ضعيفة. بالرغم من تطور وكبر حجم السوق، فلا يعكس الحجم الحقيقي للنشاط الاقتصادي، حيث يعمل في السوق أكثر من (٥٧) ألف منشأة منها (٤١٧) شركة مساهمة و(٤٩) ألف شركة فردية ومحدودة وتضامن وتوصية ومصالح عامه [٤١].

أما بالنسبة لسيولة السوق، فبمعكس الشكل زيادة واضحة في قيمة التداول فقد ارتفعت من حوالي (٢٣) مليار إلى (١,٧٧٥) تريليون ريال سعودي، كما يوضح الشكل إن حجم الطلب في السوق السعودي أكبر من العرض، وذلك نظراً لزيادة السيولة في المجتمع السعودي، واعتبار إن الاستثمار في الأسهم يبتعد عن شبه الربا، وهو ما أدى إلى ارتفاع معدل الدوران من حوالي (١٥%) إلى حوالي (١٥٠%) وبالتالي يتمتع السوق بسيولة مرتفعه [٤٣]. وبمقارنة السوق السعودي بغيره من الأسواق العربية نجدة في المقدمة وهو ما يوضحه الشكل.

شكل رقم (٢)

أسواق المال العربية من حيث الحجم والسيولة الربع الثاني ٢٠٠٥م

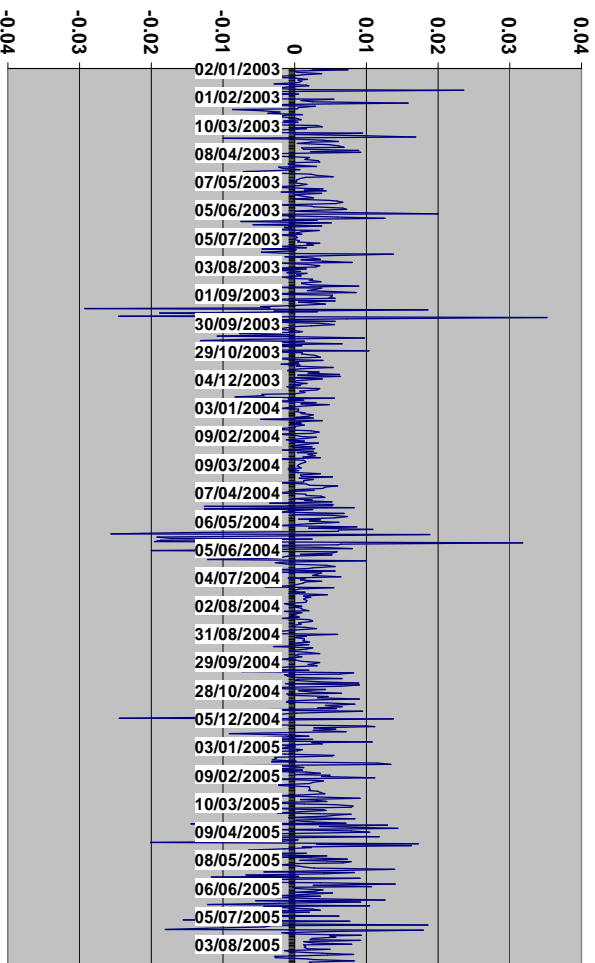


المصدر: صندوق النقد العربي قاعدة أسواق المال العربية الربع الثاني ٢٠٠٥م
يعكس لنا الشكل أن السوق السعودي من أكبر الأسواق العربية، وأكثرها سيولة، فهو يمثل حوالي (٥٠%) من إجمالي رأس المال السوقي العربي، وحوالي (٨٤%) من إجمالي قيمة التداول، وأعلى معدل دوران (١٧٠%) [٤٤]. إلا أنه بالرغم من هذا التطور فتتصف الأسواق العربية بصفة عامة بصغر حجمها، فهي جميعاً لا تمثل سوى (٦%) من إجمالي رأس المال السوقي للأسواق الصاعدة، ونسبة ضئيلة للغاية للأسواق المتقدمة، وإذا تم مقارنة هذه النسبة ببعض الدول منفردة، يتضح لنا مدى صغر حجم هذه الأسواق فجنوب أفريقيا تمثل (٧%) من رأس مال الأسواق الناشئة، الصين (٢١%) [٤٢].

خصائص العائد ومؤشر الأسعار في السوق السعودي:

شهد مؤشر الأسعار ارتفاعاً مستمراً خلال الثلاث سنوات السابقة فقد ارتفع من حوالي (٢٥٣٩,٥) نقطة إلى حوالي (١٤٨١٧,١٩) في ٢٧-٨-٢٠٠٥م أي بمعدل نمو (٤٨٣,٥%) بلغ معدل النمو خلال ٢٠٠٤م حتى أغسطس ٢٠٠٥م (٨١%) وهو ما يعنى أن الاستثمار في الأسهم كان مصدر جذب لكثير من الأفراد مقارنة بأي عائد آخر وليكن سعر الفائدة (٤,٤%) سنوياً، إلا أن التغيرات في العائد اليومي لهذا المؤشر كانت مرتفعة وهو ما يشير إلى ارتفاع درجة التقلب ومن ثم درجة المخاطر، وهو ما يوضحه الشكل، وجدول التحليل الإحصائي للعائد.

شكل رقم (٣)
تطور العائد اليومي خلال الفترة من ٢٠٠٣-١-١م إلى ٢٠٠٥-٨-٢٧م



المصدر: محسوب من بيانات يومية من موقع مركز بخت للاستشارات المالية، ٢٠٠٥م

جدول رقم (١)
الخصائص الإحصائية للعائد اليومي*
خلال الفترة من ١-١-٢٠٠٣-٢٧-٨-٢٠٠٥م

Mean	0.000962329
Median	0.000984533
Standard** Deviation	0.005824194
Sample **Variance	3.39212E-05
Kurtosis ⁺	5.954303074
Skewness ⁺⁺	-0.241774914
Range	0.064492801
Minimum	-0.029295557
Maximum	0.035197244
Sum	0.766014212
Count	796

ملاحظات:

* تم حساب العائد وفقا لصيغة التالية $R = \text{LOG} (P_t / P_{t-1})$ حيث P_t مؤشر الأسعار المستخدم في الزمن t و P_{t-1} مؤشر الأسعار المستخدم في الزمن $t-1$.

• *- الانحراف المعياري وتباين العائد لقياس درجة المخاطر الكلية.

+ مقياس لمدى تفرطح منحنى العائد = $K = 1/n \sum_{i=1}^n ((R_i - \bar{R}_i) / \sigma)^4$ حيث n عدد المشاهدات و $(R_i - \bar{R}_i)$ فرق العائد عن متوسطه و σ الانحراف المعياري

++ معامل درجة الالتواء لتوزيع الطبيعي $S = 1/n \sum_{i=1}^n ((R_i - \bar{R}_i) / \sigma)^3$

حيث n عدد المشاهدات و $(R_i - \bar{R}_i)$ فرق العائد عن متوسطه و σ الانحراف المعياري

المصدر: محسوب من بيانات المؤشر اليومية [٤٥]. ولمزيد من التفاصيل عن الصيغ الإحصائية انظر [٤٦].

تعكس لنا الخصائص الإحصائية السابقة للعائد انه شديد التقلب نظرا لكون قيمة التباين وأيضا عدم إتباع العائد للتوزيع الطبيعي المعتاد، حيث أن معامل درجة الالتواء لتوزيع الطبيعي المعتاد skewness يساوي صفر وقيمة، معامل التفرطح (k) kurtosis لتوزيع الطبيعي المعتاد تساوي ٣ وهو ما لا ينطبق على بيانات المؤشر، ومن ثم عدم تأثر السوق بصفة عادلة لنوعية المعلومة في السوق من معلومات جيدة أو سيئة.

أما بالنسبة لدرجة المخاطر مقسمة قطاعياً، ومقاسه بمعامل بيتا الذي يعكس مدى تذبذب أسعار القطاع نتيجة لتغير مؤشر السوق، حيث أن هناك علاقة طردية بين قيمة بيتا ودرجة المخاطر، فإذا كانت قيمتها أكبر من واحد يعني ذلك ارتفاع درجة المخاطر المنتظمة كما سبق أن أوضحنا

الجدول رقم (٢)

القطاعات المختلفة للسوق حسب درجة المخاطر مقاسه بمعامل بيتا

البنوك	الصناعة	الاسمنت	الخدمات	الكهرباء	الزراعة
٠,٧٩	١,٣٥	٠,٥٧	٠,٩٢	١,٢٠	٠,٦٩

ملاحظات: ١- (بيتا محسوبة من بيانات شهرية للعائد من ٢٠٠٣/١/١م إلى ٢٠٠٥/٨/٢٨م) المصدر:- محسوب من مؤشر تداول لجميع الأسهم.

نخلص من التحليل الوصفي السابق أن سوق الأوراق المالية السعودية لا يتمتع بالتوازن، حيث الطلب أكبر من العرض، هذا بالإضافة لارتفاع درجة التركيز في السوق، والتي تعوق القدرة على تنويع المحفظة بسهولة، أي أن المخاطر التي يحصل مقابلها المستثمر على عائد هي المخاطر المنتظمة وحدها، أما المخاطر غير المنتظمة فلا تعويض عنها، حيث أن المستثمر يجب أن يتخلص منها عن طريق التنويع، وهو مالا يستطيع القيام به نتيجة لتركز السوق. كما أوضحت خصائص العائد الكثير من المؤشرات التي تعكس شدة التقلب وعدم إتباع العائد للتوزيع الطبيعي.

ثالثاً: قياس كفاءة التسعير في السوق السعودي:

المنهجية المتبعة و توصيف النموذج:

من خلال عرضنا لنظريات التسعير ومجموعة الدراسات التطبيقية على المستوى الدولي والمحلي، وجد أن هناك مجموعة من العوامل على مستوى الشركات أو الاقتصاد تعكس مخاطر السهم وتؤثر على عائدته وتفسر التقلبات في هذه العائد خلال فترة زمنية محددة، بدلاً من الاعتماد على عامل واحد فقط. وتتغير أهمية هذه المحددات من فتره إلى أخرى، وقد يختلف اتجاهها خلال الفترات المختلفة

أيضاً لا تفترض النماذج المتعددة سيادة المنافسة الكاملة في السوق أو توازنه ولذلك كانت أكثر استخداماً في الدراسات التطبيقية [١١].
وفيما يلي نعرض للمنهجية الإحصائية المتبعة في تقدير النموذج وتوصيفه.
توصيف النموذج:

بناء على الدراسات التطبيقية السابق عرضها و بصفة خاصة دراسة (Fama & Chan,Louis.Yasusashi)(chan,k and nai-fu chen) French
(Hamao,and Josef Lakonishok

أثبتت أن هناك مجموعة من العوامل على المستوى الجزئي، والتي تعكس أداء الشركة من ربحية ونمو وحجم، بجانب تأثير مخاطر السوق، وبناء على ذلك فإن النموذج المطبق يتكون من متغير تابع وهو التغيرات في سعر السهم (عائد السهم) لكل شركة ومجموعة من أهم العوامل التي تعكس أداء الشركة وتمثل مخاطر للسهم ينبغي أن تنعكس في السعر، و تعكس المتغيرات المستقلة؛ وتمثلت أهم هذه المتغيرات في عوامل مشتركة تؤثر على كافة الأوراق المالية ومن أهمها بدل المخاطرة أو مكافأة مخاطر السوق، ومتغيرات خاصة بكل شركة و تتمثل في؛ مؤشر القيمة الدفترية للقيمة السوقية، والتدفقات النقدية، ومؤشر يعكس ربحية الشركة أو السهم، وعائد السهم في فترة سابقة. ويأخذ النموذج الصيغة التالية:

$$\text{Log Rc}_{it} = C + \beta_1 \text{RP}_{it} + \beta_2 \text{ROE}_{it-1} + \beta_3 \text{Cash}_{it} + \beta_4 \text{BM}_{it} + \beta_5 \text{RC}_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

C = تمثل الحد الثابت

RC_{it} = تمثل عائد سهم الشركة I في الزمن t

- تم حساب العائد وفقاً لصيغة التالية $R = \text{LOG} (P_t / P_{t-1})$

حيث P_t القيمة السوقية للسهم في الزمن t و P_{t-1} القيمة السوقية للسهم في الزمن t-1

RP_{it} = تمثل مكافأة المخاطر وتساوى (عائد السوق - عائد اصل

خالي من المخاطر سعر الفائدة بين البنوك على الريال لمدة ثلاثة اشهر)

ROE_{it-1} = معدل العائد على حق الملكية. يعكس صافي دخل الشركة بعد

الزكاة على حقوق المساهمين. في الشركة I في الزمن t-1 أي أن ربحية

الشركة في الفترة السابقة تؤثر على سعر السهم الحالي

ومن المتوقع أن يكون هناك علاقة طردية بين العائد على حق الملكية وهو من

مؤشرات الربحية للشركة و عائد السهم حسب ما تم عرضه في الأدبيات

$$\partial \text{Rc}_{it} / \partial \text{ROE}_{it-1} > 0$$

$Cash_{it}$ التدفق النقدي للشركة مقاسا بمعدل التغير في صافي دخل النشاط. في الشركة i في الزمن t ومن المتوقع أن يكون هناك علاقة طردية بين التدفق النقدي وهو من مؤشرات النمو للشركة و عائد السهم

$$\partial RC_{it} / \partial Cash_{it} > 0$$

BM_{it} = القيمة الدفترية للقيمة السوقية للسهم I في الزمن t
القيمة الدفترية مقاسه بحقوق المساهمين على عدد الأسهم

ومن المتوقع أن تكون هناك علاقة طردية بين معدل القيمة الدفترية للقيمة السوقية و عائد السهم

$$\partial RC_{it} / \partial BM_{it} > 0$$

RC_{it-1} = تمثل عائد السهم بفترة إبطاء في الشركة I

$$\partial RC_{it} / \partial RC_{it-1} > 0$$

ε_{it} = الخطأ العشوائي

البيانات المستخدمة ونطاقها الزمني ومصدرها:

تم تطبيق النموذج على (٢٦) شركة (أنظر الملحق رقم (١) في آخر الدراسة) لتحديد الشركات المختارة من أربع قطاعات مختلفة وهم (الصناعة- الاسمنت- الخدمات - الزراعة) بما يمثل حوالي (٥٠%) من إجمالي الشركات في السوق باستثناء قطاع البنوك للطبيعة المتميزة لهيكل تمويل هذا القطاع عن باقي القطاعات وقطاع الاتصالات والتأمين نظرا لحدثة دخولها السوق وبالتالي خارج نطاق المدى الزمني للبيانات والذي يمتد من الربع الأول لعام ٢٠٠٣م إلى الربع الثاني لعام ٢٠٠٥م.

تم اختيار الشركات الأكثر تداولاً في كل قطاع بناء على عدد الصفقات والمتوفر لها قوائم مالية ربع سنوية متصلة خلال فترة الدراسة.

مصادر البيانات:

تم الحصول على القوائم المالية الربع سنوية للشركات من موقع تداول على الانترنت لحساب المتغيرات المختلفة.

سعر الفائدة بين البنوك على الريال لمدة ثلاثة أشهر من التقرير الشهري والربع سنوي لمؤسسة النقد العربي السعودي.

أسعار الأسهم لكل شركة وللسوق ككل: مركز بختيت للاستشارات المالية.

وبإجراء الوصف الإحصائي لبيانات كل شركة، عكست لنا الخصائص الإحصائية، أن قيمة الانحراف المعياري لكل من مؤشر القيمة الدفترية للسوقية

ومعدل العائد للشركة مرتفع جداً في كافة الشركات مقارنة بالمؤشرات الخاصة بأداء الشركة مثل المتغيرات الدالة على الربحية والنمو وهو ما يعكس شدة تباين

العائد مقارنة بمؤشرات الأداء.

المنهجية الإحصائية المتبعة في التقدير:

سوف يتم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد المدمج (Pooled Data) مقطع عرضي لمجموعة الشركات المتداولة وسلسله زمنية لبيانات ربع سنوية عن ميزانيات الشركات والتي تم من خلالها حساب المتغيرات المكونة للنموذج السابق عرضها وطريقة حسابها في توصيف النموذج بالإضافة إلى أسعار أسهم الشركات كل على حده والمؤشر العام للسوق ككل، حيث يفضل استخدام هذا الأسلوب عندما تتوافر المشاهدات لعدد من الوحدات على المستوى الجزئي وخلال فترة زمنية، فقد تكون البيانات المتاحة لا تكفي لتقدير معادله باستخدام السلاسل الزمنية أو بيانات مقطعية مفردة. حيث تمثلت فترة الدراسة من الربع الأول ٢٠٠٣م إلى الربع الثاني ٢٠٠٥م كما أن استخدام هذا الأسلوب يؤدي إلى تفادي الكثير من المشاكل التي تظهر مع استخدام السلاسل الزمنية وتقدير معادلة مفردة لكل شركة على حده. وقد تم استخدام أسلوب الانحدار المدمج في عدد من الدراسات السابق عرضها.

الأساليب المختلفة لدمج البيانات:

إن نموذج الانحدار المدمج يأخذ الصيغة العامة التالية

$$Y_{it} = x'_{it} \beta + z'_i \alpha + \varepsilon_{it}$$

حيث المتغير Y_{it} التابع للمفردة i في الزمن t

ويوجد k عدد من المتغيرات المستقلة ولا تشتمل على الحد الثابت في x'_{it} و $z'_i \alpha$ تعكس الأثر الفردي حيث z'_i تحتوي على الحد الثابت ومجموعة من المتغيرات التي تعكس الأثر الفردي والتي قد تكون مشاهدته أو غير مشاهدة (عشوائية) وتؤخذ على أنها ثابتة عبر الزمن لكل مفردة، فإذا كانت z'_i مشاهدة لكافة المفردات فأن النموذج يعتبر نموذج خطى عادي ويقدر بالمربعات الصغرى. ولكن هناك حالات مختلفة تؤدي إلى اختلاف طريقة التقدير، وبصفة عامة يوجد ثلاث حالات يسفر عنها ثلاث أساليب مختلفة لدمج البيانات (المقطع العرضي والسلاسل الزمنية)

١- الانحدار المدمج ذو الحد الثابت المشترك Common Intercept إذا كانت z'_i تحتوي على الحد الثابت فقط فأن مقدرات المربعات الصغرى تسفر عن نتائج متسقة وكفاء لكل من الحد الثابت ومتجه الميول، ويكون هناك قاطع مشترك لكافة المفردات في العينة.

٢- الأثر الثابت Fixed Effect إذا كانت z'_i غير مشاهدة (عشوائية) ولكنها مرتبطة بمتجه المتغيرات المستقلة x'_{it} فأن مقدرات المربعات الصغرى للميول تكون متحيزة وغير متسقة، وذلك لآلية عمل النموذج وإلغاء بعض المتغيرات وبناء على ذلك يأخذ النموذج الصيغة التالية

$$Y_{it} = x'_{it} \beta + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

حيث $Z_i \alpha = \alpha_i$ ، وفقا لهذا الأسلوب فإن α_i تعكس الحد الثابت الذي يعكس خصائص كل مجموعة ولا يتغير مع الزمن. ومرتبطة بالمتغيرات المستقلة، أي أن هذا النموذج يقوم على أن الاختلافات فيما بين الوحدات يمكن أن تدرك في الحد الثابت، ويتم معاملة الحد الثابت كمعلمة غير معروفة ويتم تقديرها، وبالتالي فإن استخدام المربعات الصغرى العادية لتقدير الميول يكون متحيز وغير متسق، وحتى يسمح للقاطع أن يتفاوت بين البيانات المقطعية يتم التقدير باستخدام المربعات الصغرى ذات المتغيرات الصورية Least Squares Dummy Variable (LSDV)

$$Y_{it} = x'_{it} \beta + D_i \alpha + \varepsilon_{it}$$

ويأخذ النموذج الصيغة التالية حيث k عدد من المتغيرات المستقلة x'_{it} و n أعمدة في D حيث D متغيرات صورية

ويتم التقدير كنموذج متعدد له $k+n$ من المعلمات

هناك كثير من الانتقادات التي وجهت لمثل هذا التقدير وتتمثل في:

- استخدام المتغير الصوري هي محاولة لتعديل البيانات في النموذج وبالتالي فإن معاملات المتغير الصوري يصعب تفسيرها ولا تمكننا من التحديد المباشر للمتغيرات التي تسبب تغير خط الانحدار خلال الزمن وعبر الوحدات.
- استخدام المتغير الصوري يؤدي إلى التضحية بعدد كبير من درجات الحرية وهو ما قد يفقد النموذج قوة الإحصائية.

الأثر العشوائي Random Effect:

يفترض في ظل هذا الأسلوب أن الأثر الفردي للوحدات المختلفة غير مشاهد (عشوائي) ولا يوجد أي ارتباط بينه وبين المتغيرات الأخرى في النموذج، ويتم معاملة الأثر الفردي (الحد الثابت) كأثر عشوائي بين الوحدات المختلفة. ويأخذ النموذج الصيغة التالية

$$Y_{it} = x'_{it} \beta + u_i + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

يعكس الشكل السابق أن النموذج في حالة الأثر العشوائي له حد خطأ مركب، ولذلك يطلق عليه نموذج تجميع الخطأ، وهو ما يجعل مقدرات النموذج بطريقة المربعات الصغرى العادية غير كفاء، لذلك يتم تقدير نموذج الأثر العشوائي عن طريق المربعات الصغرى المرجحة، حيث يزن المشاهدات في علاقة عكسية مع تبايناتها، ويتم ذلك بالتقدير على مرحلتين؛ في المرحلة الأولى يتم استخدام المربعات الصغرى العادية للحصول على بواقي الانحدار لحساب تقديرات العينة

للتباين، ثم يتم استخدام هذه التباينات لتقدير المربعات الصغرى المعممة، وتعطى نتائج كفاء ومنتسقة، وهذا الأسلوب يحسن كفاءة الطريقة الأولى للتقدير وهي المربعات الصغرى العادية [٤٧].

وبعد هذا العرض الموجز يتضح لنا أن الفرق الجوهرى بين نموذج الأثر العشوائى والثابت هو ما إذا كان الأثر الفردي مرتبط مع المتغيرات الأخرى أم لا؟ والسؤال الذي يتبادر إلى الذهن، هو أي الأساليب يجب أن يتبع؟ من وجهة النظر العملية فإن أسلوب استخدام المتغيرات الصورية يعد مكلف من حيث فقد درجات حرية. وبغض النظر عن مميزات وعيوب الأسلوب فهناك اختبارات إحصائية تحدد الأسلوب الأفضل للتقدير ودمج البيانات وهما:

اختبار هوسمان (Husman test):

تقوم فكرة الاختبار أن لا يوجد فروق بين مقدرات المربعات الصغرى المعممة في نموذج الأثر العشوائى ومقدرات المربعات الصغرى ذات المتغيرات الصورية في نموذج الأثر الثابت، وهو فرض العدم للنموذج، والفرض البديل هو وجود فروق. يتم حساب قيمة الاختبار عن طريق الفرق بين تباينات المقدرات، ويتم تحديده من خلال حساب χ^2 القائمة على أساس مقياس والد (wald) ويأخذ الصيغة التالية:

$$W = \chi^2[k-1] = [b - \beta^{\wedge}] \Psi^{-1} [b - \beta^{\wedge}]$$

حيث $[b - \beta^{\wedge}]$ هو الفرق بين مقدرات الأثر الثابت والأثر العشوائى. Ψ هي مصفوفة التغاير للمقدرات، بدون الحد الثابت من نموذج الأثر الثابت والأثر العشوائى.

وتحت فرض العدم فإن w لها حدود تتبع توزيع χ^2 بدرجات حرية $k-1$ حيث k عدد المتغيرات المستقلة، وبمقارنة القيمة المحسوبة بالقيمة الجدولية، فإذا تم قبول فرض العدم أي القيمة المحسوبة أقل من الجدولية يكون تطبيق الأثر العشوائى هو الأنسب، وإذا تم قبول البديل يكون الأثر الثابت أكثر كفاءة في التقدير.

اختبار F:

يستخدم اختبار F للمقارنة بين تقديرات الأثر الثابت والأثر العشوائى، لتحديد ما إذا كان سوف يتم التعامل مع الحدود الثابتة عبر المقطع العرضى كثابت أم كمتغيرات عشوائية تعكس الاختلافات بين سلوك الوحدات المختلفة. ويتمثل فرض العدم في الاختبار في أن الحدود الثابتة متساوية عبر مفردات المقطع العرضى. والفرض البديل أنها غير ثابتة أي عشوائية. وتأخذ قيمة F المحسوبة الصيغة التالية:

$$F = (SSE R - SSE U / n - 1) / SSE U / (Tn - m)$$

حيث $SSE R$ هي مجموع مربع البواقي (المتغير العشوائي) في النموذج المقيد بان الحدود الثابتة متساوية و $SSE U$ مجموع مربع البواقي (المتغير العشوائي) في النموذج غير المقيد مقسوم على درجات حرية $n-1$ حيث n عدد مفردات المقطع العرضي، $(Tn-m)$ درجات حرية (عدد مفردات المقطع العرضي x عدد السنوات) - عدد المعلمات المقدرة)

وبمقارنة F المحسوبة مع F الجدولية بدرجات حرية $n-1$ ، $(Tn-m)$ إذا تم رفض فرض العدم بتساوي الحدود الثابتة فأن ذلك يعنى قبول الفرض البديل، وبالتالي نموذج الأثر العشوائي هو الأفضل للتقدير [٤٨].

نتائج القياس وتحليلها:

لتحديد أي أسلوب من أساليب الدمج سوف يتبع في تقدير نموذج الانحدار المدمج، وكيفية التعامل مع الحدود الثابتة لمفردات المقطع العرضي، تم في البداية تقدير النموذج بأسلوب الأثر الثابت، (انظر الملحق رقم (٢) في آخر الدراسة)، وذلك لتقدير تباين حد الخطأ من النموذج، ثم تقدير النموذج المقيد بتساوي الحدود، لحساب تباين حد الخطأ، وذلك لحساب قيمة F وأسفرت النتيجة عن قيمة F المحسوبة تسوى $٤,٦٥٠٢$ وبمقارنتها بقيمة F الجدولية بدرجات حرية $(٢٥, ١٥٢, ٠,٩٥)$ $١,٥٧٨٦$ ومن ثم تم رفض فرض العدم وقبول البديل بمعامله الحدود الثابتة للمفردات كمتغيرات عشوائية تعكس الاختلافات في سلوك الوحدات (أي التقدير وفقا لنموذج الأثر العشوائي) وكانت نتائج القياس كالتالي:

الاحتمال	المحسوبة قيمة t	الخطأ المعياري	المعلمات المقدرة	المتغيرات
0.0000	-15.22660	0.213732	-3.254416	C
0.0000	4.229373	3.124247	13.21361	RP?
0.6477	-0.457721	2.94E-06	-1.35E-06	BM?
0.0002	-3.814342	1.986775	-7.578241	ROE?(-1)
0.1203	-1.560837	5.36E-07	-8.37E-07	cash?
0.0081	2.677226	0.823632	2.205049	RC?(-1)

$$R^2 = 0.4726$$

$$\bar{R}^2 = 0.4577$$

$$F\text{-Statistic} = 31.7258$$

$$\text{Prob F-Statistic} (0.000000)$$

$$\text{Durbin-Watson stat.} = 2.131$$

$$LM = 4.2$$

لمزيد من التفاصيل عن نتائج الانحدار (انظر الملحق رقم (٣) في آخر الدراسة).

توضح النتائج السابقة معنوية النموذج حيث فسر حوالي (٤٧%) من التغيرات التي تحدث في عائد الأسهم، كما أوضحت النتائج عم وجود مشكلة ارتباط سلسلي من خلال قيمة $D.W$ ونظراً لوجود متغيرات مبطأة في النموذج لا يمكن الاعتماد على اختبار درين واطسن فقط وباستخدام توزيع χ^2 لاختبار الارتباط السلسلي للمتغير العشوائي وبناء على قيمة مضاعف لاجرانج LM تم قبول فرض العدم بعدم وجود ارتباط سلسلي.

أما بالنسبة لمعنوية المعلمات المقدرة وهي تعكس مدى استجابة عائد للسهم للتغير في المتغيرات التي تعكس درجة مخاطره، أوضحت النتائج أن تقدير متوسط الحد الثابت له تأثير معنوي على عائد السهم وهو ما يعكس أهمية تأثير الأثر الفردي في تغيرات العائد كمصادر مختلفة للمخاطر. أما معامل بدل المخاطرة أسفر عن علاقة معنوية موجبة لتغيرات عائد الأسهم مع تغيرات السوق بدرجة ثقة (٩٥%)، وحصل على أعلى قيمة للمعاملات المقدرة وهو ما يعكس قوة تأثيره على عائد الأسهم وارتفاع درجة المخاطر بالنسبة للأسهم مع تغيرات السوق. كما أوضح العائد السابق للسهم تأثير معنوي موجب بدرجة ثقة (٩٥%) ويعكس القدرة على التنبؤ بتحركات السهم بناء على المعلومات السابقة وهو ما يتعارض مع فرض الكفاءة بالصيغة الضعيفة. أما باقي العناصر التي تعكس المخاطر غير المنتظمة المرتبطة بأداء الشركة، فجاءت بإشارة معاكسة لما هو متوقع وفقاً للنظرية. فعلى سبيل المثال، معدل العائد على حق الملكية وهو مؤشر لربحية الشركة، أوضح علاقة عكسية معنوية، ومعدل القيمة الدفترية للقيمة السوقية وهو من أهم العناصر التي تعكس مخاطر السهم، حيث تغيرات النسبة تعكس مدى العدالة في تسعير السهم وهل هو مغالاة في قيمة أم لا، وبالتالي يجب أن تنعكس على عائد السهم، جاءت بإشارة معاكسة وغير معنوية، أيضاً التدفق النقدي للشركة وهي جميعاً مؤشرات وفقاً للنظرية تربطها بتغيرات سعر السهم علاقة موجبة، وبالتالي فإن تغيرات أسعار الأسهم في السوق لا تعكس المخاطر المرتبطة بها، بل أوضحت تأثير عكسي أي كلما انخفض أداء الشركة زادت القيمة السوقية للسهم.

تم إجراء أكثر من تجربة للمتغيرات وأعطت نفس النتائج، فقد تم استخدام معدل العائد على الأصول بدلاً من العائد على حق الملكية ومعدل السعر للقيمة الدفترية وكانت النتائج غير معنوية. تم اختبار أيضاً مدى تأثير أسعار أسهم الشركات بالأداء الماضي للسوق وللشركة وكانت النتائج جميعها غير معنوية باستثناء الحد الثابت. وجدير بالذكر أن هناك بعض الدراسات السابقة عرضها والتي استخدمت بيانات على مستوى الشركات، أثبتت أيضاً عدم انطباق الفروض النظرية من

حيث اتجاه العلاقات ويعكس ذلك أن المخاطر المرتبطة بالسهم لا تنعكس في العائد وهو ما يعنى أن سعر السهم في السوق لا يعكس القيمة الحقيقية له (القيمة العادلة) التي ترتبط بالمخاطر المختلفة، كما يعكس عدم الرشادة في سلوك المستثمر.

وبالنظر إلى واقع السوق ومن تحليل المراكز المالية، وجدنا شركات ذات مراكز مالية ضعيفة جدا وحجمها السوقي صغير، ولا توزع أي أرباح على مساهميها ولكن تداولها مرتفع، وسعرها السوقي مرتفع جدا، وهو ما يودى إلى ضرورة انخفاض أسعارها للسعر العادل وبالتالي التأثير السلبي على السوق ككل. كما يعود هذا السلوك غير الرشيد نظرا لان السوق السعودي يغلب عليه الطابع الفردي الذي يتسم بالمضاربة العشوائية في الاستثمار والتأثير على الأسعار بعوامل أخرى لا ترتبط بأداء الشركة مثل الشائعات، استشارة الأهل والأصدقاء، في ظل سوق يعتبر ضيق من حيث الأدوات المعروضة ودرجة عالية من التركيز، ومعدل دوران مرتفع ويكاد يختفي المستثمر المؤسسي الذي يغلب عليه الطابع الاستثماري القائم على تحليل أداء الشركات وما هو متوقع للأداء في المستقبل سوى صناديق الاستثمار التي لا تمثل سوى حوالي (٣,٥%) من إجمالي حجم السوق. أدت كافة هذه الخصائص إلى أن أسعار الأسهم في السوق السعودي لا تعكس المخاطر المختلفة المرتبطة بالسهم، وان هناك شركات مقيمة بأعلى من قيمتها، وبالتالي لا يمكن الاعتماد على هذه المتغيرات باستثناء عائد السوق وعائد السهم في فترة سابقة في رسم الخطط الإستراتيجية للاستثمار.

الخاتمة والنتائج وأهم السياسات المقترحة

يتمثل أهم دور للأسواق المالية في التخصيص الامثل للموارد الاقتصادية المتاحة، حيث تتجه الموارد إلى القطاعات ذات الكفاءة والربحية العالية. فوفقاً لنظريات تسعير الأصول يجب أن يتم تقييم الأصل الرأسمالي في ضوء العلاقة بين العائد المتوقع لكل ورقة مالية والمخاطر التي تتعرض لها. لذلك هدفت الورقة إلى تقييم أسعار الأسهم في السوق السعودي، وما إذا كانت تعكس المخاطر المختلفة التي تتعرض لها سواء كانت مخاطر منتظمة تؤثر على كافة الأوراق المالية أم مخاطر غير منتظمة خاصة بأداء الشركات. تناولت الدراسة في الجزء الأول عرض لنظريات تقييم الأصول الرأسمالية، وأهم الدراسات التطبيقية على المستوى العالمي والمحلي التي تناولت هذا الموضوع. وتناولنا في الجزء الثاني من الدراسة التحليل الوصفي للسوق السعودي لمعرفة مدى التطور الذي شهده خلال الحقبة الماضية. عكست نتائج التحليل الوصفي أن السوق السعودي شهد تطورات متعددة ايجابية، على مستوى البنية الأساسية للسوق، وحجم وسيولة السوق. يعد السوق السعودي من أكبر الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية وقيمة التداول ومعدل الدوران لكن بالرغم من هذا التطور الملحوظ، مازال السوق يعاني من ضعف المعروض من الأدوات الاستثمارية مقارنة بحجم السيولة المتوفر، وارتفاع نسبة التركيز، سيطرة مضاربات الأفراد على السوق ويكاد يخلوا السوق من المستثمر المؤسسي، والذي أقتصر على صناديق الاستثمار فقط، وهو ما انعكس على ارتفاع شدة التباين في العائد والتقلب الشديد. تم قياس كفاءة تسعير الأسهم في الجزء الأخير من الدراسة، حيث تم توصيف المنهجية المتبعة في قياس كفاءة التسعير في السوق والمتمثلة في نموذج العوامل المتعددة لتسعير الأصول الرأسمالية الذي يعكس مجموعة من العوامل تمثل مخاطر مختلفة للسهم ومدى انعكاس هذه المخاطر في تقلبات سعر السهم. يتكون النموذج من متغير تابع وهو عائد السهم ومجموعة من أهم العوامل التي تم الاتفاق عليها واستخدمها في الدراسات التطبيقية، والتي تعكس العوامل المستقلة؛ وتمثلت أهم هذه العوامل في عوامل مشتركة تؤثر على كافة الأوراق المالية ومن أهمها؛ بدل المخاطرة أو مكافأة مخاطر السوق، وعوامل خاصة بالشركات متمثلة في؛ مؤشر القيمة الدفترية للقيمة السوقية، والتدفقات النقدية، ومؤشر يعكس ربحية الشركة أو السهم، وعائد السهم في فترة سابقة. ويفترض وجود علاقة طردية بين مؤشرات الأداء السابقة والتغيرات في أسعار الأسهم. تم تطبيق النموذج على (٢٦) شركة، يمتد نطاق المدى الزمني للبيانات من الربع

الأول لعام ٢٠٠٣م إلى الربع الثاني لعام ٢٠٠٥م. تم تقدير النموذج باستخدام أسلوب الانحدار المدمج لبيانات مقطع عرضي وسلاسل زمنية، وبعد إجراء الاختبارات الإحصائية لاختيار الأسلوب المناسب لدمج البيانات، تم استخدام الانحدار المدمج ذو الأثر العشوائي الذي يتم فيه معاملة الحدود الثابتة للمفردات كمتغيرات عشوائية تعكس الاختلافات في سلوك الوحدات. أسفرت النتائج عن وجود علاقة معنوية موجبة بين التغيرات في سعر السهم وكلا من بدل مخاطرة السوق والعائد السابق للسهم، وهذا يعكس القدرة على التنبؤ بتحركات الأسعار بناء على سلوك السهم في الماضي وهو ما يتعارض مع فرضية كفاءة السوق وفقاً للصيغة الضعيفة. هذا بالإضافة إلى معنوية الحد الثابت وهو ما يعكس أهمية الأثر الفردي في التقدير، لكن أسفرت نتائج القياس بالنسبة للمؤشرات التي تعكس أداء الشركة عن علاقات غير متوافقة مع النظرية وغير معنوية باستثناء العائد على حق الملكية كان له أثر معنوي سالب، ويعكس ذلك أن أداء الشركة لم ينعكس على تغيرات سعر السهم، بل أن الشركات ضعيفة الأداء كان يصاحبها ارتفاعاً في أسعار أسهمها. ونخلص من ذلك بعدم الكفاءة في التسعير حيث أن الأسعار لا تعكس المخاطر المختلفة لها هذا بالإضافة إلى عدم الرشادة في سلوك المستثمرين.

بعض السياسات المقترحة
لمعالجة المشاكل التي تواجه سوق المال السعودي

المشكلة	الإجراءات المقترحة	الجهة المختصة
١- صغر حجم السوق	١- وضع خطه من قبل هيئة السوق المالية بالبيات ومراحل ومزايا تحويل الشركات من الأشكال المختلفة إلى شركات مساهمة ذات طرح عام.	١- هيئة السوق المالية ٢- هيئة الاستثمار ٣- الغرفة التجارية والصناعية. ٤- الجهات الإعلامية
٢- حساسية السوق للمضاربات	١- مراقبة عمليات التداول اليومية، ووضع حد أقصى للارتفاع اليومي أو على الأقل وقف التعامل على أسهم الشركات ذات الارتفاع غير المبرر لأداء الشركة. ٢- تعيين مسئول اتصال دائم من الشركة أثناء جلسة التداول او يمكن الاتصال به للاستفسار عن الأداء غير المبرر للشركة. ٣- الإسراع بإعطاء التصاريح لشركات الوساطة وإعطاء امتيازات لشركات تقييم وتحليل الأوراق المالية وصناعة السوق بما يحقق التوازن في السوق. ٤- التفكير في مدى إمكانية تقسيم السوق حسب أداء الشركات ووضع معايير للأداء لتسجيل في كل قسم مع إمكانية الانتقال من قسم لآخر.	١- هيئة السوق المالية

المشكلة	الإجراءات المقترحة	الجهة المختصة
٣- قلة الأدوات المتداولة وارتفاع درجة تركيز السوق	<p>١- توعية الشركات بالأنواع المختلفة للأسهم كمصادر تمويل</p> <p>٢- ابتكار أوراق مالية جديدة قابلة للتداول تتفق مع الشريعة الإسلامية</p> <p>٣- ابتكار سندات للشركات بشكل يتفق مع الشريعة ذات عائد متغير مع القيمة السوقية للسند.</p> <p>٤- الاستفادة من شركات التأجير التمويلي في ابتكار هذه الأدوات وأيضا فكرة توريق الديون.</p> <p>٥- تهيئة السوق للتعامل بالأدوات الحديثة مثل المشتقات وعقود الخيار وغيرها.</p> <p>٦- تشجيع الشركات في القطاعات ذات النصيب الأصغر من طرح أوراقها في السوق.</p>	<p>١- هيئة السوق المالية</p> <p>٢- الجامعات والمراكز العلمية المتخصصة وجهات الرقابة الشرعية</p> <p>٣- هيئة السوق المالية.</p> <p>٤- الجهات الإعلامية</p>
٤- ضعف الوعي الاستثماري لدى الأفراد	<p>١- وضع خطة إعلامية لتوعية الأفراد بمعنى ومزايا الاستثمار في الأوراق المالية.</p> <p>٢- إعطاء دورات تدريبية للصحفيين عن طبيعة الاستثمار في الأسهم نظرا للتأثير الشديد لما يعلن بالصحف غير المتخصصة</p>	<p>١- هيئة السوق المالية.</p> <p>٢- الجهات الإعلامية.</p>

المراجع

- [1] Mishkin, f. Money, Banking, and Financial Markets, Harper Collins college publishers(1995)PP21-26
- [2] Sharpe, W. "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risk" journal of finance, vol.19 (1964)PP 425-442
- [3] Lintner, J. "The Evaluation of Risky Assets And The Selection of Risky Investment In Stock Portfolio and Capital Budgets" Review Of Economic And Statistic, vol. 47(1965)PP.13-37
- [4] Markowitz, H. "Portfolio Selection" journal of Finance ,vol 12 (1952)PP.33-35
- [5] Markowitz, H.. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment, 2nded. New York, John Wiley and Sons, inc.(1991)
- [6] Jacob and Petit, Investment, Richard D. Irwin, INC (1984)
- [7] Fama, E & Macbeth, " Risk Return and Equilibrium: Empirical Test" journal of political economy, vol.38 (1973) PP 607-636
- [8] Elton and Gruber, Modern Portfolio Theory And Investment Analysis, John Wiley and Sons, inc., New York. (1995)
- [9] Elton and Gruber , " Homogeneous Groups and The Testing of Economic Hypotheses, Journal Of Finance and Quantitative Analysis vol IV (1998) PP 549-564.
- [10] Black & School, The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Test, Michael Jensen edition, Studies in The Theory of Capital Market, New York: Praeger,(1972) PP 79-121
- [11] Cohen, K.& Pogue, "An Empirical Evaluation of Alternative Portfolio Selection Models" Journal of Business, Vol,46 (1967) PP 330-360
- [12] Ross, ." Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing" Journal of Economic Theory. vol.13 (1976) PP 341-360.
- [13] Roll & Ross, "An Empirical Investigation of The Arbitrage Pricing Theory" Journal of Finance, Vol.35 (1980)PP 559-574.
- [14] Mackinlay, "Multifactor Models do Not Explain Deviation From the CAPM" ,Journal of Financial Economics. vol 38(1995) PP.3-28
-

- [15] Ball,Ray. "Anomalies in Relationships Between Securities, Yields and Yield-Surrogates" journal of financial economics.6,(1978)pp 103-126.
- [16] Banz,Rolf W."The Relation between Earnings Yield, Market Value, and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence." Journal Of Financial Economics 12,(1983) pp129-156
- [17] Fama&French, , "Common Risk Factors in the Retunes on Stocks and bonds" journal of Financial Economics , vol. 33(1993)PP34-50
- [18] Fama&French, "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies" Journal of Finance, Vol. 51(1996) PP 445-470
- [19] chan,k and nai-fu chen." An unconditional Asset- Pricing Test and the Role of Firm Size As An Instrumental Variable for Risk" journal of finance, vol. 43(1988)pp 309-325
- [20] Chan,Louis.Yasusashi Hamao,And Josef Lakonishok." Fundamentals and Stock Returns in Japan" journal of finance, vol 46, (1991) PP1739-1789.
- [21] David Y.Michale,B.David H.and John,P." Macroeconomic Forces, Systematic Risk, and Financial Variables: An Empirical Investigation" The Journal of Financial And Quantitative Analysis.vol.26 no.4 (1991) PP 559-564.
- [22] Sprinkel,B." Money and stock price" Homewood: Irvin.1964
- [23] Palmer,M "money supply, Portfolio Adjustment And Stock Prices" Financial Analysis Journal,(1970) PP19-22
- [24] Fama,E." Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity' Journal of Finance vol 45 (1990) pp1089-1108
- [٢٥] عبد السلام، محمود إبراهيم" اثر المعلومات المحاسبية على أسعار الأسهم المتداولة في المملكة العربية السعودية"،المجلة المصرية للدراسات التجارية، م ١٢ ع ٢ (١٩٨٨) ص ص ٢١٠-٢٣٠
- [٢٦] الدسوقي، السيد إبراهيم" الأسهم الممتازة وأسهم شركات الخدمات المعانة في المملكة العربية السعودية " مجلة جامعة الملك سعود العلوم الإدارية، م ٥ (١٩٩٣) ص ص ٢٥١-٢٦٧
- [٢٧] عبد القادر، عبد الله"دراسة تطبيقية لأهم العوامل المحددة لأسعار أسهم البنوك التجارية في سوق الأسهم السعودي" مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية،السنة الثامنة عشر ع ٧١ (١٩٩٣) ص ص ٧١-٨٩.
-

[٢٨] الدخيل، خالد " نموذج قياسي لتقويم الأسهم السعودية" مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، السنة الثانية والعشرون، ع ٨٦، (١٩٩٧) ص ص ٩٧-١٢٣ .
[٢٩] الحداد، راضى، اختبار العوامل المؤثرة على أسهم الشركات السعودية المساهمة، الرياض شركة العبيكان للطباعة والنشر ١٩٩١.

[30] Abraham,A. AL-Sakran.S."Factor Structure of Returns In Developing Equity Markets: The Case of Saudi Arabia" Arab journal of administration sciences. vol. 13 n. 1 (2006)pp 81-94.

[٣١] التركي، سليمان " أسعار الأسهم وعروض النقد في الاقتصاد السعودي: نتائج التكامل المشترك" مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، السنة الحادية والعشرون، ع ٨١، (١٩٩٦) ص ص ٦١-١٠٠.

[32] Al – Batel, Abdulah" Macroeconomic Determinants of Stock Prices in Saudi Arabia" Journal of the Gulf and Peninsula Studies, vol.xxlv no. 94(1999) pp 191-225.

[33] Alsakran, S. Al-Shaikh ,S." Macro Economic Forces and the Saudi Market" in Conference on, Administration Science: New Horizon and Role in Development, Dhahran, Saudi Arabia, Proceeding Vol.2(1998)pp 411-429..

[٣٤] الجفري، ياسين، صوفي، غازى " تكوين مؤشرات لقياس الأداء الاقتصادي في سوق الأسهم السعودي والتنبؤ بالوضع الاقتصادي (دراسة تحليلية)" مجلة جامعة الملك سعود، العلوم الإدارية، م ٢ (١٩٩٠) ص ص ٢٤٩-٢٨٣

[٣٥] الغنام، حمد" تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر أسعار الأسهم في المملكة العربية السعودية:
باستخدام منهجية بوكس جينكينز" مجلة جامعة الملك عبد العزيز، م ١٧ ع ٢ ص ص ٢٦-٣

[36] Butler,K. and Malaikah,S." Efficiency and Inefficiency in Thinly Traded Stock Markets: Kuwait and Saudi Arabia" Journal of Banking and Finance Vol.16 (1992) PP197-210.

[37] Abraham,A. Seyyed,F. and Alsakran,S. "Testing The Random Walk Behavior and Efficiency of The Gulf Stock Markets" The Financial Review,vol37no.3 (2002)PP.469-480

[٣٨] الحميدي عبد الرحمن والخلف عبد الرحمن، النقود والبنوك والأسواق المالية، الرياض دار الخريجي للنشر والتوزيع (١٤١٧هـ).

- [٣٩] هيئة السوق المالية، لائحة نظام السوق المالية، هيئة السوق المالية، (٢٠٠٤).
- [٤٠] هيئة السوق المالية، لائحة الأشخاص المرخص لهم، هيئة السوق المالية، (٢٠٠٥).
- [٤١] مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي، (٢٠٠٤).
- [٤٢] سمك، نجوى، أسواق المال العربية وتحديات المرحلة المقبلة، في تصاعد التحديات: الأزمات العالمية وإدارتها الاقتصادية في مصر، تحرير هبه نصار، هاله السعيد، مركز الدراسات الاقتصادية والمالية جامعة القاهرة (٢٠٠٤) ص ٤١٠-٤٥٧
- [٤٣] تداول، مجلة سوق الأسهم السعودية العدد الثالث عشر (٢٠٠٥)
www.tadawul.com.sa
- [٤٤] صندوق النقد العربي، قاعدة أسواق المال العربية، الإمارات العربية المتحدة، صندوق النقد العربي، الربع الثاني، (٢٠٠٥)
- [٤٥] مركز بحيت للاستشارات المالية، ٢٠٠٥، التقرير الشهري
www.bfsaudi.com
- [46] Enders, W. Applied Econometrics Time – Series, new York john Wiley and sons.inc. 1995 PP.210-315.
- [47] William h.Greene. Econometric analysis, forth edition ,prentic hall international, (2000)PP. 283-337.
- [48] Hill,R., Griffiths,W. Judge,G. Undergraduate Econometrics, second ed. John Wiley & sons, inc.(2001)PP 166-169
-

ملحق رقم (١)
أسماء الشركات محل الدراسة ورمزها

الرمز	قطاع الصناعة
Coma	١- شركة سابك
Comb	٢- شركة سافكو
Comc	٣- شركة الكابلات
Comd	٤- شركة صدق
Come	٥- شركة اللجين
comf	٦- شركة سيسكو
Comg	٧- شركة انابيب
Comh	٨- شركة نماء
Comi	٩- شركة المجموعة السعودية
Comj	١٠- شركة التصنيع السعودية
الرمز	قطاع الاسمنت
Comk	١- شركة اسمنت اليمامة
Coml.	٢- شركة اسمنت الشرقية
Comm.	٣- شركة اسمنت العربية
Comn	٤- شركة اسمنت السعودية
الرمز	قطاع الخدمات
Como	١- شركة النقل البحري
Comp	٢- شركة النقل الجماعي
Comq	٣- شركة السيارات (ساسكو)
Comr	٤- شركة المواشي المكيرش
Coms	٥- شركة الباحة
Comt	٦- شركة الرياض للتعمير
Comu	٧- شركة حسن فتيحي
الرمز	قطاع الزراعة
Comv	١- شركة حائل الزراعية
Comw	٢- شركة الشرقية الزراعية
Comx	٣- شركة جازان الزراعية
Comy	٤- شركة بيشه الزراعية
Comz	٥- شركة تبوك الزراعية

ملحق رقم (٢)
نتائج دمج البيانات بأسلوب الأثر الثابت

Dependent Variable: LOG(RC?)
Method: GLS (Cross Section Weights)
Date: 12/21/06 Time: 21:35
Sample: 2003:2 2005:2
Included observations: 9
Number of cross-sections used: 26
Total panel (unbalanced) observations: 183

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0001	3.988657	2.281984	9.102050	RP?
0.8962	-0.130657	2.94E-06	-3.84E-07	BM?
0.3147	1.008798	3.302460	3.331517	ROE?(-1)
0.4999	-0.676292	1.07E-06	-7.25E-07	cash?
0.8661	0.168905	0.713714	0.120550	RC?(-1)
				Fixed Effects
			-3.350576	COMA--C
			-2.959740	COMB--C
			-3.144770	COMC--C
			-2.653477	COMD--C
			-2.384010	COME--C
			-2.865690	COMF--C
			-3.187736	COMG--C
			-2.576549	COMH--C
			-2.757541	COMI--C
			-2.904320	COMJ--C
			-4.732997	COMK--C
			-4.159188	COML--C
			-3.552684	COMM--C
			-4.150003	COMN--C
			-3.117164	COMO--C
			-3.542438	COMP--C
			-2.960922	COMQ--C
			-2.658226	COMR--C
			-3.001046	COMS--C
			-3.096608	COMT--C
			-3.736331	COMU--C
			-2.796447	COMV--C
			-2.719210	COMW--C
			-2.974084	COMX--C
			-2.111913	COMY--C
			-2.545115	COMZ--C
Weighted Statistics				
-3.020791	Mean dependent var	0.634017	R-squared	
1.599114	S.D. dependent var	0.561784	Adjusted R-squared	
170.3297	Sum squared resid	1.058579	S.E. of regression	
2.330906	Durbin-Watson stat	65.83010	F-statistic	
		0.000000	Prob(F-statistic)	
Unweighted Statistics				
-2.524396	Mean dependent var	0.271103	R-squared	
1.136566	S.D. dependent var	0.127241	Adjusted R-squared	
171.3670	Sum squared resid	1.061798	S.E. of regression	
		2.172248	Durbin-Watson stat	

ملحق رقم (٣)
نتائج دمج البيانات بأسلوب الأثر العشوائى

Dependent Variable: LOG(RC?)
Method: GLS (Variance Components)
Date: 12/21/06 Time: 16:15
Sample: 2003:2 2005:2
Included observations: 9
Number of cross-sections used: 26
Total panel (unbalanced) observations: 183

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-15.22660	0.213732	-3.254416	C
0.0000	4.229373	3.124247	13.21361	RP?
0.6477	-0.457721	2.94E-06	-1.35E-06	BM?
0.0002	-3.814342	1.986775	-7.578241	ROE?(-1)
0.1203	-1.560837	5.36E-07	-8.37E-07	cash?
0.0081	2.677226	0.823632	2.205049	RC?(-1)
Random Effects				
			-0.046144	COMA--C
			-0.080606	COMB--C
			0.192374	COMC--C
			-0.064633	COMD--C
			-0.039928	COME--C
			-0.035500	COMF--C
			-0.037672	COMG--C
			-0.028886	COMH--C
			-0.228637	COMI--C
			-0.125028	COMJ--C
			0.305755	COMK--C
			0.206374	COML--C
			0.002951	COMM--C
			0.190112	COMN--C
			-0.064583	COMO--C
			0.182837	COMP--C
			-0.044757	COMQ--C
			-0.033072	COMR--C
			0.093150	COMS--C
			0.006997	COMT--C
			0.220418	COMU--C
			-0.063606	COMV--C
			-0.128617	COMW--C
			-0.018574	COMX--C
			-0.229736	COMY--C
			-0.233450	COMZ--C
GLS Transformed Regression				
-2.93185	Mean dependent var		0.472633	R-squared
1.445066	S.D. dependent var		0.4577737	Adjusted R-squared
200.4289	Sum squared resid		1.064127	S.E. of regression
			2.131004	Durbin-Watson stat
Unweighted Statistics including Random Effects				
-2.524396	Mean dependent var		0.114779	R-squared
1.136566	S.D. dependent var		0.089772	Adjusted R-squared
208.1195	Sum squared resid		1.084351	S.E. of regression
			1.974682	Durbin-Watson stat