



جمهورية العراق
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
الجامعة المستنصرية / كلية الإدارة والاقتصاد
قسم إدارة الأعمال

تحليل كفاءة سوق الأوراق المالية وفقاً للفترات الزمنية والحجم وأثرها في القرار الاستثماري وتحقيق العوائد غير العادية

دراسة تطبيقية في أسهم المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

رسالة تقدم بها الطالب
صلاح ساجت مجرن

إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد-الجامعة المستنصرية
وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال

بإشراف الأستاذ المساعد الدكتور
هشام طلعت عبد الحكيم

بغداد ٢٠١٤

المستخلص

ُعدت هذه الدراسة من أجل اختبار وجود الحالات الشاذة في سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة (٢٠٠٩-٢٠١٣)، واهتمت بدراسة تأثير شهر من العام وتأثير ربع من العام وتأثير الحجم. واعتمدت الدراسة بيانات القطاع المصرفي لمؤشر سوق العراق للأوراق المالية، حيث تناولت الدراسة أسهم تسعة عشر مصرفاً من المصارف المدرجة في السوق.

وتم التعرض لمستوى كفاءة سوق العراق للأوراق المالية بالدراسة قبل الشروع في دراسة الحالات الشاذة، حيث تم تحديد مستوى كفاءة سوق العراق للأوراق المالية بشكل كلي خلال مدة الدراسة ولمدة زمنية ممتدة لخمس سنوات.

واستخدم في اختبار فرض الدراسة الأساليب الإحصائية المعلمية واللامعلمية وتحليل الانحدار، وكان فرض الرئيس هو "لا وجود للحالات الشاذة في سوق العراق للأوراق المالية" وتوصلت الدراسة بشكل مجمل الى أن سوق العراق لا يتمتع بالكفاءة على وفق الشكل الضعيف لكفاءة السوق، ودلت النتائج كذلك على عدم وجود تأثير شهر من العام، وعدم وجود تأثير ربع من العام، وعدم وجود تأثير الحجم وذلك في الإطار الزمني لمدة الدراسة وفقاً للأساليب الإحصائية المستخدمة فيها. الكلمات الرئيسية: شذوذ أسهم السوق، تأثير يوم من بين أيام الأسبوع، وتأثير شهر من بين أشهر العام، وتأثير الربع من بين ارباع العام، وتأثير الحجم.

المقدمة Introduction

شهدت الأسواق المالية تطوراً كبيراً ومنافسة شديدة بين المستثمرين في الآونة الأخيرة، بفضل التشريعات القانونية التي فرضتها العولمة ورفع الحواجز عن استثمار رؤوس الأموال في الأسواق المالية عامة وفي أسواق الدول النامية خاصة، وساعد في ذلك دالة الإنتاج الصناعي والخدمي التي تضاعفت بشكل كبير والتطورات المتسارعة في وسائل الاتصال والانترنت والتكنولوجيا الحديثة والحواسيب فائقة السرعة والبرمجيات المتخصصة والتي أصبحت متاحة للجميع مما جعل العالم قرية صغيرة وأسهم في ربط الأسواق المالية، مدفوعة برغبة المستثمرين بتحقيق عوائد غير عادية من خلال مسك المحافظ الاستثمارية، والتي تشكل الأسهم الوزن الأعلى فيها، وبالتالي فإن هذه التغيرات تعكس أهمية دراسة الأسواق المالية لمعرفة طبيعة تحركات هذه الأسعار وتحديد العوامل المؤثرة فيها وصولاً إلى فهم أعمق لعمل هذه الأسواق ومدى تأثيرها في القرار الاستثماري.

وبرغم من إسهامات الباحثين في مجال الادارة المالية لا يمكن التوصل الى نظرية واحدة تعالج التقلبات في أسعار الأسهم وتفسر حركتها لاسيما إن المستثمرين يتعاملون مع قوانين من الدرجة الثانية، أي إنها قوانين معامل الارتباط بينها ارتباط غير تام، كما إن الفكر الاقتصادي يتطور وفقاً لتطور المعطيات الأساسية من تطور التشريعات القانونية والتغيرات الاجتماعية والتطورات التكنولوجية متلاحقة وغيرها.

ولعل من أهم أدبيات الإدارة المالية هي سيادة نظرية كفاءة الأسواق المالية لفاما (1965) Fama في نهاية عقد الستينيات وبداية عقد السبعينيات، حيث افترض إن أسعار الأسهم تتبع المسار العشوائي Random Walk أي عدم إمكان الاعتماد على تحركات الأسعار التاريخية للأسهم للتنبؤ بالأسعار المستقبلية لها لأنها تتمتع بقدر كبير من الاستقلالية داخل السلسلة الزمنية، وإن كان هناك قدر قليل من الارتباط بين أسعار الأسهم داخل السلسلة الزمنية فهو ضئيل جدا لا يمكن ان يؤخذ في الحسبان.

ومن الأهمية بمكان الإشارة إلى أن الباحثين والمحليلين تناولوا موضوع كفاءة الأسواق المالية بالعديد من الدراسات بعد أن قسم فاما (1970) Fama فروض كفاءة أسواق الأوراق المالية، على ثلاثة مستويات، وهي الشكل الضعيف والمتوسط والعالي لكفاءة السوق.

ومن الواضح أنه على وفق صيغة كفاءة سوق الأوراق المالية لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية، وفقا لنوع المعلومات التي يمتلكه سواء أكانت هذه المعلومات سعرية أم غير سعرية أو معلومات عامة أو غير عامة اتساقا مع مستوى كفاءة السوق الذي يتعامل فيه المستثمر. فإذا كانت أسعار الأسهم تتبع المسار العشوائي غالبا ثم تتحول عنه في أوقات أخرى ليتمكن المستثمر من تحقيق أرباح غير عادية فهذا يُعد سلوكا غير مفسر او شاذاً يطلق عليه الحالات الشاذة Anomalies، وبالتالي فهو سلوك يحتاج الى تفسير.

إذ إنه وفقا للشكل الضعيف لكفاءة السوق فإن سعر الأوراق المالية فيه تعكس كل المعلومات التاريخية، أي لا يمكن التنبؤ بسعر السهم وفقا للمعلومات التاريخية المتاحة، لأنها انعكست بالسهم. ويتم قياس صيغة السوق ضعيفة الكفاءة من خلال مدى إمكان الاعتماد على البيانات التاريخية في التنبؤ بالأسعار المستقبلية، أي مدى الارتباط بين الأسعار في فترات متتالية.

وقد تناولت العديد من الدراسات العملية فحص نظرية كفاءة السوق حيث اشارت بعض الدراسات الى وجود عدد من الانحرافات في سلوك أسعار الأسهم، مثل انحراف أثر حجم الشركة Firm Size Effect على عائد الأسهم وأثر يوم في الأسبوع Day of the Week Effects، وأثر شهر كانون الثاني January Effect وغيرها من الانحرافات.

ومع الاهتمام الكبير بفروض نظرية الكفاءة فقد اتجهت الدراسات نحو اختبار أنواع أخرى من المعلومات التي يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية وهذا ما دعا فاما (1991) Fama إلى إعادة تقسيم الدراسة الخاصة بفروض الكفاءة السوق، لتشمل بيانات أخرى لم تتضمنها اختبارات كفاءة السوق الضعيفة الكفاءة من خلال دراسة المعلومات الأخرى التي يمكن من خلالها تحقيق الأرباح غير العادية، وهي الدراسات الخاصة بالتنبؤ بالعائد، والتي كان من بينها دراسة الحالات الشاذة في سوق الأوراق المالية، وهذه هي محور اهتمام هذه الدراسة، وهذه الحالات الشاذة تمثل تغيرات سعرية غير منطقية، حيث تقوم على فكرة تتبع سلوك الأوراق المالية ومدى اتباع الأوراق المالية سلوكا غير مفسر أي انحراف السلوك عن القواعد المعتادة او انحراف أسعار الأسهم عما هو متوقع وتحديد مدى إمكان تحقيق أرباح غير عادية، وهذا السلوك غير المنطقي الذي تتبعه الأوراق المالية أما أن يكون تبعا لخصائص الشركات من ناحية تأثير الحجم، أو تبعا لتأثير فترات زمنية معينة أو تبعا لعوامل أخرى مثلما بينها دايفديسون، وذلك في إطار مستوى الكفاءة التي تخضع لها السوق المالية.

وتعنى هذه الدراسة بتحليل كفاءة سوق الأوراق المالية وفقاً للفترة الزمنية والحجم وأثرها في القرار الاستثماري وتحقق العوائد غير العادية، دراسة تطبيقية في أسهم المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، حيث صنفته العديد من الدراسات على أنه سوق غير كفوء على وفق الشكل الضعيف لكفاءة السوق.

وقد تناولت الدراسة في فصلها الأول المنهجية ودراسات سابقة إذ تناول المبحث الأول منهجية الدراسة مبتدئاً بالمشكلة والأهمية والأهداف والفرضيات فضلاً عن المخطط الافتراضي للدراسة ووصف مختصر لمجتمع الدراسة وكذلك بعض التعريفات الاصطلاحية ، أما المبحث الثاني فقد استعرض دراسات سابقة، وخصص الفصل الثاني لتناول الإطار المعرفي للدراسة وفيه أربعة مباحث، المبحث الأول عن الأسهم من حيث المفاهيم والخصائص والمبحث الثاني عن القرار الاستثماري والعائد والمخاطرة في إطار نظرية المحفظة والمبحث الثالث الذي مثل لب الدراسة عن كفاءة السوق المالية والحالات الشاذة ، أما الفصل الثالث فقد تناول الجانب العملي من خلال عرض وتحليل النتائج ومناقشتها، فقد تناول المبحث الأول نبذة عن المصارف عينة الدراسة، والمبحث الثاني عن اختبار سوق العراق للأوراق المالية على وفق الشكل الضعيف لكفاءة السوق، وتناول المبحث الثالث التحقق من وجود تأثير الفترات الزمنية واختبر المبحث الرابع وجود تأثير المواصفات الخاصة بالمصارف متمثلة بتأثير الحجم، وأخيراً الفصل الرابع الذي تناول الاستنتاجات والتوصيات، إذ تناول المبحث الأول، الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة لاستكمال عمليات إثبات أو نفي فرضية الدراسة، وتناول المبحث الثاني التوصيات التي خرج بها الباحث من الدراسة.