Global Journal of Economics and Business (GJEB)

Volume.14, Issue.6 pp: 555-570 Article 3
Dec (2024)

الحركة العشوائية لعوائد الأسهم العراقية بالمقارنة مع عوائد الأسهم الكويتية والأردنية للمدة (2022-2024)

Random Movement of Iraqi Stock Returns Compared to Kuwaiti and Jordanian Stock Returns for the Period (2022-2024)

هزين مردان مصطفى

Hazheen Mardan Mustafa

قسم الاقتصاد- كلية الإدارة والاقتصاد- جامعة دهوك- العراق

Economic Department, College of Administration & Economics, University of Duhok, Iraq
Hazheen.mardan@uod.ac

Accepted قبول البحث	Revised مراجعة البحث	Received استلام البحث
2024/8/28	2024/8/14	2024 /7/11

DOI: https://doi.org/10.31559/GJEB2024.14.6.3

This file is licensed under a *Creative Commons Attribution 4.0 International*

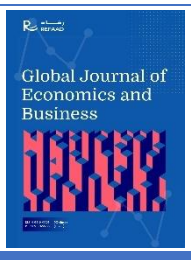
www.refaad.com

Global Journal of Economics and Business (GJEB)

المجلة العالمية للاقتصاد والأعمال

Journal Homepage: https://www.refaad.com/Journal/Index/2

E-ISSN 2519-9293 | P-ISSN 2519-9285



الحركة العشوائية لعوائد الأسهم العراقية بالمقارنة مع عوائد الأسهم الكويتية والأردنية للمدة (2024-2022)

Random Movement of Iraqi Stock Returns Compared to Kuwaiti and Jordanian Stock Returns for the Period (2022-2024)

الملخص:

الأهداف: هدفت الدراسة إلى اكتشاف ما إذا كانت العوائد اليومية للمؤشر العام في كل من سوق العراق للأوراق المالية (ISX60) ومؤشر بورصة الكويت (BK50) ومؤشر بورصة عمان (ASE General) تتحرك بشكل عشوائي ومستقل في أثناء مدة الدراسة الممتدة من 1 كانون الثاني 2022 إلى 1 تموز 2024.

المنهجية: استخدمت الدراسة التقنيات غير المعلمية في اختبار فرضية السير العشوائي ومنها اختبارات نسبة التباين، الارتباط الذاتي، اختبارات جذر الوحدة لفيليب- فيرون، واختبارات التتابع.

النتائج: توصلت الدارسة إلى أن العوائد السابقة تستخدم للتنبؤ بالعوائد المستقبلية، بشكل عام، مما يعني بأن الأسواق المالية قيد الدراسة غير كفؤة مع وجود حالة استثناء لبورصة الكويت حسب اختبار التتابع؛ لذا فإن هذه الأسواق توفر فرصة للمستثمرين لتحقيق أرباح غير اعتيادية باستخدام البيانات السابقة.

الخلاصة: اقترحت الدراسة بقيام الهيئات المالية بتجسيد مبادئ الحوكمة والافصاح والشفافية في توفير المعلومات لجمهور المستثمرين في آن واحد لتوفير فرصة متساوية للجميع بهدف اتخاذ قرارات رشيدة.

الكلمات المفتاحية: *الحركة العشوائية؛ عوائد الأسهم؛ الأسواق المالية؛ التقنيات غير المعلمية.*

Abstract:

Objectives: The study aims to find out whether the daily returns of the general indicator in both the Iraq Stock Exchange (ISX60), the Kuwait Stock Exchange index (BK50) and the Amman Stock Exchange indicator (ASE General) move randomly and independently during the study period from January 1, 2022 to July 1, 2024.

Methods: The study used non-parametric techniques in testing the random walk hypothesis, including the variance ratio tests, self-correlation tests, unit root tests by Phillips–Perron test and run tests.

Results: The study reached that the financial markets under study are incompetent, with the exception of the Kuwait Stock Exchange, according to Base on run test results providing an opportunity to achieve abnormal profits by investors using past data.

Conclusion: The study suggested that financial bodies embody the principles of governance, disclosure and transparency in providing information to the investor audience at once to provide an equal opportunity for everyone in order to make rational decisions.

Keywords: *Random Movement; Stock Returns; Financial Markets; Non-Parametric Techniques.*

المقدمة:

إن السوق المالي يعد السوق الذي يتم فيه تداول الأسهم؛ بهدف خلق تمويل طويل الأجل للشركات للتوسعات المستقبلية والبدء باستثمارات جديدة. وعادة ما يحاول سوق الأسهم بتحقيق كفاءة للشركات وربحية لها، ومن ثَمَّ يدعم التنمية الاقتصادية للدولة والتنمية بشكل عام. إلى جانب ذلك، فإن له أثراً مباشراً في الثروة، ليس في قرارات الإنفاق للمستثمرين فحسب، بل في مستوى ثقتهم نتيجة ارتفاع قيمة الأسهم، وكذلك سيرفع الثروة ويزداد مستوى ثقة المستثمرين، مما يشجعهم على زيادة الإنفاق والاستثمار معًا (الحسناوي والعبادي، 2019)، كما يسهم في تقليل البطالة، ويعزز النمو الاقتصادي. وفي الجانب المقابل، إذا كان أداء سوق الأسهم ليس جيدًا، فقد يؤدي إلى انخفاض ثروة المستثمرين ومستوى الثقة فيه، ويؤثر سلبًا في الاقتصاد في النهاية (Asaad, 2021). ويستطيع السوق المالي جذب الناس من جميع طبقات المجتمع على الرغم من أن الاستثمار في الأساس يعد عملية صعبة، ومنهم رجالُ الأعمال، والمحترفون، والمديرون التنفيذيون، والموظفون الإداريون، وعمالُ الوظائف البسيطة، والمتقاعدون. ولدى بعض من أولئك المعرفة الجيدة بأساسيات الاستثمار، في حين يجهل الآخرون العمل في سوق الأسهم وكيفية الاستثمار فيه، ومع ذلك، فهناك تشابه مهم بين هؤلاء المستثمرين؛ إذ إن جميعهم يحاولون تحقيق الأرباح بأعلى المستويات.

وتظهر أهمية سوق الأسهم في الدراسات السابقة؛ لكون الكثير منها حاولت تحديد الأسباب الرئيسة لسلوك السوق الحالي، كما هو الحال في جميع أنحاء العالم طوال العقود الاخيرة. وأن أغلب هذه الدراسات النظرية والتجريبية في الاقتصاد المالي تعتمد على مفهوم كفاءة السوق التي تتركز على فرضية كفاءة السوق الفعالة (EMH) وأن أسعار الأسهم تعكس تمامًا جميع المعلومات المتاحة (Fama, 1970)، وتتضمن فكرة السير العشوائي عندما تكون التغيرات في الأسعار عشوائية، وغير قابلة للتنبؤ، وبمعنى آخر: تؤكد أهمية اختبار فرضية كفاءة السوق على أن أسعار الأسهم تتضمن جميع المعلومات المتاحة؛ لذا فإن وصول معلومات جديدة تؤدي إلى تغيرات مباشرة في أسعار الأسهم، ومن ثَمَّ تكون غير قابل للتنبؤ بشكل طبيعي (Marsani et al., 2022)؛ لذا فإن فهم ديناميكية الأسواق المالية يعتمد بشكل كبير على فهم الدور الأساسي لمفهوم كفاءة السوق (Saleem et al., 2023). وبناء على ذلك تحتل فرضية السير العشوائي مكانة مرموقة في النظرية الاقتصادية والمالية؛ إذ تقول الفرضية: إنه من الصعب للغاية الأداء بشكل مستمر أفضل من السير العشوائي حتى إذا كان المستثمر في موقف يعرف خصائصها. وهناك استراتيجيات قادرة على تحقيق العائد الإضافي إلا أنه لا يمكن تنفيذها؛ بسبب تكامل المعلومات الاقتصادية بشكل مثالي وبدون تكلفة.

وهدفت الدراسة في قسمها الأول إلى تقديم إطار نظري عن السوق المالي، والحركة العشوائية، وبعض الدراسات السابقة في عدد من البلدان المتقدمة والنامية، في حين تضمن القسم الثاني منهجية الدراسة فيما يخص العينة، والبيانات، والمقاييس الإحصائية المستخدمة، في حين يصف القسم الثالث الجانب العملي. أما القسم الأخير منها، فيتضمن الاستنتاجات والمقترحات.

مشكلة الدراسة:

إن المدة التي تلت القضاء على داعش دفعت المؤسسات الاقتصادية إلى اتخاذ خطوات لجعل الاقتصاد العراقي يخرج مما عاناه من انهيار البنية التحتية لثلث المساحة العراقية. وتزامنًا بوجود عجز في الموازنة نتيجة انخفاض أسعار النفط الدولية (Asaad & Delawi, 2022)، وكلها عوامل أسهمت في بطءِ عملية التنمية، وجذب الاستثمارات الأجنبية، وبقاء الضبابية على عملية الاقتصاد الموجه نحو السوق، وأعقبت ذلك جائحة كورونا؛ لتزيد من مشكلات العراق والدول العربية (Saleem, et al., 2023, Asaad & Omer, 2024).

وتجدر الإشارة إلى أن هناك دراسات سابقة قليلة عن كفاءة الأسواق المالية العربية على المستوى الضعيف (Ahmed, 2012; Asaad et al., 2015)، مع أن أهمية تحليل كفاءة سوق الأوراق المالية في معرفة ما إذا كانت المعلومات تنعكس على أسعار الأسهم ولقطاعات السوق المختلفة (الحسناوي والعبادي، 2019)، وهناك العديد من الدراسات التي لم تستطع تقديم دليل ملموس بخصوص قبول كفاءة السوق المالي (Faisal et al., 2022; Asiedu et al., 2020: Zebende et al., 2022)، في حين أن هناك دراسات أخرى لم تتمكن من رفض فرضية كفاءة السوق على المستوى الضعيف (Al-Faryan & Dockery, 2021; Lee & Ande, 2022;)، لذلك فإن مستوى الكفاءة في الأسواق المالية النامية، ومنها العربية ما زال محلَّ نقاشٍ واهتمامِ الباحثين في الدراسات السابقة؛ على الرغم من أن أغلبية الأسواق المالية في الدول النامية غير كفوءة على المستوى الضعيف، وهذا الذي يدفع متخذي القرار إلى أن يتجهوا نحو الاهتمام بكفاءة السوق كأحد العوامل الرئيسة في جذب أصحاب رؤوس الأموال.

وبناء على ذلك، تطرح الدراسة التساؤل الآتي: **هل هناك فرصة في استخدام العوائد الحالية لبعض الأسواق المال العربية، ومنها (العراق، والأردن، والكويت) للتنبؤ بتحقيق الأرباح المستقبلية؟**

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى معرفة ما إذا كانت العوائد اليومية لمؤشر السوق المالي في كل من العراق، والأردن، والكويت تتحرك بشكل عشوائي ومستقل في أثناء مدة الدراسة، أي أن العوائد السابقة ليس لها علاقة تنبؤية بالعوائد المستقبلية، ثم لاحقا يتم تقديم عدة مقترحات بناء على النتائج؛ لتحديد ما إذا كان السوق المالي كفوء على المستوى الضعيف بحسب الاختبارات المستخدمة (اختبارات نسبة التباين، والارتباط الذاتي، واختبارات جذر الوحدة لفيليب -فيرون، واختبارات التتابع) للدول قيد الدراسة.

أهمية الدراسة:

تأتي أهمية الدراسة في المقام الأول من الدور الذي تقوم به الأسواق المالية للدول، قيد الدراسة (العراق، والأردن، والكويت)، كوسيط بين الوحدات الاقتصادية التي لديها فائض مع الوحدات الاقتصادية التي تعاني من العجز، بحيث يتم توفير رؤوس الأموال؛ لغرض الاستثمار في القطاعات الاقتصادية المختلفة، وتأتي أهمية الدراسة أيضًا في معرفة حركة الأسواق المالية واتجاهاتها للدول قيد الدراسة، وما إذا كان هناك فرصة متوافرة أمام المستثمرين لتحقيق أرباح غير اعتيادية من خلال التنبؤ بالعوائد المستقبلية.

الإطار النظري والدراسات السابقة:

الإطار النظري:

أولًا: السوق المالي والحركة العشوائية

إن بدايات نظرية كفاءة السوق ترجع إلى بداية القرن الماضي عندما ذكر باجيلير في العام (1900) أن أسعار السوق تعكس جميع الأحداث الماضية والحاضرة، ولكن لا تظهر غالبًا العلاقة مع تغيرات الأسعار. وجاء بعده بيرسون في العام (1905) مقدمًا مفهوم الحركة العشوائية والذي تم استخدامه من قبل كيندال في العام (1953) في تثبيت الحركة العشوائية من خلال تحليل البيانات الزمنية الأسبوعية (محمد، 2014). إن سرعة استجابة أسعار الأسهم في السوق المالي هي ميزة الكفاءة فيها، بناء على أن هذه الاستجابة تكون غير متحيزة للمعلومات المتاحة للعامة، مما يعني أن سعر السهم يتضمن فيه جميع المعلومات المتوافرة في السوق المالي بدقة وسرعة عالية (الجنابي، 2013). ويذهب نموذج السير العشوائي إلى أن أسعار الأسهم في السوق الكفوء لا تتبع سلوكًا معينًا بشكل مستمر، ويصعب التنبؤ بسلوك الأسعار في المستقبل؛ لكونها تتحرك عشوائيًا؛ لذلك يعد هذا النموذج الشرط الكافي في تحقيق كفاءة السوق المالي (كمال وفاطمة، 2019).

إن هناك ترابطًا واضح المعالم بين كلٍّ من مفهوم السير العشوائي، والسوق الكفوء، وفكرة المستوى الضعيف للكفاءة التي تمثل عدم الإمكانية في التنبؤ بأسعار الأسهم في السوق المالي بالاعتماد على المعلومات المتوافرة عن الاسعار وحجم التداول التاريخية؛ لذا فإن فرضية السير العشوائي تفترض أن المعلومات الجديدة تكون عشوائية ودخولها الى السوق يكون بشكل عشوائي، والنتيجة تتغير الأسعار عشوائياً وبسبب ذلك تكون أسعار الاوراق المالية المتلاحقة تتغير بشكل مستقل (الحسناوي والعبادي، 2019).

ووفقًا للمستوى الضعيف يفترض بإنه ليس بالإمكان للبيانات التاريخية التأثير في أسعار الأسهم الحالية، ومن ثَمَّ عدم إعطاء المستثمر فرصة الاستفادة من التنبؤ بالتغيرات الحاصلة في الأسعار المستقبلية، وأن التغيرات المتتالية في الأسعار بالطبع تكون مستقلة بعضها عن بعضها الآخر، ولا توجد أي علاقة بينها، ومن ثم عدم تحقيق أرباح غير اعتيادية على الأطلاق (Saleem et al., 2023).

وبحسب Fama في العام (1970)، فإن فرضية السوق الكفء تقسم إلى ثلاثة أشكال، وهي النموذج الضعيف (Weak form)، ويسمى أيضًا بنظرية الحركة العشوائية للأسعار؛ بحيث أن التغيرات في الأسعار من تاريخ إلى آخر لا تسير بنمط واحد. والنموذج شبه القوي (Semi strong)، والنموذج القوي (Strong form)، والنموذج الأول هو موضوع الدراسة الحالية، إذ يفترض بأن الأسعار الحالية للأسهم تعكس تمامًا جميع المعلومات التاريخية في السوق، وأن حركة الأسعار تسير بشكل عشوائي من دون وجود أي ارتباط بينها؛ لذا فإن الأسعار السابقة لا يمكن استخدامها في التنبؤ بالأسعار المستقبلية وتكون التغيرات في الأسعار مستقلة وعشوائية (التهتموني، 2008). وعادة ما يتم تحقيق الكفاءة الكاملة عند عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين تحقيق النتائج المستهدفة محددة بشأن سعر السهم بناء على أن توقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف؛ ولذلك يكون التغير فوريًا في السعر عند توافر بعض الشروط، ومنها: شفافية المعلومات، وسرعة انتقالها للجميع، وحرية المعاملات من أي قيود دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو كمية الأسهم المباعة أو المشتراة لأي شركة مع وجود عدد كبير من المستثمرين وعقلانية المستثمرين في السعي نحو تحقيق أعلى ربح ممكن (صالح وفريدة، 2009).

ثانيًا: تطور مؤشرات الأسواق المالية

تقتضي الضرورة البحثية إلقاء الضوء على مؤشرات الأداء لعقد من الزمن في الأسواق المالية، قيد الدراسة، لكل من العراق، والكويت، والأردن، ومحاولة التعرف على حركة مؤشرات التداول الرئيسة واتجاهاتها من ناحية الحجم والقيمة، وكما يأتي:

- **سوق العراق للأوراق المالية**

مرَّ هذا السوق بمراحل عديدة؛ إذ بدأ السوق بشكل واضح بعد إصدار القانون رقم (24) للعام (1991) المعروف بإنشاء سوق بغداد للأوراق المالية الذي استمر حتى العام (2003)، وبعد سقوط العراق بيد قوات التحالف الدولي، إذ قررت السلطة المؤقتة لها في قرار (74) لعام (2004) بإلغاء القانون السابق لسوق بغداد وإنشاء هيئة الأوراق المالية العراقية التي تتمتع بالسلطة للإشراف والتحكم على حركة تأسيس الشركات وتداول أوراقها المالية، والسيطرة على نشاط التداول في السوق النظامي وغير النظامي للأوراق المالية. وإن إنشاء سوق العراق للأوراق المالية بوصفه مؤسسة ذات نفع عام لا تستهدف الربح في أعمالها، وذات تمويل ذاتي، ويتولى إدارتها مجلس المحافظين، إذ باشرت أول جلسة تداول في حزيران 2004، بحيث بلغ عدد الشركات

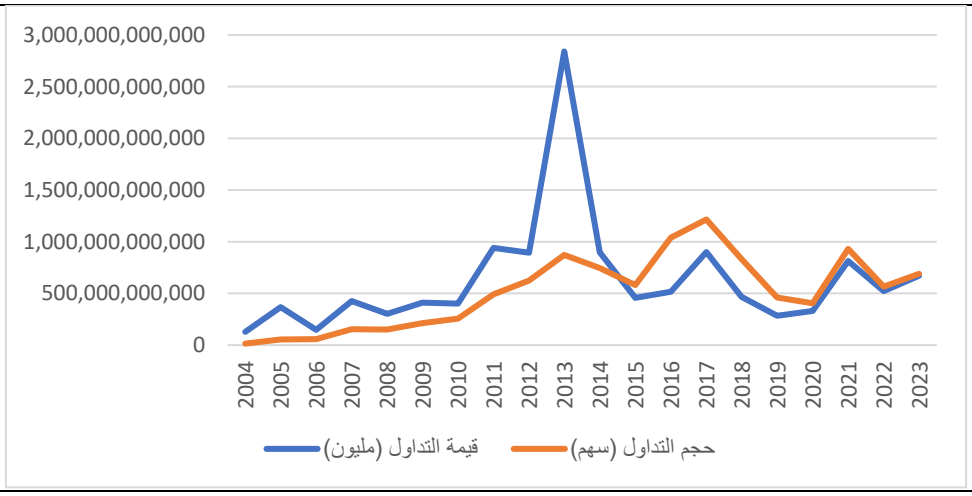
المسجلة في هذه الجلسة (15) شركة مساهمة فقط، بعضها كانت مدرجة سابقًا في سوق بغداد للأوراق المالية. وفي الوقت الراهن أصبح سوق العراق للأوراق المالية عضوًا في الاتحاد الأوروبي الآسيوي للأسواق المالية مع السماح لغير العراقيين بالتداول مع فرصة استخدام التداول الإلكتروني التي تم توفيرها من قبل تقنيات ناسداك لكل خمسة أيام في الأسبوع (علي، 2023).

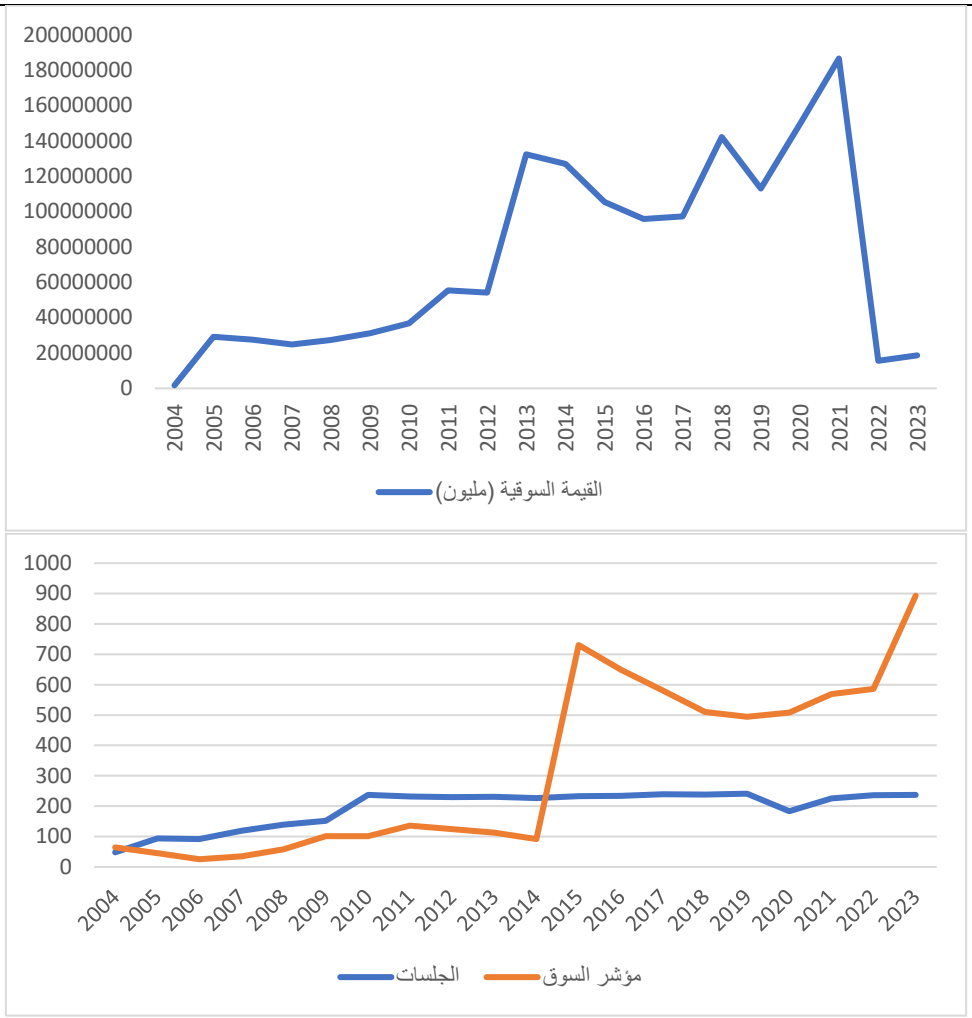
وهناك العديد من المشكلات التي تعانيها سوق العراق للأوراق المالية، ومنها مشكلة ضعف التداول؛ وذلك لكون نحو (10%) فقط من الأسهم يتم التداول بها خلال الجلسات، وهذا مؤشر سلبي نتيجة وجود الفجوة الكبيرة بين عدد الأسهم المدرجة وعدد الأسهم المتداولة، ومؤشرات التداول في العام (2023) وتدل على التحسن في أداء سوق العراق للأوراق المالية مقارنة بالعام (2022)، إذ بلغ عدد الأسهم المتداولة نحو (689) مليون سهم، وبقيمة تداول بلغت (508) مليون دولار أمريكي وبعدد صفقات تجاوز (155) ألف صفقة، وبقيمة سوقية تقترب من (15) مليار دولار، وإغلاق مؤشر سعر الأسهم المتداولة بزيادة عند (893) نقطة. ويوضح الجدول (1)، والشكل (1) التطور الحاصل في مؤشرات الأداء لسوق العراق للأوراق المالية، ومنها يلاحظ وجود تذبذب كبير بين عدد الجلسات للمدة (2004-2009) مقارنة مع المدة (2010-2023) مع وجود شبه استقرار في عدد الشركات المتداولة والزيادة الملحوظة في عدد الشركات المدرجة بعد العام (2017).

جدول (1): مؤشرات أداء سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2004-2023)

السنة	قيمة التداول (مليون دينار)	حجم التداول (مليون سهم)	القيمة السوقية (مليون دينار)	الشركات المتداولة	الشركات المدرجة	الجلسات	مؤشر السوق
2004	127,950,794,521	14,393,676,668	1715503	59	80	48	64.66
2005	366,809,833,896	55,639,194,917	29106053	80	85	94	45.64
2006	146,891,383,748	57,974,907,158	27641864	84	93	92	25.29
2007	427,367,466,114	152,990,975,885	24920229	85	94	119	34.59
2008	301,350,341,360	150,853,102,359	27417024	87	94	139	58.36
2009	411,928,166,561	211,290,601,162	31259250	89	91	152	100.86
2010	400,359,889,406	255,659,508,500	36821218	83	85	237	100.98
2011	941,198,207,505	492,371,557,351	55521663	83	87	232	136.3
2012	893,825,279,307	625,639,963,322	54264864	80	85	230	124.14
2013	2,840,220,313,948	871,182,103,309	132446403	70	73	231	113.15
2014	898,315,988,958	743,852,399,937	127061651	71	74	227	92
2015	456,179,755,871	579,640,287,333	105464572	71	76	233	730.56
2016	515,956,944,318	1,038,229,751,662	95822558	64	70	234	649.48
2017	900,154,220,191	1,215,082,161,610	97292896	88	101	239	580.54
2018	466,476,989,349	832,630,977,024	142279647	78	104	238	510.12
2019	284,914,117,424	460,097,146,400	113142429	80	102	241	493.76
2020	330,385,118,079	403,315,836,085	149462622	75	104	183	508.03
2021	812,698,567,867	930,597,155,346	186688882	80	105	226	569.2
2022	521,518,741,894	564,921,572,564	15,587,161	92	103	236	585.9
2023	671,809,958,315	689,622,894,451	18,662,976	91	103	237	893

المصدر: التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للفترة (2004-2023).





المصدر: التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للفترة (2004-2023).

شكل (1): مؤشرات التداول لسوق العراق للأوراق المالية للفترة (2004-2023)

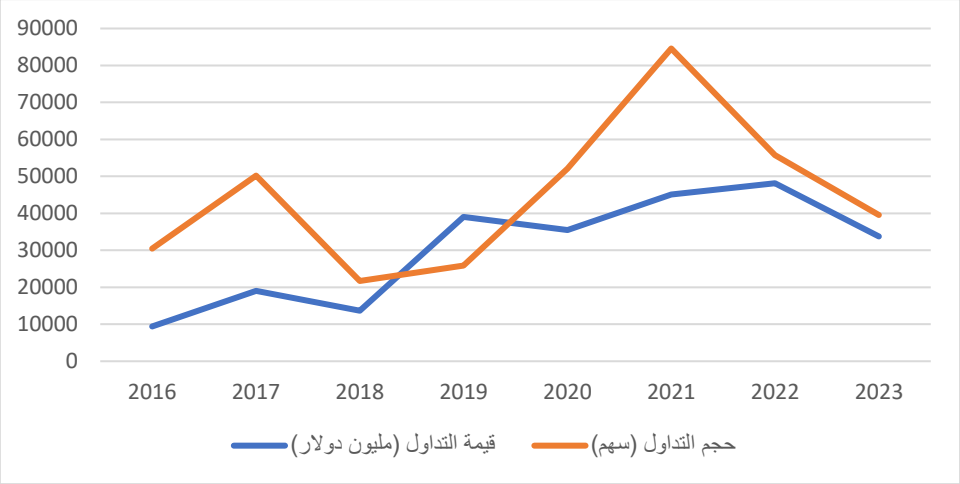
- **بورصة الكويت**

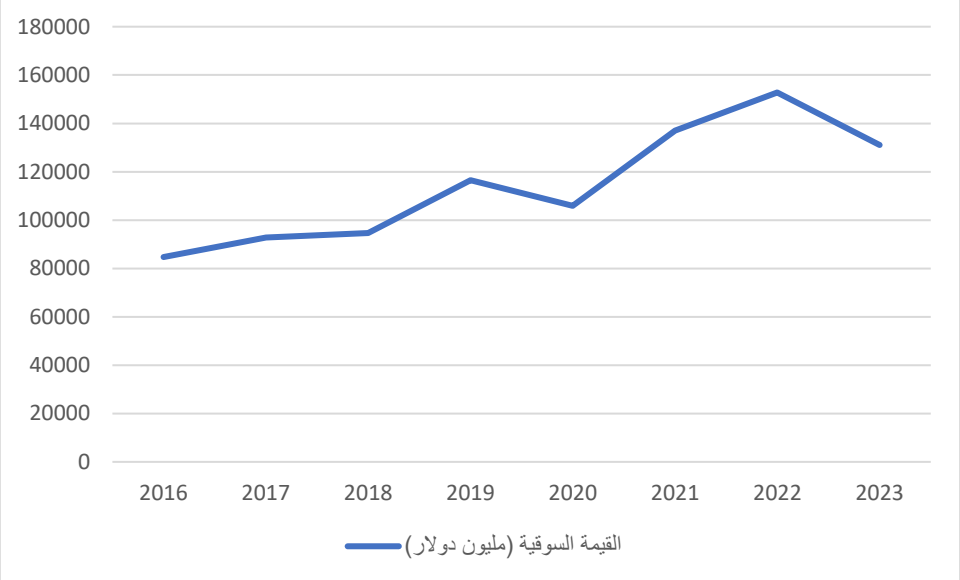
إن هناك أسبقية لبورصة الكويت مقارنة مع بقية دول الخليج، إذ تتولى شركة بورصة الكويت للأوراق المالية مسؤولية إدارة عمليات سوق الأوراق المالية في الكويت منذ تأسيسها في نيسان 2014، إذ تحاول أن تؤدي دورًا محوريًا في تطوير سوق المال الكويتي وتنويع الاقتصاد الوطني بما يتوافق مع أهداف رؤية كويت جديدة 2035. وبدأت بورصة الكويت بالتسارع في النمو والابتكار في سوق الأوراق المالية منذ عام 2016، إلى جانب تقديم الدعم لهيئة أسواق المال والجهات المصدرة والمستثمرين والأطراف المعنية الأخرى كافة. وبدأت الشركة بإصلاحات في السوق عبر إدخال أدوات استثمارية مبتكرة، وتعزيز مستوى الشفافية مع إعادة هيكلة السوق؛ لزيادة السيولة، ورفع القدرة التنافسية للسوق، وجعلها مركزًا ماليًا إقليميًا رائدًا عن طريق مواكبة المعايير الدولية. وتم خصخصة بورصة الكويت عندما فاز تحالف مكون من مجموعة من الشركات الاستثمارية الكويتية، ومشغل عالمي بمزايدة خصخصة البورصة؛ للاستحواذ على نسبة تبلغ 44% من الشركة، كذلك من خلال الاكتتاب العام لحصة هيئة أسواق المال البالغة 50% من أسهم الشركة، وذلك للمواطنين الكويتيين، إذ تم تغطية الطرح بنسبة تفوق 850%، لتصبح بورصة الكويت البورصة الوحيدة في الشرق الأوسط المملوكة للقطاع الخاص (موقع بورصة الكويت). ويلحظ أن مؤشرات التداول لبورصة الكويت في العام (2023) في تراجع مقارنة بالعام (2022)، إذ بلغ عدد الأسهم المتداولة نحو (39567) مليون سهم، وبقيمة تداول تجاوز (33) مليار دولار أمريكي، وبقيمة سوقية أكبر من (130) مليار دولار، وإغلاق مؤشر السوق بانخفاض عند (6817) نقطة. ويوضح الجدول (2) والشكل (2) التطور الحاصل في مؤشرات الأداء لبورصة الكويت، إذ يلاحظ وجود اختلاف كبير في قيمة التداول للمدة (2016-2018) مقارنة مع المدة (2019-2023) مع عدم الاستقرار في حجم التداول ومع الزيادة الملحوظة في حجم القيمة السوقية بعد العام (2019).

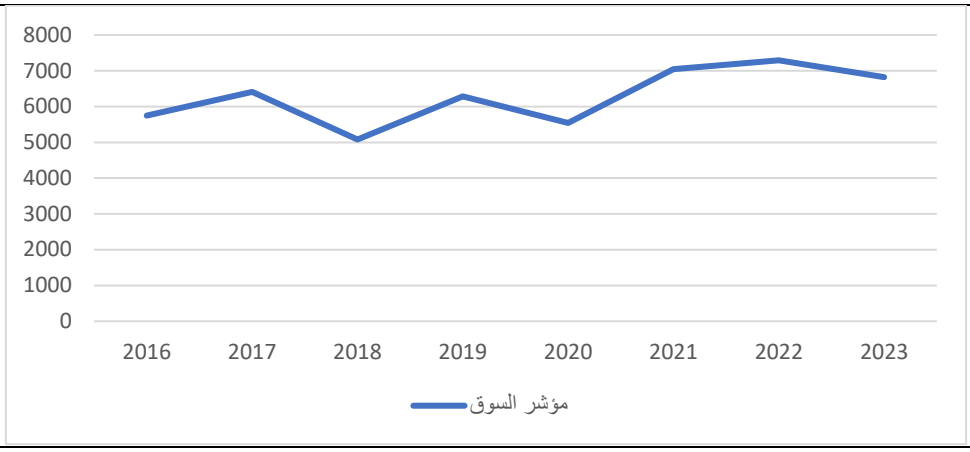
جدول (2): مؤشرات أداء بورصة الكويت للفترة (2016-2023)

السنة	قيمة التداول (مليون دولار)	حجم التداول (مليون سهم)	القيمة السوقية (مليون دولار)	مؤشر السوق
2016	9412	30505	84727	5748
2017	19017	50221	92747	6408
2018	13650	21711	94695	5080
2019	39,047	25,905	116515	6282
2020	35,451	52,095	105876	5546
2021	45,078	84,595	137072	7043
2022	48,141	55,776	152,786	7292
2023	33,778	39,567	131,051	6817

المصدر: التقارير السنوية لبورصة الكويت واتحاد البورصات العربية للفترة (2016-2023).







المصدر: التقارير السنوية لبورصة الكويت للفترة (2016-2023).

شكل (2): مؤشرات التداول لبورصة الكويت و اتحاد البورصات العربية للفترة (2016-2023)

- **بورصة عمان**

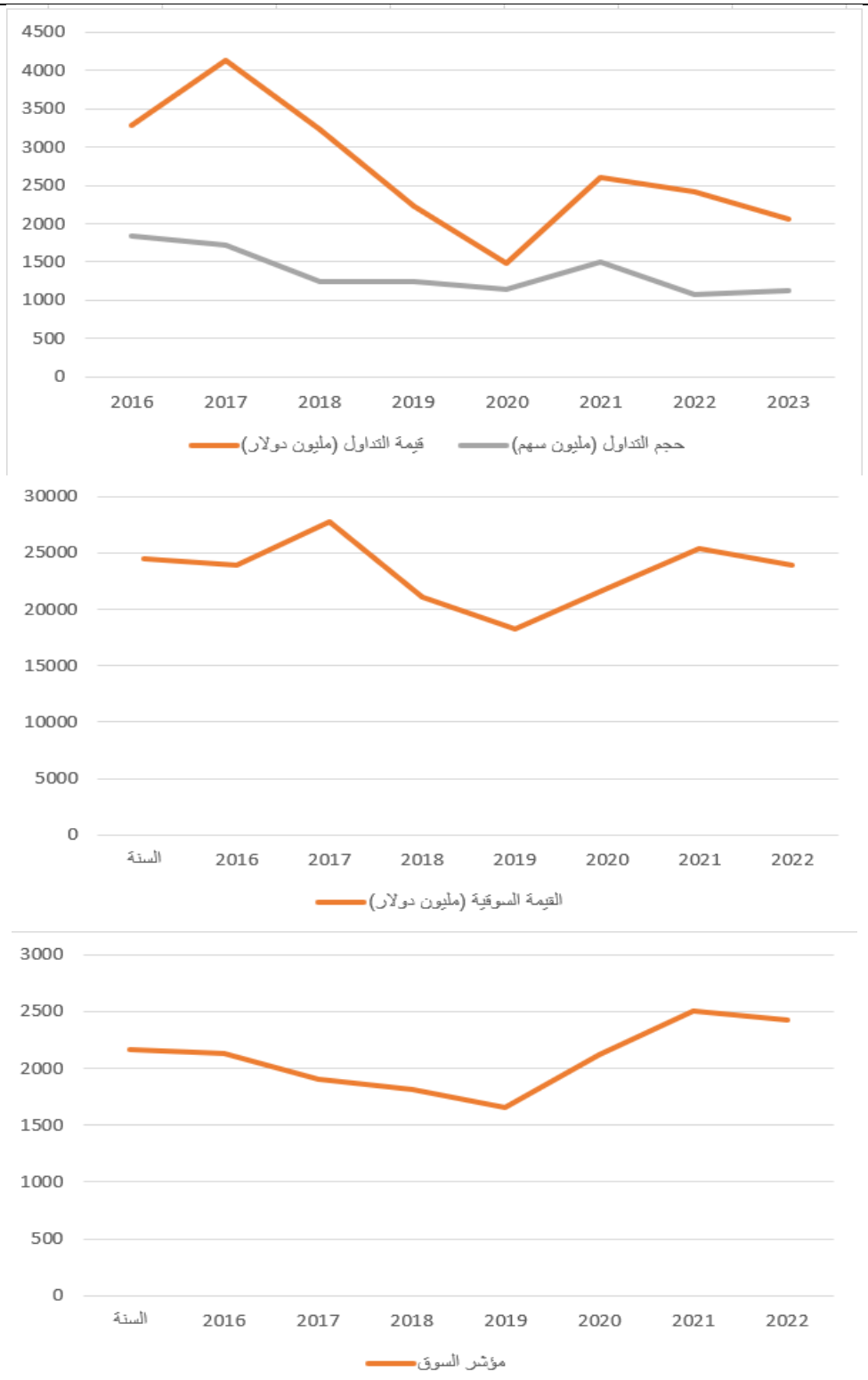
جاءت هذه البورصة من دورها الحيوي في خلق بيئة اقتصادية حقيقية، بناء على أن حالة الأردن تختلف عن حالة كل من العراق، والكويت من ناحية كونهما دولًا مصدرة للنفط بعكس الأردن، إذ إن بورصة عمان هي مؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية منذ تأسيسها في العام (1999)، إذ تم تسجيل هذه البورصة كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة في العام (2017)، وهذه الشركة تدار من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء من خلال تعيينهم من قبل الهيئة العامة مع مدير تنفيذي متفرغ يتولى مسؤولية إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة، ومنها ممارسة جميع أعمال سوق الأوراق المالية، والسلع والمشتقات وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب، ونشر ثقافة الاستثمار مع تحقيق ضمان التفاعل بين قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أُسس التداول ومعايير الحوكمة من أجل أن تسهم البوصة في تعزيز المنفعة الاقتصادية وتكون أساسًا للنمو الاقتصادي عن طريق تقديم خدمات أفضل (موقع بورصة عمان).

ويلاحظ أن مؤشرات التداول لبورصة عمان في العام (2023) في تراجع طفيف مقارنة بالعام (2022)، إذ بلغ عدد الأسهم المتداولة نحو (1120) مليون سهم، وبقيمة تداول بلغت (2) مليار دولار أمريكي، وبقيمة سوقية أكبر من (23) مليار دولار، وإغلاق مؤشر السوق بانخفاض عند (2431) نقطة. ويوضح الجدول (3) والشكل (3) التطور الحاصل في مؤشرات الأداء لبورصة عمان. إذ يلاحظ وجود انخفاض في قيمة التداول بعد العام (2020) مع وجود استقرار نوعًا ما في حجم التداول وحجم القيمة السوقية باستثناء العام (2020).

جدول (3): مؤشرات أداء بورصة عمان للفترة (2016-2023)

السنة	قيمة التداول (مليون دولار)	حجم التداول (مليون سهم)	القيمة السوقية (مليون دولار)	مؤشر السوق
2016	3286	1837	24456	2170
2017	4127	1717	23925	2127
2018	3236	1246	27740	1909
2019	2,236	1,247	21036	1815
2020	1,479	1,143	18206	1657
2021	2,605	1,500	21856	2119
2022	2,418	1,078	25393	2502
2023	2,055	1,120	23892	2431

المصدر: التقارير السنوية لبورصة عمان واتحاد البورصات العربية للفترة (2016-2023).



المصدر: التقارير السنوية لبورصة عمان واتحاد البورصات العربية للفترة (2016-2023).

شكل (3): مؤشرات التداول لبورصة عمان للفترة (2016-2023)

ويظهر أن هناك تشابهًا بين الأسواق المالية الثلاثة لكل من العراق، والكويت، والأردن من ناحية الحجم؛ لكونها تدخل ضمن تصنيف الأسواق الكبيرة؛ لأن قيمتها تتراوح ما بين (10) مليار دولار إلى (200) مليار دولار مع أفضلية واضحة لبورصة الكويت على كل من بورصة عمان، وسوق العراق الأوراق المالية من ناحية قيمة التداول وحجمه في السوق على الرغم من تراجع أداء مؤشرات بورصة الكويت في العام (2023) مقارنة مع العام (2022)؛ وذلك لعدة أسباب، منها: انعكاس التداعيات السلبية للأزمة المصرفية الأمريكية مع التراجع في أسعار النفط في الأسواق العالمية، ورفع أسعار الفائدة العالمية في البنوك المركزية لمواجهة التضخم والتي تسببت في ارتفاع تكاليف التمويل للشركات (AFCM, 2023).

الدراسات السابقة:

كان مفهوم الحركة العشوائية موضوعًا للبحث والنقاش بشكل واسع في تخصصات المالية لعدة عقود، ولا سيما في سياق عوائد سوق الأسهم (Saleem et al., 2023)، إذ يقترح نموذج الحركة العشوائية بأن أسعار الأسهم تتبع مسارًا عشوائيًا، أو غير منتظم، مما يجعل من الصعب تحقيق أداء غير طبيعي في السوق باستمرار من خلال التحليل أو التنبؤ بناء على البيانات التاريخية؛ وهذا يعني أن تغيرات أسعار الأسهم على المدى القصير غير قابلة للتنبؤ (Malkiel, 2015) .

وسنلقي في هذا الجزء من الدراسة نظرة عامة على النظريات والدراسات النقدية بخصوص السير العشوائي لعوائد سوق الأسهم، وهذا يعني أن المستثمرين المتعلمين جيدًا وذوي الخبرة في الأسواق الكفوءة لا يمكنهم تحقيق عوائد أعلى من المبتدئين لنفس مستوى التعرض للمخاطر (Nik & Marko, 2023). ومن ثمَّ، يمكن اعتبار فرضية كفاءة السوق امتداداً لنظرية الحركة العشوائية، مما يشير إلى أن أسعار الأسهم تتحرك بشكل عشوائي. إذ إن هناك العديد من الدراسات التي قدمت أدلة تجريبية على صحة نموذج السير العشوائي لعوائد الأسهم في الأسواق المتقدمة (Chiwira & Muyambiri, 2012)، وتعد دراسة fama للعام (1970) واحدة من أقدم الدراسات التي وجدت بأن أسعار الأسهم تتبع الحركة العشوائية. وفي الوقت نفسه قدمت العديد من الدراسات أدلة ملموسة على عدم التطابق مع فرضية السير العشوائي، مما يوفر فرصًا للتنبؤ بأسعار الأسهم خاصة في الأسواق الناشئة.

ومع أن العديد من الباحثين أثبتوا في دراساتهم بأن الأسواق المتقدمة تكون كفوءة على المستوى الضعيف، وكذلك تم تحقيق الكفاءة في الأسواق المالية الناشئة، ومنها دراسة استخدمت اختبار ملاءمة كي أس، واختبار التتابع، واختبار الارتباط الذاتي في بورصة كراتشي من تشرين الثاني 1991 إلى 2011 (Hkiri et al., 2021)، وهذه النتائج تتطابق مع دراسة (Garikai Bonga et al., 2023) باستخدام بيانات شهرية من يناير 2020 إلى فبراير 2022. بينما لوحظ في دراسة أخرى بأن بورصة إندونيسيا تتمتع بالكفاءة قبل جائحة كورونا وفي أثنائها من يناير 2011 إلى ديسمبر 2021 (Faisal et al., 2022). في حين وجدت دراسة أخرى باستخدام البيانات اليومية لبورصة غانا، ولا سيما في عوائد قطاع التعدين والبترول، بأنها كانت ذات كفاءة ضعيفة للمدة من يناير 2010 إلى ديسمبر 2016 (Asiedu et al., 2020). وتوصلت دراسة أخرى إلى أن النتائج التجريبية تظهر سوقا كفوءاً في عوائد الأسهم الأعلى في ماليزيا أثناء مدة الأزمة المالية، ومدة التعافي باستخدام اختبار الارتباط الذاتي، واختبارKPSS، واختبار نسبة التباين (Marsani et al., 2022).

وفي دراسة حديثة، تم فحص الكفاءة على المستوى الضعيف لمؤشرات الأسواق المالية المركبة لدول الآسيان (ASEAN) قبل جائحة (COVID-19) وفي أثنائها التي أظهرت النتائج بأن بعض أسواق الآسيان لا يمكن التنبؤ بها في المدتين (Kok & Geetha, 2023). في حين أن دراسة أخرى أشارت الى أنه من المستحيل تحقيق عوائد غير عادية من خلال الاستثمار في سوق الأسهم الإندونيسي في أثناء المدة اليومية من يناير 2022 إلى يناير 2023 باستخدام اختبار التتابع واختبار نسبة التباين (Pontoh & Budiarso, 2023). في حين اكتشف باحثان في دراستهما وعن طريق استخدام اختبارات التتابع لفحص كفاءة العوائد الأسبوعية والشهرية لسبعة أسواق أسهم ناشئة على المستوى الضعيف، أن عائد السوق الهندي كفوء (Nik & Marko, 2023). وإلى جانب ذلك، أظهرت بعض الدراسات الحديثة أن أسواق الأسهم كفوءة في شكلها الضعيف في منطقة الشرق الأوسط، وشمال إفريقيا (MENA). إذ وجد بأن أسواق الأسهم في الأردن والسعودية غير قابلة للتنبؤ، وتسير بشكل عشوائي؛ وذلك باستخدام ثلاثة اختبارات لنسبة التباين للمدة من يناير 2010 إلى سبتمبر 2012 (Lahmiri, 2013)، وتم تأكيد هذه النتائج في دراسة أخرى عن سوق الأسهم في الإمارات العربية المتحدة من خلال تحليل الأسعار اليومية لأكثر من أربعين سهماً (فردًا) من أكتوبر 2001 إلى سبتمبر 2003 باستخدام اختبار العشوائية غير المعلمية، إذ أشار إلى أن هذه النتيجة مفاجئة وتتحدى الآراء التقليدية؛ بسبب أن السوق المتطور حديثًا صغير، ويعاني من التداول غير المنتظم (Moustafa, 2004)، بناءً على المناقشة أعلاه. وتقدم العديد من الدراسات أدلة على أن أسواق الأسهم في البلدان الناشئة، ومنطقة الشرق الأوسط، وشمال إفريقيا غير قابلة للتنبؤ بالنسبة للمستثمرين لاستخدام البيانات التاريخية لتحقيق أرباح غير عادية، مما يعني أن السوق يتبع عملية السير العشوائي ولا يمكن رفض فرضية السوق الكفوء.

وبخلاف الدراسات المذكورة آنفًا، فإن هناك العديد من الدراسات التي أكدت على أن الأسواق الناشئة تظهر عمومًا عدم الكفاءة في الشكل الضعيف باستخدام اختبارات التتابع للعوائد الأسبوعية والشهرية لسبعة أسواق أسهم ناشئة (الصين، والهند، والمكسيك، وروسيا، وكوريا الجنوبية، وتايوان، وتركيا)، فإن الدراسة تستنتج أن الأسواق الناشئة تستمر في عدم اتباع الكفاءة على المستوى الضعيف للسوق وتصبح فرصة جذابة للمستثمرين الذين يبحثون عن استغلال عدم كفاءة السوق (Nik & Marko, 2023).

وقد أثبت باحثان في دراسة حديثة أخرى عدم كفاءة المؤشرات المركبة لأسواق الأسهم في دول الآسيان قبل جائحة كورونا وفي أثنائها، إذ تظهر النتائج أن بعض أسواق الآسيان يمكن التنبؤ بها في كلتا المدتين؛ بسبب الكفاءة المخفضة أو غير الكافية من المدة قبل الجائحة إلى المدة خلال الجائحة (Kok & Geetha, 2023). في حين وجدت دراسة أخرى أدلة على السلوك غير العشوائي للعوائد اليومية، وعدم كفاءتها في الشكل الضعيف بناءً على اختبار تسعة من الأسواق الناشئة الرئيسية للمدة (2015 - 2020) باستخدام التقنيات المعلمية، وغير المعلمية (El-Diftar, 2024)، وتبيَّن كذلك أن مؤشر التداول في سوق الأسهم السعودي غير كفوء في الشكل الضعيف للمدة اليومية من يناير 2012 إلى يناير 2019 (Khoj & Akeel, 2020). ووجدت دراسة أخرى أن سوق موريشيوس للأوراق المالية غير كفوء على المستوى الضعيف للبيانات اليومية من سبتمبر 2016 إلى مارس 2020 باستخدام اختبار كولموغوروف-سميرنوف، واختبار شابيرو-ويلك، واختبار التتابع، واختبار الارتباط الذاتي (Akwolaga, 2020).

وأثبت دراسة أخرى عدم كفاءة بورصة هونغ كونغ وطوكيو باستخدام اختبار التتابع، واختبار جذر الوحدة، واختبار الارتباط الذاتي، واختبار التباين للمدة من يناير 2000 إلى مارس 2011 (Patel, 2012)، كذلك لم يتبع سوق الأسهم الهندي السير العشوائي أثناء، وقبل، وبعد الأزمة المالية باستخدام تقنيات إحصائية متنوعة، مثل: اختبار الارتباط الذاتي، واختبار نسبة التباين، واختبار كولموغوروف-سميرنوف، واختبارات التتابع لتغطية المدة من يناير 1996 إلى ديسمبر 2012 (Jethwani & Achuthan, 2013)، لذا فإن أسهم البنوك المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة من يوليو 2004 إلى مارس 2014 غير كفؤة (Asaad, 2014)، وهذه النتائج تتفق مع دراسة أخرى للأسعار اليومية لإغلاق مؤشر سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة من يناير 2010 إلى يناير 2014 (Asaad et al., 2015).

ووفقًا للمناقشة المارة، يمكن الاستنتاج بأن هناك حاجة إلى مزيد من البحث والتقصي لعدم وجود التوافق بين الباحثين؛ لكون النتائج في الدراسات السابقة غير حاسمة لحد الآن بخصوص ما إذا كانت الأسواق المالية الناشئة تتبع السير العشوائي أم لا، وهل هي كفوءة على المستوى الضعيف في البلدان الناشئة أو النامية، إذيمكن التنبؤ بها من قبل المستثمرين باستخدام البيانات التاريخية لتحقيق أرباح غير عادية، مما يعني أن السوق لا يتبع عملية السير العشوائي ويمكن رفض فرضية كفاءة السوق.

منهجية الدراسة وإجراءاتها:

العينة والبيانات:

إن عينة الدراسة تتركز على العوائد اليومية للمؤشر الرئيس لثلاثة أسواق مالية عربية كبيرة، ولكنها ليست ضخمة، ومنها: سوق العراق للأوراق المالية، وبورصة الكويت، وبورصة عمان الأردنية وهي أسواق مالية مستمرة في نشاط التداول في منطقة الشرق الأوسط، وهذه الأسواق الثلاثة تصنف ضمن الأسواق المالية الكبيرة؛ لكون رأسمالها يتراوح ما بين عشرة مليار الى مئتي مليار دولار.

بصفة عامة تم جمع بيانات عينة الدراسة من مصادر ثانوية، ومنها موقع (investing.com) للفترة ما بين 1 يناير 2022 إلى 1 يوليو 2024، بإجمالي مشاهدات (400) عائد يومي للأسهم لسوق العراق للأوراق المالية للمؤشر (ISX Main 60)، بإجمالي مشاهدات (606) عائد يومي للأسهم لمؤشر بورصة الكويت (KB Main 50)، بإجمالي مشاهدات (617) عائد يومي للأسهم لمؤشر بورصة عمان (ASE General).

فرضية الدراسة:

ان العوائد اليومية لمؤشر السوق المالي في كل من العراق والأردن والكويت تتحرك بشكل عشوائي ومستقل، أي أن العوائد السابقة ليس لها علاقة تنبؤية بالعوائد المستقبلية بناء على التقنيات غير المعلمية المستخدمة كاختبارات نسبة التباين، واختبار الارتباط الذاتي، واختبار جذر الوحدة لفيليب - فيرون، واختبار التتابع.

مقاييس تحليل البيانات:

تم اختبار فرضيات الدراسة باستخدام طرق إحصائية وقياسية مختلفة؛ للتأكد من فرضية السير العشوائي باستخدام حزمة البرامج القياسية (Eviews13)، والحزمة الإحصائية (SPSS26)، ففي البداية تم تشخيص حركة عوائد الأسواق المالية الثلاثة من خلال الفحص البصري والإحصائيات الوصفية باستخدام معامل الالتواء (Skewness)، ومعامل التفلطح (Kurtosis)، واختبار جارك بيرا لتقييم طبيعة البيانات، ومن ثَمَّ تم تطبيق بعض التقنيات غير المعلمية لفحص فرضية السير العشوائي، كاختبار نسبة التباين (Variance ratio test)، واختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation test)، واختبار جذر الوحدة لفيليب - فيرون (Phillips-Perron)، واختبار التتابع (Runs test). إلى جانب ذلك، تم تحويل سعر الإغلاق اليومي للأسواق المالية الثلاثة في العراق والأردن والكويت إلى عوائد يومية بالاعتماد على المعادلة المستخدمة في الدراسات السابقة (Asaad & Omer, 2024) من خلال إيجاد الفرق بين السعرين المتتالين للمؤشر قيد الدراسة، وكما في المعادلة الآتية:

$$Rt = \text{Log}\,(P_t/P_t\text{-}1)$$

إذ إن:

R_t= عائد المؤشر للفترة t

log= اللوغاريتم الطبيعي

P_t= مؤشر سعر السوق للفترةt

P_{t-1}= مؤشر سعر السوق للفترة t-1

محددات الدارسة:

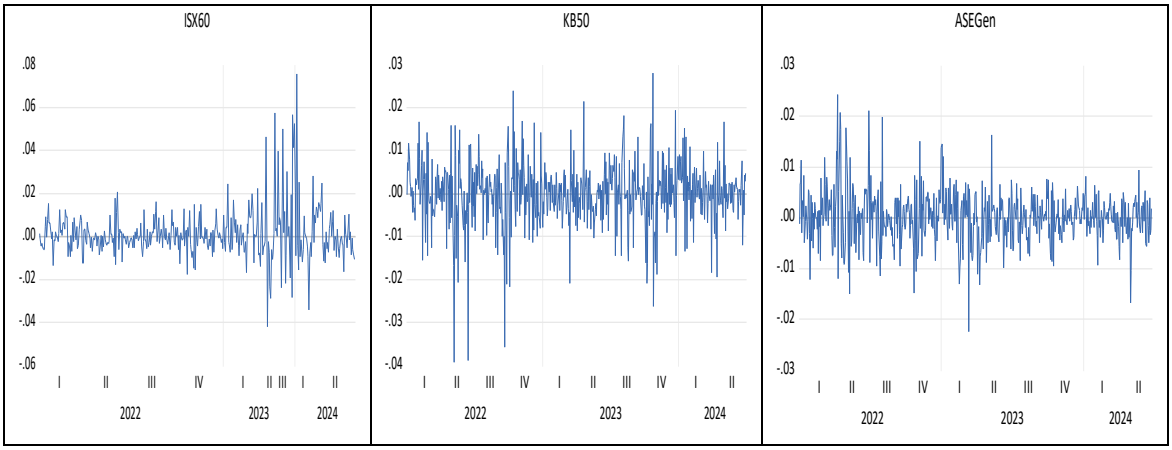
إن للدراسة قيود متعددة، منها: عينة الدراسة محدودة بإطار زمني لعوائد الأسواق المالية للمدة، قيد الدراسة، التي تضمنت المدة بعد التعافي من كورونا، وكذلك اقتصرت الدراسة على ثلاثة دول فقط، وهي: العراق، والأردن، والكويت. وتركزت الدراسة على العوائد للمؤشر الرئيس الذي يعكس حالة

السوق بشكل عام مع تجاهل المؤشرات الفرعية للقطاعات أو الشركات، وكذلك استخدام الاختبارات غير المعلمية دون الاختبارات المعلمية في معرفة فرضية السير العشوائي للأسواق المالية قيد الدراسة.

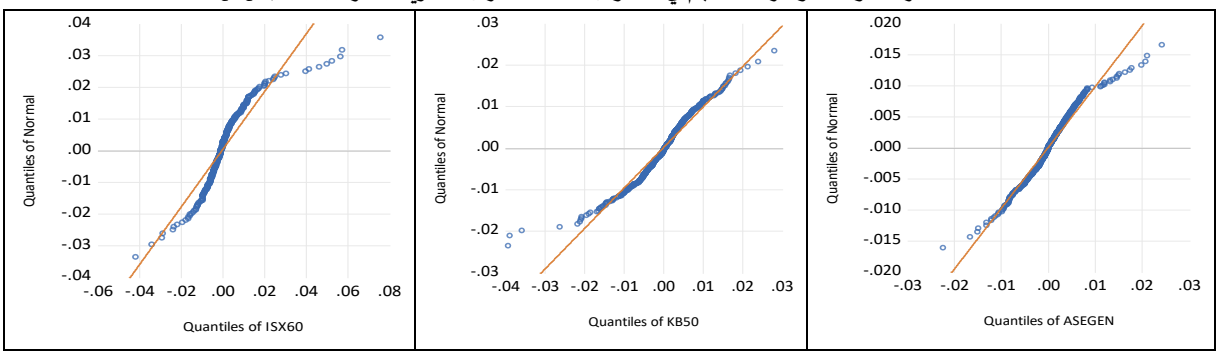
الأشكال البيانية:

يلاحظ من الفحص البصري لعوائد الأسهم لسوق العراق وبورصة الكويت وبورصة عمان للفترة من 1 يناير 2022 إلى 1 يوليو 2024، بإجمالي مشاهدات (400) عائد يومي لمؤشر سوق العراق للأوراق المالية (ISX Main 60)، بإجمالي مشاهدات (606) عائد يومي لمؤشر بورصة الكويت (KB Main 50)، بإجمالي مشاهدات (617) عائد يومي لمؤشر بورصة عمان (ASE General)، والشكل (4) يوضح وجود انحرافات لعوائد هذه المؤشرات عن التوزيع الطبيعي، ويؤكد ذلك أيضًا الشكل (5) للرسم البياني (Q-Q) لرؤية مشاهدات كثيرة التي تعكس على شكل نقاط منحرفة ومتباعدة عن الخط.

شكل (4): حركة عوائد مؤشرات الأسهم في الأسواق المالية (العراق، الكويت، الأردن)



شكل (5): حركة عوائد مؤشرات الأسهم في الأسواق المالية (العراق، الكويت، الأردن) حسب (Q-Q)



التحليل الوصفي:

إن نتيجة اختبار معامل الالتواء (Skewness) ومعامل التفلطح (Kurtosis) وعدم معنوية اختبار جارك-بيرا (Jarque-Bera) تشير الى عدم وجود استقلالية في البيانات، وهذا يعني بأن الأسواق المالية في العراق والكويت والأردن لا تتبع فرضية التوزيع الطبيعي كما هو موضح في الجدول (4)، ولذلك تم استخدام التقنيات غير المعلمية للتعامل مع الانحرافات بسبب عدم قبول عوائد الأسهم اليومية في الأسواق الثلاثة لفرضية التوزيع الطبيعي، ويستنتج من ذلك عدم كفاءة هذه الأسواق على المستوى الضعيف.

جدول (4): التحليل الوصفي لعوائد مؤشرات الأسهم في الأسواق المالية (العراق، الكويت، الأردن)

المؤشر	المشاهدات	الوسط	الانحراف المعياري	أعلى قيمة	أدنى قيمة	معامل الالتواء	معامل التفلطح	جارك بيرا	الاحتمالية
ISX60	389	0.001116	0.011504	0.075600	-0.0419	1.872325	12.60074	1721.27	0.0000
KB50	604	-0.0001	0.007451	0.028100	-0.0392	-0.6843	6.715937	394.649	0.0000
ASE Gen	616	0.000214	0.005184	0.024240	-0.0225	0.322439	5.659056	192.152	0.0000

الاختبارات اللامعلمية:

لقد تم استخدام بعض التقنيات غير المعلمية لفحص فرضية السير العشوائي، ومنها: اختبار نسبة التباين (Variance ratio test)، واختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation tests)، واختبار جذر الوحدة لفيليب- فيرون (Phillips-Perron)، واختبار التتابع (Runs tests). إلى جانب ذلك تم تحويل السعر الى العائد من خلال إيجاد الفرق بين السعرين المتتالين للمؤشر، قيد الدراسة.

إن نتائج اختبار نسبة التباين غير المعلمي في الجدول (5) تتفق مع النتائج المستخلصة من اختبار جارك بيرا على أن هناك ارتباطًا لعوائد الأسهم لفترة ما بقيمة العوائد في الفترات السابقة لكل من الأسواق المالية في العراق والكويت والأردن، كما أن نتائج اختبار الارتباط الذاتي في الجدول (6) تتماشى مع مخرجات اختبار نسبة التباين غير المعلمي. أي أن العوائد السابقة لها علاقة تنبؤية بالعوائد المستقبلية حسب الاختبارات المستخدمة، لذا فإن هذه الأسواق تقدم لجمهور المستثمرين فرصة إمكانية تحقيق أرباح غير عادية باستخدام العوائد التاريخية للتنبؤ بالتغيرات في العوائد المستقبلية.

جدول (5): اختبار نسبة التباين لعوائد مؤشرات الأسهم في الأسواق المالية (العراق، الكويت، الأردن)

المؤشر	الابطاء	2	4	8	16	VR Joint
	VR	0.522095	0.279753	0.151173	0.079132	4.017789
ISX60	Z	-4.017789	-3.562217	-2.892731	-2.214757	
	الاحتمالية	0.0001	0.0004	0.0038	0.0268	0.0002
	VR	0.502307	0.248586	0.134007	0.061893	7.894178
KB50	Z	-7.894178	-7.108562	-5.655423	-4.386157	
	الاحتمالية	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	VR	0.577677	0.288100	0.157233	0.072154	6.310923
ASE Gen	Z	-6.310923	-6.294722	-5.221535	-4.215392	
	الاحتمالية	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EViews 13.

جدول (6): اختبار الارتباط الذاتي لعوائد مؤشرات الأسهم في الأسواق المالية (العراق، الكويت، الأردن)

فترة الابطاء	ISX60			KB50			ASE General		
	الارتباط الذاتي	قيمة بوكس لينكس	الاحتمالية	الارتباط الذاتي	قيمة بوكس لينكس	الاحتمالية	الارتباط الذاتي	قيمة بوكس لينكس	الاحتمالية
1	0.116	5.315	0.021	0.044	1.176	0.278	0.16	15.866	0
2	0.081	7.907	0.019	0.042	2.242	0.326	0.031	16.474	0
3	0.138	15.454	0.001	0.038	3.103	0.376	0.049	17.961	0
4	0.025	15.696	0.003	0.055	4.938	0.294	0.034	18.689	0.001
5	0.104	19.969	0.001	0.021	5.2	0.392	0.103	25.332	0
6	-0.057	21.249	0.002	-0.039	6.111	0.411	0.008	25.375	0
7	-0.039	21.869	0.003	0.008	6.153	0.522	-0.043	26.534	0
8	-0.035	22.361	0.004	-0.011	6.228	0.622	-0.042	27.632	0.001
9	-0.137	29.928	0	0.033	6.905	0.647	-0.073	30.962	0
10	0.031	30.317	0.001	-0.032	7.547	0.673	-0.006	30.989	0.001
11	-0.003	30.321	0.001	-0.005	7.56	0.752	0.039	31.953	0.001
12	0.01	30.363	0.002	-0.005	7.577	0.817	0.068	34.9	0

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EViews 13.

وتم استخدام اختبار جذر الوحدة غير المعلمي فيليبس- بيرون؛ لغرض معرفة ما إذا كانت عوائد الأسهم لديها جذر الوحدة، ولكون قيمة إحصائية t أكبر من القيمة الحرجة، وكون القيمة المعنوية أقل من مستوى المعنوية، وكما توضحه نتائج الاختبار في الجدول (7)، إذ إن هذه النتائج ما هي إلا تأكيد آخر للنتائج المستخلصة من اختبارات الارتباط الذاتي ونسبة التباين. أي أن العوائد السابقة لها علاقة تنبؤية بالعوائد المستقبلية حسب الاختبارات المستخدمة، وبذلك فإن هذه الأسواق تقدم لجمهور المستثمرين فرصة إمكانية تحقيق أرباح غير عادية باستخدام العوائد التاريخية للتنبؤ بالتغيرات في العوائد المستقبلية.

جدول (7): اختبار جذر الوحدة لفيليب - فيرون لعوائد مؤشرات الأسهم في الأسواق المالية (العراق، الكويت، الأردن)

المؤشر	ISX60			KB50			ASE Gen		
	ثابت	ثابت و اتجاه	بدون الاثنين	ثابت	ثابت و اتجاه	بدون الاثنين	ثابت	ثابت و اتجاه	بدون الاثنين
إحصائية t	-17.79148	-17.8094	-17.77422	-23.45	-23.4354	-23.4681	-21.06583	-21.19766	-21.0512
الاحتمالية	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
CV 1%	-3.446992	-3.98189	-2.570936	-3.440965	-3.973346	-2.568803	-3.440754	-3.973046	-2.568728
CV 5%	-2.868771	-3.42145	-1.941642	-2.866115	-3.417289	-1.941349	-2.866021	-3.417142	-1.941339
CV 10%	-2.570688	-3.1335	-1.616152	-2.569265	-3.13104	-1.616346	-2.569215	-3.130953	-1.616353

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EViews 13.

ويعد اختبار التتابع الاختبار غير المعلمي الأخير المستخدم في هذه الدراسة لمعرفة السير العشوائي لعوائد الأسواق المالية في العراق، والكويت، والأردن وما إذا كانت حركة عوائد الأسهم تُظهر بصورة عشوائية، أو تتبع أنماطًا منهجية معينة، إذ يعرض الجدول (8) نتائج الاختبار التي تتوافق مع النتائج المستخلصة من اختبار نسبة التباين، واختبار الارتباط الذاتي، واختبار فيليبس- بيرون. وظهر هنا الاستثناء الوحيد المتمثل في عدم معنوية الاحتمالية في بورصة الكويت، ومن ثَمَّ فإن عوائد مؤشر الأسهم في بورصة الكويت تتبع فرضية السير العشوائي بحسب اختبار التتابع. أي أن العوائد السابقة لها علاقة تنبؤية بالعوائد المستقبلية بحسب الاختبارات المستخدمة، وبذلك فإن هذه الأسواق تقدم لجمهور المستثمرين فرصة إمكانية تحقيق أرباح غير عادية باستخدام العوائد التاريخية للتنبؤ بالتغيرات في العوائد المستقبلية.

جدول (8): اختبار التتابع لعوائد مؤشرات الأسهم في الأسواق المالية (العراق، الكويت، الأردن)

مؤشر السوق	عدد المشاهدات	قيمة t	قيمة t > الحالات	قيمة t =< الحالات	اجمالي الحالات	عدد التكرارات	قيمة Z	الاحتمالية
ISX60	389	-0.02%	191	198	389	168	-2.787	0.005
KB50	604	0.04%	302	302	604	316	1.059	0.29
ASE Gen	616	0.01%	308	308	616	284	-2.016	0.044

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EViews 13

مناقشة النتائج:

بعد ملاحظة عدم كفاءة الأسواق المالية، قيد الدراسة، بحسب اختبار جارك- بيرا للتوزيع الطبيعي، وكذلك تم تأكيد عدم اتباع هذه الأسواق فرضية السير العشوائي بحسب نتائج التقنيات غير المعلمية المستخدمة، ومنها اختبار نسبة التباين، والارتباط الذاتي، واختبار جذر الوحدة فيليب – بيرون، واختبار التتابع، ولذلك فإنه تم رفض فرضية الدراسة على أن العوائد اليومية لمؤشر السوق المالي في الدول، قيد الدراسة، تتحرك بشكل عشوائي ومستقل، أي أن العوائد السابقة لها علاقة تنبؤية بالعوائد المستقبلية بحسب الاختبارات المستخدمة؛ لذا فإن هذه الأسواق تقدم لجمهور المستثمرين فرصة إمكانية تحقيق أرباح غير عادية باستخدام العوائد التاريخية للتنبؤ بالتغيرات في العوائد المستقبلية لهذه الأسواق مع وجود استثناء وحيد بقبول فرضية الدراسة في بورصة الكويت بحسب اختبار التتابع؛ وذلك لعدم معنوية مستوى الدلالة فيها. وهذه النتائج تتطابق مع بعض نتائج الدراسات السابقة، ومنها: (Akwolaga, 2020; Asaad, 2014; Asaad et al., 2015; Jethwani & Achuthan, 2013; Kok & Geetha, 2023; Nik & Marko, 2023). في حين أن هذه النتائج لا تتماشى مع بعض نتائج الدراسات السابقة، ومنها: (Asiedu et al., 2020; Faisal et al., 2022; Garikai Bonga et al., 2023; Hkiri et al., 2021; Lahmiri, 2013; Marsani et al., 2022; Pontoh & Budiarso, 2023).

الاستنتاجات والمقترحات:

أولًا: الاستنتاجات

- إن عينة الدراسة تتركز على العوائد اليومية للمؤشر الرئيس لبض الأسواق المالية العربية الكبيرة، ولكن ليست ضخمة؛ لكون رأسمالها يتراوح ما بين عشرة مليار إلى مئتي مليار دولار، ومنها سوق العراق للأوراق المالية، وبورصة الكويت، وبورصة عمان للمدة من 1 يناير 2022 إلى 1 يوليو 2024.
- تبيَّن أن الأسواق المالية، قيد الدراسة، قد اتخذت فيها العديد من الإجراءات والتحسينات، وتم اتباع بعض الخطوات التي تعزز دور هذه الأسواق في الاقتصاديات المحلية، ودورها في المنطقة إلا أنها ما زالت تعاني من عدم الاستقرار مثل باقي القطاعات الأخرى؛ لتأثرها بالأوضاع الاقتصادية والأمنية في المنطقة والعالم والتي تؤدي إلى عدم استقرارها.
- ظهر أن الأسواق المالية، قيد الدراسة، لم تتبع فرضية التوزيع الطبيعي عند النظرة على الاشكال البيانية، ونتائج معامل الالتواء، ومعامل التفلطح ومستوى معنوية اختبار جاك- بيرا.
- أكدت نتائج الاختبارات القياسية عدم اتباع سوق العراق، وبورصة الكويت، وبورصة الأردن فرضية السير العشوائي بحسب نتائج التقنيات غير المعلمية المستخدمة، ومنها: اختبار نسبة التباين، والارتباط الذاتي، واختبار جذر الوحدة فيليب - بيرون واختبار التتابع.
- اتّضح أن العوائد اليومية للأسواق المالية، قيد الدراسة، ليس لها سلوك مستقل، ولا تتحرك عشوائيًا، وأن هناك علاقة تنبؤية بالعوائد المستقبلية بالمشاهدات التاريخية بحسب الاختبارات المستخدمة في الدراسة؛ لذا فإن هذه الأسواق تقدم لجمهور المستثمرين فرصة إمكانية تحقيق أرباح غير عادية باستخدام العوائد التاريخية عن طريق التنبؤ بالتغيرات في العوائد المستقبلية مع وجود استثناء وحيد بقبول فرضية الدراسة في بورصة الكويت بحسب اختبار التتابع؛ وذلك لعدم معنوية مستوى الدلالة فيها.

ثانيًا: المقترحات

تقترح الدراسة ما يأتي:

- رفع معدلات التداول من خلال رفع القيمة السوقية، وإدراج عدد أكبر من الشركات في الأسواق المالية، قيد الدراسة، مع بذل جهود أكثر في توجيه الجمهور نحو الادخار؛ لغرض الاستثمار في الأوراق المالية.
- قيام الأسواق المالية بتحمل مسؤولية أكبر في تجسيد مبادئ الحوكمة، والإفصاح، والشفافية في توفير المعلومات لجمهور المستثمرين في آن واحد؛ لتوفير فرصة متكافئة لجميع المستثمرين بهدف اتخاذ قرارات رشيدة.
- على الهيئات التنظيمية إجراء وتنفيذ إصلاحات مالية؛ لتقليل عدم التماثل في المعلومات وتعزيز كفاءة السوق.
- ضرورة قيام الهيئات المالية بمنع إعطاء جمهور المستثمرين فرصة تحقيق أرباح غير اعتيادية، ولا تمنح لآخرين؛ نتيجة عدم اتباع السوق فرضية السير العشوائي.
- الاستمرارية في إجراء الدراسات من قبل الباحثين والمتخصصين بخصوص فرضية السير العشوائي لعوائد الأسهم المدرجة في الأسواق المالية؛ لغرض التأكد من كفاءتها.
- تركيز الباحثين في دراساتهم المستقبلية على اختبار فرضية السير العشوائي للأسواق المالية العربية مع الأخذ بنظر الاعتبار إمكانية التحولات الهيكلية المتعددة داخل النموذج.

المراجع:

أولًا: المراجع العربية

التهتموني، فاروق رفيق، (2008). *فرضية السير العشوائي لبورصة عمان للأوراق المالية: دراسة مقارنة بين أنواع مؤشرات السوق من 2003-2007*، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، 1-21.

الجنابي، نبيل مهدي. (2013). كفاءة سوق العراق للأوراق المالية والسياسة النقدية: دراسة قياسية للمدة (2006-2012). *مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية*، 15(3)، 131-157.

الحسناوي، سالم صلال راهي والعبادي، هشام عبد الخضر سكر. (2019). دراسة السير العشوائي لمؤشر السوق ISX60 في سوق العراق المالي. *العلوم الاقتصادية، 13(52)*، 1-18.

صالح، مفتاح وفريدة، معارفي. (2009). متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، *مجلة الباحث*، 7، 182-194.

علي، دلير سليم. (2023). أثر المتغيرات المحاسبية وغير المحاسبية على أداء سوق العراق للأوراق المالية: دراسات سابقة. *المجلة العالمية للاقتصاد والأعمال*، 13(4)، 328-344.

كمال، العقريب وفاطمة، قادم. (2019). تحليل العلاقة بين كفاءة أسواق الاوراق المالية والسير العشوائي لحركة أسعار الأسهم: " دراسة تطبيقية لكل من بورصة تونس، عمان والسعودية". *مجلة الاقتصاد الجديد*، 10(2)، 102-119.

محمد، سام سعد. (2014). عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمان للأوراق المالية. *دراسات، العلوم الإدارية*، 41(2)، 223-417. https://doi.org/10.12816/0007479

موقع بورصة الكويت https://www.boursakuwait.com.kw/ar/history.

موقع بورصة عمان https://www.ase.com.jo/ar/nbdht-n-albwrst/mn-nhn/mn-nhn.

موقع سوق العرق للأوراق المالية https://www.isx.iq/Aboutus.html.

ثانيًا: المراجع الأجنبية

AFCM. (2023). Annual Report, Arab Federation of Capital Markets.

Ahmed, G. (2012). *Are MENA stock markets predictable?* Faculty of economics and management, University of Tlemcen, Algeria.

Akwolaga, T. G. (2020). Assessing the Random Walk Hypothesis in Emerging Markets: Evidence from the Stock Exchange of Mauritius. *International Journal of Advances in Engineering and Management*, *2*(6), 209-217.

Al-Faryan, M. A. S., & Dockery, E. (2021). Testing for efficiency in the Saudi stock market: Does corporate governance change matter? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, *57*(1), 61–90. [CrossRef]

Asaad, A. Z. (2014). Testing the bank sector at weak form efficiency in Iraq Stock Exchange for period (2004-2014): Empirical

study. *Journal of Economic Sciences, 10*(37), 57-80. https://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=101154

Asaad, A. Z., Marane, B. M., & Omer, A. (2015). Testing the efficiency of Iraq Stock Exchange for period (2010-2014): An empirical study. *Journal of University of Duhok, 18*(1), 378-398. https://ssrn.com/abstract=3071199

Asaad, Z. A. (2021). Oil price, gold price, exchange rate and stock market in Iraq pre-during covid19 outbreak: an ARDL approach. *International Journal of Energy Economics and Policy*, *11*(5), 562–571. [CrossRef]

Asaad, Z. A., & Delawi, A. S. (2022). Iraqi Stock Exchange Reactions to the Oil price, Covid-19 Aftermath, and the Saudi Stock Exchange Movements pre-during Vaccination Program. *International Journal of Energy Economics and Policy, 12*(5), 18-30. [CrossRef]

Asaad, Z., & Omer, B. (2024). Random walk tests for the MENA stock returns. *Journal of Enterprise and Development, 6*(2), 324-334. [CrossRef]

Asiedu, E. L., Mireku-Gyimah, D., Kamasa, K., & Otoo, H. (2020). Testing the weak-form efficiency market hypothesis on the Ghana stock exchange: A sectoral analysis. *Ghana Journal of Technology, 5*(1), 79-85.

Chiwira, O., & Muyambiri, B. (2012). A test of weak form efficiency for the Botswana stock exchange (2004- 2008). *Journal of Economics, Management and Trade, 2*(2), 83–91. [CrossRef]

El-Diftar, D. (2024). The applicability of the efficient market hypothesis in emerging markets. *Arab Journal of Administration, 44*(4), 227-235. [CrossRef]

Faisal, F., Majid, M. S. Abd., & Rakhmawati, L. (2022). *Testing Weak Form of Efficient Market Hypothesis Before and During COVID-19 Pandemic Periods: Evidence from Indonesia*. 2022 International Conference on Sustainable Islamic Business and Finance (SIBF), 125-129. [CrossRef]

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, *25*(2), 383–417. [CrossRef]

Garikai Bonga, W., Chimwai, L., & Choga, I. (2023). Evaluation of weak-form efficient market hypothesis in Zimbabwe stock exchange during pandemic period. *Sumerianz Journal of Economics and Finance, 6*(2), 26-36. [CrossRef]

Hkiri, B., Béjaoui, A., Gharib, C., & AlNemer, H. A. (2021). Revisiting efficiency in MENA stock markets during political shocks: evidence from a multi-step approach. *Heliyon, 7*(9), e08028. [CrossRef]

Jethwani, K., & Achuthan, S. (2013). Stock market efficiency and crisis: Evidence from India. *Asia-Pacific Finance and Accounting Review, 1*(2), 35-43.

Khoj, H., & Akeel, H. (2020). Testing weak-form market efficiency: The case of Saudi Arabia. *Asian Economic and Financial Review, 10*(6), 644–653. [CrossRef]

Kok, S. C., & Geetha, C. (2023). A comparison of the weak-form efficiency of the asean stock markets before and during the covid-19 pandemic. *Malaysian Journal of Business and Economics (MJBE), 10*(1), 1–7. [CrossRef]

Lahmiri, S. (2013). Do MENA stock market returns follow a random walk process? *International Journal of Industrial Engineering Computations, 4*(1), 165–172. [CrossRef]

Lee, C. W., & Ande, T. (2022). Pharmaceutical and telecommunications sector weak form market efficiency study in Indonesian capital market 2017-2020. *Journal of Applied Finance and Banking*, *12*(6), 175-191. [CrossRef]

Malkiel, B. G. (2015). *A random walk down Wall Street: the time-tested strategy for successful investing*. WW Norton & Company. https://yourknowledgedigest.files.wordpress.com/2020/04/a-random-walk-down-wall-street.pdf

Marsani, M. F., Shabri, A., Badyalina, B., Jan, N. A. M., & Kasihmuddin, M. S. M. (2022). Efficient Market Hypothesis for Malaysian Extreme Stock Return: Peaks over a Threshold Method. *Matematika*, *38*(2), 141–155. [CrossRef]

Moustafa, M. A. (2004). Testing the weak-form efficiency of the United Arab Emirates stock market. *International Journal of Business, 9*(3), 309-325.

Nik, S., & Marko, J. (2023). Testing Market Efficiency in Emerging Markets' Stock Indices with Runs Tests. *Proceedings of Socratic Lectures, 8*, 125-129. [CrossRef]

Pontoh, W., & Budiarso, N. S. (2023). The Random walk and systematic risk in Indonesia. *Journal of Accounting Finance and Auditing Studies*, 9(2), 224-335. [CrossRef]

Saleem, A. M., Mustafa, H. M., Asaad, Z. A., & Al-Delawi, A. S. (2023). Regional Stock Market Efficiency at Weak Form after the Covid-19 Vaccination Approval. *International Journal of Economics and Financial Issues*, *13*(6), 63–70. [CrossRef]

Zebende, G. F., Santos Dias, R. M. T., & de Aguiar, L. C. (2022). Stock market efficiency: An intraday case of study about the G-20 group. *Heliyon*, *8*(1), e08808. [CrossRef]

ثالثًا: رومنة المراجع العربية

Alhsnawy, Salm Slal Rahy Wal'ebady, Hsham 'Ebd Alkhdr Skr. (2019). Drash Alsyr Al'eshwa'ey Lm'eshr Alswq Isx60 Fy Swq Al'eraq Almaly. Al'elwm Alaqtsadyh, 13(52), 1-18.

Aljnaby, Nbyl Mhdy. (2013). Kfa'h Swq Al'eraq Llawraq Almalyh Walsyash Alnqdyh: Drash Qyasyh Llmdh (2006-2012). Mjlh Alqadsyh Ll'elwm Aledaryh Walaqtsadyh, 15(3), 131-157.

Althtmwna, Farwq Rfyq, (2008). Frdyh Alsyr Al'eshwa'ey Lbwrsh 'Eman Llawraq Almalyh: Drash Mqarnh Byn Anwa'e M'eshrat Alswq Mn 2003-2007, Qsm Al'elwm Almalyh Walmsrfyh, Klyh Alaqtsad, Jam'eh Al'elwm Alttbyqyh Alkhash, 1-21.

'Ely, Dlyr Slym. (2023). Athr Almtghyrat Almhasbyh Wghyr Almhasbyh 'Ela Ada' Swq Al'eraq Llawraq Almalyh: Drasat Sabqh. Almjlh Al'ealmyh Llaqtsad Wala'emal, 13(4), 328-344.

Kmal, Al'eqryb Wfatmh, Qadm. (2019). Thlyl Al'elaqh Byn Kfa'h Aswaq Alawraq Almalyh Walsyr Al'eshwa'ey Lhrkh As'ear Alashm: " Drash Ttbyqyh Lkl Mn Bwrsh Twns, 'Eman Wals'ewdyh". Mjlh Alaqtsad Aljdyd, 10(2), 102-119.

Mhmd, Sam S'ed. (2014). 'Eshwa'eyh Hrkh Alas'ear Wmstwa Kfa'h Alswq Almaly: Halh Swq 'Eman Llawraq Almalyh. Drasat, Al'elwm Aledaryh, 41(2), 417-223. https://doi.org/10.12816/0007479

Mwq'e Bwrsh Alkwyt https://www.boursakuwait.com.kw/ar/history.

Mwq'e Bwrsh 'Eman https://www.ase.com.jo/ar/nbdht-n-albwrst/mn-nhn/mn-nhn.

Mwq'e Swq Al'erq Llawraq Almalyh https://www.isx.iq/aboutus.html.

Salh, Mftah Wfrydh, M'earfy. (2009). Mttlbat Kfa'h Swq Alawraq Almalyh: Drash Lwaq'e Aswaq Alawraq Almalyh Al'erbyh Wsbl Rf'e Kfa'tha, Mjlh Albahth, 7, 182-194.