جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم إقتصادية

مذكرة تخرج لاستكمال متطلبات شهادة ليسانس أكاديمي

تخصص: إقتصاد كمي

بعنوان:

تقدير العائد للأصل المالي في بورصة الكويت

دراسة حالة: تقدير العائد لقطاع الغاز والبترول خلال الفترة 16/04/2023إلى 2023/06/15 باستخدام Eviews

من إعـــداد الطلبة:

- جقاوة إدريس
- بوقرينات عادل

تحت إشراف الدكتور:

- عنيشل عبد الله

السنة الجامعية

2024/2023

الإهداء

أهدي خلاصة جهدي المتواضع:

إلى فيض الحب ووافر العطاء بلا انتظار مقابل إلى من عانت معي مخاض هذا العمل وميلاده إلى التي غمرتني بحنانها وحبها إلى أمي الحبيبة التي أتمنى لها دوام الصحة والعافية

إلى من كان شمعة تنير دربي ومن علمني الجهاد المثابرة وحب الاطلاع والسير على خطى حبيب المصطفى عليه أفضل الصلاة والسلام إلى أبي أطال الله في عمره

إلى الذين كانوا قدوتي في الحياة إخوتي وأخواتي

إلى كل الأهل والأصدقاء والزملاء

إلى الأساتذة والمعلمين الذين قدموا لنا الدعم اللازم

للمواصلة.

جقاوة بو قرينات

شكر وعرفان

نشكر المولى العلي القدير الذي أنار لنا درب العلم وأعاننا على ما فيه من خير ومنحنا القدرة على التفكير والتفاني في إنجاز هذا العمل وقدرنا على إتمامه

فألف حمد وشكر يارب

كما نتقدم بالشكر لكل من ساعدنا من قريب أو بعيد كما لايفوتنا أن نتقدم بالشكر لكل من صبر معناوفي الأخير نشكر من قدم لنا يد العون والمساعدة من قريب أو من بعيد ولو بابتسامة صادقة راجينا من الله تعالى أن يكون هذا العمل مكسب علمي.

جقاوة بوقرينات

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى طريقة او كيفية تقدير العائد لسهم معين أو للأصل المالي على شركة في بورصة الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2023/ 04/16إلى 2023/06/15, وذلك من خلال تحديد المتغيرات وللإجابة على إشكالية الدراسة تم حساب معادلة الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى, وتقدير معادلة الانحدار في وجود قاطع وبدون قاطع. وتم استخدام مختلف الاختبارات الاحصائية في اختبار نموذج الانحدار الخطي البسيط على كل من الأسهم والمحافظ المالية في هذا السوق وذلك باستخدام نماذج الانحدار الخطي البسيط . وفي الاخير نستنتج من خلال نتائج اختبار ADF و **فيلبس بيرون** لسلسلة قطاع الغاز البترول تم التوصل إلى ان استخدام النماذج الرياضية والإحصائية في تقدير العائد يساعد في تقليل المخاطر وزيادة الفرص وتحسين دقة التقديرات.

الكلمات المفتاحية:

عائد , أصول المالية , غاز وبترول , سوق

Summary

This study aims at the method or how to estimate the return for a particular share or financial asset on a company in Boursa Kuwait during the period 16/04/2023 to 15/06/2023, by identifying the variables and to answer the problem of the study, the regression equation was calculated using the least squares method, and the regression equation was estimated in the presence of a secant and without a secant . Various statistical tests were used to test the simple linear regression model on both stocks and portfolios in this market using regression models. Finally, we conclude through the results of the ADF and Phelps Perron tests for the petroleum gas sector series It was concluded that use of mathematical and statistical models in estimating returns helps reduce risks, increase opportunities, and improve the accuracy of estimates.

key words: Yield ,Financial assets , Gas and Petroleum , market

قائمة المحتويات

الإهداء..... 3

شكر وعرفان..... 4

الملخص..... 5

قائمة المحتويات..... 6

قائمة الجداول..... 8

قائمة الأشكال..... 8

قائمة الملاحق..... 8

مقدمة..... 1

الفصل الأول: الجانب النظري..... 3

المطلب الأول:مفاهيم حول الورقة المالية..... 4

تمهيد..... 4

أولا. الأسهم..... 4

ثانيا : السندات..... 8

المطلب الثاني : الأسوق المالية..... 13

أولا:تعريف الأسوق المالية..... 13

ثانيا وظيفة الأسوق المالية..... 13

ثالثا :أنواع الأسواق المالية..... 14

المطلب الثالث : تقييم العائد الورقة المالية..... 16

أولا : مفهوم العائد :..... 16

ثانيًا: أدوات قياس العوائد :..... 17

ثالثًا : طرق قياس العوائد:..... 17

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي..... 19

تمهيد.....20

المبحث الأول: طريقة وأدوات الدراسة.....21

المطلب الأول: طريقة الدراسة..... 21

المطلب الثاني: متغيرات الدراسة والأدوات المستخدمة.....22

المبحث الثاني: تطبيق نموذج الانحدار الخطي البسيط على عائد السوق وعائد السهم..... 25

المطلب الأول : التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة.....25

المطلب الثاني :تقدير معادلة الانحدار.....26

المطلب الثالث :اختبار صلاحية النموذج.....27

المطلب الرابع :التقييم الاحصائي للنموذج..... 30

الملاحق.....41

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
الجدول رقم 1	جدول اختبار ديكي فولر.....	23
جدول رقم 2	اختبار ديكي فولر لسلسلة العائد	27
جدول رقم 3	تقدير معادلة الانحدار في وجود قاطع 27	
جدول رقم4	تقدير معادلة الإنحدار في غياب القاطع.....	32
جدول رقم 5	جدول إختبار LJUNG - GOX.....	33
جدول رقم 6	نتائج المقارنة بين قيمT الجدولية والمحسوبة.....	34
جدول رقم7	نتائج الإختبارات التشخيصية للنوذج.....	35

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
الشكل رقم 1	تطورOAZENI R العائد.....	26
الشكل رقم 2	تطور قطاع الغاز والبترول.....	26
الشكل رقم 3	قاعة القرار لاختبار داربن.....	30

قائمة الملاحق

الرقم	العنوان	الصفحة
ملحق رقم 1	مستخرجات EVIEWS.....	42

مقدمة

مقدمة

تقدير العائد للأصل المالي في البورصة يعتبر عملية حاسمة للمستثمرين، حيث يسعون لفهم كيفية تحقيق العائد على استثماراتهم. يتضمن تقدير العائد عدة عناصر مهمة مثل تحليل الأصول، وتقييم المخاطر، وفهم الظروف الاقتصادية والسياسية. يعتمد تقدير العائد للأصل المالي في البورصة على مزيج من التحليل الأساسي والفني، وتقييم المخاطر، والتوقعات الاقتصادية، ويساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة تنعكس توقعاتهم بشأن العائدات المحتملة والمخاطر المرتبطة بها في البورصة.

إشكالية الدراسة:

وعلى الضوء ماسبق يمكننا طرح الإشكال الرئيسي التالي:

كيف نقدر العائد للأصل المالي في بورصة الكويت خلال فترة محددة؟

وبناء على الإشكالية الرئيسة تتفرع التساؤلات التالية:

- ما مدى كفاءة نموذج الانحدار الخطي البسيط في تقدير الأصول المالية المسعرة في بورصة الكويت للفترة 16_04_2023الى غاية 15_06_2023 ؟
- هل يؤثر المتغير التابع على المتغير المستقل؟
- هل عوائد الاصول المالية في البورصة الكويتية مستقرة ام غير مستقرة وهل تتغير مع الزمن؟

فرضيات الدراسة:

للإجابة على إشكالية الدراسة وأسئلتها الفرعية نطرح الفرضيات التالية:

- الفرضية1: نموذج الانحدار الخطي البسيط يعتبر كفء في تقدير تقدير الأصول المالية المسعرة في بورصة الكويت للفترة 16_04_2023الى غاية 15_06_2023
- الفرضية2 : يؤثر المتغير التابع على المتغير المستقل أي أن هناك علاقة طردية بين عائد السهم وعائد السوق الوزني
- الفرضية 3: عوائد الأصول المالية في البورصة الكويتية غير مستقرة تتغير مع الزمن.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- ✓ التعرف على السوق المالي الكويتي
- ✓ تقديم تفسير وتحليل يساعد على فهم سلوك أسعار الأسهم المدرجة في السوق بالشكل الذي يمكن المستثمرين من رسم سياستهم الاستثمارية في اختيار الأسهم المراد الاستثمار فيها .
- ✓ تحديد درجة تأثر عوائد الأسهم المدرجة بسوق الكويت والمحافظ المالية بتقلبات عوائد السوق .

أهمية الدراسة:

- تسليط الضوء على خصائص البيئة المالية في بورصة الكويت التي كانت ولا زالت محط اهتمام الدارسين والباحثين كما تشكل حقلا خصبا للتطبيق لإبراز أهمية العلاقة بين العائد والخطر مما قد يشكل إضافة معينة.
- على الرغم من كل التطورات التي شهدها نموذج لانحدار الخطي البسيط , فإن البحث في هذا النموذج والتطبيق على سوق الكويت قد يسهم في رفد المكتبة العربية بجزئية ولو بسيطة في هذا المجال .

حدود الدراسة:

حتى تتضح ملامح وحدود الدراسة لابد من تحديد المجال الزماني والمكاني لها:

المجال المكاني: تتمثل في دراسة السوق الكويتي للأوراق المالية وبالتحديد لإحدى الشركات المدرجة في البورصة .

المجال الزماني: امتدت الحدود الزمانية للدراسة من 2023/04/16 إلى 2023/06/15 التي تتمثل في سلوك الأسعار اليومية لأسهم هذه الشركة والمعبر عنها بأسعار الإغلاق ومؤشر السوق وهو مايسمح باختبار نموذج لانحدار الخطي البسط في هذا السوق .

منهج الدراسة:

قصد دراسة هذا الموضوع للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار فرضياته والبحث في جوانبه المختلفة والحصول على نتائج وإعطاء تفسيرات استخدامنا المنهج الوصفي التحليلي من خلال دراسة الإطار النظري حول الأوراق المالية والعائد مع استعمال دراسة حالة بورصة الكويت لتحليل النتائج المتوصل إليها .

هيكل الدراسة:

للإجابة على إشكالية الدراسة , ولتحقيق أهدافها قسمت هذه الدراسة إلى مقدمة , خاتمة , ومبحثين حيث خصص المبحث الأول للجانب النظري وذلك للإحاطة بجوانب الموضوع , كما خصص المبحث الثاني للدراسة التطبيقية وذلك لاختبار الفرضيات والتوصل إلى النتائج .

المبحث الأول: الجانب النظري

المطلب الأول:مفاهيم حول الورقة المالية

تمهيد

الأوراق المالية، تُعد أدوات استثمارية قابلة للتداول تُمثل إما حقوق ملكية في شركة أو ديون مستحقة عليها. تُستخدم هذه الأوراق بشكل أساسي في تمويل الأنشطة التجارية وتوفير فرص استثمارية للأفراد والمؤسسات. يمكن للأوراق المالية أن تمثل مصدراً هاماً للعائدات، ولذلك فهي تُعد استثمارات جذابة في الأسواق المالية ومن أمثلتها الأسهم والسندات.

أولا. الأسهم

تعريف الأسهم :

الأسهم هي حقوق ملكية على الشركة المصدرة لها[1]. حيث السهم يمثل حق المساهمفي رأس مال إحدى شركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم، أو هيئات ومؤسسات أخرى لها شخصية معنوية عامة أو خاصة، رأسمالها مقسم إلى أسهم أو حصص متساوية[2]. ويتم تمثيل ملكية الأسهم بصكوك ، حيث يوضح كل صك القيمة الاسمية للسهم، اسم الشركة المصدرة للسهم، نوع السهم ورقمه، عدد الأسهم بالصك[3].

هناك تعريف آخر يرى بأن التكوين هو عملية شاملة معقدة تتناول جميع التدابير اللازمة لإيصال الفرد إلى وضع يخوله بالطالع بوظيفة معينة وانجاز المهام التي تطلبها وجعله قادرا على متابعة عمله.

أنواع الأسهم

هناك عدة أنواع، تتنوّع باختلاف النظرة إليها و باختلاف شكلها، و سنقوم بتناولها كما سيأتي:

أولا: من حيث شكلها

فيجب أن تتخذ الأسهم شكلاً يسمح بتداوله بسهولة، و هي ثلاثة أنواع:

1- أسهم اسمية هي التي تحمل اسم مالكها و تثبت ملكيته بقيد اسمه في سجل الشركة، حيث تُدار هذه الأسهم من طرف الشركات المصدرة لها، كما يمكن أن تسند هذه المهمة لمؤسسات مالية متخصصة فيذلك فتصدر الأسهم في الشكل الاسمي حتّى يتم الوفاء بها، و الحكمة من ذلك أن الأسهم الاسمية لا تتداولإلا بطريق القيد في دفاتر الشركة، الأمر الذي يمكنها من معرفة أسماء المتنازلين السابقين، و اسم

[1]Frederic Mishkin, op.cit. p40

[2]سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان بيروت، الطبعة الأولى، 2005، ص15 .

[3] عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة، الأردن عمان، الطبعةالأولى، 2008 ، ص 17.

المتنازل إليهالأخير، فتستطيع إذاً الشركة أن توجّه إليه المطالبة بأداء الباقي من قيمة السهم في حالة عدم دفعه لها من قبل.[1]

2- أسهم لحاملها : و هو السهم لا يحمل اسم صاحبه، و إنما يعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، فتصبح حيازته دليلا على الملكية. فإن تداوله يجري عن طريق تسليمه، و بهذا لا تستطيع الشركة معرفة أسماء الأشخاص الذين تداولوا السهم، بل و لا اسم الشخص الذي يحمله، إذ قد لا يتقدم المساهم عند توزيع الأرباح إلا بالقسيمة[2].

3- أسهم للأمر : هذا النوع يتضمّن اسم صاحبه، مع إضافة عبارة " لأمر " أو "لإذن"، و نقل ملكيته تكونبتظهيره وذلك بكتابة اسم المالك الجديد، مع توقيع المالك السابق دون الحاجة للرّجوع إلى سجلات الشركة، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، الشيء الذي يمنع هذه الأخيرة من التعرف على المساهم الأخير، لهذا يشترط في هذا النوع من الأسهم أن تكون كاملة الوفاء، أي دفعت كل قيمتها الاسمية(2).

ثانيا من حيث الحصة المدفوعة

ينقسم السهم، بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها المساهم إلى نوعين:

1- الأسهم النقدية : تكون الأسهم نقدية إذا كانت الحصة المقدمة مقابلاً لها قد تمت نقدا، سواء بعملية قانونية أو شيك أو أي أوراق تجارية قابلة للانتقال و التداول، حيث يجب الوفاء بربع قيمتها الاسمية على الأقل عند تأسيس الشركة على أن تسدّد القيمة الاسمية بالكامل خلال مدة لا تتجاوز خمس سنوات من تاريخ تأسيس الشركة.

لقد نصت المادة 596 من القانون التجاري الجزائري على " ... و تكون الأسهم النقدية مدفوعة عند الاكتتاب بنسبة الربع (1/4) على الأقل من قيمتها الاسمية و يتم وفاء الزيادة مرة واحدة أو عدة مرات بناءاً على قرار من مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب كل حالة، في أجل لا يمكن أن يتجاوز 5سنوات ابتداءً من تاريخ تسجيل الشركة في السجل التجاري. لا يمكن مخالفة هذه القاعدة إلا بنصتشريعي صريح.. من خلال هذه المادة نلاحظ أنّ المشرع أحاط هذا النوع من الأسهم بمجموعة من الشروط التي لا يمكن مخالفتها في أي حال إلا بصدور نصّ تشريعي ينص صراحة على ذلك.

2- الأسهم العينية: هي التي يحصل عليها مؤسس الشركة لقاء تقديمه مالا غير النقود، كعقار أو منقول مادي أو معنوي و من أمثلة الحصص العينية قطعة أرض يقام عليها منشآت الشركة أو مبنى بأكملها تستوفيه

[1] أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات و أحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي للنشر و التوزيع، المملكة العربية السعودية، 2003، ص 54.

[2] أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات و أحكامها في الفقه الإسلامي، المرجع السابق ص 54ص 55.

الشركة لإدارتها، أما النوع الآخر فهي المنقولات المادية كالسيارات أو البضائع أو منقول معنوي كبراءة اختراع أو نموذج صناعي، و تدخل هذه الحصص النقدية في تكوين رأسمال الشركة[1].

فيما يخص إثبات الاكتتاب بهذا النوع من الأسهم، تنص المادة 597 على "يتم إثبات الاكتتاب النقدية بموجب بطاقة اكتتاب تعد حسب الشروط المحدّدة عن طريق التنظيم.و القوانين التي تجيز للشركة إصدار أسهم عينيّة تشترط أن تكون المقدّمات التي قدمها صاحب الأسهم العينية تساوي في قيمتها قيمة تلك الأسهم، و لهذا تخضع المقدمات العينية إلى تقدير قيمتها نقدا، بهدف التحققمن تساوي قيمتها مع قيمة الأسهم وذلك حماية لرأس المال الذي يمثل الضمان العام للدائنين.[2]

يجب الوفاء بقيمة الأسهم العينية كاملة بمجرد الاكتتاب فيها، إعمالاً لما نص عليه المشرع في نص المادة596 من ق.ت.ج ...و تكون الأسهم العينية مسددة القيمة بكاملها حين إصدارها.[3]

ثالثا : من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها

الأصل أن جميع أسهم شركة المساهمة تعتبر أسهما عاديّة تطبيقا لمبدأ المساواة، بالنسبة لتساوي قيمة الأسهم من جهة، و تساوي حقوق و واجبات أصحابها من جهة أخرى. غير أن بعض الأسهم تعطي لأصحابها حقوقا و امتيازات إضافية، إذا فتنقسم هذا النوع من الأسهم إلى أسهم عادية و أخرى ذات حق الأفضلية[4]، و ذلك امتثالا لنص المادة 715 مكرر 244[5]، و سنتناول كل منها على حدى:

1- الأسهم العادية: نصت عليها المادة 715 مكرر ، و هي الأسهم التي يمتلكها أغلبية المساهمين، و تمنحهم حقوقا و التزامات متساوية، و يوزّع على أصحابها الأرباح التي تبقى بعد أرباح الأسهم الممتازة.

إن التساوي في القيمة الاسمية، يستتبع التساوي في الحقوق الملازمة للسهم كحق الاشتراك في الإدارة عن طريق الحضور في الجمعيات العامة و التصويت فيها نقل ملكية الأسهم بالبيع أو بأي طريق آخر[6]، والحق في الحصول على نصيبهم من الأرباح التي حققتها الشركة خلال سنة مالية واحدة، إذا ما قررت الإدارة توزيعها و الحق في موجودات الشركة عند التصفية، و حق الأفضلية في الاكتتاب بالأسهم عند زيادة رأس المال، و سواها من الحقوق التي سنتطرق إليها بالتفصيل.

---

[1] علي عبد الستار علي الحسين الأرباح التجارية من منظور الفقه الإسلامي، المرجع السابق ،ص387.

[2] سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية : دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصص: تجارة خارجية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015،ص36.

[3] المرسوم التشريعي رقم 93-08 مؤرخ في 23 أفريل 1993، يعدّل و يتمم الأمر رقم 75-59، المتضمن القانون التجاري مؤرخ في26سبتمبر1975، ج.ر عدد 27 لسنة 1993.

[4] بلعربي خديجة، المميزات القانونية للسهم، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في قانون الأعمال كلية الحقوق، جامعة بلقايد، وهران 2014، ص 141.

[5] المادة 715 مكرر 44 تنص " يمكن تقسيم الأسهم العادية الاسمية إلى فئتين اثنتين حسب إرادة الجمعية العامة التأسيسية، تتمتع الفئة الأولى بحق تصويت يفوق عدد الأسهم التي بحوزتها، أما الفئة الثانية فتتمتع بامتياز الأولوية في الاكتتاب الأسهمأو سندات استحقاق جديدة."

[6] إبراهيم الكراسنة إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات،صندوق النقد العربي أبو ظبي، 2010، معهد السياسات الاقتصادية، ص7.

غير أن قاعدة المساواة بين المساهمين لا تتعلق بالنظام العام لهذا الأمر يجوز الاتفاق على مخالفتها في نظام الشركة [1] كأن ينص هذا النظام على منح امتيازات معينة لنوع من الأسهم، بحيث تصبح أسهم الشركة غير متساوية في الحقوق و من هنا تنطلق فكرة الأسهم الممتازة[2].

أ- الاتجاهات الحديثة للأسهم: فضلا عن الأسهم العادية التقليدية ظهرت أنواع جديدة من الأسهم و سنستعرض الأنواع المستحدثة منها كما يلي:

الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية يكون للشركة الواحدة مجموعة من الأسهم العادية تربط فيهاالتوزيعات بالأرباح التي تحققها ككل، و لكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت أنواع أخرى الأسهم من الإنتاجية، يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة. و على الرغم منالمزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلف نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة تسمح تشريعات بعض الدول و منها الولايات المتحدة الأمريكية، للمنشآت التي تبيع حصة أسهمها العادية إلى العاملين بها بخصم التوزيعات لهذه الأسهم من الإيراد قبل الفائدة و الضريبة[3].

الأسهم العادية المضمونة: الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع على الشركة التي أصدرته وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية إلا أنه ظهر و لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية أسهماعادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض في حالة انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى حد معينخلال فترة محددة عقب الإصدار[4].

2- الأسهم الممتازة : يطلق عليها أيضا أسهم الأولوية أو أسهم الأفضلية، رغم أنه سند ملكية مثله مثل السهم العادي إلا أنها تتمتع ببعض المزايا التي لا نجدها في الأسهم العادية.

تعطي هذه الأسهم لحاملها حقوقا إضافية على الحقوق الأساسية للأسهم، كالأولوية في الحصول على الأرباح بنسبة معينة، ففي حالة ما إذا لم تحقق الشركة أرباحا معينة أو قرّرت عدم توزيع الأرباح، حينئذ لا يحق للمنشأة إجراء أي توزيعات حتى يستوفي حملة الأسهم الممتازة حقوقهم من هذه الأرباح المجمدة، كما أنّ حقها في التصويت نادر، بالمقارنة مع حقوق الأسهم العادية في هذا الشأن أما الميزة الأساسية التي

---

[1] عبد القادر البقيرات محاضرات في مادة القانون التجاري الجزائري، كلية الحقوق جامعة الجزائر، د.س.ن، ص 136.

[2] الياس ناصيف، الشركة المغفلة : الأسهم، الجزء الثامن منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004، ص10.

[3] تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري – دراسة مقارنة، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم، تخصص: القانون،كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2013، ص98.

[4] جليخي محمد وليد و بن مكسن إسماعيل البورصة في الجزائر مذكرة تخرج لنيل شهادة الليسانس في علوم الاقتصادية، تخصص " نقود مالية و بنوك، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير دائرة العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي يحي فارس، المدية،2007، ص30.

تستفيد بها الشركة هي عدم تدخل حملة الأسهم الممتازة في إدارة الشركة فهدفهم هو استفاء قيمة أسهمهم .[1]

تصدر هذه الأسهم في الغالب عندما تحتاج الشركة زيادة رأسمالها بقصد تشجيع الجمهور على الاكتتاب في هذه الأسهم الجديدة، لاسيما إذا كانت قيمة الأسهم القديمة في السوق اقل من القيمة الاسمية. و إذا كانت الشركة قد أصدرت سندات و لا يساعد وضعها المالي على تسديد قيمتها، فإنّها تعرض على الدائنين تحويل سنداتهم إلى أسهم ممتازة، و بذلك تتخلّص من دينها بأن يصبح الدائنين مساهمين في الشركة، فإن إصدار المزيدمن الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة.[2]

ثانيا : السندات

تعريف السندات

تعتبر السندات من بين الأوراق المالية الكلاسيكية إلى جانب الأسهم و التي هي محل التداول في بورصات الأوراق المالية، كما أشرنا سابقا فإن السندات تصدر من قبل شركة المساهمة لفرض توسيع و تمويل نشاطاتها، فهي تعد من أدوات سوق رأس المال و هي تتميز عن غيرها من أدوات الأسواق المالية بخصائص مختلفة و تضم أنواعاً تتباين في مصدرها و فتراتها و تأثيراتها و تخضع عوائدها لمقاييس أو معايير متعددة و تفسر تغيراتها بمعالجات تحليلية متفاوتة.

قدمت للسند عدة تعاريف تبعا لاختلاف وجهات النظر إليه، فمنهم من عرفها على أنها " صكوكمتساوية القيمة و قابلة للتداول تمثل قرض طويل الأجل يعقد عن طريق الاكتتاب العام [3]. و عرف السند أيضا بأنه: " صك قابل للتداول تصدره الشركة و يتعلق بقرض طويل الأجل يعقد عادة عن طريق دعوة الجمهورللاكتتاب و يعطي صاحبه الحق في استيفاء الفوائد السنوية وفي استرداد قيمته عند حلول الأجل أو في وقت تعينهالشركة[4].، و هناك من يعرف السندات استنادا إلى خصائصها الشكلية فقط باعتبار السند " الصك الذي يثبت دين الشركة أمام المقرض.[5]

---

[1] حمليل نوّارة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة مقدّمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم التخصص: القانون، كليةالحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو ،2013، ص ص 271 272.

[2] عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية – دراسة فقهية قضائية مقارنة، الطبعة الثانية، دار الثقافة للنشر و التوزيع، الأردن، 2010، ص234.

[3] عبد الباسط كريم ،مولود، تداول الأوراق المالية: دراسة قانونية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2009، ص94.

[4] نشأت عبد العزيز، محمد صلاح سالم، سعر السندات في مصر، توصيف للواقع و مقترحات للتطوير، كتاب الأهرامالاقتصادي الصادرة عن مؤسسة الأهرام، العدد 150 جويلية 2006، القاهرة، ص13.

[5]عبد الباسط كريم ،مولود، تداول الأوراق المالية: دراسة قانونية مقارنة،مرجع سبق ذكره ،ص113.

خصائص السندات

تتسم السندات بعدة خصائص، نذكر أهمها فيما يلي:

إن السندات وفقا للقانون الجزائري هي: " سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية.و من خلال ذلك يمكن أن يتعرف على الخصائص المميزةللسندات من الأحكام التي أوردها المشرع الجزائري، و يمكن حصرها كما يلي[1]:

أولا : القيمة الاسمية للسندات متساوية

تصدر السندات بقيمة اسمية متساوية، كما تجدر الإشارة إلى أن المشرع لم يحدد قيمة معينة لكل سند، و هو الحكم نفسه مع السهم، كما سبق لنا أن تناولناه.

ثانيا: القابلية للتداول

تنص المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري التي تنص "القيم المنقولة هي سندات قابلة التداول تصدرها شركات المساهمة و تكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر، و تمنح حقوق مماثلة حسب الصنف و تسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأس مال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها.

نجد كذلك المادة 715 مكرر 81 تنص " سندات الاستحقاق هي سندات قابلة للتداول، تحولبالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية.

ثالثا : عدمالقابلية للتجزئة

حيث يشترك السهم والسند في هذه الصفة، بدليل فحوى المادة 715 مكرر 32 التي تنص :

تعتبرالقيم المنقولة تجاه المصدر سندات غير قابلة للتجزئة مع مراعاة تطبيق المواد المتعلقة بحق الانتفاع و ملكية الرقابة.

إضافة إلى هذه الخصائص التي تناولها المشرع الجزائري، يمكن الإشارة إلى خصائص أخرى للسندات:

إن السندات أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر و لمستثمر تحدد فيها العوائد الدورية و حق نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة وذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية و مهما كانت ربحية الجهات المصدرة و ظروفها للمالية.

[1] أيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص: قانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2012، ص75.

- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة أهمها ما يتعلق تقلبات أسعار الفائدة.
- تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمها الاسمية و هما أدنى عند بيعها بخصم و بقيم أعلىعند بيعها.
- تتحرك فوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها و ذلك لأن مستثمري السندات يخصمون التدفقات النقدية للمستقبلية الثابتة عند الأسعار للمرتفعة للفوائد، و هنا فإن المعدلات الأعلى خصما تقدم أعلى سندات، و هناك أيضا:
- تمثل السندات قرض جماعي، فالشركة لا تتعاقد مع كل مقرض على حدى.
- تقترض السندات لمدة تتراوح ما بين (10-30) سنة.
- كلما كانت فترات التسديد أطول و أسعار الفوائد أدنى، فإن السندات تحمل مخاطر أكبر، فإن الفترةالأطول للتسديد تجعل سعر السند حساس لتغيرات سعر الفائدة، علما أن حساسية السند لطول مدةالتسديد تزداد عادة بمعدل متناقص.[1]

أنواع السندات

هناك أنواع عديدة، فلم يعد الإصدار مقصورا على السندات التقليدية ذات العائد الثابت،

بل استحدثت أنواعاً مختلفة من قبل الأوساط المالية و أدّت لها القوانين بالتنظيم و لا تزال هذه الأوساط تفكر في المزيد من الأنواع الأخرى، و تتفنن في كيفية جذب أصحاب رؤوس الأموال إلى استثمار مدخراتهم

في للمؤسسات الاقتصادية و المالية بأية وسيلة مجدية.

أولاً: من حيث الضمان

تنقسم السندات وفقا لهذا المنظور إلى:

1- السندات المضمونة هي تلك السندات التي تصدر بضمان شخصي كالكفالة المصرفية أو عينية كالرهن العقاري تلجأ الشركة لإصدار هذا النوع من السندات إذا ما خشيت ضعف إقبال المدخرين على الاكتتاب في السندات المطروحة من قبلها ولحملة السندات المضمونة الحق في الأولوية و التتبع على المال المرهون، و من أمثلة هذه السندات السندات الحكومية.[2]

[1] بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS،تخصص: مالية، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007، ص، ص69-70.

[2] تواتي نصيرة ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري – دراسة مقارنة، مرجع سبق ذكره، ص115.

تعتبرهذه السندات بأنها تلك التي تصدر بقيمتها الاسمية و تعطي حاملها فائدة محددة و لكنها مضمونة بضمان شخصي أو عيني لصالح حملتها بالإضافة إلى مالهم من ضمان عام على جميع أموال الشركة، و من أمثلة الضمان الشخصي الكفالة التي يقدمها البنك لضمان الوفاء بالسندات، و من أمثلة الضمان العيني رهن رسمي أو حيازي تقرره الشركة على بعض أعيانها لضمان الوفاء بالسندات[1].

2- السندات غير المضمونة: هي تلك السندات غير المقترنة بضمانات شخصية كانت أم عينية، فيعتمد حامل السند في تسديد قيمة هذا الأخير عند حلول الآجال على إجمالي أصول الشركة المصدرة و مركزها المالي،

بمعنى قدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه دائنيها.[2]

ثانيا : من حيث الفوائد

و تنقسم إلى سندات ذات عائد ثابت و أخرى ذات عائد متغير.

1- سندات ذات عائد ثابت تكون فوائدها السنوية ثابتة ومحددة عند الإصدار، و حاملها على علم بقيمة الفائدة التي يستوفيها عند الاستحقاق، و ذلك بغض النظر عما إذا كانت الشركة حققت أرباحا أم لا. رغم للمزايا التي يتضمنها هذا النوع، إلا أنه ينطوي على مخاطر متعددة، لذا فعادة ما يستعمل هذا النوع من السندات لتغطية قروض قصيرة المدى.

اختارت شركة سوناطراك هذا النوع عند إصدارها لسندات القرض "سوناطراك" بفائدة ثابتة تقدر به 13% سنويا لمدة قرض هي 5 سنوات[3].

2 سندات ذات عائد متغير هي على خلاف الأولى، حيث تكون فوائدها السنوية متغيرة غير ثابتة، و يكون هذا التغير مقترناً بأساسات حسابية[4].

ثالثا: من حيث القيمة التي تصدر بها السندات

تنقسم إلى ثلاث أنواع و هي:

1 سندات تباع بالقيمة الاسمية التي تصدر بها حيث يتواجد هذا النوع من السندات في الحالات العادية أين تصدر السندات و تباع بنفس القيمة.

---

[1] عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية – دراسة فقهية قضائية مقارنة، ص253.

[2] حمليل نوّارة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سبق ذكره ص 279.

[3] SONATRACH, notice d'information, emprunt obligatoire 1998, visa de la COSOB, N° 97/001, du 18/11/1997.

[4] حمليل نوّارة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص279.

2- سندات تباع بقيمة جارية أعلى من الاسمية ينتشر هذا النوع من السندات عند ظروف معينة، مثلا عندما يكون الطلب كبير على السندات، فقد يجري بيعها بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية لسبب أو لآخر[1].

3- سندات تباع بقيمة جارية أقل من القيمة الاسمية و هي تلك التي تعرف بسندات عديمة الكوبون؛ بمعنى أن الشركة المصدرة لمثل هذه السندات تطرحها للبيع بسعر أقل من قيمتها الاسمية، على أن توفي قيمتها كاملة في ميعاد الاستحقاق، فتكون هي تلك الفائدة التي يحصل عليها حامل السند، بحيث لا تدفع فوائد طيلةمدة القرض.[2]

كذلك تعرف بأنها سندات تصدرها الدولة لمواجهة العجز في ميزانيتها، أو بهدف مواجهة التضخم، وتتميز هذه السندات بأنها قليلة المخاطر. و السبب في ذلك أنها مضمونة من الحكومة. كما أنها تتمتع بدرجة عالية من السيولة، حيث يمكن لحامليها تحويلها من خلال البورصة[3].

رابعا: من حيث الجهة المصدرة للسند

تنقسم إلى سندات صادرة عن الشركات وسندات صادرة عن الدولة.

1- السندات الصادرة عن الشركات هي سندات تصدرها الشركات التابعة للقطاع الخاص أو القطاع العام؛ كخيار بديل عن إصدار الأسهم الذي قد لا يناسب الشركة، أو عن اللجوء للاقتراض من البنوك الداخلية أو الخارجية، الغرض الذي قد يلقى رفضا أو قبولاً ، لكن بنفقات الشركة في غنى عنها، فيكون إصدار السندات أفضل خيار و أحسن استثمار[4].

إضافة إلى آخر مصدر تمويلي طويل الأجل، و يتوقف اتخاذ المستثمر لقراره الاستثماري على طبيعة السندات المصدرة من حيث أجال استحقاقها و سيولتها والعائد عليها و درجة المخاطر المرتبطة بها.

2- السندات الصادرة عن الدولة أو الهيئات العامة هي سندات تصدرها الدولة لمواجهة العجز في ميزانيتها أو بهدف مواجهة التضخم، هذه السندات تتميز بأنها قليلة للخاطر، و السبب في ذلك أنها مضمونة من الحكومة، كما أنها تتمتع بدرجة عالية من السيولة، حيث يمكن لحامليها تحويلها من خلال البورصة. كذلك تلجأ الدولة إلى إصدار السندات حينما تفضّل اللجوء إلى ادّخارات الأفراد لتمويل مشاريعها عن اللجوء إلى مصادرها الخاصة – أي الخزينة العمومية التي عادة ما تؤثر سلبا على ميزانيتها السنوية. تقترن

---

[1] تواتي نصيرة ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري – دراسة مقارنة، مرجع سابق، ص 116.

[2] حمليل نوّارة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سبق ذكره ص277.

[3] تواتي نصيرة ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري – دراسة مقارنة، مرجع سابق، ص 116.

[4] حمليل نوّارة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سبق ذكره ص 276.

هذه السندات بمشاريع تنموية و عادة ما تسمى باسمها. كما قد تكون هذه الإصدارات لتغطية حاجة ملحة كالحروب أو حالة الطوارئ حيث تطمح الدولة في جمع ادخارات الأفراد[1].

المطلب الثاني : الأسوق المالية

أولا:تعريف الأسوق المالية

تطلق السوق المالية على عملية تتكون من مرحلتين:

– المرحلة الأولى : المرحلة التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية، وهي ما تعرف بـ (السوق الأولية).

– المرحلة الثانية : المرحلة التي يتم فيها تداول هذه الأوراق، وهي ما تعرف بـ (السوق الثانوية).

تتناول السوق المالية الحالات التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية طويلة الأجل، كالأسهم والسندات، وهي ما تعرف بـ (سوق رأس المال)، والحالات التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية قصيرة الأجل،

كأذون الخزانة، وشهادات الإيداع ، وهي ما تعرف بـ (سوق النقد) .

تتضمن الأسواق المالية (القنوات التي ينساب فيها المال من قطاعات ومؤسسات وأفراد في المجتمع إلى قطاعات ومؤسسات وأفراد آخرين، من خلال بعض المؤسسات التي تعمل كوسيط بين المجموعتين، والتي يطلق عليها الوسطاء الماليون.[2]

ومن خلال ما سبق، يمكن تعريف السوق المالية بأنها (المجال الذي يتم من خلاله إصدار أدوات معينة، للحصول على الأموال اللازمة للمشروعات الإنتاجية وغيرها، وتداول هذه الأدوات.

ثانيا وظيفة الأسوق المالية

تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في تيسير حصول الفئات ذات العجز المالي على الأموال اللازمة لها من الفئات ذات الفائض المالي، إما بطريق مباشر، أو بطريق غير مباشر ؛ كما تؤكد على ذلك الكتابات المتخصصة في هذا الشأن. فقد جاء في كتاب مقدمة في الأسواق المالية يعتبر الهدف الأساسي من وجود الأسواق المالية في الاقتصاد القومي هو : تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية، التي تتوفر فيها أموال

[1] حمليل نوّارة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق،ص 276.

[2] اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية، د. نادية أبو فخرة مكاوي، مكتبة النهضة العربية، ط1 ، 1999 ص15.

فائضة عن احتياجاتها الاستثمارية، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الأموال، بالقياس إلى حجم برامجها الاستثمارية.[1]

وجاء في كتاب البورصات والهندسة المالية : الوظيفة الأساسية لسوق المال: تحقيق التدفقات الفعالة وذات الكفاءة العالية لأموال الاستثمارات الطويلة الأجل من المدخرين إلى المستثمرين.

وجاء في كتاب نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية: يؤدي سوق المالمن خلال منشآته – وظيفة اقتصادية هامة، تتمثل في تحويل موارد مالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز[2].

وتؤدي السوق المالية هذه الوظيفة بطريقين من طرق التمويل :

1 – التمويل المباشر :

وفيه تحصل الوحدات ذات الاحتياج المالي على احتياجاتها المالية مباشرة من الوحدات ذات الفائض، إما عن طريق الاقتراض المباشر، وإما عن طريق إصدار الأوراق المالية المختلفة، مثل: الأسهم والسندات، وأذونات الخزانة.

وهذا التمويل إما أن يتم بدون وساطة أي من المؤسسات المالية، وإما أن يستعان فيه بخدمات بعض المؤسسات المالية التي تملك أساليب تسويقية متنوعة، مثل: مصارف الاستثمار، وسماسرة الأوراق المالية.

٢ – التمويل غير المباشر :

وذلك من خلال المؤسسات المالية الوسيطة، مثل: البنوك التجارية، وشركات التأمين، وصناديق المعاشات وغيرها، حيث تقوم هذه المؤسسات بتجميع الأموال من الوحدات ذات الفائض، إما من خلال الودائع الجارية، والودائع لأجل، وودائع التوفير، وإما من خلال إصدار أوراق مالية خاصة، مثل وثائق التأمين على الحياة، وشهادات الإيداع وشهادات الاستثمار ، ثم تقوم باستخدام هذه الأموال في تقديم القروض لمن يحتاجها، أو شراء الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها الوحدات ذاتالاحتياج المالي.

وإنما عد ذلك تمويلاً غير مباشر؛ من جهة أن الأموال انتقلت من الوحداتذات الفائض إلى الوحدات ذات الاحتياج بواسطة هذه المؤسسات.

ثالثا :أنواع الأسواق المالية

تصنف الأسواق المالية حسب أسس ومعايير مختلفة، رغم ذلك تبقىمتداخلةومنالصعب الفصل بين أنواعها، نوضح في ما يلي أهم الأنواع حسب مجموعة من المعايير :

---

[1] البورصات والهندسة المالية، د. فريد النجار، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998/1999 ، ص 91.

[2] نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، د. أحمد أبو الفتوح د. أحمد أبو الفتوح الناقه مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998، ص820.

1. من حيث نقل الملكية

يمكن تمييز الأسواق المالية من حيث المساهمة المباشرة في الاستثمار أو في التداول إلى الأسواق المالية الأولية والأسواق المالية الثانوية.

1.1. الأسواق المالية الأولية يتم بيع الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات في السوق الأولية، حيث تطرح الحكومة السندات وأذون الخزانة لتمويل الإنفاق العام، بينما تطرح الشركات ومؤسسات الأعمال السندات والأسهم للحصول على احتياجاتها التمويلية لتنفيذ خططها الاستثمارية. والإصدار قد يشمل الإصدار الجديد والمتعلق بشركات تحت التأسيس، والتي تقوم بطرح أسهمها للاكتتاب العام لأول مرة، الاصدار الجديد يمثل زيادة في رأس المال للشركات القائمة.[1]

تعد السوق الأولية هي الوسيلة التي تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها. يعتبر بنك الاستثمار من الشركات الهامة في السوق الأولية. بينما في الدول التيتتسم بصغر حجم سوق الأوراق المالية، قد تتولى البنوك التجارية مهمة الترويج للإصدار.

2.1. الأسواق المالية الثانوية هي الأسواق المالية المحلية والدولية التي يجري فيها تداول الأدوات المالية ويتحقق فيها نقل ملكية هذه الأدوات من شخص إلى آخر. تولد هذه الأسواق تأثيرات مختلفة على الأسواق الأولية، والتي من أهمها:[2]

– تجعل من الأسهم والسندات أكثر سيولة، فتخدم الأسواق الأولية في خلق السيولة الضروريةللاستثمارات الجديدة. وذلك حيث تزيد رغبة المشترين عند الاصدار في الأسواق الأولية؛

– المشترين للأدوات المالية في الأسواق الأولية، لا يدفعون عادة أسعارا أعلى من الأسعار السائدة في الأسواق الثانوية، فيتزايد رؤوس أموال المؤسسات المصدرة من خلال الوضع الملائم في الأسواق الثانوية

2. من حيث الاعتبار الزمني:

يمكن اعتماد الزمن من حيث فترة التعاقد والانجاز ، كأساس لتمييزالأسواق المالية بين الأسواق المالية الحالية والأسواق المالية المستقبلية:

1.2. الأسواق المالية الحالية هي الأسواق التي يتم فيها عرض وتداول وتسجيل الأدوات المالية المختلفة، وتعقد فيها الصفقات عادة بشكل فوري.

[1] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي مصر، 2008، ص22.

[2] هوشيار معروف كاكا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن ، 2003، ص62-63

2.2. الأسواق المالية المستقبلية هي أسواق آجلة، يتم فيها عقد صفقات الشراء أو البيع للأوراقالمالية، ثم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل، تعرف هذه الأسواق أيضا بأسواق المشتقات المالية.

3.من حيث أنواع الأدوات

يمكن تصنيف الأسواق المالية من حيث أنواع الأدوات وفترات استثمارها إلى ثلاثة أنواع رئيسة:

1.3 . أسواق رأس المال : هي أسواق متخصصة في الاستثمارات بعيدة المدى، والتي تتجاوز فترات سدادها السنة الواحدة، وتتعامل بشكل رئيسي بالأسهم العادية والممتازة والسندات، سواء أكانت هذه الأدوات تعود إلى شركات خاصة أو مؤسسات حكومية أو خزينة مركزية أو مصالح اقليمية... يعرف سوق رأس المال بأنه سوق الصفقات المالية طويلة الأجل والتي تنفذ اما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل اصدارات مالية طويلة الأجل. من المؤسسات التي تقوم على التعامل في سوق رأس المال : مؤسسات مصرفية منها؛ بنوك التنمية الصناعية، البنوك العقارية، بنوك الاستثماروالأعمال، ومؤسسات غير مصرفية؛ هيئات التأمين صناديق الادخار والتأمين، شركات التأمين

2.3.الأسواق النقدية: هي أسواق تتعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل، التي لا تتجاوز فترات استثمارها غالبا سنة واحدة، وبالتالي فإن تسمية الأسواق المعنية بهذه الأدوات أسواق نقدية جاءت بسبب سرعة وسهولة تحولها إلى السيولة يتولى الجهاز المصرفي القيام بهذه المعاملات. ومن أهم مؤسسات هذه السوق؛ البنك المركزي، البنوك التجارية بيوت الصرافة من أدوات الاستثمار في سوق النقد؛ أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، شهادات الايداع المصرفية والقبولات المصرفية والقروض تحت الطلب.

3.3. أسواق الصرف الأجنبي: تشمل هذه الأسواق كافة المعاملات المتعلقة بتبادل العملات الدولية.وتتسم بالخصائص العامة للأسواق المالية، التي من أهمها عدم اشتراط مكان معين وانجاز نشاطاتها . خلال شبكات الاتصالات المنتشرة عبر المراكز المالية في كافة أنحاء العالم. تتسم أسواق الصرف الأجنبي بالتسليم الفوري وبسيولة التداول كالأسواق غير المنظمة. وتعتمد هذه الأسواق على عدد كبير من البنوك التجارية وزبائنها والوسطاء والمتاجرين المهتمين بتبادل العملات الدولية.[1]

المطلب الثالث : تقييم العائد الورقة المالية

أولا : مفهوم العائد :

لكل استثمار وجهان وجه يمثل العوائد التي سوف تتحقق من هذا الاستثمار والوجه الآخر يمثل المخاطر التي سيتعرض لها المستثمر عندما يربط أمواله في هذا الاستثمار، ومن القرارات المهمة في هذا المجال هو

[1]هوشيار معروف كاكا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره ص 70.

اختيار الاستثمار الذي تلائم عوائده ومخاطره هذا هو المبدأ العام وهذا هو أيضا المقصودبالمبادلة بين المخاطر والعوائد بمعنى تحديد حجم العائد المرغوب في الحصولعليه لقاء المخاطر التي يتعرض لها المستثمر.

تعتبر عوائد الأوراق المالية المرهونة بأصل واحدة من المفاهيم المعقدةومتعددة الجوانب في مجال المحاسبة والتي ترتبط بصورة وثيقة مع معايير الربحوالقيمة والسعر[1].

العائد هو المكافأة أو التدفق النقدي الذي يحصل عليها المستثمر نظيرانتظار استثمار أمواله خلال فترة زمنية معينة.

كما يعرف العائد بأنه عبارة عن نسبة توزيعات الأرباح إلى قيمة الاستثمارأو التكاليف، ويعرف بأنه هو أحد طرق مقاييس الأداء يستخدم كمؤشر لمقارنة أداء استثمار واحد أو استثمارات متعددة ويحسب بقسمة الربح على تكلفة الاستثماروتكون كنسبة مئوية أو توزيعات حصص.

كما عرف أيضا بأنه المردود الذي يحققه الاستثمار، ولكي يكون لهذاالمردود معنى فإنه تجب نسبته للأموال الذي ولدته، أو المقابل الذي يطمح المستثمر للحصول عليه مستقبلا نظير استثماره لأمواله.

ثانيًا: أدوات قياس العوائد :

العائد على حقوق الملكية يمكن قياس نسبة العائد لكل وحدة نقدية من حقوق الملكية، وكلما ارتفع هذا العائد كلما كان الأمر أفضل لأن هذايعنيأن البنك يمكنه توزيع المزيد من الأرباح على المساهمين. العائد على الأصول: يعتبر هذا المعدل مقياس جيد للربحية وللكفاءة الإدارية طالما أن الهدف تعظيم صافي الثروة، ويدل هذا العائد على مدى استغلال البنك لأصوله في توليد الربح.

- معدل هامش الربح يعكس مدى كفاءة الشركة في إدارة ومراقبة تكاليفها.
- معدل منفعة الأصول وتسمي استعمال الأصول، حيث يدل هذا المؤشرعلى الاستغلال أو الاستعمال الأفضل للأصول أي إنتاجية الأصول.
- معامل الرفع المالي: يعمل لصالح الشركة حينما تكون الأرباح إيجابية، وفي نفس الوقت مقياس للمخاطرة لأنه يعكس حجم الأصول التي يمكن للشركة خسارتها قبل أن تصل الشركة إلى مرحلة العجز عن الوفاءبالتزاماته.[2]

[1] ابراهيم بكر محمد بن يوسف ، تقييم العائد والمخاطر المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل دراسة ميدانية ، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية ، المجلد 37 العدد 1 ، 2023 ص 958-959.

[2] ابراهيم بكر محمد بن يوسف ، تقييم العائد والمخاطر المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل دراسة ميدانية ، مرجع سبق ذكره ،ص 960.

ثالثًا : طرق قياس العوائد:

تشتمل أنواع العوائد وطرق قياسها بتناول أنواع العوائد والطرق المختلفة لقياسها بمختلف مسمياتها.

- قياس العوائد بالعوائد التاريخية

لقياس العائد عن طريق العوائد التاريخية لابد من تحديد التكلفة الأولية لسعر شراء أصل معين وسعر البيع لذلك الأصل، فالفرق بين سعر البيع للأصل وسعر الشراء يمثل العائد لذلك الأصل وبما أنه قد يتم استلام توزيعات نقدية من خلال توزيعات أرباح أو فوائد لأوراق مالية لهذا الأصل فهذه التدفقات تمثل عائدا إضافيا إضافة لذلك العائد الذي تم التحصل عليه من خلال الفرق بين سعر البيع وسعر شراء الأصل المعين، فالنتيجة النهائية للعائد تتمثل في أن العائد يمثل الفرق بين سعر البيع والشراء للأصل المعين مضافا إليه تلم التدفقات النقدية الواردة كعوائد من توزيعات وفوائد.

- قياس نظام العائد على الاستثمار :

سمينظام العائد على الاستثمار يعرف على أنه حاصل ضرب نسبتين مهمتين وهما نسبة الربحية إلى المبيعات نسبة هامش الربح ونسبة المبيعات إلى التشغيل (نسبة دوران الموجودات، ويسمى أيضا بنظام دو بونت وهي شركة أمريكية من كبرى الشركات في مجال الكيماويات وهذه الشركة قامت بتطويره واستخدامه فلذلك باسمها ، وهذا النظام يساعد إدارة الشركة في تحديد المشاكل التي تواجه أداء الشركة وبالتالي يتم اتخاذ الإجراءات التصحيحية نحوها، وكذلك يوضح هذا النظام الأثر الذي تتركه القرارات الصادرة من إدارة الشركة نحو إجمالي أرباحها وصيغة نظام العائد على الاستثمار يحسب بقسمة قيمة صافي الأرباح على إجمالي الاستثمار.

- حساب عائد الاستحقاق للسندات:

فتتعد أنواع السندات فقد تكون سندات بمعدل فائدة متغيرة أو سندات بدون فائدة أو سندات قابلة للتحويل أو سندات قابلة للاسترجاع أو سندات مضمونة أو سندات غير مضمونة والسندات هي وسيلة للحصول على الأموال للشركات والحكومات بالاقتراض من الجمهور وبفوائد وعوائد معينة يحصل عليها الشخص المقرض فلذلك لابد من حساب عائد الاستحقاق لتلك السندات عند حلول زمنها، ولحساب عائد الاستحقاق بمعرفة مبلغ الفائدة الإسمية والقيمة الإسمية للسند والسعر الحالي للسند.[1]

[1] ابراهيم بكر محمد بن يوسف ، تقييم العائد والمخاطر المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل دراسة ميدانية، مرجع سبق ذكره ،ص 961.

المبحث الثاني: الجانب التطبيقي

تمهيد

بعد استكمالنا للجانب النظري للدراسة والذي تناولنا فيه الإطار المتعلق بالمفاهيم الأساسية العائد و الورقة المالية و الاسهم والسندات ، وتوضيحها بشكل عام وسعيا لتحقيق الأهداف المرجوة من الدراسة سنحاول فيما يلي الإجابة عن إشكالية الدراسة والتي تتمحور حول تقدير العائد للأصل المالي في بورصة الكويت خلال فترة2023 وللإلمام أكثر بالجانب التطبيقي ولاختبار مدى صحة فرضيات الدراسة، قسم هذا الفصل إلى مبحثين نتطرق في كل مبحث للجوانب الآتية:

المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة، حيث تم التطرق إلى مجتمع الدراسة والمتمثل في بورصة الكويت للأوراق المالية، عينة الدراسة، وأساليب اختبارها ، وتلخيص المعطيات المجمعة. ومن ثم الانتقال إلى توضيح الأدوات التي تم استخدامها في الدراسة.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها حيث يتم عرض ومناقشة هذه النتائج بطريقة متسلسلة.

المبحث الأول: طريقة وأدوات الدراسة

يتم التطرق في هذا المبحث إلى توضيح منهجية الدراسة وكذلك طريقة جمع بيانات الدراسة من خلال اختيار المجتمع والعينة وكذلك مصادر جمع المعلومات بالإضافة إلى الأدوات المستخدمة في الدراسة.

المطلب الأول: طريقة الدراسة

حتى تتحقق الأهداف المرجوة من الدراسة كان من الضروري الإحاطة بمجتمع ، عينة الدراسة، منهجية الدراسة وكذلك الأساليب الإحصائية المستعملة لحساب النتائج.

وفي ما يلي نعرض المنهجية والأدوات المستخدمة في انجاز الدراسة:

أولا.مجتمع وعينة الدراسة

كون الموضوع الذي ندرسه يتمحور حول تقدير العائد للأصل المالي في بورصة الكويت ، فإن عينة الدراسة تتمثل في شركة واحدة في بورصة الكويت وهذا خلال الفترة الممتدة من 2023/04/16 إلى غاية 2023/06/16.

ثانيا.نظرة عامة عن بورصة الكويت[1]

تأسست شركة بورصة الكويت لأوراق المالية (ش. م. ك) عامة في أبريل بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة أسواق المال رقم 2013/37 الصادر بتاريخ 20 نوفمبر 2013. وفي تاريخ 25 أبريل 2016 تولت شركة بورصة الكويت مسؤولية إدارة عمليات سوق الكويت لأوراق ألمالية وحصلت الشركة على الترخيص الرسمي كبورصة أوراق مالية في تاريخ أكتوبر 2016 لتحل محل سوق الكويت لأوراق المالية تمهيدا لبدء مشروع الخصخصة. وبعد مضي سنتين نجحت المرحلة الأولى من خصخصة بورصة الكويت في فبراير 2019، حيث فاز تحالف مكون من مشغل عالمي بالإضافة إلى مجموعة من الشركات الاستثمارية الكويتية بمزايدة خصخصة البورصة للاستحواذ على نسبة تبلغ 44% من الشركة،وفي ديسمبر 2019 اكتملت عملية – الخصخصة من خلال الاكتتاب العام لحصة هيئة أسواق المال البالغة 50% من أسهم ألشركة وذلك للمواطنين الكويتيين. إذ تم تغطية الطرح بنسبة تفوق 850% ليأتي ذلك تتويجاً لكافة الجهود التي بذلتها الشركة منذ تأسيسها، حيث أصبحت البورصة الوحيدة في الشرق الأوسط المملوكة للقطاع الخاص. ومن المتوقع أن تعزز خطوة تخصيص أول مرفق حكومي مكانة الدولة كمركز مالي إقليمي بالتوازي مع رؤية "كويت جديدة 2035"، وسيمنح القطاع الخاص دوراً أكبر في تطوير الاقتصاد الوطني، مع تحقيق التنوع الاقتصادي.

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

هذا ولعبت بورصة الكويت منذ إنشائها، وفي إطار استراتيجياتها، دوراً فاعلاً في تطوير وضع السوق بشكل عام، وبما يتفق مع المعايير الدولية. فقد تعاملت بجدية مع احتياجات السوق وعملت على توفير الأدوات الاستثمارية، وإعادة هيكلة السوق لرفع قدرته التنافسية من خلال زيادة السيولة، وتعزيز الشفافية، وتدعيم ثقة المستثمرين، وجذب الاستثمارات. ولهذا، ونتيجة لتنفيذ مراحل عديدة من خطة طويلة الأمد على مدار الأعوام السابقة لإصلاح السوق، فقد حققت بورصة الكويت مجموعة من الإنجازات البارزة التي تفخر بها وهي الإنجازات التي جعلتها في الطليعة بين الأسواق الأخرى في المنطقة. وكان أحدثها وأبرزها ذلك الإنجاز الذي تحقق بإعادة تصنيف سوق رأس المال الكويتي كسوق ناشئة" في أكبر وأهم المراجع لمؤشرات الأسهم وآخرها مؤسسة MSCI للأسواق الناشئة، والذي أُعلن عنه في ديسمبر 2019. ويأتي ذلك بعد إدراج الكويت في مؤشرات الأسهم العالمية S&P DJI ضمن تصنيف الأسواق الناشئة في ديسمبر 2018 وفي مرجع مؤشر FTSE Russell للأسواق الناشئة في سبتمبر 2017.

وتعد هذه الإنجازات مؤشر قوي للثقة الكبيرة من جانب المستثمرين، وبالتالي توجههم نحو الاستثمار في السوق الكويتي، مما يعكس التقدم السريع والاستجابة للإصلاحات الواسعة التي نفذتها بورصة الكويت بفاعلية كبيرة وبناء على تخطيط مدروس، وذلك بالتعاون مع هيئة أسواق المال والشركة الكويتية للمقاصة. كما أنها تدل على نجاح خطة بورصة الكويت في الوصول إلى المستثمرين الدوليين.

المطلب الثاني: متغيرات الدراسة والأدوات المستخدمة

تهدف هذه الدراسة لفحص نموذج الإنحدار الخطي البسيط على الشركة المدروسة في بورصة الكويت، ومعرفة ما مدى تأثر عوائد هذه الأسهم بتقلبات عوائد السوق.

✓ تحديد متغيرات الدراسة

تم تحديد متغيرات الدراسة إعتمادا على النظرية الإقتصادية والتى تقر بوجود علاقة بين عائد السوق وعائد السهم

أ. عائد السهم (متغير تابع)

هو مؤشر مالي يستخدم لقياس أداء الشركة وربحيتها في فترة محددة يعتبر عائد السهم من أهم المؤشرات المالية التي يستخدمها المستثمرون لاتخاذ القرارات الإستثمارية.

ب. عائد السوق (متغير مستقل)

هو مقدار الدخل الذي سيحصل عليه المستثمر عند بيع الاوراق المالية بقيمتها الحالية وقد تم إختيار قطاع البترول والغاز .

✓ الأدوات المستخدمة

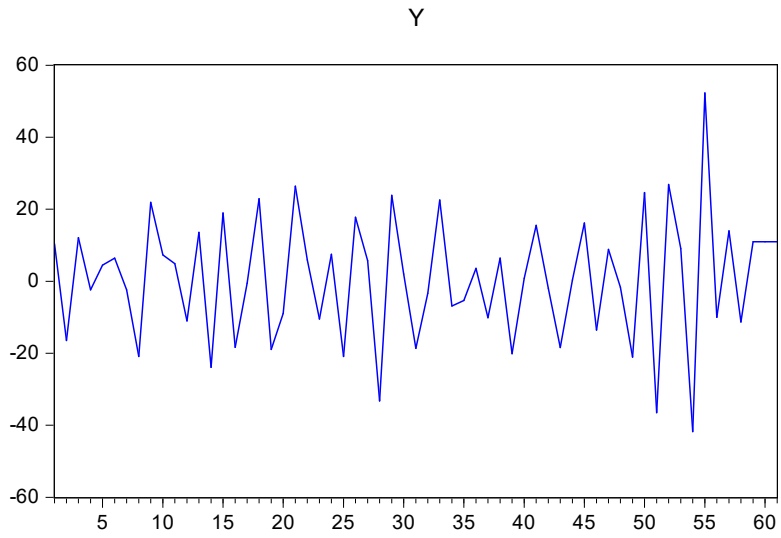
من أجل إثراء هذه الدراسة إستعنا في عملية جمع المعلومات على الأدوات التالية

- إستخدام البرنامج الإحصائي EXCEL
- إستخدام البرنامج الإحصائي eviews 10 لإخراج نتائج النموذج

المبحث الثاني: تطبيق نموذج الانحدار الخطي البسيط على عائد السوق وعائد السهم

المطلب الأول : التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة

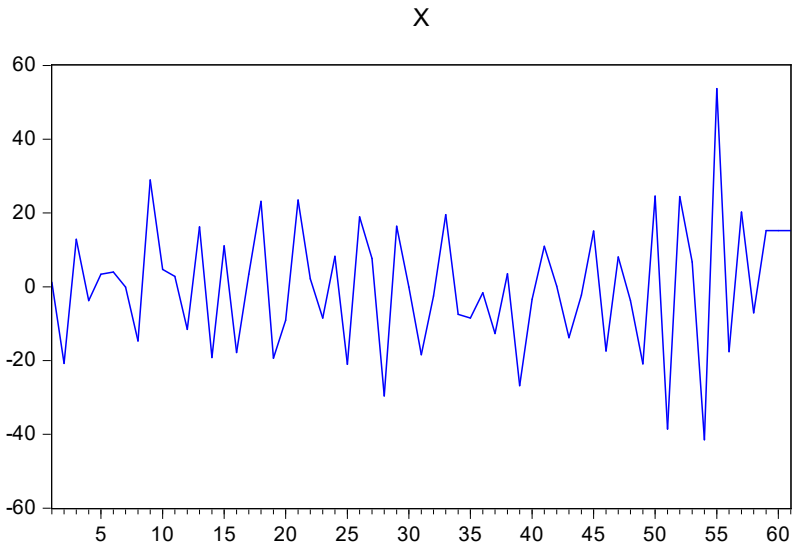
التمثيل البياني للمتغيرات



الشكل رقم 1 تطورR OAZENI العائد

المنحني رقم 01 تطور R Oazeniالعائد

المصدر مخرجات برنامج Eviews-10



الشكل رقم 2 تطور قطاع الغاز والبترول

المنحني رقم 02 تطور قطاع الغاز البترول

المصدر مخرجات برنامج Eviews-10

✓ أولا: إستقرارية النموذج

الفرضية الصفرية: السلسلة الزمنية غير مستقرة و تحتوي علي جذر الوحدة

الفرضية البديلة: السلسلة الزمنية مستقرة لا تحتوي علي جذر الوحدة

اختبار ديكي فولر و فيليب برون

جدول رقم1 جدول إختبار ديكي فولر

اختبار ديكي فولر المطور (الصادرات)	*إحصائية t*	*القيمة الحرجة*
النموذج 1	-8.949	0.000
النموذج 2	-8.861	0.000
النموذج 3ا	-8.801	0.000
اختبار فيلبس بيرون	***إحصائية t***	***القيمة الحرجة***
النموذج 1	-14.158	0.000
النموذج 2	-14.037	0.000
النموذج 3	-13.922	0.000

المصدر : من إعداد الطالب بناء على مخرجات EVIEWS

من خلال نتائج اختبار ADF و **فيلبس بيرون** لسلسلة قطاع الغاز البترول نقبل الفرضية البديلة و التي تعني ان السلسلة الزمنية لا تحتوي علي جذر الوحدة و بالتالي فهي مستقرة عند الدرجة صفر

جدول رقم 2 إختبار ديكي فولر لسلسلة العائد

اختبار ديكي فولر المطور Y	إحصائية t	القيمة الحرجة
النموذج 1	-10.845	0.000
النموذج 2	-10.797	0.000
النموذج 3ا	-10.743	0.000
اختبار فيلبس بيرون	***إحصائية t***	***القيمة الحرجة***
النموذج 1	-14.033	0.000
النموذج 2	-13.932	0.000
النموذج 3	-13.859	0.000

المصدر : من إعداد الطالب بناء على مخرجات EVIEWS

من خلال نتائج اختبار ADF و **فيلبس بيرون** لسلسلة R Oazeni **العائد** نقبل الفرضية البديلة و التي تعني ان السلسلة الزمنية لا تحتوي علي جذر الوحدة و بالتالي فهي مستقرة عند الدرجة صفر

المطلب الثاني :تقدير معادلة الانحدار

النموذج رقم 01

الجدول رقم 3 تقدير معادلة الانحدار في وجود القاطع

جدول رقم 3 تقدير معادلة الإنحدار في وجود القاطع

المتغيرات	المعاملات	الاحتمال
C	0.574	0.224

قطاع الغاز البترول	0.978	0.000
Prob(F-statistics) =0.000	$R^2 = 0.957$	DW=1.486

تقدير معادلة الإنحدار في وجود القاطع

المصدر مخرجات برنامج Eviews-10

معادلة الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغري

$$Y = 0.978 * X + 0.574$$

من خلال الجدول رقم 01 نجد أن القاطع غير معنوي وذلك أن قيمة الإحتمال أكبر من 5 %

جدول رقم 4تقدير معادلة الإنحدار في غياب القاطع

المتغيرات	المعاملات	الاحتمال
قطاع الغاز البترول	0.978	0.000
Prob(F-statistics) =0.000	$R^2 = 0.956$	DW=1.449

الجدول رقم 5 تقدير معادلة الانحدار في غياب القاطع

المصدر مخرجات برنامج Eviews-10

المطلب الثالث :اختبار صلاحية النموذج

(DW) اختبار الارتباط الذاتي للاخطاء اختبار ديربن واتسون

ينص اختبار ديربن واتسون علي وجود فرضيتين

✓ $H_0 \rho = 0$: **فرضية العدم** تنص علي انعدام الارتباط الذاتي

✓ $H_1 \rho \neq 0$: **الفرض البديل** تنص علي وجود الارتباط الذاتي

أختبار وجود مشكلة الارتباط الذاتي:

أختبار داربن واتسون : Durbon-Watson (D.W) Test

العالم داربن اشتق اختبار للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي يستند على افتراض أن حدود الخطأ العشوائي u_t لنموذج الانحدار الخطي العام تعاني من الارتباط الذاتي من الدرجة الاولى ($\varepsilon_t + u_{t-1}\rho = u_t$) .

شروط استخدام اختبار داربن واتسون:

1- أنموذج الانحدار يجب أن يتضمن على الحد الثابت.

2- الارتباط الذاتي بين الاخطاء العشوائية يكون من الدرجة الاولى ($\varepsilon_t + u_{t-1}\rho = u_t$).

3- أنموذج الانحدار يجب أن لا يتضمن على قيمة أو قيم مرتدة زمنيا لمتغير الاستجابة ضمن المتغيرات التفسيرية.

فرضية الاختبار تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الخطاء العشوائية, هذه الفرضية توصف بفرضية العدم الآتية:

$$H0 : \rho = 0$$

مقابل الفرضية البديلة الآتية:

$$H1 : \rho \neq 0$$

هذا الاختبار يعتمد على الاخطاء العشوائية الناتجة من انموذج الانحدار وتحت الافتراض المذكور اعلاه.

أحصاءة الاختبار التي يرمز لها (D.W) والتي تسمى بمعامل داربن-واتسون تحسب وفق الصيغة الآتية:

$$D.W = \frac{\sum_{t=2}^{n}(e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^{n} e_t^2} = \frac{\sum_{t=2}^{n} e_t^2 - 2\sum_{t=2}^{n} e_t e_{t-1} + \sum_{t=2}^{n} e_{t-1}^2}{\sum_{t=1}^{n} e_t^2}$$

كلما كبر حجم العينة وأخذ بالاقتراب من المالانهاية بمعنى ($n \longrightarrow \infty$) فان:

$$\sum_{t=2}^{n} e_t^2 \cong \sum_{t=1}^{n} e_t^2 \cong \sum_{t=2}^{n} e_{t-1}^2$$

$$\sum_{t=2}^{n} e_t e_{t-1} \cong \sum_{t=1}^{n} e_t e_{t-1}$$

بالاعتماد على ما ورد اعلاه يمكن تعديل صيغة معامل داربن-واتسون لتصبح كلآتي:

$$D.W \cong \frac{\sum_{t=1}^{n} e_t^2 - 2\sum_{t=1}^{n} e_t e_{t-1} + \sum_{t=1}^{n} e_t^2}{\sum_{t=1}^{n} e_t^2} \cong \frac{\sum_{t=1}^{n} e_t^2}{\sum_{t=1}^{n} e_t^2} - \frac{2\sum_{t=1}^{n} e_t e_{t-1}}{\sum_{t=1}^{n} e_t^2} + \frac{\sum_{t=1}^{2} e_t^2}{\sum_{t=1}^{n} e_t^2}$$

$$\cong 1 - \frac{2\sum_{t=1}^{n} e_t e_{t-1}}{\sum_{t=1}^{2} e_t^2} + 1 \cong 2 - \frac{2\widehat{Cov}(e_t e_{t-1})}{\widehat{Var}(e_t)}$$

من النتيجة الاخيرة لصيغة معامل داربن واتسون نحصل على العلاقة بين قيمة معامل داربن والقيمة المقدرة لمعامل الارتباط الذاتي من الدرجة الاولى والمبينة بالآتي:

$$D.W \cong 2 - 2\hat{\rho} \cong 2(1 - \hat{\rho})$$

بالاعتماد على العلاقة بين قيمة معامل داربن والقيمة المقدرة لمعامل الارتباط الذاتي من الدرجة الاولى, وبما ان $-1 \leq 1\hat{\rho} \leq$, نجد أن قيمة معامل داربن تقع ضمن الفترة $0 \leq D.W \leq 4$, الجدول التالي يبن تحليل العلاقة بين القيمة المقدرة لمعامل الارتباط الذاتي وقيمة معامل داربن:

$\hat{\rho} = 1$	→	**D.W=0**
$\hat{\rho} = 0$	→	D.W=2
$\hat{\rho} = -1$	→	D.W=4

من تحليل العلاقة اعلاه نجد انه كلما اقتربت قيمة معامل داربن من الصفر دل على وجود أرتباط ذاتي موجب.وكلما اقتربت من 4 دل على وجود أرتباط ذاتي سالب. في حين القيمة الوسطى 2 تشير الى انعدام الارتباط الذاتي.

قاعدة القرار أي قبول فرضية العدم من عدمها:

تعتمد قاعدة القرار الخاصة باختبار فرضية الارتباط الذاتي على تحديد القيمة الدنيا dL والقيمة العليا dU لمعامل داربن والمتوفرة في الجداول الخاصة باختبار داربن–واتسون والتي تحدد على اساس درجة الحرية (n) وعدد المتغيرات التفسيرية, وبالاعتماد على هاتين القيمتين فأن قاعدة القرار تكون كالآتي:

- اذا كانت $0 < D.w < dL$ ترفض فرضية العدم H0 (بمعنى وجود ارتباط ذاتي موجب)

- اذا كانت $dL < D.w < dU$ الاختبار يكون فاشل.
- اذا كانت $dU < D.w < 4-dU$ تقبل فرضية العدم H0 (بمعنى عدم وجود ارتباط ذاتي).
- اذا كانت $4-dU < D.w < 4-dL$ الاختبار يكون فاشل.
- اذا كانت $4-dL < D.w < 4$ ترفض فرضية العدم H0 (بمعنى وجود ارتباط ذاتي سالب)

الرسم البياني التالي يبن قاعدة القرار لاختبار داربن:

الشكل رقم 3 قاعة القرار لاختبار داربن

من جدول داربن واتسون ولمستوى دلالة 0.05 ودرجة (61 , 1) اذ ان (1) يمثل عدد المتغيرات التفسيرية (متغير تفسيري واحد), و (61) تمثل حجم العينة (n= 61), نجد أن dL=1.449 و du=1.38 .

نلاحظ $Du=1.38 < D.w =1.44 < 4-1.449$ وكما موضح في الشكل أعلاه يجعلنا نقبل الفرضية الصفرية التي تنص علي عدم وجود الارتباط الذاتي العدم (H0: ρ=0).

جدول رقم5 جدول إختبار LJUNG - GOX

اختبار Ljung-Gox

فرضية العدم H_0 : معاملات الارتباط الذاتي مساوية للصفر			
0.236	Prob	Q-stat=32.987	Q-Stat

الجدول رقم 5اختبار Ljung-Gox

المصدر مخرجات برنامج EVIEWS-10

- يشير اختبار Ljung-Gox بان احتمالية Q-stat تساوي 0.236 و هي **أكبر**من مستوي المعنوية 5% مما يجعلنا نقبل الفرضية الصفرية التي تنص علي عدم وجود الارتباط الذاتي

المطلب الرابع :التقييم الاحصائي للنموذج

✓ أولا:معامل التحديد 2

معامل التحديد R^2 هو مقياس احصائي يحدد كفاءة و دقة نموذج الانحدار وقيمته تتراوح بين الصفر و الواحد وبتعبير اخر يبين نسبة التباين) تباين قيم المتغير المحدد (من قبل او من خلال المتغيرات المفسرة، حيث بلغت قيمته$R^2 = 0.95.65$ مما يعني ان المتغير المستقل يفسر 95.65% من تغيرات المتغير التابع النشاط البنكي.

✓ ثانيا:اختبار ستيودنت (اختبار معنوية المعلمات)

يمكن توضيح نتائج اختبار ستيودنت من خلال المقارنة بين القيم المحسوبة و القيم الجدولية وهذا عند مستوى5% بالمائة.

جدول رقم 6 نتائج المقارنة بين قيم Tالجدولية والمحسوبة

المقدرات	المعاملات	القيمة المحسوبة T_c	القيمة T_t الجدولية	قيمة P-value
X	β_1	36.35	1.96	0.000

الجدول 07 نتائج المقارنة بين قيمT الجدولية والمحسوبة

المصدر مخرجات برنامج EVIEWS-10

من خلال الجدول نجد ان القيمة الجدولية لاختبار ستيودنت المستخرجة من الجدول عند درجة -6

2=4 حرية تساوي

$$T_t^{\alpha=0.05} = 1.96$$

وبمقارنتها بالقيم المحسوبة نجد ان كل القيمة المحسوبة اكبر من القيمة الجدولية مما يعني وجود معنوية إحصائية للمتغيرات المفسرة وانها تؤثر في المتغير التابع أي العائد R

✓ ثالثا:جودة النموذج

من اجل دراسة جودة النموذج نجري الاختبارات التشخيصية التالية:

جدول رقم 7نتائج الإختبارات التشخيصية للنوذج

اختبار عدم ثبات التباين Heteroskedasticity Test Breusch-Pagan-Godfrey			
فرضية العدم H_0: ثبات التباين			
F-statistique	0.08	Prob F(1,59)	0.765

اختبار Ljung-Gox			
فرضية العدم H_0 : معاملات الارتباط الذاتي مساوية للصفر			
Q-Stat	Q-stat=32.987	Prob	0.236
اختبار مربعات البواقي ARCH effect			
فرضية العدم 0 :لا يوجد اثر arch			
Q-Stat	19.554	Prob	0.107
اختبار التوزيع الطبيعي			
فرضية العدم البواقي تتبع التوزيع الطبيعي			
Jarque-Bera	0.331	Prob	0.847

الجدول رقم 7 نتائج الاختبارات التشخيصية للنموذج

المصدر مخرجات برنامج Eviews-10

- يشير اختبار عدم ثبات التباين بان احتمالية فيشر تساوي 0.765 و هي اكبر من مستوي المعنوية 5% مما يجعلنا نقبل فرضية العدم العدم القائلة بثبات تباين البواقي.
- يشير اختبار Ljung-Gox بان احتمالية Q-stat تساوي 0.236 و هي اكبر من مستوي المعنوية 5% مما يجعلنا نقبل فرضية العدم العدم القائلة بان معاملات الارتباط الذاتي مساوية للصفر.
- يشير اختبار اختبار مربعات البواقي ARCH effet بان احتمالية Q-stat تساوي 0.107 و هي اكبر من مستوي المعنوية 5% مما يجعلنا نقبل فرضية العدم العدم القائلة بان معاملات الارتباط الذاتي مساوية للصفر.
- يشير ا اختبار التوزيع الطبيعي بان احتمالية Jarque-Bera تساوي 0.107 و هي اكبر من مستوي المعنوية 5% مما يجعلنا نقبل فرضية العدم العدم القائلة بان البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

تاثير معدل الاسترداد مقارنة بالنشاط البنكي معادلة الدراسة:

$R = 0.978 *$ قطاع الغاز البترول

من خلال النموذج نجد ان تاثير قطاع الغاز البترول مقارنة ب R هي علاقة طردية اذ ان زيادة بوحدة واحدة في قطاع الغاز البترول تؤدي إلى ارتفاع Rا 0.978.

خاتمة

تمت هده الدراسة بهدف تقدير العائد للاصل المالي في بورصة الكويت في الختام، يمكن القول إن تقدير العائد للأصل المالي في البورصة يعد أمرًا بالغ الأهمية للمستثمرين وصناع القرار المالي. من خلال التحليل الدقيق للمؤشرات المالية والأدوات التحليلية المتاحة، يمكن تحقيق فهم أعمق للأداء المستقبلي للأصول المالية. هذا الفهم يعزز من قدرة المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة ومبنية على أسس علمية.إن استخدام النماذج الرياضية والإحصائية في تقدير العائد يساعد في تقليل المخاطر وزيادة الفرص لتحقيق العوائد المرجوة. كما أن فهم العوامل المؤثرة على عوائد الأصول المالية، مثل الظروف الاقتصادية العامة، والسياسات الحكومية، وحالة السوق، يساهم في تحسين دقة التقديرات.وفي النهاية، تبقى عملية تقدير العائد نشاطًا مستمرًا يتطلب تحديثًا ومراجعة دائمة للبيانات والمعلومات نظراً للتغيرات المستمرة في الأسواق المالية. لذا، فإن الالتزام بالتحليل الدوري والمتجدد يمثل عنصراً حيوياً لنجاح أي استراتيجية استثمارية.

تقييم الفرضيات :

تقضي الفرضية الاولى ان نموذج الانحدار الخطي البسيط يعتبر كفء لمعملية تقدير العائد للاصل المالي في بورصة الكويت وقد تبين أنه يصلح لهذه العملية

اما الفرضية الثانية فتقضي بوجود علاقة طردية بين المتغييرين عائد السوق وعائد السهم وهذا ما أثبتته نتائج الدراسة .

اما الفرضية الثالثة فتقضي بأن عوائد الأصول المالية في البورصة الكويتيةغير مستقرة تتغير مع الزمن وهذا ما أثبتته النتائج المتحصل عيها وله عدة عوامل تؤثر عليها .

قائمة المصادر والمراجع

أولا: المراجع باللغة العربية

❖ أ – الكتب

- سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان بيروت، الطبعة الأولى، 2005.
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة، الأردن عمان، الطبعةالأولى، 2008.
- أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات و أحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي للنشر و التوزيع، المملكة العربية السعودية، 2003.
- علي عبد الستار علي الحسين الأرباح التجارية من منظور الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع ، ط1 ، 2011.
- إبراهيم الكراسنة إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات،صندوق النقد العربي أبو ظبي، معهد السياسات الاقتصادية، 2010.
- عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية – دراسة فقهية قضائية مقارنة، الطبعة الثانية، دار الثقافة للنشر و التوزيع، الأردن، 2010.
- عبد الباسط كريم ،مولود، تداول الأوراق المالية: دراسة قانونية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2009.
- اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية، د. نادية أبو فخرة مكاوي، مكتبة النهضة العربية، ط1 ، 1999.
- البورصات والهندسة المالية، د. فريد النجار، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998/1999 .
- نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، د. أحمد أبو الفتوح د. أحمد أبو الفتوح الناقه مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998.
- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي مصر، 2008،
- هوشيار معروف كاكا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن ، 2003.

❖ ب– المقالات

- الياس ناصيف، الشركة المغفلة : الأسهم، الجزء الثامن، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004.
- ابراهيم بكر محمد بن يوسف ، تقييم العائد والمخاطر المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل دراسة ميدانية ، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية ، المجلد 37 العدد 1 ، 2023.
- نشأت عبد العزيز، محمد صلاح سالم، سعر السندات في مصر، توصيف للواقع و مقترحات للتطوير، كتاب الأهرام الاقتصادي الصادرة عن مؤسسة الأهرام، القاهرة.العدد 150 جويلية 2006.

❖ ج – الرسائل الجامعية

- سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية : دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصص: تجارة خارجية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015.
- بلعربي خديجة، المميزات القانونية للسهم، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في قانون الأعمال كلية الحقوق، جامعة بلقايد، وهران 2014.
- تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري – دراسة مقارنة، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم، تخصص: القانون،كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2013.
- جليخي محمد وليد و بن مكسن إسماعيل البورصة في الجزائر مذكرة تخرج لنيل شهادة الليسانس في علوم الاقتصادية، تخصص " نقود مالية و بنوك، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير دائرة العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي يحي فارس، المدية،2007.
- حمليل نوّارة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة مقدّمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم التخصص: القانون، كليةالحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو ،2013.
- أيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص: قانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2012.
- بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS،تخصص: مالية، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007.

❖ د– المراسيم والنصوص التشريعية

- المرسوم التشريعي رقم 93-08 مؤرخ في 23 أفريل 1993، يعدّل و يتمم الأمر رقم 75-59، المتضمن القانون التجاري مؤرخ في26سبتمبر1975، ج.ر عدد 27 لسنة 1993.
- المادة 715 مكرر 44 تنص " يمكن تقسيم الأسهم العادية الاسمية إلى فئتين اثنتين حسب إرادة الجمعية العامة التأسيسية، تتمتع الفئة الأولى بحق تصويت يفوق عدد الأسهم التي بحوزتها، أما الفئة الثانية فتتمتع بامتياز الأولوية في الاكتتاب الأسهم و سندات استحقاق جديدة."

❖ ه – محاضرات

- عبد القادر البقيرات محاضرات في مادة القانون التجاري الجزائري، كلية الحقوق جامعة الجزائر2021-2022

ثانيا : المراجع باللغة الاجنبية

- SONATRACH, notice d'information, emprunt obligatoire 1998, visa de la COSOB, N° 97/001, du 18/11/1997
- Frederic Mishkin, op.cit. p40

ثالثا: المواقع الإلكترونية

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

الملاحق

ملحق رقم 1 مستخرجات EVIEWS

تقدير معادلة الانحدار النموذج رقم 01

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 05/22/24 Time: 23:05
Sample: 1 61
Included observations: 61

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	0.978070	0.026793	36.50461	0.0000
C	0.574233	0.467274	1.228900	0.2240

R-squared	0.957602	Mean dependent var	0.601090
Adjusted R-squared	0.956884	S.D. dependent var	17.57583
S.E. of regression	3.649525	Akaike info criterion	5.459309
Sum squared resid	785.8231	Schwarz criterion	5.528518
Log likelihood	-164.5089	Hannan-Quinn criter.	5.486432
F-statistic	1332.587	Durbin-Watson stat	1.486697
Prob(F-statistic)	0.000000		

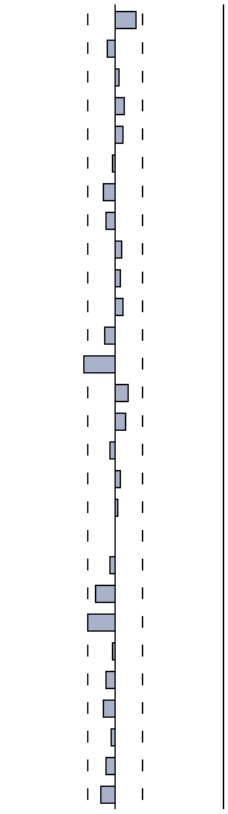
Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 05/22/24 Time: 22:48
Sample: 1 61
Included observations: 61

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	0.978121	0.026907	36.35236	0.0000

R-squared	0.956517	Mean dependent var	0.601090
Adjusted R-squared	0.956517	S.D. dependent var	17.57583
S.E. of regression	3.665009	Akaike info criterion	5.451796
Sum squared resid	805.9375	Schwarz criterion	5.486401
Log likelihood	-165.2798	Hannan-Quinn criter.	5.465358
Durbin-Watson stat	1.449454		

اختبار الإرتباط الذاتي

Date: 05/22/24 Time: 23:08
Sample: 1 61
Included observations: 61



		AC	PAC	Q-Stat	Prob
1		0.197	0.197	2.4825	0.115
2		-0.077	-0.120	2.8675	0.238
3		0.041	0.086	2.9769	0.395
4		0.085	0.052	3.4693	0.483
5		0.066	0.051	3.7684	0.583
6		-0.030	-0.046	3.8310	0.700
7		-0.118	-0.104	4.8277	0.681
8		-0.090	-0.065	5.4117	0.713
9		0.062	0.075	5.6993	0.770
10		0.056	0.028	5.9351	0.821
11		0.067	0.098	6.2795	0.854
12		-0.099	-0.124	7.0513	0.854
13		-0.307	-0.290	14.615	0.332
14		0.128	0.227	15.948	0.317
15		0.094	-0.050	16.680	0.338
16		-0.050	0.033	16.894	0.392
17		0.056	0.156	17.173	0.443
18		0.030	-0.041	17.254	0.506
19		0.003	-0.048	17.255	0.573
20		-0.052	-0.154	17.511	0.620
21		-0.194	-0.238	21.140	0.450
22		-0.255	-0.139	27.525	0.192
23		-0.021	0.100	27.569	0.233
24		-0.083	-0.040	28.278	0.248
25		-0.110	-0.063	29.569	0.241
26		-0.039	-0.100	29.737	0.279
27		-0.095	-0.038	30.764	0.281
28		-0.138	-0.300	32.987	0.236

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test اختبار ارتباط سلسلة البواقي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.811183	Prob. F(2,58)	0.1726
Obs*R-squared	2.116182	Prob. Chi-Square(2)	0.3471

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 05/22/24 Time: 23:10
Sample: 1 61
Included observations: 61
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	0.010714	0.027488	0.389779	0.6981
RESID(-1)	0.250520	0.135056	1.854941	0.0687
RESID(-2)	-0.099812	0.132830	-0.751427	0.4554

R-squared	0.034692	Mean dependent var	0.574232
Adjusted R-squared	0.001405	S.D. dependent var	3.618985
S.E. of regression	3.616442	Akaike info criterion	5.456788
Sum squared resid	758.5618	Schwarz criterion	5.560602
Log likelihood	-163.4320	Hannan-Quinn criter.	5.497474
Durbin-Watson stat	1.850346		

اختبار عدم ثبات التباين Heteroskedasticity

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.089966	Prob. F(1,59)	0.7653
Obs*R-squared	0.092874	Prob. Chi-Square(1)	0.7606
Scaled explained SS	0.080976	Prob. Chi-Square(1)	0.7760

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 05/22/24 Time: 23:11
Sample: 1 61
Included observations: 61

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	13.21100	2.307480	5.725292	0.0000
X	0.039685	0.132309	0.299944	0.7653

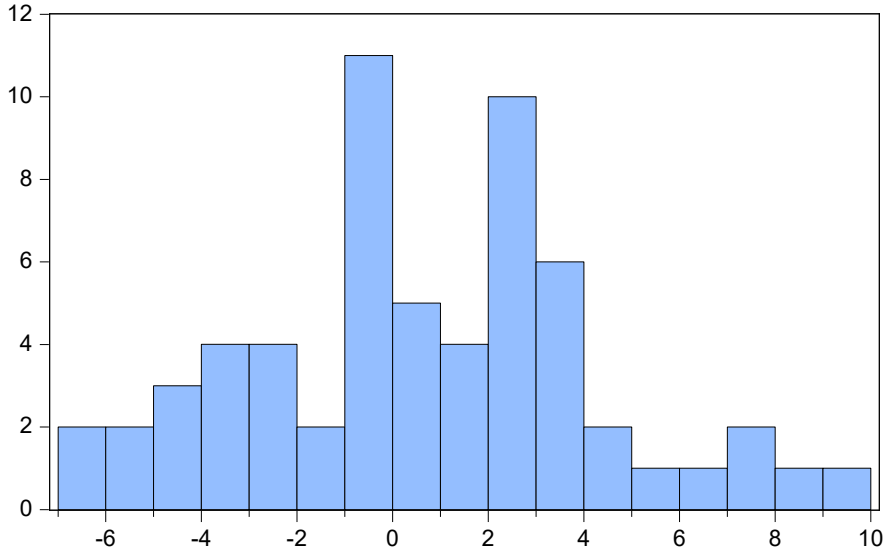
R-squared	0.001523	Mean dependent var	13.21209
Adjusted R-squared	-0.015401	S.D. dependent var	17.88478
S.E. of regression	18.02198	Akaike info criterion	8.653298
Sum squared resid	19162.70	Schwarz criterion	8.722507
Log likelihood	-261.9256	Hannan-Quinn criter.	8.680422
F-statistic	0.089966	Durbin-Watson stat	1.400544
Prob(F-statistic)	0.765274		

اختبار مربعات البواقي ARCH effect

Date: 05/22/24 Time: 23:07
Sample: 1 61
Included observations: 61

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.168	0.168	1.8008	0.180
		2	-0.096	-0.128	2.4025	0.301
		3	-0.160	-0.126	4.1079	0.250
		4	-0.146	-0.114	5.5516	0.235
		5	-0.129	-0.125	6.6991	0.244
		6	0.034	0.029	6.7809	0.342
		7	0.269	0.217	11.917	0.103
		8	0.037	-0.084	12.017	0.150
		9	-0.181	-0.171	14.440	0.108
		10	-0.128	-0.035	15.667	0.110
		11	-0.188	-0.170	18.387	0.073
		12	-0.092	-0.057	19.053	0.087
		13	0.079	0.019	19.554	0.107

اختبار التوزيع الطبيعي



Series: Residuals	
Sample 1 61	
Observations 61	
Mean	0.574232
Median	0.393089
Maximum	9.179381
Minimum	-6.515524
Std. Dev.	3.618985
Skewness	0.114351
Kurtosis	2.720261
Jarque-Bera	0.331837
Probability	0.847115

Null Hypothesis: Y has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-14.03379	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.604073	
	5% level	-1.946348	
	10% level	-1.613293	

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

Residual variance (no correction)	218.1118
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	218.1118

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(Y)
Method: Least Squares
Date: 05/23/24 Time: 21:56
Sample (adjusted): 2 61
Included observations: 60 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Y(-1)	-1.539333	0.109688	-14.03379	0.0000

R-squared	0.769484	Mean dependent var	0.010517
Adjusted R-squared	0.769484	S.D. dependent var	31.01976
S.E. of regression	14.89324	Akaike info criterion	8.256218
Sum squared resid	13086.71	Schwarz criterion	8.291124
Log likelihood	-246.6865	Hannan-Quinn criter.	8.269872
Durbin-Watson stat	2.448813		

Null Hypothesis: Y has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-10.84565	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.604746	
	5% level	-1.946447	
	10% level	-1.613238	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(Y)
Method: Least Squares
Date: 05/23/24 Time: 21:55
Sample (adjusted): 3 61
Included observations: 59 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Y(-1)	-2.255983	0.208008	-10.84565	0.0000
D(Y(-1))	0.466601	0.118190	3.947899	0.0002

R-squared	0.818284	Mean dependent var	0.465464
Adjusted R-squared	0.815097	S.D. dependent var	31.08348
S.E. of regression	13.36602	Akaike info criterion	8.056619
Sum squared resid	10183.08	Schwarz criterion	8.127044
Log likelihood	-235.6703	Hannan-Quinn criter.	8.084110
Durbin-Watson stat	2.003775		

Null Hypothesis: Y has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-14.03379	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.604073	
	5% level	-1.946348	
	10% level	-1.613293	

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

Residual variance (no correction)	218.1118
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	218.1118

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(Y)
Method: Least Squares
Date: 05/23/24 Time: 21:56
Sample (adjusted): 2 61
Included observations: 60 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Y(-1)	-1.539333	0.109688	-14.03379	0.0000

R-squared	0.769484	Mean dependent var	0.010517
Adjusted R-squared	0.769484	S.D. dependent var	31.01976
S.E. of regression	14.89324	Akaike info criterion	8.256218
Sum squared resid	13086.71	Schwarz criterion	8.291124
Log likelihood	-246.6865	Hannan-Quinn criter.	8.269872
Durbin-Watson stat	2.448813		

Null Hypothesis: Y has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-10.74321	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.121303	
	5% level	-3.487845	
	10% level	-3.172314	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(Y)
Method: Least Squares
Date: 05/23/24 Time: 21:50
Sample (adjusted): 3 61
Included observations: 59 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Y(-1)	-2.264370	0.210772	-10.74321	0.0000
D(Y(-1))	0.470170	0.119692	3.928156	0.0002
C	-0.710540	3.658879	-0.194196	0.8467
@TREND("1")	0.056738	0.103513	0.548121	0.5858

R-squared	0.820419	Mean dependent var	0.465464
Adjusted R-squared	0.810624	S.D. dependent var	31.08348
S.E. of regression	13.52672	Akaike info criterion	8.112601
Sum squared resid	10063.48	Schwarz criterion	8.253451
Log likelihood	-235.3217	Hannan-Quinn criter.	8.167583
F-statistic	83.75608	Durbin-Watson stat	2.018322
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: Y has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-13.93296	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.544063	
	5% level	-2.910860	
	10% level	-2.593090	

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

Residual variance (no correction)	217.6636
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	217.6636

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(Y)
Method: Least Squares
Date: 05/23/24 Time: 21:57
Sample (adjusted): 2 61
Included observations: 60 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Y(-1)	-1.540266	0.110548	-13.93296	0.0000
C	0.669666	1.937797	0.345581	0.7309

R-squared	0.769957	Mean dependent var	0.010517
Adjusted R-squared	0.765991	S.D. dependent var	31.01976
S.E. of regression	15.00564	Akaike info criterion	8.287494
Sum squared resid	13059.82	Schwarz criterion	8.357306
Log likelihood	-246.6248	Hannan-Quinn criter.	8.314802
F-statistic	194.1272	Durbin-Watson stat	2.452867
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: Y has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-13.85901	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.118444	
	5% level	-3.486509	
	10% level	-3.171541	

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

Residual variance (no correction)	216.4546
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	216.4546

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(Y)
Method: Least Squares
Date: 05/23/24 Time: 21:58
Sample (adjusted): 2 61
Included observations: 60 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Y(-1)	-1.541447	0.111223	-13.85901	0.0000
C	-1.266652	3.946678	-0.320941	0.7494
@TREND("1")	0.063502	0.112544	0.564245	0.5748

R-squared	0.771235	Mean dependent var	0.010517
Adjusted R-squared	0.763208	S.D. dependent var	31.01976
S.E. of regression	15.09460	Akaike info criterion	8.315258
Sum squared resid	12987.28	Schwarz criterion	8.419975
Log likelihood	-246.4577	Hannan-Quinn criter.	8.356219
F-statistic	96.08210	Durbin-Watson stat	2.465067
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: X has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-13.92212	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.118444	
	5% level	-3.486509	
	10% level	-3.171541	

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

Residual variance (no correction)	225.2790
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	193.3407

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(X)
Method: Least Squares
Date: 05/23/24 Time: 21:58
Sample (adjusted): 2 61
Included observations: 60 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X(-1)	-1.521654	0.113817	-13.36936	0.0000
C	-2.212574	4.028063	-0.549290	0.5850
@TREND("1")	0.068938	0.114836	0.600316	0.5507

R-squared	0.758268	Mean dependent var	0.233610
Adjusted R-squared	0.749786	S.D. dependent var	30.78526
S.E. of regression	15.39921	Akaike info criterion	8.355217
Sum squared resid	13516.74	Schwarz criterion	8.459934
Log likelihood	-247.6565	Hannan-Quinn criter.	8.396177
F-statistic	89.39911	Durbin-Watson stat	2.245168
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: X has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-14.03703	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.544063	
	5% level	-2.910860	
	10% level	-2.593090	

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

Residual variance (no correction)	226.7033
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	192.1803

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(X)
Method: Least Squares
Date: 05/23/24 Time: 21:59
Sample (adjusted): 2 61
Included observations: 60 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X(-1)	-1.519821	0.113146	-13.43233	0.0000
C	-0.109550	1.977203	-0.055407	0.9560

R-squared	0.756740	Mean dependent var	0.233610
Adjusted R-squared	0.752545	S.D. dependent var	30.78526
S.E. of regression	15.31407	Akaike info criterion	8.328186
Sum squared resid	13602.20	Schwarz criterion	8.397997
Log likelihood	-247.8456	Hannan-Quinn criter.	8.355493
F-statistic	180.4276	Durbin-Watson stat	2.234043
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: X has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-14.15813	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.604073	
	5% level	-1.946348	
	10% level	-1.613293	

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

Residual variance (no correction)	226.7153
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	192.3928

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(X)
Method: Least Squares
Date: 05/23/24 Time: 22:00
Sample (adjusted): 2 61
Included observations: 60 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X(-1)	-1.519740	0.112177	-13.54768	0.0000

R-squared	0.756727	Mean dependent var	0.233610
Adjusted R-squared	0.756727	S.D. dependent var	30.78526
S.E. of regression	15.18413	Akaike info criterion	8.294905
Sum squared resid	13602.92	Schwarz criterion	8.329811
Log likelihood	-247.8472	Hannan-Quinn criter.	8.308559
Durbin-Watson stat	2.234039		

Null Hypothesis: X has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-8.949438	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.604746	
	5% level	-1.946447	
	10% level	-1.613238	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(X)
Method: Least Squares
Date: 05/23/24 Time: 22:00
Sample (adjusted): 3 61
Included observations: 59 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X(-1)	-1.993929	0.222799	-8.949438	0.0000
D(X(-1))	0.310301	0.127527	2.433228	0.0181

R-squared	0.784259	Mean dependent var	0.610112
Adjusted R-squared	0.780474	S.D. dependent var	30.90987
S.E. of regression	14.48240	Akaike info criterion	8.217056
Sum squared resid	11955.18	Schwarz criterion	8.287481
Log likelihood	-240.4031	Hannan-Quinn criter.	8.244547
Durbin-Watson stat	1.839178		

Null Hypothesis: X has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-8.801104	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.121303	
	5% level	-3.487845	
	10% level	-3.172314	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(X)
Method: Least Squares
Date: 05/23/24 Time: 22:01
Sample (adjusted): 3 61
Included observations: 59 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X(-1)	-1.996537	0.226851	-8.801104	0.0000
D(X(-1))	0.311213	0.129796	2.397718	0.0199
C	-1.292176	3.986426	-0.324144	0.7471
@TREND("1")	0.042875	0.112638	0.380639	0.7049

R-squared	0.784827	Mean dependent var	0.610112
Adjusted R-squared	0.773090	S.D. dependent var	30.90987
S.E. of regression	14.72393	Akaike info criterion	8.282215
Sum squared resid	11923.68	Schwarz criterion	8.423065
Log likelihood	-240.3253	Hannan-Quinn criter.	8.337197
F-statistic	66.86940	Durbin-Watson stat	1.840164
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: X has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-8.949438	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.604746	
	5% level	-1.946447	
	10% level	-1.613238	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(X)
Method: Least Squares
Date: 05/23/24 Time: 22:01
Sample (adjusted): 3 61
Included observations: 59 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X(-1)	-1.993929	0.222799	-8.949438	0.0000
D(X(-1))	0.310301	0.127527	2.433228	0.0181

R-squared	0.784259	Mean dependent var	0.610112
Adjusted R-squared	0.780474	S.D. dependent var	30.90987
S.E. of regression	14.48240	Akaike info criterion	8.217056
Sum squared resid	11955.18	Schwarz criterion	8.287481
Log likelihood	-240.4031	Hannan-Quinn criter.	8.244547
Durbin-Watson stat	1.839178		