

اختبار وجود الأثر الموسمي في أسواق المال الأوروبية

أ. سحنون مريم

جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان

ملخص :

تهدف هذه الدراسة إلى فهم وتفسير سلوك عوائد الأصول المالية، بعد عجز كل من $capm$ و EMH عن تفسير العديد من الوضعيات في السوق المالي والتي هي عبارة عن حالات شاذة ناجمة عن سلوكيات غير عقلانية للمستثمرين ، خصت دراستنا سوق المحافظ المالية الأوروبية هذا السوق الذي تميز بغياب الكفاءة في صيغتها الضعيفة خلال فترة الدراسة الممتدة من أوت 1998 إلى غاية ديسمبر 2013، تم من خلال الدراسة العثور على الأثر الموسمي (أثر جانفي، وأثر نهاية الأسبوع) ، وبالتالي خلصنا أن المستثمر يمكنه تحقيق مكاسب من استغلاله لمثل هذه الحالات الشاذة .

الكلمات المفتاحية: فرضية كفاءة الأسواق المالية ، المالية السلوكية، الحالات الشاذة، الأثر الموسمي ، المحافظ الأوروبية .

Abstract

This study aims to explain the behavior of financial assets returns , after the inability of CAPM and EMH to interpret many situations in the financial market, this anomalies is especially resulting from investors' irrational behavior , This study focuses on the European financial market that is characterized by the lack of efficiency, during the period from August 1998 to December 2013; Seasonal effects (January effect, Weekend effect) were found, and it's worth noting that there is an opportunity for investors to take advantage of this anomaly.

Key words: efficient market hypothesis, behavioral finance , Seasonal effects ,anomalies, European portfolio.

1. مقدمة :

تنص فرضية كفاءة الأسواق المالية على أن السعر يعكس دائما وفورا جميع المعلومات المتاحة حسب ما قدمه FAMA 1970 ، وعليه يتعذر على المستثمرين تحقيق أرباحا غير عادية باستغلالهم للمعلومات ، اعتبرت هذه الفرضية من أقوى النظريات التي تهتم بتفسير سلوك العوائد في الأسواق المالية غير أن ما يحدث في السوق المالي يتعارض في اغلب الأحيان مع مبادئ هذه الفرضية ولعل أهمها مبدئي عقلانية المستثمرين ومجانبة المعلومات ، فقد نجحت هذه الفرضية في تفسير الوضع المثالي للسوق المالية غير أن السوق في الواقع هو فوضوي وغير مثالي ولا يمكن تفسير سلوكه بنظرية واحدة فقط ، فبعد عجز فرضية كفاءة الأسواق المالية عن تفسير العديد من الوضعيات في السوق المالي الناجمة عن سلوكيات غير عقلانية والتي تتيح للمستثمر فرصا للحصول على أرباح غير عادية، بدأ تطور هائل للعديد من الأبحاث التي تنتقض النظرية المركزية وتستبعد فكرة عقلانية المستثمرين .

إن ميدان الدراسة الذي يستخدم أسس علم النفس لتفسير الحالات الشاذة التي تحدث في السوق المالي هو المالية السلوكية ، هذا التيار يأخذ في الاعتبار هيكل المعلومات وخصائص المتعاملين في السوق على أنه يؤثر نظاميا في القرار الاستثماري للمستثمرين . فالمالية السلوكية بنيت بأعمدة أساسية وهي غياب عقلانية المستثمرين ، حدود المراجعة ، وعلم النفس . تحت النظريات المالية التقليدية ، عملية اتخاذ القرار هي تصرف عقلائي (تعظيم المنفعة) ، في المقابل علم النفس يقترح أن عملية اتخاذ القرار البشري يخضع للعديد من الأوهام النفسية التي تسببها تجارب عمليات اتخاذ القرار و التي تنشأ من تبني " الإطار الذهني " حسب هذا التعقيد ، و سرعة تغير المحيط التي نواجهها ، القرارات ليست صحيحة عقلانية ، وعليه المالية السلوكية تنتقد النظريات التقليدية عن طريق دمج هذه الملحوظة وذلك بالخروج عن فكرة عقلانية المستثمرين داخل الأسواق المالية ، إذا كانت معظم النظريات المالية تستند إلى أن المستثمر يأخذ في الحسبان جميع المعلومات المتاحة قبل اتخاذ أي قرار مالي ، فعلم المالية السلوكية يعتمد على علم النفس في تفسير القرارات المالية التي يتخذها المستثمرين وتوضيح لماذا الأفراد يقومون ببيع أو شراء الأسهم؟ ، أو حتى لما لا يشترون الأسهم على الإطلاق ؟

الأثر الموسمي هو من بين الوضعيات الشاذة التي تعرفها السوق المالي و التي تأهل المستثمرين لتحقيق أرباحا في السوق المالي وتم ملاحظته في العديد من الأسواق المالية ، كأثر نهاية الأسبوع إذ من الملاحظ أن أسعار الأسهم تنخفض كل يوم اثنين وترتفع كل يوم جمعة وبالتالي يمكن للمستثمر المضاربة وتحقيق الأرباح ، وكذلك أثر نهاية السنة حيث أن العائد المحقق في شهر جانفي هو أعلى من العوائد في باقي أشهر السنة وهذا ما يخلق فرصا لتحقيق المكاسب الغير عادية . وعليه تم طرح الإشكالية التالية:

**هل يمكن العثور على كل من أثر جانفي وأثر نهاية الأسبوع في أسواق المال الأوروبية ؟
الفرضيات :**

- ✓ لا يمكن استغلال أثر جانفي وبالأخص بعد أن أصبح معروفا في الأسواق الأوروبية.
- ✓ إستراتيجية شراء السهم يوم الاثنين وبيعه يوم الجمعة تعتبر إستراتيجية مربحة في الأسواق الأوروبية .

2. الإطار النظري :

كان أول ظهور لمصطلح كفاءة الأسواق في سنة 1900 مع أعمال Louis Bachelier الذي أثبت أن التغيرات التي تحدث في سلسلة الأسعار تفتقد أي ترابط بينها مما يؤكد على عدم وجود نمط محدد لحركة تلك الأسعار وهذا ما عرف بالسير العشوائي ، طور eurgan fama هذا المفهوم حيث قدم البحث المرجعي في كفاءة الأسواق المالية الذي ركز من خلاله على عرض نظري شامل وتجاوز هذا إلى العمل التجريبي ، وعرف الكفاءة الأسواق بكل وضوح كالتالي :

"السوق الذي أسعارها تعكس تماما و دائما المعلومات المتاحة يدعى كفاء " ⁱ وفي السوق الكفاء، يعكس سعر السهم مؤسسة ما، المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات في شكل: قوائم مالية، معلومات تبشها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر سهم أو التحليلات والتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة. وهذا ما يتوافق مع ما صرح به (Cootner et al (1989) "إن عوائد السهم تعكس مستوى السوق ومستوى معلومات المؤسسات، و أن الأسعار يتبع عملية السير العشوائي ⁱⁱ " .

حسب تعريف كفاءة الأسواق المالية، السوق الكفاء يمكن أن يتواجد بوجود الشروط التاليةⁱⁱⁱ:

- وجود عدد كبير من الأرباح العقلانية أي وجود أكبر عدد ممكن من المستثمرين الذين ينشطون في السوق.

- إذا كان هناك بعض المستثمرين غير عقلانيين ، فإن التجار الغير عقلانيين يقومون إلغاء تأثيرات بعضهم البعض أو المراجحين العقلانيين يقضون على تأثيراتهم بدون أن يؤثروا على الأسعار .

- المعلومات غير مكلفة ومتاحة للمتعاملين في السوق تقريبا في نفس الوقت ، المستثمر يستجيب بسرعة للمعلومات الجديدة ، متسببين في تعديل أسعار السوق .

وتعد السوق كفئة وفقا لثلاث مستويات وهي :

الصيغة الضعيفة لفرضية كفاءة الأسواق المالية تعتمد على أنه لا يمكن الاعتماد على الأسعار السابقة للأسهم لتنبؤ بالتغيرات في الأسعار في المستقبل حيث تقتضي هذه الفرضية بأن تكون المعلومات تاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر الورقة المالية وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية^{iv} ، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات في المستقبلية في الأسعار ، مما يعني بأن محاولة التنبؤ بما يكون عليه سعر السهم ، مثلا في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى، وذلك لأنه إذا كان السعر يتبع تحرك عشوائي فالتغيرات اليوم لا علاقة لها بالأيام الماضية، فإذا كانت المعلومات تصل بطريقة عشوائية فتغيرات الأسعار تكون عشوائية .

مستوى الكفاءة الشبه قوية هي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات المتاحة كأسعار بيع الأسهم وأرباحها والقوائم المالية للشركات المصدرة ولا يستطيع فيها أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية تفوق متوسط عائد السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته على حساب الآخرين نتيجة لتمائل المعلومات المتاحة^v. ويمكن تحديد هذه الأسواق، من خلال مدى قرب الأسعار السوقية من الأسعار الحقيقية ، أو مدى سرعة استجابة الأسعار للأحداث الجديدة وذلك

باستخدام أسلوب تحليل السلاسل الزمنية ، أو التحليل القطاعي باستخدام قياس الأرباح الغير عادية.

كفاءة السوق عند المستوى القوي، ويعرف هذا المستوى بفرضية الصيغة القوية ، وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته ، وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لهم بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية ، حتى وإن استعانة بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار^{vi}.

غير أنه لوحظ وجود العديد من الحالات التي من خلالها يتمكن المستثمر تحقيق أرباحا غير عادية عكس ما نصت عليه هذه الفرضية ، إذ أن هذه الأخيرة كانت تقوم على اتخاذ القرارات العقلانية للاستثمار في الأسواق المالية^{vii}.

في سبعينات القرن الماضي بدأ علماء الاقتصاد وأساتذة المالية المخالفون في الرأي يشككون في نظرية السوق العقلانية هذه لكشف تناقضاتها النظرية وافتقارها إلى سند تجريبي ، وكان ل Tversky and Kahneman الحظ الأوفر في بناء نظرية جديدة تناقض النظريات العقلانية وتقوم على دراسة سلوك المستثمر.

تمثلت هذه الحالات في العديد من الوضعيات التي تحدث في السوق المالي منها ما يعرف بأثر الحجم وأثر القيمة ففي سنة 1981 Banz^{viii} نشر مقالا بعنوان "العلاقة ما بين العوائد والقيمة السوقية للأسهم" : معدلات المردودية الملاحظة على الرأسملة الصغيرة كانت في المتوسط أعلى من تلك ذات الرأسملة الكبيرة ، هذا التشوه كون بطبيعة الحال تشكيك في فرضية كفاءة الأسواق المالية . وأشار^{ix} (Chan ، Chen, 1991) إلى الأخذ في اعتبار أثر المؤسسات المتعثرة ، فمن المعروف أن عدد غير مستهان به من المؤسسات المتعثرة ماليا هي المؤسسات الصغيرة ، فالعوائد المسجلة هي أكثر ارتفاعا مما هو منتظر من قبل عوائد الأسهم للمؤسسات الصغيرة ، وهذا يمثل تعويض لتعرض للخطر المرتبط بهذه المؤسسات المتعثرة. كما ان المحافظ المكونة من أسهم "القيمة" تبدوا أنها تعطي عوائد على رأسمال المال المستثمر أكبر في المدى الطويل ، هذه الأسهم تتميز بعوائد عالية نسبة إلى القيمة الحالية للأصل ، بعد الأخذ في الاعتبار حجم المؤسسة وتباين عوائد المحافظ ، الأسهم تمثل نسب منخفضة (سعر-الربح) تعطي عوائد مرتفعة نسبة لعائد السوق^x.

(1985) De Bondt et Thaler قاموا بتكوين محافظ مصنفة وفقا لتنوع مؤشرات القيمة مثل نسبة القيمة المحاسبية- القيمة السوقية ، سعر السوق - الأرباح ، نمو رقم الأعمال وتاريخ العوائد ، باستخدام معطيات لعوائد بورصية للولايات المتحدة ، وخلصا إلى أن المحافظ المكونة من الأسهم القيمة تعطي عوائد مستقبلية مرتفعة نسبة إلى محافظ مكونة من أسهم "النمو" * لأفق توظيف يصل إلى 5 سنوات .

كل واحد منا يمكنه معرفة أهمية التي يوليها المستثمرين المؤشرات الكبرى (S&P 500, 40 Dow Jones, CAC ، هذا الإنجذاب نحو المؤشرات تم تقويتها بتفسير المؤشرات ، بمعنى يسعى المسير إلى تحسين أداء المؤشر ، إذن ليس من الغريب أن نلاحظ عندما أصل ما يدخل في مؤشر (أو يخرج منه) فإن سعره سيتغير صعودا (هبوطا) وحسب (1986) Schleifer هذا الارتفاع يمكن أن يصل إلى 3% وهذا ما يتعارض مع فرضية كفاءة ، الأسواق وعلى هذا الأساس لا يمكن تفسير وفقا لفرضية كفاءة الأسواق المالية أن قيمة المؤسسة ترتفع بمجرد دمجها في المؤشر ^{xi} ؟

كما أن الإكتتاب في البورصة (initial public offering IPO) يشكل أيضا حقلا غنيا لملاحظة الحالات الشاذة ، حيث العديد من الأبحاث أدرجت أن المؤسسات التي تكتتب لأول مرة هم في الحالة العامة مقيمة بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية، وحسب (1975) Ibbotson، هذه الظاهرة تظهر في معدلات المردودية مرتفعة في المدى القصير . إذن من الممكن تحقيق ربح عن طريق شراء أصول أصدرت حديثا ، وعلى العكس يبدو انه في المدى الطويل (5 سنوات) قد يقل أداؤها ، هذه الظاهرة المزدوجة يصعب تفسيرها وفقا لنظرية كفاءة الأسواق المالية ^{xii} .

هنا نجد العديد من التفسيرات من أجل تبرير لما تأخذ الأصول عند الاكتتاب القيمة الأقل من قيمتها الحقيقية وأهمها رغبة المسيرين لإنجاح العملية عن طريق نشر أسعار تجذب المستثمرين. قد يكون من الغريب أن نقول أن الجو أيضا له تأثير على أسعار الأصول هذا ما توصلت إليه دراسة (1993) Sauders تطور العلاقة ما بين تقييم الأوراق المالية وحالة الجو ليست بجدثة نجد أن (1993) Sauders قدم دراسة حول علاقة ارتباط ما بين التقلبات اليومية للمؤشر داوجنز Dow Jones من 1927 و سنة 1989 وتلبد الجو (الغيوم) في Central Park ^{xiii} .

* محافظ أسهم النمو تمثل خصائص عكس تلك التي تمثلها أسهم القيمة

إستراتيجية أخرى أيضا تعتبر مربحة تعرف بأثر الزخم الذي يكشف العلاقة ما بين ماضي ومستقبل عوائد الأصول ، حسب أثر الزخم الأصول المالية و الأسعار في مسار تصاعدي على مدى فترة ماضية من ثلاثة إلى 12 شهرا لديها احتمال كبير أن تستمر على هذا المسار التصاعدي الفترة اللاحقة من 3 إلى 12 شهرا ، في نفس الوقت الأصول المالية ذات الأسعار التي تتبع مسار هبوط خلال الأشهر السابقة لديهم احتمال أكبر للاستمرار في الهبوط خلال الفترة المقبلة^{xiv}. فحسب (Bange and Miller (2004 أن المنشورات الاستثمارية تحت على شراء الأوراق المالية التي كان أداؤها جيدا في الماضي.

من خلال النظريات المالية التقليدية، قيمة الأسهم يمكن العثور عليها عن طريق خصم الأرباح المتوقعة في المستقبل من الأرباح الحاضرة. من وجهة نظر كفاءة الأسواق المالية، سعر الورقة المالية يتغير فقط عندما نتوقع أرباحا أو عند وصول معلومات جديدة، هناك العديد من الحالات للتقلبات المفرطة الملحوظة في السوق التي لا يمكن تفسيرها من خلال نظرية كفاءة الأسواق المالية^{xv}.

(Shiller (1981, 1984 كان من أوائل الذين اهتموا بالتقلبات المفرطة في السوق ، ولإثبات اقتراحه بحث لمعرفة إذا تنوع أقساط أرباح الأسهم - يعتبر متغير أساسي يمكنه تفسير قيمة الأسهم في النظرية التقليدية - ويمكنه تفسير تقلبات أسعار الأسهم ، من أجل هذا قام بدراسة العلاقة ما بين تباين القيم الأسهم ، القيمة الحقيقية تحسب انطلاقا من الأرباح الماضية للأسهم باستخدام نموذج Gordon-Shapiro . بين شيلر أن التطاير في أسعار السوق هو أكبر بكثير من قيمة الحقيقية، الأمر الذي بين التقلبات المفرطة في السوق وسلوكهم الغير عقلاني ، هذا الإفراط في تقلبات أسعار بالنسبة للقيمة الحقيقية شكك مجددا في فرضية كفاءة الأسواق المالية^{xvi}.

3. الدراسات السابقة :

إن الحالات الشاذة في الأسواق المالية تمثل أنماط لعوائد الأصول المالية غير متوقعة من قبل النظرية المركزية^{xvii}. اكتشفت هذه الحالات الشاذة في بداية الأمر في السوق المالي الأمريكي ، وتم بعد ذلك تأكيد وجودها في الأسواق الأخرى . النظرية المركزية التي ترتبط بها الحالات الشاذة ، هو

نموذج تسعير الأصول المالية (CAPM) ، الذي طور للوهلة الأولى من قبل Sharpe (1964). صنف إلى إسهامات أعمال أخرى ساهمت في تطوير نموذج (CAPM) هي ل Lintner (1965)، Mossin (1966) و Black (1972) ، إضافة إلى أعمال أخرى .

إن تواجد الحالات الشاذة في الأسواق المالية دليل على عدم كفاءة الأسواق ولكن في نفس الوقت هذه الحالات الشاذة تبين قصور نموذج تسعير الأصول المالية في تفسير العوائد ، إذ أن هذا النموذج ينص على أن عوائد الأصول تتأثر بعامل واحد ووحيد وهو الخطر ، ف (CAPM) يعتمد على فكرة أن توقعات العوائد للأصول المالية هي مرتفعة مقارنة بالعوائد المتوقعة لأصول مالية أخرى ذات خطر أكثر ارتفاعا.

إن الأثر الموسمي هو احد الدلائل على غياب كفاءة الأسواق المالية و العديد من الباحثين أخذوا في الاعتبار آثار موسمية على تباين معدلات المردودية . ونذكر منها ما يلي

أثر نهاية الأسبوع (The weekend effect) هو ظاهرة أين العائد المتوسط يوم الإثنين هو معنويا أقل من متوسط العائد في باقي أيام الأسبوع ، بينما عوائد يوم الجمعة هي إحصائيا موجبة^{xviii} ، تم اكتشافه للوهلة الأولى في السوق الأمريكية ولكنه ليس محدودا في السوق الأمريكية ، فلقد بينت الدراسات أن أثر نهاية الأسبوع حاضر في أسواق دولية أخرى^{xix} affe and Westerfield 1985 Solnik and Bousquet 1990; Barone 1990; among و آخرين .

ونخص بالذكر دراسة^{xx} French Gibbons et Hess (1981) وجدوا فروق إحصائية معنوية بين مردودية أيام الأسبوع ، حسب هؤلاء أثر نهاية الأسبوع تترجم بمتوسط معدلات مردودية سلبي يوم الإثنين وموجب في نهاية الأسبوع ، بحيث أن المستثمر الذي يشتري أسهم في يوم الإثنين قبل الإقفال وبيعها يوم الجمعة قبل الإقفال يحقق أرباحا .

أثر آخر موسمي لوحظ في الأسواق المالية خلال السنة ، وهو أثر جانفي ، حسب هذا الأثر المردودية المحصل عليها في شهر جانفي أعلى من تلك المحققة في الأشهر الأخرى للسنة، وأكثر دقة للمؤسسات ذات الرأسملة الصغيرة ، لكن السؤال المهم هو هل يمكن استغلال هذه الأثر من أجل تحقيق أرباح غير عادية ؟ يبدو أن ، الإجابة تكون سلبية عند احتساب تكاليف المعاملات ، ودرجة سيولة الأوراق المالية المعنية ، وهذا ما أشار إليه 2003malkiel^{xxi} " يبدو أن أثر

جانفي قد اختفى بسرعة بعد اكتشافه " ولكن هل هذا صحيحا ؟ حسب هذه الحالة الشاذة ، أسعار الأسهم تعرف هبوطا في شهر ديسمبر لكل عام وترتفع مجددا طوال شهر جانفي^{xxii}. ولمعرفة الإجابة سنعرج إلى بعض الدراسات التي تناولت هذا الموضوع.

Wachtel في سنة 1942 كان أول من قدم أثر جانفي ، وقدم مجددا من قبل Rozeff and Kinney في سنة 1976 ، وبعد ما طرح موضوع أثر جانفي سنة 1976 أصبح معروفا بنطاق واسع لدى الجمهور فالعديد من المستثمرين أصبحوا على دراية بهذا الوضع الشاذ في الأسواق المالية وبالخصوص المستثمرين المحترفين أدركوا الأمر جيدا ، بمعنى آخر هذه المعلومة أصبحت معروفة لدى الجميع ، ووفقا لنظرية كفاءة الأسواق المالية " الكفاءة المعلوماتية " لا يمكن لأثر جانفي أن يظهر في السوق المالي ، بما أن المعلومة أثر جانفي أصبحت معروفة والمستثمرين يحاولون استغلالها فحقن الأموال الإضافية في الأسواق قبل يناير ، تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم كنتيجة لذلك ، أثر جانفي ينبغي أن يتحول من جانفي إلى ديسمبر .وعليه لا يزال يظهر أثر يناير حتى بعد إكتشافه^{xxiii}.

في دراسة ل (1996) Haugen and Jorion لسوق الأسهم في نيويورك لفترة من 1926 إلى 1993 وخلصوا إلا أنه لا يوجد دليل على اختفاء أثر جانفي من سوق نيويورك للأسهم ، حتى أن أثر جانفي أصبح أقوى بعد إكتشافه .

4. الدراسة القياسية :

هذه الدراسة القياسية تهدف إلى فهم سلوك العوائد للأصول المالية ، معرفة وجود الأثر الموسمي من عدمه وقد تم إستخدام محافظ مالية أوروبية، لقد عرف السوق المالي الأوروبي العديد من الأحداث خلال فترة الدراسة قد يكون أهمها هو قيام الإتحاد الأوروبي ، وهذا بناء على إتفاقية معروفة بإسم معاهدة ماستريخ الموقعة عام 1992 ، ويضم 28 دولة آخرهم كانت كرواتيا والتي إنضمت في 2013 ، وتم تطبيق الاورو كعملة موحدة إنطلاقا من سنة 2002 ، والتي تعد بعد الدولار الأمريكي ثاني أهم عملة على مستوى النظام النقدي الدولي ، في عام 2004 تم الإعلان بأن اليونان لم تكن مؤهلة للدخول في النظام النقدي الأوروبي الموحد ، وذلك لأن البيانات الإقتصادية التي أعطيت

للجهات الأوروبية المسؤولة تم تزويدها وأعطيت عوضا عنها معلومات خاطئة عن صحة أداء الإقتصاد اليوناني .وتفاقت الأمور مع الزمن لتصل إلى حد أزمة مالية عصفت بالإقتصاد اليوناني في أبريل 2010 حينما طلبت الحكومة اليونانية من الإتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي تفعيل خطة إنقاذ تتضمن قرضا لمساعدة اليونان على تجنب مخاطر الإفلاس والتخلف عن السداد وكانت معدلات الفائدة على السندات اليونانية قد إرتفعت إلى معدلات عالية نتيجة مخاوف بين المستثمرين من عدم قدرة اليونان على الوفاء بديونها ، هددت هذه الأزمة إستقرار منطقة اليورو ، ليست اليونان وحدها التي تهدد امن الإتحاد الأوروبي فـ دول الـ piigs (البرتغال ، وإيطاليا، وإيرلندا ، واليونان وإسبانيا) و مؤخرًا قبرص تضاف إلى هذه القائمة كل هذه الدول ساهمت في تفاقم أزمة الديون الأوروبية ، وهذا ناهيك عن الأزمة المالية العالمية التي عصفت بجميع الأسواق المالية وطالت أيضا الأسواق المالية الأوروبية . إذن كانت فترة الدراسة حافلة بالأحداث مرت خلالها أسواق المال الأوروبية بحالات رخاء كما مرت بأزمات .

4-1تعريف متغيرات الدراسة :

- المحافظ مكونة تتضمن الأصول NASDAQ، AMEX، NYSE
- المحافظ الأوروبية محل الدراسة تشمل كل من ألمانيا ، النمسا ، بلجيكا ، الدنمارك ، فنلندا ، فرنسا ، اليونان ، إيرلندا ، إيطاليا ، هولندا ، النرويج ، البرتغال ، إسبانيا ، السويد ، بريطانيا .
- تم إستخدام محافظ مالية أوروبية لمعطيات يومية مأخوذة ما بين 28 ديسمبر 2012 إلى غاية 31 مارس 2015 بالنسبة لإختبار أثر نهاية الأسبوع .
- كما تم إستخدام معطيات شهرية لإختبار أثر نهاية السنة، العوائد الشهرية من أوت 1998 إلى غاية ديسمبر 2013
- المعطيات مأخوذة من الموقع الإلكتروني لـ Kenneth R. French

4-2- إختبار وجود الأثر الموسمي في عوائد المحافظ المالية الأوروبية

4-2-1 إختبار وجود أثر نهاية الأسبوع :

من خلال هذه الدراسة سنستخدم كل من تقنية المربعات الصغرى (ols) وكطريقة لإختبار وجود أثر نهاية الأسبوع ، وهذه الطريقة هي مشابهة لما إستخدمه (Hakan and Halil (2001) في دراستهم لإختبار وجود أثر نهاية الأسبوع ل مؤشر S&P 500 لفترة إمتدت من جانفي 1973 إلى أكتوبر 1997. في دراستنا للموضوع تم إختيار سلسلة من العوائد لمحافظ مالية أوروبية لفترة مختارة إبتداء من 28 ديسمبر 2012 إلى غاية 31 مارس 2015 ، وبهذا يكون لدينا 118 مشاهدة . ويمكننا معرفة وجود أثر نهاية الأسبوع من عدمه من خلال جدول وصف المتغيرات الذي سنختصره في ما يلي :

الجدول رقم (01): وصف المتغيرات للمعطيات اليومية .

	FRIDAY	MONDAY	THURSDAY	TUSDAY	WEDENSDAY
Mean	0.199492	0.004322	0.146695	0.112881	0.050000
Median	0.380000	0.170000	0.230000	0.185000	0.160000
Maximum	2.700000	3.310000	2.540000	3.010000	2.700000
Minimum	-3.570000	-2.960000	-2.800000	-2.570000	-3.480000
Std. Dev.	1.170420	1.018626	0.981551	1.079474	1.089266
Skewness	-0.782988	-0.181101	-0.325644	-0.020199	-0.606645
Kurtosis	3.563187	3.586239	3.748802	2.907271	3.756818
Jarque-Bera	13.61651	2.334760	4.842323	0.050301	10.05383
Probability	0.001105	0.311181	0.088818	0.975163	0.006559
Sum	23.54000	0.510000	17.31000	13.32000	5.900000
Sum Sq. Dev.	160.2764	121.3991	112.7228	136.3358	138.8206
Observations	118	118	118	118	118

المصدر: من مخرجات برنامج eviews 6

يظهر جليا من خلال الجدول رقم (1) وجود الأثر الموسمي في هذه السلسلة حيث يوم الإثنين يسجل متوسط العائد الأكثر إنخاضا بمعدل يقدر ب 0.004322 مقارنة بباقي أيام الأسبوع في حين أن يوم الجمعة يسجل متوسط العائد الأكبر المقدر بمعدل 0.199492 . وهذا ما يدل أن العوائد تنخفض كل يوم إثنين وترتفع كل جمعة . ومن الملاحظ أيضا أن أكبر إنحراف معياري مسجل هو لسلسلة العوائد ليوم الجمعة (أي أن هذه السلسلة هي كثيرة التقلبات) وهو الحال بالنسبة لباقي السلاسل ليوم الاربعاء والثلثاء والإثنين على التوالي فيحين أن سلسلة العوائد ليوم الخميس هي الأقل تقلبا بإنحراف معياري قدره 0.981551 . أدنى عائد مسجل قدر ب (-

3.570،-2.960،-2.800،-2.570،-3.480) هي لأيام الجمعة ، الإثنين ، الخميس، الثلاثاءو الأربعاء على التوالي ومن الملاحظ أن أدنى قيمة للعوائد سجلت يوم الجمعة ، كما نشير إلى أن أعلى عائد مسجل في السلاسل هو (2.70، 3.310، 2.540، 3.010، 2.70) هي لأيام الجمعة ، الإثنين ، الخميس، الثلاثاءو الأربعاء على التوالي ، كما يلاحظ أن أعلى قيمة مسجلة للعوائد هي يوم الإثنين .

تحليل الإنحدار :

الجدول رقم (2) : تحليل الإنحدار للمعطيات اليومية

الأيام	الجمعة	الاثنين	الثلاثاء	الأربعاء	الخميس
Ols	*0.199492	0.004322	0.112881	0.050000	0.146695
	(0.107746)	(0.093772)	(0.099374)	(0.100275)	(0.090359)

المصدر : من إعداد الباحثة بإستخدام برنامج 6 eviwes

من الملاحظ من خلال الجدول رقم (2) وجود اثر نهاية الأسبوع ولكن فقط في يوم الجمعة بحيث تشير النتائج إلى أن t-statistic هي معنوية عند مستوى 10% وهذا ما يؤكد وجود أثر نهاية الأسبوع، ومن خلال إحصائية داربن واتسون نلاحظ أنه لا وجود لمشكل الارتباط التسلسلي ضف إلى أنه تم التأكد من عدم تجانس التباين فالدراسة لا تعاني من هذا المشكل وعليه يتم قبول النتائج المتوصل إليها .

2-2-4 إختبار إثر جانفي *

الجدول رقم (03) : وصف المتغيرات للمعطيات الشهرية

	DEC	FEVER	JANVIE	JUILLIE	JUIN	MAI	MARS	NOV	OCT	aOUT	SEPT	AVRIL
Mean	2.5169	1.6652	1.3352	-0.12478	-1.35695	0.2908	0.4400	-0.15652	-0.02260	0.0704	-0.69391	2.7486
Median	2.8100	1.4600	0.9900	-0.93000	-0.80000	0.2800	0.6600	0.0500	1.2900	1.6100	1.8100	1.8700
Maximum	10.310	13.540	9.8600	10.430	3.1300	14.170	8.4100	9.5700	9.4700	8.6300	12.820	17.810
Minimum	-3.46000	-8.95000	-10.8300	-10.0100	-9.46000	-11.2900	-13.2900	-13.2000	-25.9500	-11.3800	-20.7700	-13.6000
Std. Dev.	3.4369	4.8334	4.7189	4.6552	3.3724	5.7113	4.7760	6.0401	7.6177	4.8060	8.1696	5.9129
Skewness	0.1535	0.2286	-0.30559	0.1650	-0.79347	0.1870	-0.83324	-0.23197	-1.93699	-0.54138	-0.99960	-0.08611
Kurtosis	2.765230	3.559677	3.505277	2.887449	3.067282	3.757601	4.271529	2.395492	7.160358	3.022223	3.466870	5.214547
Jarque-Bera	0.1432	0.5005	0.6026	0.1165	2.4178	0.6841	4.2108	0.5564	30.969	1.1240	4.0392	4.7283
Probabilit												
v	0.9308	0.7786	0.7398	0.9433	0.2985	0.7102	0.1217	0.7571	0.0000	0.5700	0.1327	0.0940
Sum	57.890	38.300	30.710	-2.87000	-31.2100	6.6900	10.120	-3.60000	-0.52000	1.6200	-15.9600	63.220
Sum Sq. Dev.	265.46	513.96	489.91	476.76	250.21	717.63	501.84	802.64	1276.6	508.15	1468.3	769.19
Observations	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23

المصدر : من مخرجات برنامج eviews

تم من خلال هذا الجدول رقم (3) تلخيص مختلف الإحصائيات للعينة المدروسة ، وتبين لنا من خلاله أن متوسط العائد الأكثر ارتفاعا هو لشهر أفريل بمعدل 2.7486 ، يليه شهر ديسمبر بمعدل 2.5169 بينما يسجل شهر جانفي متوسط العائد مقدر ب 1.3352 ، فيحين إن أقل متوسط للعائد يعود لشهر جوان بمعدل 1.35695- هذا بمعدل انحراف معياري تتراوح قيمته ما بين 3.4369 لشهر ديسمبر و 8.1696 لشهر سبتمبر ، وهذا ما يدل على شدة تقلب العوائد. و من الملاحظ أيضا أن أعلى قيمة للعائد قدرت ب17.810 مسجلة في شهر أفريل وأدنى قيمة للعائد سجلت في شهر أكتوبر وبلغت قيمتها 25.9500-.

تحليل الانحدار :

* تم إجراء هذا الإختبار على محافظ مالية أوروبية ذات الرأسملة الصغيرة كون أن أغلب الدراسات السابقة للموضوع إستطاعت إكتشاف هذا الأثر في هذا النوع من المحافظ .

الجدول رقم (04): تحليل الإنحدار للمعطيات الشهرية

Prob.	Std. Error	Coefficient	
0.1886	0.983977	1.335217	جانفي
0.1127	1.007839	1.665217	فيفري
0.6629	0.995883	0.440000	مارس
0.0363	1.232940	2.748696	أفريل
0.8093	1.190906	0.290870	ماي
0.0666	0.703200	-1.356957	جوان
0.8989	0.970682	-0.124783	جويلية
0.9446	1.002124	0.070435	أوت
0.6877	1.703498	-0.693913	سبتمبر
0.9888	1.588417	-0.022609	أكتوبر
0.9022	1.259469	-0.156522	نوفمبر
0.0021	0.724314	2.516957	ديسمبر

المصدر : من إعداد الباحثة باستخدام برنامج eviwes

يلاحظ وبوضوح إختفاء أو عدم ظهور أثر جانفي في هذه السلسلة الزمنية وخلال هذه الفترة ، بينما يظهر لنا أثر شهر ديسمبر جليا إذ تشير النتائج إلى أن t-statistic هي معنوية عند مستوى 1% وهذا ما يؤكد وجود أثر نهاية السنة لكن تم تحوله من جانفي إلى ديسمبر و هذا ما يوافق دراسة Roger. Dutta, Mingwei 2011 ، فعلى عكس ما توصل إليه malkiel 2003 " أن لأثر جانفي قد تم إختفائه بعد اكتشافه " نلاحظ من خلال دراستنا أن أثر جانفي قد عزز بعد اكتشافه فيما أن معلومة أثر جانفي أصبحت معلومة لدى جميع المستثمرين، فمحاولة منهم

استغلال هذا الوضع يقومون بشراء الأصول قبل جانفي، وعملية ضخ الأموال هذه تجعل هذا الأثر يتحول من جانفي إلى ديسمبر فمن خلال دراستنا بدا أثر ديسمبر واضح حتى وإن كانت عوائد شهر أفريل تفوق عوائد شهر ديسمبر وإن كانت متقاربة إلى حد ما . ومن خلال إحصائية دارين واتسون نلاحظ أنه لا وجود لمشكل الارتباط التسلسلي ضف إلى أنه تم التأكد من عدم تجانس التباين وأيضا الدراسة لا تعاني من هذا المشكل وعليه يتم قبول النتائج المتوصل إليها.

خاتمة :

استطاعت فرضية كفاءة الأسواق المالية أن تقدم عملا محترما في التنبؤ بسلوك أسعار عوائد الأصول ، بحيث اعتبرت أهم نظرية في علم المالية حتى وقت قريب ، وإلى يومنا هذا لا زالت تنافس النظريات الحديثة حيث أن العديد من الباحثين لا يزالوا يقفون موقف مدافعي عنها كونها قائمة على أساس نظري وتجريبي صلب ، تقوم هذه الفرضية على العديد من المبادئ كالعقلانية التامة للمستثمرين ، وتوافر المعلومات ومجانيتها مما يترتب عليها عدم تحقيق أرباح غير عادية وعدم المقدرة على مجارات السوق ، ويعتبر هذا حالة مثالية للسوق المالي ولا يمكن تعميمه على جميع أحوال السوق، أظهرت العديد من الدراسات وجود حالات منافية لمبادئ هذه الفرضية اعتبرت حالات شاذة تعجز فرضية كفاءة الأسواق المالية عن تفسيرها وأظهرت غياب لما يعرف بعقلانية المستثمر، وهذا ما دفع إلى البحث في السلوك المالي للمستثمر باعتبار عملية اتخاذ القرار الاستثماري عملية معقدة للغاية ، وبغية فهم هذا الأخير نحتاج إلى دمج العديد من العلوم كالاقتصاد والمالية وعلم النفس والاجتماع.

بهدف معرفة هل يمكن للمستثمر ان يحقق أرباحا في سوق المحافظ المالية الأوروبية بإنتهازه لمثل هذه الفرص قمنا بهذه الدراسة التي عثرنا من خلالها على وجود أثر نهاية الأسبوع في سلسلة عوائد يومية للمحافظ الأوروبية وبالتالي فإن المستثمر الذي يشتري أسهم في يوم الإثنين قبل الإقفال ويبيعها يوم الجمعة يمكنه أن يحقق هامش ربح . كما لوحظ غياب أثر جانبي عكس ما كان متوقع فالعوائد المحققة شهر جانفي ليست هي الأكثر إرتفاعا عن الأشهر الأخرى ، ورغم هذا لا نوافق malkiel 2003 في كون أثر جانبي قد اختفى بعد اكتشافه . بل قد عزز بعد اكتشافه فبما أن معلومة أثر جانبي أصبحت معلومة لدى الجميع المستثمرين، فمحاولة منهم استغلال هذا الوضع يقومون بشراء الأصول قبل جانفي، وعملية ضخ الأموال هذه تجعل هذا الأثر يتحول من جانبي إلى ديسمبر فمن خلال دراستنا بدا أثر ديسمبر واضح حتى وإن كانت عوائد شهر أفريل تفوق عوائد شهر ديسمبر. وهذا ما يوافق دراسة (Roger. Dutta, 2011 Mingwei).

قائمة المراجع :

- ⁱ Fama, E. (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, 25, pp. 383-417
- ⁱⁱ Cootner, P. (ed.) (1964). *The Random Character of Stock Market Prices*, MIT Press.
- Copeland, Thomas and Dan Galai (1983). "Information Effects on the Bid- Ask Spread", *Journal of Finance*, 38, pp. 1457-1469.
- ⁱⁱⁱ Shleifer, A. 2000 "inefficient markets :an introduction to behavioral finance" clarendon lectures in economics, oxford. p2
- ^{iv} السيد متولي عبد القادر " الأسواق النقدية والمالية في عالم متغير " ، عمان ، دار الفكر ، الطبعة الأولى 2010 ، ص 107
- ^v فيصل محمد الشواورة ، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية :أسس نظرية وعلمية ، عمان ، دار وائل ، الطبعة الأولى ، سنة 2008 ص 50.
- ^{vi} Gitman . L , joehnk. M ,investissement et marches financier paris,pearson education,9édition 2005, p 408
- ^{vii} جاستن فوكس " خرافة عقلانية السوق : تاريخ من المخاطر والمكاسب والأوهام في وول ستريت " الطبعة الأولى ، مؤسسة هنداوي للتعليم والثقافة ، 2015، ص 14.
- ^{viii} Banz .R (1981) « the relationship between return and market value of common stocks » journal of financial economics 9(1981) 3-18 north – holland publishing company p3
- ^{ix} CHAN K. C. , CHEN. N-F (1991)" Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms" THE JOURNAL OF FINANCE • VOL. XLVI, NO. 4 • SEPTEMBER 1991 p 1468
- ^x Fama, E. F. and French, K. R. (1993) Common risk factors in the returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics*, 54, 3–56.
- ^{xi} Schleifer A (1986) "Do Demand Curves for Stocks Slope Down? "The Journal of Finance, Vol. 41, No. 3, Papers and Proceedings of the Forty-Fourth Annual Meeting of the America Finance Association, New York, New York, December 28-30, 1985. (Jul., 1986), pp. 579-590.
- ^{xii} Ibbotson R.G. 1975. 'Price Performance of Common Stock New Issues', *Journal of Financial Economics*, Vol.2: 235-272
- ^{xiii} Mohamed chikhi « etude économétrique de l'efficience informationnelle face aux anomalies sur les marchés boursiers » revue de chercheur n3 2004 p 8
- ^{xiv} OPREA (2013) Anomalies on the capital markets from the former communist European countries *Theoretical and Applied Economics Volume XX (2013), No. 11(588), pp. 102*
- ^{xv} Yalçın. K. C ,2010 Market Rationality: Efficient Market Hypothesis versus Market Anomalies" *European Journal of Economic and Political Studies* p31
- ^{xvi} Shiller RJ (1981) The use of volatility measures in assessing market efficiency journal of finance 36 ;3,291-304.

^{xvii} OPREA(2013). D. Ş " Anomalies on the capital markets from the former communist European countries"*Theoretical and Applied Economics Volume XX (2013), No. 11(588), pp. 102*

^{xviii} Raj k, kohli and kohers t.2001 " the week –of – the month effect in stock returns : the evidence from the s&p composite index, journal of economics and finance p 129

^{xix} Maheran. N , Muhammad. N & Muhd N. A 2010" Efficient Market Hypothesis and Market Anomaly: Evidence from Day-of-the Week Effect of Malaysian Exchange" International Journal of Economics and Finance p36

^{xx} Gibbons, M. and HeS, (1981) " Day of the week effects and asset returns " journal of business vol .54 ,n° 4 p594 ,595

^{xxi} Malkiel (2003)The Efficient Market Hypothesis and Its Critics CEPS Working Paper No. 91 p9

^{xxii} Raj k, kohli and kohers2001 " the week –of – the month effect in stock returns : the evidence from the s&p composite index, journal of economics and finance p 130

^{xxiii} Roger Su ., Dutta A S, Mingwei Xu 2011" Financial Anomalies: Evidence from Chinese A-share Markets " International Journal of Economics and Finance Vol. 3, No. 2; p77