



Tikrit Journal of Administrative and Economics Sciences

مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية

EISSN: 3006-9149

PISSN: 1813-1719



The Impact of Pre-Market Prices on Stock Returns and Risks: An Empirical Study of a Number of Technology Companies Listed on the NASDAQ Market

Sufyan Sami Shams*^A, Sabir Hamad Mahmood^B, Anas Khaleel Mahdi^B

^A College of Administration and Economics/Tikrit University

^B College of Administration and Economics/ Samaraa University

Keywords:

Pre-market prices, closing price, stock returns, stock risk.

ARTICLE INFO

Article history:

Received	10 May. 2026
Received in revised form	07 Jun. 2026
Accepted	08 Jun. 2026
Available online	30 Jun. 2026

© THIS IS AN OPEN ACCESS ARTICLE UNDER THE CC BY LICENSE

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



*Corresponding author:

Sufyan sami shams

College of Administration and Economics/Tikrit University



Abstract: The current study aims to demonstrate the impact of the pre-market price on the stock return and risk of technological companies listed on the NASDAQ market. The study adopted a descriptive-analytical approach to determine whether there is a clear impact of pre-market prices on stock returns and risks through their effect on daily closing prices. The study population consists of technological companies in the NASDAQ market, and forty (40) of the most active and heavily traded companies during the pre-market period in this market were selected. The study used the daily pre-market stock prices of these companies to measure the independent variable, while the closing stock prices, the average daily returns of stock prices at closing, and their standard deviation were used to measure the dependent variable. To prove the research hypotheses, and through the analysis of correlation and regression relationships between the variables using the (Stata) program, the study results showed a strong, statistically significant positive effect for the relationship between pre-market prices and closing prices for the sample companies. In addition, there was a statistically significant inverse effect for the relationship between pre-market prices and stock risks for these companies. The study also concluded that there is no statistically significant effect between pre-market prices and the daily stock returns of the sample companies.

تأثير اسعار ما قبل الافتتاح على عوائد ومخاطر الاسهم: دراسة تطبيقية لعدد من الشركات التكنولوجية المدرجة في سوق ناسداك

سفيان سامي شمس الجبوري	صابر حمد محمود السامرائي	انس خليل مهدي الجبوري
كلية الادارة والاقتصاد	كلية الادارة والاقتصاد	كلية الادارة والاقتصاد
جامعة تكريت	جامعة سامراء	جامعة سامراء

المستخلص

تهدف الدراسة الحالية إلى بيان تأثير سعر ما قبل الافتتاح على عائد ومخاطر الأسهم للشركات التكنولوجية المدرجة في سوق ناسداك، واعتمدت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي لمعرفة ما إذا كان هناك تأثيراً واضحاً لأسعار ما قبل الافتتاح على عوائد ومخاطر الأسهم من خلال تأثيرها على أسعار الاغلاق اليومية، إذ تمثل مجتمع الدراسة الشركات التكنولوجية في سوق ناسداك واختيرت أربعون (40) شركة الأكثر نشاطاً وتداولاً خلال فترة ما قبل الافتتاح في هذا السوق، واستخدمت الدراسة الأسعار اليومية لما قبل الافتتاح لأسهم هذه الشركات لقياس المتغير المستقل، وسعر الاغلاق لأسهم هذه الشركات ومعدل العوائد اليومية لأسعار الأسهم عند الاغلاق والانحراف المعياري لها لقياس المتغير التابع، ولإثبات فرضيات البحث ومن خلال تحليل علاقة الارتباط والانحدار بين المتغيرات باستخدام برنامج (Stata) أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر معنوي طردي قوي ودال احصائياً للعلاقة بين أسعار ما قبل الافتتاح وأسعار الاغلاق للشركات عينة الدراسة، فضلاً عن وجود أثر معنوي عكسي ودال احصائياً للعلاقة بين أسعار ما قبل الافتتاح ومخاطر الأسهم لهذه الشركات، وتوصلت الدراسة أيضاً إلى عدم وجود أثر دال احصائياً بين أسعار ما قبل الافتتاح والعوائد اليومية لأسعار أسهم الشركات عينة الدراسة.

الكلمات المفتاحية: أسعار ما قبل الافتتاح، سعر الاغلاق، عوائد السهم، مخاطر السهم.

المقدمة

شهدت الأسواق المالية العالمية في العقود الأخيرة تحولاً جوهرياً وتغيراً متسارعاً في آليات وأدوات التداول بفعل التقدم التكنولوجي والتطورات التقنية، مما أدى إلى ظهور أنماط زمنية جديدة للتداول، ومن أبرزها بيانات التداول في فترة ما قبل افتتاح السوق، إذ تُعد هذه الفترة التي تسبق بدء النشاط الرسمي للسوق فترة حساسة ودرجة تعكس فيها ردود افعال المستثمرين حول الأخبار والتطورات بعد اغلاق الجلسات الرسمية للأيام السابقة والأخبار والتطورات الجديدة قبل افتتاح الجلسة التالية، وذلك يؤدي إلى تكوّن أسعار أولية ذات دلالة ومؤشرات استباقية لاتجاهات التداول خلال الجلسة الرسمية المقبلة.

ورغم الأهمية المتزايدة لفترة ما قبل السوق في الأسواق المالية الحديثة، لا يزال أثرها الفعلي على كل من عوائد الأسهم ومخاطرها غير محسوم في العديد الأدبيات المالية التي تتباين في مستوى كفاءتها ومدى استجابتها للمعلومات، إذ يرى البعض إلى أن أسعار ما قبل السوق تحمل معلومات ذات دلالة تنبؤية، بينما يرى آخرون أن هذه التحركات قد تكون مؤقتة لا تعكس جوهر السوق، ومع ذلك فإن ضبط البيانات والمعلومات تكون ذات أثر مؤكد على حالة السوق للجلسة أو الجلسات القادمة. ولهذا ركزت هذه الدراسة على تحليل العلاقة بين أسعار ما قبل افتتاح السوق أو أسعار ما قبل الجلسات الرسمية وبين كل من عوائد الأسهم ومخاطرها، بهدف تقديم رؤية معمقة وشاملة تعزز

كفاءة السوق وتطور أدوات اتخاذ القرار الاستثماري، والتعرف على أثر أسعار ما قبل الافتتاح على عوائد ومخاطر الأسهم.

المبحث الأول: منهجية البحث والدراسات السابقة

أولاً. منهجية البحث:

1. **مشكلة البحث:** تعد أسعار ما قبل افتتاح السوق أسعاراً غير رسمية تسبق الجلسة الرئيسية إذ يجري في هذه الفترة صفقات محدودة في بيئة تتميز بانخفاض في السيولة وارتفاع مستوى التقلبات وذلك يؤدي إلى تباين واضح بين أسعار ما قبل السوق وأسعار الافتتاح الرسمي، مما يؤدي إلى أسئلة حول مدى انعكاس هذه الأسعار الجوهرية على أسعار الجلسات الرسمية التي تتبعها، أم أنها مجرد تحركات وقتية غير دالة.

ومن هنا، تتمثل مشكلة البحث في تحليل مدى تأثير أسعار ما قبل الافتتاح على أسعار الجلسات الرسمية وبالتالي على عوائد ومخاطر الأسهم للشركات التكنولوجية التي تتميز بالنشاط في الأسواق المالية ومدى إمكانية صلاحيتها كمؤشر لاتجاهات السوق اليومي.

وعليه يمكن صياغة مشكلة الدراسة في الأسئلة الآتية:

❖ هل يؤثر سعر ما قبل الافتتاح على سعر الإغلاق التالي.

❖ هل يؤثر سعر ما قبل الافتتاح على عائد السهم اليومي؟

❖ هل يسهم سعر ما قبل الافتتاح في تقليل مخاطر التقلبات السعرية للسهم أثناء ما قبل الافتتاح؟

2. **أهمية البحث:** تبرز أهمية البحث الحالي في أنه يدرس جانباً دقيقاً ومهماً للمؤسسات التي تتأرجح أسهمها بشكل كبير، إذ يقوم البحث في تحليل أثر أسعار ما قبل افتتاح السوق على عوائد ومخاطر الأسهم لشركات مدرجة في أسواق مالية دولية. وتكمن أهمية البحث في الجوانب الآتية:

أ. يقوم البحث بإثراء الأدبيات المالية والمحاسبية العربية بشكل يسهم في سد فجوة معرفية تتعلق بأسعار ما قبل السوق على العوائد والمخاطر، وهو جانب لا يزال محدود الدراسة، خصوصاً في سياق الأدبيات العربية.

ب. يقدم معلومات عملية لمديري المحافظ والمستثمرين حول إمكانية الاعتماد على تحركات ما قبل الافتتاح في بناء قرارات استثمارية أكثر نضجاً وإدارة المخاطر بفعالية.

ج. تُساعد الجهات التنظيمية وصناع السياسات المالية من تقييم مدى كفاءة السوق خلال الفترات غير الرسمية للتداول، واتخاذ إجراءات لتعزيز الشفافية.

د. تعد المعلومات التي نحصل عليها من حركات ما قبل الافتتاح في زيادة المعلومات اللازمة للمستثمرين وصناع السوق مما يعزز كفاءة السوق المالية.

هـ. المساهمة في فهم أعمق لحالة الأسواق المالية والعوامل المؤثرة فيها.

3. أهداف البحث: يهدف هذا البحث إلى:

أ. تحليل العلاقة بين أسعار ما قبل افتتاح السوق وأسعار التداول الفعلي للأسهم في الأسواق المالية الدولية، فهو يهدف إلى قياس أثر الفجوة السعرية لما قبل الافتتاح وسعر الإغلاق في الأُس.

ب. اختبار أثر أسعار ما قبل الافتتاح على مستوى مخاطر الأسهم خلال جلسة التداول، من خلال امتصاص مخاطر التقلبات السعرية للجلسة التالية.

ج. تحديد ما إذا كانت أسعار ما قبل السوق تمثل مؤشراً استباقياً موثقاً لاتجاهات السوق اليومية، ومن ثم تقدم الدراسة توصيات حول شفافية السوق وعرض أوامر البيع والشراء قبل الافتتاح.

4. **فرضيات البحث:** وبناء على مشكلة وأهداف البحث يمكن صياغة الفرضيات الآتية:

الفرضية الأولى: لا يوجد تأثير معنوي لأسعار ما قبل الافتتاح على أسعار اغلاق أسهم الشركات التكنولوجية المدرجة في سوق ناسداك.

الفرضية الثانية: لا يوجد تأثير معنوي لأسعار ما قبل الافتتاح على عوائد أسهم الشركات التكنولوجية المدرجة في سوق ناسداك.

الفرضية الثالثة: لا يوجد تأثير معنوي لأسعار ما قبل الافتتاح على مخاطر أسهم الشركات التكنولوجية المدرجة في سوق ناسداك.

5. **نموذج البحث:** يتضمن نموذج البحث:

المتغير المستقل (سعر ما قبل الافتتاح) الذي نأخذه من أسعار ما قبل الافتتاح للشركات عينة الدراسة.

المتغيرات التابعة:

- ❖ **سعر السهم عند الاغلاق:** الذي نحصل عليه من خلال أسعار الأسهم اليومية عند الاغلاق.
 - ❖ **عائد السهم:** الذي نحصل عليه من خلال احتساب معدل العوائد اليومية لأسعار الأسهم عند الاغلاق.
 - ❖ **مخاطر السهم:** الذي نحصل عليه من خلال احتساب الانحراف المعياري لتقلب العوائد اليومية.
6. **منهج البحث:** أعتمد البحث المنهج الوصفي التحليلي من خلال الاعتماد على الأدبيات ذات العلاقة بموضوع البحث فيما يتعلق منها بأسعار الأسهم وحركة الأسواق المالية وكفاءة السوق المالية، وتم والحصول على البيانات الثانوية اللازمة عن فترات ما قبل الافتتاح وفترات التداول الرسمية وتحليل هذه البيانات لغرض اثبات فرضيات البحث باستخدام ادوات التحليل المالي والاحصائي.
7. **مجتمع وعينة البحث:** تمثل مجتمع البحث الشركات التكنولوجية المدرجة في سوق ناسداك، وشملت العينة المختارة (40) شركة تكنولوجية الأكثر نشاطاً خلال شهر اكتوبر لعام 2025¹، وكان اختيارنا لهذه الشركات لأن أسعار أسهمها نشطة والأكثر تداولاً خلال فترة ما قبل الافتتاح، كما إن سرعة تطور هذه الشركات، فضلاً عن نمو وتطور استخدام أدوات الذكاء الصناعي التي تبتكرها، أدى إلى الاقبال على التداول في أسهم هذه الشركات بشكل لافت للنظر، مما جعلنا نعتمدها في دراستنا.
- ثانياً. الدراسات السابقة:**

1. دراسة Putri & Rokhim, 2025	
Impact of Pre-Trade Transparency on Market Quality in IDX Pre-Opening Session	عنوان الدراسة
أثر شفافية ما قبل التداول على جودة السوق في جلسة ما قبل افتتاح بورصة إندونيسيا	هدف الدراسة
حللت هذه الدراسة أثر تعزيز الشفافية قبل التداول على جودة السوق خلال جلسة ما قبل افتتاح	عينة ومجتمع الدراسة
تمثل مجتمع الدراسة للشركات المدرجة في بورصة إندونيسيا (IDX)، وذلك بعد تطبيق نظام الإفصاح عن أفضل أسعار العرض والطلب في 25 مارس 2024. وباستخدام بيانات تجريبية من مكونات مؤشر LQ45 (أكتوبر 2023 - سبتمبر 2024)	

: انظر الملحق (1)¹

اهم ما توصلت اليه الدراسة	اشارت النتائج إلى أن زيادة الشفافية تُضيق بشكل ملحوظ فروق أسعار العرض والطلب، وتعزز عمق السوق، وتزيد من مشاركة المستثمرين الأفراد، مما يُشير إلى تحسن السيولة وانخفاض عدم تناسق المعلومات. ومع ذلك، فإنها تؤدي أيضًا إلى زيادة تقلبات السوق الليلية، مما يعكس سرعة أكبر في تعديلات الأسعار
---------------------------	--

2. دراسة (Bellia et. Al, 2024)	
عنوان الدراسة	Low-Latency Trading and Price Discovery: Evidence from the Tokyo Stock Exchange in the Pre-Opening and Opening Periods (التداول منخفض التأخير واكتشاف الأسعار: أدلة من بورصة طوكيو للأوراق المالية خلال فترتي ما قبل الافتتاح والافتتاح))
هدف الدراسة	بحثت هذه الدراسة ما إذا كان وجود المتداولين عاليي التردد (HFTs) الذين يستخدمون خوارزميات متقدمة وانظمة حاسوبية متطورة لتنفيذ عدد كبير من الصفقات في فترة ما قبل الافتتاح يساهم في جودة السوق من خلال اكتشاف السعر وتوفير السيولة في مزاد ما قبل الافتتاح،
عينة ومجتمع الدراسة	استخدمت مجموعة بيانات مختارة من بورصة طوكيو (TSE) بناءً على معرفات الخادم (server-Ids).
اهم ما توصلت اليه الدراسة	ووجدت الدراسة أن المتداولين عاليي التردد يغيرون تواجدهم ديناميكياً في مختلف الأسهم وفي أيام مختلفة، وعلى الرغم من عدم وجود تنفيذ فوري للصفقات يشارك نحو ربع المتداولين عاليي التردد في فترة ما قبل الافتتاح ويساهمون بشكل معنوي في جودة السوق خلال تلك الفترة وفي مزاد الافتتاح الذي يليها في فترة التداول المستمر، وتختلف مساهمتهم هذه بشكل كبير عن مساهمة المتداولين عاليي التردد الآخرين خلال فترة التداول المستمر.

3. دراسة (Chung et al., 2022)	
عنوان الدراسة	Pre-Opening Price Indications and Market Quality :Evidence from NYSE Rule 48 (مؤشرات أسعار ما قبل الافتتاح وجودة السوق: أدلة من قاعدة 48 لبورصة نيويورك))
هدف الدراسة	حللت هذا الدراسة دور إشارات أسعار قبل الافتتاح في اكتشاف الأسعار والسيولة
عينة ومجتمع الدراسة	تمثل مجتمع الدراسة الشركات المدرجة في بورصة نيويورك (NYSE)، تحت القاعدة 48
اهم ما توصلت اليه الدراسة	توصلت الدراسة الى ان تعليق مسؤولية صناع السوق المعينين عن نشر مؤشرات الأسعار قبل الافتتاح في حالات التقلبات الشديدة على مستوى السوق ككل، حيث تعمل القاعدة 48 على تسريع عملية افتتاح الأسهم، ولكن على حساب انخفاض مستوى السيولة، كما أن غياب مؤشرات الأسعار قبل الافتتاح يؤدي إلى تراجع السيولة خلال أول 30 دقيقة من يوم التداول، حيث فسرت هذه النتيجة على أنها دليل على أن مزودي السيولة يكونون أقل استعداداً لتوفير السيولة في غياب نقطة مرجعية أو معيار يحدد قيمة السهم.

4. دراسة (Chung et. al:2022)	
Pre-Opening Price Indications and Market Quality :Evidence from NYSE Rule 48 (مؤشرات أسعار ما قبل الافتتاح وجودة السوق: أدلة من قاعدة 48 لبورصة نيويورك))	عنوان الدراسة
حللت هذا الدراسة دور إشارات أسعار قبل الافتتاح في اكتشاف الأسعار والسيولة	هدف الدراسة
تمثل مجتمع الدراسة الشركات المدرجة في بورصة نيويورك (NYSE)، تحت القاعدة 48	عينة ومجتمع الدراسة
توصلت الدراسة الى ان تعليق مسؤولية صناع السوق المعينين عن نشر مؤشرات الأسعار قبل الافتتاح في حالات التقلبات الشديدة على مستوى السوق ككل، حيث تعمل القاعدة 48 على تسريع عملية افتتاح الأسهم، ولكن على حساب انخفاض مستوى السيولة، كما أن غياب مؤشرات الأسعار قبل الافتتاح يؤدي إلى تراجع السيولة خلال أول 30 دقيقة من يوم التداول، حيث فسرت هذه النتيجة على أنها دليل على أن مزودي السيولة يكونون أقل استعداداً لتوفير السيولة في غياب نقطة مرجعية أو معيار يحدد قيمة السهم.	اهم ما توصلت اليه الدراسة

لقد ركزت العديد من الدراسات في تأثير أسعار ما قبل الافتتاح في السوق على توقعات المستثمرين حول أسهم الشركات قبل الاكتتاب في السوق المالية لأول مرة (Gao et al., 2016; Moussa et al., 2017; Tsukioka et al., 2018)، كما ركزت العديد من الدراسات أيضاً على توقعات المستثمرين حول أسهم الشركات بعد الاكتتاب في السوق المالية (Lowry, 2003; Lee et al., 2002)، وهناك دراسة شملت تأثير ما قبل الاكتتاب وبعد الاكتتاب في السوق المالية على العوائد الأولية لأسهم الشركات كما في دراسة (Saleh et al., 2021)، أما دراستنا الحالية تهدف إلى اضافة معرفية وتطبيقية جديدة من خلال التطرق حول تأثير أسعار ما قبل الافتتاح اليومي لأسهم الشركات التي تم الاكتتاب بها والمدرجة في السوق المالية مسبقاً وليس على عوائد الأسهم اليومية فقط وإنما على مخاطر تقلب هذه العوائد الناجمة عن تذبذبها في السوق، كما إن آليات التداول في الجلسات ما قبل التداول تختلف عن آليات التداول لما بعد التداول الرسمي في السوق المالية نتيجة لذلك فإن المستثمر يتحمل مخاطر عدم اليقين، لأنه يضع سعراً حالياً ولا يعرف كيف يصبح عند الافتتاح لجلسة التداول الرسمي، وبناءً عليه جاء هدف هذه الدراسة هو فحص تأثير أسعار ما قبل الافتتاح على عوائد ومخاطر الأسهم للشركات المدرجة في الأسواق المالية.

المبحث الثاني: الإطار النظري للبحث

أولاً. مفهوم فترات التداول ما قبل الافتتاح: حدثت في العقود الأخيرة تحولات جذرية في الأسواق المالية الدولية وقد تمثلت في الانتقال من الأنظمة النقدية التقليدية (الكلاسيكية) إلى الأنظمة النقدية الرقمية الالكترونية، مما أدى إلى أتاحه الفرصة أمام المستثمرين للتداول خارج أوقات الرسمية، وفتح أفقاً جديدة لمعرفة سلوك السوق وتحليل القرارات الاستثمارية في بيانات زمنية غير اعتيادية، وأدى هذا التحول إلى ظهور فترات تداول جديدة تعرف باسم (أسعار ما قبل الافتتاح (Pre-) Market Price) من خلالها يتم تسجيل حركات البيع والشراء قبل بداية الجلسة الرسمية.

وبناءً على الأدبيات المالية والمعايير التنظيمية للأسواق المالية يمكن تعريف أسعار ما قبل الافتتاح (Pre-Market Price) بأنها أسعار استرشادية غير ملزمة (Tentative Prices) تتشكل خلال فترة ما قبل التداول الرسمي، والذي يعكس أوامر بيع وشراء الأسهم يمكن الغائها دون تكلفة (Brusco et al., 2003: 2)، ويعرف سعر ما قبل الافتتاح بأنه المعلومات السعرية لأسهم الشركات التي يزودها صناع السوق عبر منصات السوق للمستثمرين قبل جرس الافتتاح (Chung et al., 2022:4).

وتعد لحظة افتتاح السوق المالي وإغلاقه من الفترات الأكثر حساسية ودقة في بورصات الأوراق المالية حول العالم، إذ يعكس سعر الافتتاح أثر جميع الأخبار التي تدفقت خلال فترة ما قبل الافتتاح (Overnight news) والتي تؤثر بشكل مباشر على سعر أسهم الشركات (Acharya & Gaikwad, 2014:2)، كما وتُعرف فترة ما قبل السوق بأنها الفترة التي يتم خلالها وضع عروض الأسعار، وقد تتم فيها الصفقات أو لا تتم (Bellia et al., 2020: 2)، ويعرف سعر ما قبل الافتتاح أيضاً بأنه السعر المتوقع أو الاسترشادي الذي يتشكل من خلال أوامر البيع والشراء (limit orders) المتجمعة في دفتر الأوامر قبل تنفيذ التداول الفعلي، إذ يعتمد المستثمرون على هذه المعلومات لتكوين توقعاتهم السعرية (Yamamoto, 2011: 1939).

ويتم التداول بالأوراق المالية في سوق ما قبل الافتتاح خارج أوقات التداول جلسات التداول المستمر (Continuous Trading) وبشكل علني للمستثمرين إذ يتم استدعاء جميع الأوامر الخاصة بصفقة الورقة المالية في وقت واحد وتنفذ بسعر موحد وفي وقت محدد مسبقاً مما يمنح القدرة على استكشاف السعر (Price Discovery) ومن ثم يمكن التواصل مع أطراف الصفقات ومن ثم اتمامها بشكل نهائي (Acharya & Gaikwad, 2014:2).

ويتم تنفيذ نسبة كبيرة من حجم التداول اليومي في جلسات ما قبل الافتتاح (Pre-open) كالأسواق الأمريكية بعد جلسة التداول السابقة، فالتحركات السعرية تشير إلى وجود معلومات مؤثرة في السوق الذي يؤثر في التحركات السعرية عند فتح الجلسات الرسمية لليوم التالي وبأحجام تداول كبيرة خلال الفترة الزمنية لما بعد الإغلاق وما قبل الافتتاح (Phadnis and Chen, 2015:2)، كما إن الفترة الزمنية ما قبل السوق في الولايات المتحدة يكون عادة من الساعة 4:00 فجراً وحتى الساعة 9:30 صباحاً²

وعليه يمكن القول بأن أسعار ما قبل الافتتاح هي الأسعار التي يتم التداول فيها خلال الفترة التي تسبق فترة التداول الرسمية المتعارف عليها في الأسواق المالية، ومن خلالها تتم صفقات البيع والشراء المؤجلة قبل بدء الجلسة الرسمية بوقت محدد والذي يعكس المعلومات المتراكمة للمستثمرين قبل بدء الجلسة.

ثانياً. أهم العوامل المؤثرة على فترات التداول ما قبل الافتتاح:

أ. إعلان الأرباح والأخبار الاقتصادية: إن إعلانات الأرباح والأخبار الاقتصادية من العوامل المهمة التي تؤثر على تحركات الأسعار خلال فترات ما قبل الافتتاح، لأنها تؤدي إلى تغييرات سريعة لتوقعات المستثمرين، الأمر الذي ينعكس على أسعار الأسهم قبل افتتاح الجلسات الرسمية للتداول، إذ أظهرت العديد من الدراسات أن أسعار الأسهم تتحرك صعوداً أو هبوطاً استجابة لنتائج الأرباح

²<https://www.barchart.com/stocks/pre-market-trading>

المتحققة وخصوصاً خلال فترات التداول قبل افتتاح الجلسات الرسمية وخصوصاً عند انخفاض السيولة (2: Tripathi & Rengifo, 2025).

ب. **نشاط العقود الآجلة للأسهم:** العقود الآجلة هي مؤشر رئيس لها تأثير كبير على كل من جلسات التداول قبل السوق وما بعد ساعات العمل، إذ تستخدم كمرجع مبكر لاتجاه أداء السوق عند الافتتاح، أن ارتفاع وانخفاض العقود الآجلة خلال الليل يحدث تأثيراً في توقعات المستثمرين وذلك ينعكس على سلوكهم في جلسة ما قبل الافتتاح (367: Kurov & Lasser, 2004).

ج. **التقلبات الليلية وعمق السوق:** إن الشفافية العالية تؤدي إلى زيادة التقلبات بسبب توفر المعلومات بشكل أسرع، مما يؤدي إلى تعديل أسعارها بشكل مبالغ فيه لأن المستثمرين يقومون بالتداول في الأسهم ذات الشفافية العالية بمعنى تصبح أكثر تقلباً، كما إن زيادة الصفقات المتاحة تؤثر على استقرار السعر عند الافتتاح، كما يسهم في توفير السيولة (9842: Putri, & Rokhim, 2025).

د. **أسعار ما بعد الإغلاق:** وهي الأسعار التي تتشكل في فترة ما بعد إغلاق السوق ورغم أن الفترتين تبدوان مترابطتين، إلا أن هناك فرقاً ما بين الأسعار في كليهما كما أن مؤثراتهما مختلفة، كذلك فإن هناك فاصلاً زمنياً بينهما إذ يتم إغلاق السوق الرسمي في بورصة نيويورك مثلاً الساعة (4:00) مساءً وبعدها تبدأ جلسة ما بعد الإغلاق والتي تستمر حتى الساعة (8:00) صباحاً لذلك فإن فترة ما بعد الإغلاق تعد فترة تقويم لما حدث في الجلسة السابقة وإن أسعارهما تتأثر بصورة أكبر بما حدث في الجلسة السابقة، أما فترة ما قبل الافتتاح فأنها تركز على الجلسة القادمة، عموماً فإن كلا السعيرين يتأثر بالجلسات السابقة وسيؤثر في الجلسات القادمة.

ثالثاً. عوائد ومخاطر الأسهم:

1. **عوائد الأسهم:** تُعد عوائد ومخاطر الأسهم من المفاهيم الأساسية لجميع أصحاب المصلحة، وهي بمثابة الركيزة الأساسية التي يعتمد عليها المستثمرون عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، إذ يعد العائد أهم ما يسعى إليه كل مستثمر جراء استثماراته في الأدوات المالية المختلفة، بينما تعد المخاطرة نتيجة حالة عدم التأكد بعوائد تلك الاستثمارات مما قد يؤدي إلى خسارة جزئية في رأس مال المستثمر، وإن تحليل البعدين العائد والمخاطر لهما الأهمية خاصة على التغيرات السعرية التي تحصل في فترات ما قبل الافتتاح.

عليه ظهرت مفاهيم عديدة لعائد الأسهم، إذ عرفت بأنها نصيب السهم العادي من صافي الربح بعد الضريبة، ويتم احتسابه عن طريق قسمة صافي الربح القابل للتوزيع على عدد الأسهم العادية القائمة (العامري، 2020: 178)، ويؤكد الشمري (2021: 191) هذا المفهوم أيضاً. ويعرف عائد السهم بأنه مقدار الأرباح المتاحة لكل سهم عادي، ويتم احتسابه بقسمة الأرباح المتاحة للمساهمين العاديين على عدد الأسهم العادية القائمة (389: Gitman & Zutter, 2015)، ويضيف الحداد (2014: 128) بأنه التدفق النقدي الحقيقي الذي يجنيه المستثمر خلال فترة زمنية معينة ويعبر عنه بشكل نسبي من تكلفة الاستثمار.

وهناك العديد من العوائد التي تناولها الباحثون السابقون منها العائد الفعلي: وهو ما يحققه المستثمر فعلياً من بيع أحد الأصول (موسى وآخرون، 2016: 80)، ومنها العائد المتوقع: وهو ما يتوقعه المستثمر من الحصول على الأرباح عندما يعتمد على المعلومات المتاحة (النعمي وآخرون، 2009: 52)، وكذلك العائد المطلوب: وهو أقل عائد يمكن أن يقبله المستثمر جراء استثماراته (العامري 2013: 31).

2. مخاطر الأسهم: تعددت مفاهيم المخاطرة بسبب وجهات النظر المختلفة للباحثين، إذ عرفها حداد (2010، 132) بأنها حالة عدم التأكد المحيطة بالاستثمار أو تذبذب أو حصول خسارة مرتبطة باستثمار في موجود مالي معين، وعُرفت المخاطر أيضاً بأنها احتمالية حدوث الخسارة المتوقعة أو تحققها لو كان العائد الفعلي المتحقق لاستثمار مشابه أفضل من العائد المتوقع من الاستثمار الحالي (العارضى، 2024: 165).

فهي حالة عدم التأكد من عوائد الأصول المالية المستقبلية للمستثمرين بها والتي ستحقق أقل من العائد المتوقع (الدوري وسلامة، 2013: 191)، وتوصف أيضاً بأنها عدم التأكد من العوائد المستقبلية بسبب قصور في الحصول على المعلومات أو أنها غير متوفرة لمتخذ القرار والتي يمكن أن تمكنه في تقدير احتمالية التدفقات النقدية مستقبلاً (الغريبي، 2018: 26).

أما مخاطر تقلب الأسهم فهي الانخفاض في أسعار الأسهم نتيجة الأخبار السيئة المتعلقة بأسهم الشركة (Xu & Guo, 2025: 5)، ويشار إليه أيضاً بأنه مقدار التقلب في العوائد اللحظية أو الأنية لأسهم الشركات (Huang et al., 2019: 8)، وكلما انخفض تقلب أسعار الأسهم كلما قلت مخاطر الأسهم (Yahaya, 2026: 284)، وتخضع تقلبات أسعار الأسهم للظروف الاقتصادية وغيرها (Hewamana et al., 2022).

وهناك العديد من المخاطر المالية التي قد تتعرض لها أسهم الشركات منها:

❖ **المخاطر المنتظمة:** التي لا يمكن لسيطرة عليها وتشمل (مخاطر السوق ومخاطر أسعار الفائدة ومخاطر التضخم وغيرها) (حداد، 2010: 150)، (باكير، 2008: 97)، (موسى وآخرون، 2016: 49)، (مطر وتيم، 2005: 45).

❖ **المخاطر غير المنتظمة:** التي يمكن السيطرة عليها أو التعامل معها (مخاطر الإفلاس، مخاطر التشغيل ومخاطر السيولة ومخاطر الإدارة، وغيرها) (موسى وآخرون، 2021: 43)، (عرفة، 2009: 32)، (الرضي، 2018: 30).

المبحث الثالث: تأثير أسعار ما قبل التداول على عوائد ومخاطر الاسهم

تمنح فترات ما قبل الافتتاح نوافذ مهمة وحيوية للمشاركين في السوق والتفاعل السريع مع المعلومات والأخبار الاقتصادية التي تصدر خارج الأوقات الرسمية للتداول، كما وتسهم بشكل كبير في تعزيز اكتشاف الأسعار من خلال دمج المعلومات الجديدة في التسعير قبل أن تبدأ جلسة التداول العادية، مما يساهم في تقليص الفجوات السعرية التي قد تظهر عند الافتتاح الرسمي للسوق (Barclay & Hendershott, 2003: 1045)، كما إن فترة ما قبل الافتتاح للسوق تعطي المستثمرين فرصة استباقية لكي تتم إعادة تقييم مراكزهم الاستثمارية، وذلك يزيد من مرونة إدارة المحافظ ويساهم في تحسين استراتيجيات التحكم بالمخاطر (Menkveld, 2013: 714).

وتشكل فترة ما قبل الافتتاح مرحلة مهمة في الأسواق المالية الحديثة، إذ تقدم معلومات استراتيجية للمؤسسات والمستثمرين، أن فترة ما قبل الافتتاح أداة أساسية ومهمة لاكتشاف الأسعار العادلة للموجودات، خاصة في ضوء المعطيات والأحداث والتي لم تُسعر بعد في السوق، مثلاً تقارير الأرباح أو الأخبار الاقتصادية المفاجئة (Barclay & Hendershott, 2003: 1049)، إذ تساعد عمليات التداول خلال هذه الفترة دمج المعلومات الجديدة التي تظهر من التداول بالأسعار المعلنة مع سعر الورقة المالية في السوق الرسمي، كما وتسهم في توفير السيولة مع إمكانية اتمام الصفقة أو الغاؤها (Bellia et al., 2025: 2).

وتسهم أسعار ما قبل الافتتاح في تقليل الفجوة السعرية بين سعر الإغلاق وسعر الافتتاح كما إن تجميع الأوامر لفترة ما قبل الافتتاح تساهم في امتصاص الصدمات الفورية وتسهم في ردم الفجوات الكبيرة بين سعر إغلاق السابق وسعر الافتتاح لليوم التالي، إذ تعكس أسعار الافتتاح للمعلومات الجديدة التي ظهرت خلال فترة ما قبل السوق (Chordia & Subrahmanyam, 2005: 272).

وكذلك تمنح أسعار ما قبل الافتتاح الشركات (المستثمرين المؤسسيين) فرصة تعديل مراكزهم تقوم الشركات إعطاء أوامرهم خلال فترات ما قبل الافتتاح أو أوقات انخفاض النشاط وذلك لتقليل أثرها على السوق، مما توفر مرونة ووقتاً أكبر يكون كافياً لتنفيذ استراتيجيات التداول، لأنها تمنح المستثمرين الكبار الوقت لتعديل مراكزهم وذلك بناءً على معطيات التداول في الأوقات غير الرسمية دون التأثير الكبير على السوق خلال جلسة الافتتاح (Menkveld, 2013: 726).

وتعزز شفافية السوق خلال فترات التداول قبل السوق تزيد من مستوى الوضوح والشفافية داخل الأسواق المالية وذلك يتمثل في إتاحة بيانات مثل (الأسعار المقترحة، وحجم العرض والطلب) قبل بدء التداول الفعلي، فتوفر رؤية مبدئية عن حال السوق وتوجهاته، وذلك يساعد في تحسين جودة السوق من خلال تمكين المشاركين من الاطلاع على العرض والطلب مسبقاً (O'Hara & Ye, 2011: 462)، كما وتسهم التداولات في أسعار ما قبل الافتتاح في الحد من تأثير اللاتماثل المعلوماتي (Information asymmetry) بين المستثمرين المطلعين وغير المطلعين، مما يعزز من جودة السوق من خلال تسهيل عملية تسعير الأوراق المالية بشكل أكثر دقة (Kurnia Putri & Rokhim, 2025: 9841).

وتسهم أسعار ما قبل الافتتاح أيضاً تعديل أسعار الأسهم، إذ قد تحدث بعض الأحداث التي تجعل الأسعار في الجلسة السابقة غير موضوعية بسبب الصدمات السعرية والأخبار المفاجئة وحالات الذعر التي تقود الأسعار إلى مستويات غير اعتيادية (صعوداً ونزولاً) مما يتيح للمستثمرين إلى إعادة تقويم الأحداث وتصحيح ردود الأفعال واستقرار الأسعار من جديد، كما وتوفر هذه الأسعار فرصاً استثمارية عند طريق إعطاء فرص لبعض المستثمرين الذين لم يتح لهم التداول أثناء الجلسات، وكذلك الذين يريدون استمرارهم في عمليات التداول والحصول على فرص ربحية إضافية.

المبحث الرابع: الجانب التطبيقي

أولاً. متغيرات الدراسة: تم اختيار متغيرات الدراسة انسجاماً مع هدف الدراسة المتمثل في تحليل أثر أسعار ما قبل الافتتاح على عوائد ومخاطر الأسهم، إذ تم الاعتماد على أسعار ما قبل الافتتاح اليومية لشهر أكتوبر عام 2025 بوصفها متغيراً مستقلاً الذي يعكس اشارات سعرية مبكرة واتجاهات السوق قبل البدء في التداول الرسمي للجلسة التالية، بالقابل تمثلت المتغيرات المعتمدة أسعار الإغلاق اليومية للأسهم التي تعبر عن القيمة السوقية النهائية خلال جلسة التداول، فضلاً عن العوائد اليومية المحتسبة استناداً إلى تلك الأسعار لقياس الأداء للعوائد في الأجل القصير.

كما تضمن التحليل مخاطر الأسهم، التي تم احتسابها على أساس أسبوعي باستخدام أحد مؤشرات التشتت المهمة وهو الانحراف المعياري بهدف احتساب التقلب الناتج عن عدم اليقين في العوائد خلال الفترة، الذي يتيح التحليل المتكامل للمتغيرات وفحص العلاقة الديناميكية بين إشارات السوق ما قبل الافتتاح وسلوك الأسعار والعوائد والمخاطر في السوق المالية.

ثانياً. الأساليب والأدوات المالية المستخدمة: تم الحصول على أسعار ما قبل الافتتاح للشركات عينة الدراسة من خلال المنصة الموثوقة (Barchart)³ الخاصة بنقل بيانات العديد من الشركات في الاسواق العالمية، وتم الحصول على سعر الاغلاق للشركات عينة الدراسة من منصة (Stock analysis.COM)⁴ الموثوقة أيضاً.

وقد تم احتساب عائد السهم اليومي من خلال (طرح سعر السهم عند الاغلاق أمس من سعر السهم عند الاغلاق في اليوم مقسوماً على سعر السهم عند الاغلاق في أمس)، وكما في المعادلة الآتية (Bintara & Tanjung, 2019: 53):

$$R_i = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \dots\dots\dots 1$$

إذ إن:

R_i : عائد السهم

P_1 : سعر السهم اليوم عند الاغلاق

P_0 : سعر السهم السابق عند الاغلاق

أما فيما يخص احتساب مخاطر أسهم الشركات عينة الدراسة تم احتساب متوسط العوائد اليومية لكل اسبوع ومن ثم تم طرحه من العوائد اليومية خلال الأسبوع نفسه، ومن ثم استخدام الانحراف المعياري للعوائد اليومية لأسعار الاغلاق تم التوصل إلى مخاطر السهم وكما مبين في المعادلة الآتية: (RAKRAK, 2025: 1329)

$$s = \sqrt{\frac{\sum (x_i - \bar{x})^2}{N - 1}} \dots\dots\dots 2$$

إذ إن:

X_i : عوائد السهم اليومية

$\bar{X}$: متوسط عوائد السهم اليومية

S : الانحراف المعياري (مخاطر السهم)

N : المشاهدات

ثالثاً. الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة: يهدف التحليل الوصفي إلى وصف خصائص كل من سعر ما قبل الافتتاح وعائد وخاطر السهم من خلال حساب مقاييس النزعة المركزية ومقاييس التشتت، وذلك للتعرف على طبيعة البيانات قبل إجراء التحليلات الإحصائية المتقدمة، إذ تم حساب المؤشرات الإحصائية التالية لكل متغير من هذه المتغيرات سعر ما قبل الافتتاح (pre.)، سعر الإغلاق (C-Price)، عائد السهم (S-Return)، ومخاطر السهم (S-Risk)

³ : <https://www.barchart.com/stocks/pre-market-trading>

⁴ <https://stockanalysis.com/>

جدول (1): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغير	المتوسط	الانحراف المعياري	الحد الأدنى	الحد الأعلى	الالتواء	التفطح
Pre-market	78.167	102.024	2.02	386.4	1.371	3.481
CPrice	78.918	102.409	1.62	385.98	1.339	3.371
SReturn	-0.0018	0.0951	-2.234	4.302	-11.268	273.804
SRisk	0.0608	0.0720	0.0026	1.009	10.309	134.677

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Stata 16.

يبين الجدول رقم (1) الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة، إذ يظهر تقارب واضح بين متوسط سعر ما قبل الافتتاح ومتوسط سعر الإغلاق، وهو ما يفسر انتقال المعلومات بسرعة بين المستثمرين داخل السوق المالي، بحيث لا تختلف الأسعار بشكل كبير بين بداية التداول ونهايته، وفي مقابل ذلك يسجل متغير العائد متوسطاً قريباً من الصفر، وهو ما يتفق مع طبيعة الأسواق المالية التي تتسم بعشوائية العوائد وعدم إمكانية التنبؤ بها بسهولة.

كما تكشف قيم الالتواء والتفطح خاصة في متغيري العائد والمخاطرة، عن انحراف معياري شديد عن التوزيع الطبيعي، إذ بلغت قيم التفطح مستويات مرتفعة جداً، مما يشير إلى وجود قيم متطرفة وتقلبات حادة وهو ما يعكس الطبيعة غير المستقرة للبيانات المالية.

رابعاً. اختبار التوزيع الطبيعي:

جدول (2): اختبار Skewness/Kurtosis للطبيعية

المتغير	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	Prob>chi2	القرار
Pre-market	0.0000	0.0049	0.0000	غير طبيعي
CPrice	0.0000	0.0224	0.0000	غير طبيعي
SReturn	0.0000	0.0000	—	غير طبيعي
SRisk	0.0000	0.0000	—	غير طبيعي

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج (stata)

يوضح الجدول رقم (2) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة، إذ تشير القيم الاحتمالية للاختبار إلى رفض فرضية العدم التي تنص على أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي، وذلك عند مستوى معنوية (0.05)، وبناءً عليه يمكن أن نستنتج أن جميع المتغيرات لا تتبع التوزيع الطبيعي، وهو ما يعكس وجود بيانات إحصائية غير اعتيادية مثل الالتواء (Skewness) أو التفطح (Kurtosis)، وهي من الخصائص الشائعة في البيانات المالية وخصوصاً تلك التي تعمل في القطاع التكنولوجي.

وتشير هذه النتائج إلى عدم ملائمة الاعتماد على أساليب التقدير التقليدية، مثل الانحدار الخطي بطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS)، التي تفترض التوزيع الطبيعي لبيانات الشركات التكنولوجية، وعليه يصبح من الضروري تبني أساليب تقدير أكثر مرونة وقوة، مثل نماذج الانحدار المتين (Robust Regression) أو نماذج التقلب الشرطي مثل (GARCH)، لما تتميز به من قدرة أكبر في التعامل مع الانحرافات غير الطبيعية والتقلبات غير المتجانسة، وبناءً عليه

اعتمدت هذه الدراسة على هذه الأساليب الأكثر مرونة وفاعلية لضمان الحصول على نتائج أفضل والتي تتناسب مع طبيعة البيانات لهذه الشركات.
خامساً. مصفوفة الارتباط:

جدول (3): مصفوفة معاملات الارتباط

المتغير	Pre	CPrice	SReturn	SRisk
Pre-market	1.000	0.9916	-0.0012	-0.2485
CPrice	0.9916	1.000	-0.0480	-0.2241
SReturn	-0.0012	-0.0480	1.000	-0.2297
SRisk	-0.2485	-0.2241	-0.2297	1.000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج (stata)

يبين الجدول رقم (3) وجود علاقة طردية قوية جداً بين سعر ما قبل الافتتاح وسعر الإغلاق للشركات التكنولوجية قيد الدراسة، وهي نتيجة تعكس درجة عالية لكفاءة السوق في استيعاب المعلومات الجديدة المتاحة قبل بدء جلسة التداول لهذه الشركات ودمجها بشكل مباشر في الأسعار النهائية لأسهمها، وتشير هذه العلاقة إلى أن آلية المزاد الافتتاحي تؤدي دوراً محورياً في توازن السعري للسهم، بما يقوض من فرص حدوث انحرافات سعرية كبيرة خلال جلسة التداول الرسمية. في المقابل لا تظهر علاقة معنوية بين سعر ما قبل الافتتاح والعائد اليومي لأسهم هذه الشركات، وهو ما يعزز فرضية كفاءة السوق، لأنه يتم استيعاب المعلومات العامة بسرعة عند التسعير، بما يحد من تحقيق أرباحاً غير اعتيادية بسبب هذه المعلومات، ولذلك فإن أسعار ما قبل الافتتاح لا تمثل مؤشراً يمكن أن يتنبأ فعلاً بعوائد أسهم الشركات التكنولوجية في سوق ناسداك. من جهة أخرى تكشف نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين سعر ما قبل الافتتاح ومستوى مخاطرة أسهم هذه الشركات، وهذا يفسر على أن ارتفاع الأسعار قبل التداول يؤدي انخفاض التقلبات خلال الجلسة الرسمية، ويشير ذلك أن وضوح المعلومات قبل الافتتاح يقلل من حالة عدم التأكد، ويحد من سلوك المضاربين، مما ينعكس في صورة استقرار نسبي لأسعار الشركات التكنولوجية محل الدراسة.

سادساً. اختبار التعدد الخطي:

جدول (4): اختبار VIF

المتغير	VIF
Pre-market	1.00
Mean VIF	1.00

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج (stata).

كما يوضح الجدول رقم (4) أن قيمة معامل تضخم التباين (VIF) للمتغيرات المستقلة نحو (1.00)، وهي قيمة مثالية تشير إلى عدم وجود ارتباط خطي متعدد (Multicollinearity) بين هذه المتغيرات، الأمر الذي يعكس استقلالية بيانات كل متغير مستقل بما يعزز من دقة نموذج تقدير معاملات الانحدار واستقرارها.

كما إن غياب تعدد الارتباط الخطي يضمن عدم تضخم التباينات المعيارية للمعاملات، ويزيد من موثوقية اختبارات (T,F)، الأمر الذي يعزز من صلاحية النموذج القياسي في تفسير العلاقات بين هذه المتغيرات، وعليه يمكن الاعتماد على النتائج المستخلصة بدرجة عالية من الموثوقية. **سابعاً. نتائج تحليل الانحدار واختبار الفرضيات:**

جدول (5): نتائج نموذج الانحدار المتين (Robust Regression)

المتغير التابع	معامل Pre	قيمة t	P-value	R ²	اتجاه العلاقة	القرار
CPrice	0.9954	197.48	0.000	0.983	موجب	قبول
SReturn	-0.000001	-0.06	0.952	0.000	غير معنوي	رفض
SRisk	-0.000175	-14.50	0.000	0.061	سالب	قبول

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج (stata).

يتضح من الجدول رقم (5) نتائج تقدير نموذج الانحدار المتين (Robust Regression) الذي تم اعتماده لعدم تحقق فرضية التوزيع الطبيعي ووجود قيم شاذة في البيانات، الأمر الذي يجعل هذا النموذج أكثر كفاءة وملاءمة مقارنة بنموذج المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS)، خصوصاً في ظل البيانات المالية التي تتسم بعدم الاستقرار وارتفاع التشتت.

بالنسبة لسعر الإغلاق (CPrice)، تشير النتائج إلى وجود تأثير إيجابي قوي للغاية لسعر ما قبل الافتتاح لأسهم الشركات عينة الدراسة، إذ بلغ معامل الانحدار (0.9954) وهو قريب جداً من الواحد الصحيح، وهو دال إحصائياً عند (P-value = 0.000) إذ تعكس هذه النتيجة قدرة سعر ما قبل الافتتاح على تفسير نحو (98.3%) من التغيرات في سعر الإغلاق ($R^2 = 0.983$)، وهو ما يدل على وجود ترابط شبه تام بين السعرين، ويشير ذلك إلى أن آلية التسعير في السوق تعمل بكفاءة عالية في دمج المعلومات المتاحة قبل الافتتاح في السعر النهائي، إذ يدل ذلك على أن انتقال المعلومات خلال فترة ما قبل جلسات التداول الرسمية تتم بصورة شبه مثالية، بحيث يصبح سعر الافتتاح مرجعاً أساسياً لتحديد مسار السعر خلال الجلسة الرسمية لليوم التالي، كما إنه ولعدم وجود قصور ذاتي يسبب تذبذب مرتفع في أسعار الأسهم للشركات عينة الدراسة في الفترات القصيرة (اليومية) يظهر معامل الارتباط القوي جداً.

أما بالنسبة لعائد السهم (SReturn)، تظهر النتائج بأنه لا يوجد أي تأثير معنوي لسعر ما قبل الافتتاح الذي يقترب من الصفر (-0.000001) وغير دال إحصائياً (P-value = 0.952)، وإن سعر ما قبل الافتتاح لا يفسر التغيرات في العوائد اليومية لأسهم الشركات التكنولوجية في سوق ناسداك إذ بلغت ($R^2 = 0.000$)، وذلك يعني أن المعلومات المتاحة قبل التداول يتم قراءتها فوراً في الأسعار ولا تتيح فرصاً لتحقيق أرباح غير عادية، وهو ما يدعم فرضية كفاءة السوق في صورتها شبه القوية.

في المقابل تظهر النتائج أيضاً وجود تأثير سلبي ودال إحصائياً لسعر ما قبل الافتتاح على مخاطرة السهم (SRisk) في هذه الشركات، إذ بلغ معامل الانحدار (-0.000175) وإن قيمة $t = -14.50$ مرتفعة وبمستوى معنوية مرتفعة (P-value = 0.000)، على الرغم من أن القدرة التنبؤية للنموذج محدودة نسبياً ($R^2 = 0.061$)، ويشير ذلك إلى أن ارتفاع سعر ما قبل الافتتاح يرتبط بانخفاض مستوى التقلبات، ويفسر ذلك على أن دور المعلومات السابقة تسهم في تقليل حالة عدم

التأكد في السوق، بمعنى آخر كلما كانت الإشارات السعرية قبل الافتتاح أكثر وضوحاً أدى ذلك إلى انخفاض حدة التذبذب خلال الجلسة وهو ما يعزز الاستقرار النسبي للسوق.

ثامناً. تحليل التقلبات باستخدام نموذج ARCH:

جدول (6): نتائج نموذج ARCH

المتغير	المعامل	P-value
Pre-market	0.000030	0.150
ARCH(1)	1.599	0.000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج (stata).

يوضح الجدول رقم (6) أن نتائج تقدير نموذج ARCH(1) المستخدم لتحليل تقلبات العوائد اليومية، وتشير هذه النتائج إلى أن معامل سعر ما قبل الافتتاح (Pre) غير دال إحصائياً عند مستوى دلالة (0.05)، وهو يدل على عدم وجود تأثير مباشر لهذا المتغير على العائد اليومي للشركات التكنولوجية محل الدراسة، ونستنتج من ذلك أن المعلومات المتاحة قبل الافتتاح الرسمي لا تمتلك قدرة تنبؤية للعوائد، ويتفق ذلك مع ما تم التوصل إليه في النماذج السابقة.

بالمقابل يظهر معامل ARCH(1) عند مستوى دلالة مرتفع ($P\text{-value} = 0.000$)، موجب ودال إحصائياً مما يشير إلى وجود تأثير قوي للتقلبات الماضية لأسعار أسهم هذه الشركات على التقلبات الحالية، الأمر الذي يعكس ظاهرة تكتل التقلبات (Volatility Clustering) في الأسواق المالية.

وسجل معامل ARCH(1) قيمة مرتفعة تتجاوز الواحد الصحيح (1.599) وهذا يعني عدم استقرار عملية التقلب (Volatility Non-Stationarity)، وهذا يعني أن أثر تقلبات أسعار أسهم هذه الشركات لا يتلاشى بمرور الزمن وإنما يمتد لفترات طويلة، ويعكس ذلك حساسية عالية لسوق القطاع التكنولوجي تجاه المعلومات أو الصدمات التي يتلقاها مع ضعف قدرته على امتصاصها بشكل تدريجي، الأمر الذي قد يؤدي إلى استمرار فترات عدم الاستقرار وارتفاع مستويات المخاطة، وهذا لا يتنافى مع الارتباط القوي بين سعر ما قبل الافتتاح وسعر الإغلاق، فالارتباط القوي يعكس استمرار مستويات الأسعار متقاربة وبالمقابل يؤكد غياب الأثر التنبؤي للعوائد غير الاعتيادية لأن المعلومات تندمج مباشرة مع الأسعار التالية.

تاسعاً. اختبار الفرضيات:

جدول (7): اختبار الفرضيات

الفرضية	النتيجة	التفسير
تأثير Pre على سعر الإغلاق	✓ مقبولة	علاقة قوية جداً
تأثير Pre على العائد	✗ مرفوضة	لا يوجد تأثير
تأثير Pre على المخاطرة	✓ مقبولة	علاقة عكسية

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج (stata).

يتبين من مخرجات الجدول رقم (7) الخاص بنتائج اختبار فرضيات الدراسة والتي تتعلق بكفاءة السوق في تسعير الأصول المالية خلال الفترة ما بين سعر الإغلاق أمس وسعر ما قبل الافتتاح في الجلسة التالية ما يأتي:

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي في اختبار دور سعر ما قبل الافتتاح في اكتشاف السعر للفترة التالية، إذ إن فترة المزاد لما قبل الافتتاح تنجح بفاعلية كبيرة في تزويد المستثمرين بمعلومات جديدة حول سعر السهم عند الافتتاح أو أنها تعد نقطة ارتكاز للمستثمرين للشروع في التداول الرسمي للسهم عند الافتتاح وتفسر أيضاً توجه السهم طيلة اليوم حتى سعر الاغلاق، وفي هذه الحالة نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة.

كما بينت نتائج اختبار فرضيات البحث أنه لا يوجد تأثير لسعر ما قبل الافتتاح على عوائد الأسهم للشركات عينة الدراسة، مما يدل على تمتع سوق ناسداك بكفاءة عالية في شفافية المعلومات الجديدة وانعكاسها مباشرة على سعر الأسهم لهذه الشركات في الجلسة التالية، لذلك يفتح السهم عند قيمته العادلة ولا يوجد هنالك فجوة كبيرة في أسعار الأسهم بين الجلسة غير الرسمية والجلسة الرسمية التي تليها، وهذا يعني عدم وجود مراجعة سعرية بينهما مما يدل على عدم وجود عوائد غير عادية بسبب ذلك، وفي هذه الحالة نقبل الفرضية العدمية وإنه لا يوجد تأثير لسعر ما قبل الافتتاح على عوائد السهم لعينة الدراسة.

نجد من الجدول رقم (7) أن تأثير أسعار ما قبل الافتتاح على مخاطر أسهم الشركات عينة الدراسة في سوق ناسداك هي علاقة عكسية، وهذا يفسر أنه كلما كانت آلية الكشف عن أسعار ما قبل الافتتاح فعالة والأوامر بالبيع أو الشراء كبيرة كلما أدى ذلك إلى انخفاض مخاطر تقلب الأسهم (التقلبات السعرية اللحظية) للشركات عينة الدراسة خلال جلسة التداول، مما يعني أنها تمتص الاختلالات لأوامر البيع والشراء مما يجعلها في سعر توازني مقبول قبل بداية الجلسة التالية مما يعزز من استقرار أسعار الأسهم ويحمي المستثمرين، وفي هذه الحالة نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة.

المبحث الخامس: الاستنتاجات والتوصيات

أولاً. الاستنتاجات:

1. أثبتت نتائج الدراسة وجود علاقة طردية دالة إحصائياً بين أسعار التداول في فترة ما قبل الافتتاح وأسعار الاغلاق لأسهم الشركات التكنولوجية عينة الدراسة المدرجة في سوق ناسداك، ويعطي هذا الارتباط القوي بينهما انطباع حقيقي على كفاءة سوق ناسداك في انسياب المعلومات في فترة ما قبل الافتتاح والتي تخص أسهم هذه الشركات، إذ يمرر أثر هذه المعلومات بسلسلة إلى الجلسة الرسمية التالية، ويؤكد ذلك على عدم وجود ثغرات لتحقيق أرباح غير اعتيادية، بما يعزز كفاءة هذا السوق، إذ تعمل أسعار ما قبل الافتتاح كمستوعب أولي لانتقال المعلومات ما يؤدي إلى انتقال سريع وحركي للجلسة الرسمية وحتى الاغلاق، مما يعني تضاول عدم تماثل المعلومات ومن ثم يؤدي إلى سد الفجوة السعرية الكبيرة لسعر الاغلاق.

2. على العكس من ذلك فقد كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة عكسية دالة إحصائياً وجوهرية بين أسعار ما قبل الافتتاح ومستويات المخاطر الناتجة عن تذبذب أسعار أسهم الشركات عينة الدراسة في القطاع التكنولوجي، ويشير ذلك إلى أن ارتفاع مستويات التداول وصعود أسعار أسهم هذه الشركات في فترة ما قبل الافتتاح، يسهم في امتصاص الصدمات الناجمة عن التذبذب في أسعار الأسهم أو التقلبات اليومية، بعبارة أخرى فإن النشاط الكبير في الفترة التي تسبق الجلسة الرسمية التالية يؤدي إلى استقرار نسبي لأسعار أسهم هذه الشركات خلال الجلسة الرسمية.

3. من ناحية آخر لم تتضح أي تأثيرات جوهرية أو مباشرة لأسعار الأسهم في فترة ما قبل الافتتاح على العوائد الاجمالية لأسهم الشركات التكنولوجية، وعزى ذلك إلى انعدام الدلالة الاحصائية للعلاقة بين هذين المتغيرين في سوق ناسداك، مما يوحي بأن التغيرات التي تحدث للعوائد اليومية تخضع لعوامل أو متغيرات أخرى تتجاوز جلسة ما قبل الافتتاح.

4. كما تؤكد معطيات الدراسة التحليلية هذه إلى أن التغيرات المفاجئة على أسعار ما قبل الافتتاح لا تعتمد آلياً على الآليات اللحظية لتدفق أوامر البيع أو الشراء أو المعلومات المتحصلة من الأخبار الآنية، بل هي محصلة لبيئة معقدة جداً تتأثر بمعطيات وعوامل تاريخية مسبقة لأسهم هذه الشركات، إذ إن البيانات التراكمية والأسعار السابقة للأسهم تحددان توجيه سلوك المستثمرين بما ينعكس على طبيعة تقلب الأسعار في السوق التمهيدي. كظ

ثانياً. التوصيات: وبناء على الاستنتاجات التي تم التوصل إليها، تقدم الدراسة مجموعة من التوصيات الموجهة للمستثمرين والباحثين وهي:

1. يوصى بضرورة متابعة المستثمرين في قطاع التكنولوجيا بسوق ناسداك المراقبة المستمرة لسلوك الأسعار في فترة ما قبل الافتتاح (Pre-market)، واستخدامها كدليل استباقي يعتمد عليه لتتبع أسعار الاغلاق، مع الحرص على عدم اتخاذها كاستراتيجية مضاربة تهدف إلى استغلال الفجوات السعرية اللحظية عن الافتتاح لتحقيق أرباح غير اعتيادية، ذلك لأن سوق ناسداك سوق كفوة تنتقل فيها المعلومات مباشرة وبانسيابية كبيرة بين فترتي التداول غير الرسمية والرسمية.

2. أما فيما يخص المخاطر المالية، يفضل على مديرو المحافظ الاستثمارية الاستفادة من مؤشرات التداول الايجابية أو ارتفاع أسعار الأسهم قبل الافتتاح كمؤشر قوي على انخفاض تذبذب أو تقلب أسعار الأسهم للشركات عينة الدراسة في جلسة التداول الرسمية، ويمكن أن يمنح ذلك القدرة على توظيف العلاقة العكسية بفاعلية للتحوط من المخاطر اليومية المحتملة.

3. وبالنظر إلى عدم وجود أثر معنوي لأسعار ما قبل الافتتاح على العوائد اليومية الاجمالية، ينصح بعدم اعتماد المحللون الماليون والمستثمرون في توقع العوائد المستقبلية، وبدلاً من ذلك تبني طرق ووسائل تعتمد على دمج مخرجات أسعار ما قبل الافتتاح مع البيانات التاريخية التراكمية مع التحليل الأساسي لها، لأن النتائج بينت أن التغيرات السعرية تخضع لعوامل تاريخية قد تمتد إلى فترات سابقة ولا تعتمد على البيانات اللحظية.

4. أما على الصعيد الأكاديمي نوصي الباحثين بتوسيع نطاق البحوث المستقبلية لإجراء دراسات مقارنة لشركات في أسواق ناشئة مع أسواق ناضجة، كما ينصح بإدخال متغيرات أخرى مثل السلوك المالي كمتغير وسيط بين أسعار ما قبل الافتتاح (Pre-market) وعائد السهم.

المصادر

اولاً. المصادر العربية:

1. موسى، شقيري نوري ونور، محمود إبراهيم والحداد، وسيم محمد وذيب، سوزان سمير
2. (2012)، إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن.
3. النعيمي، عدنان تايه والساقي، سعدون مهدي وسلام، اسامة عزمي وموسى، شقيري نوري
4. (2009)، الإدارة المالية- النظرية والتطبيق، الطبعة الثالثة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن.

5. العامري (2)، محمد علي ابراهيم (2013)، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، الثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
6. حداد، فايز سليم (2010)، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
7. الدوري، مؤيد عبد الرحمن وسلامة، حسين محمد (2013)، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
8. حداد، فايز سليم (2010)، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
9. عامر، محمد مجد الدين (2008)، محافظ الاستثمار - إدارتها واستراتيجياتها، الطبعة الأولى، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا.
11. -موسى، شقيري نوري والزرقان، صالح طاهر والحداد، وسيم محمد والدويكات، مهند فايز
12. (2016)، إدارة الاستثمار، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن.
13. مطر، محمد وتيم، فايز (2005)، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن.
15. موسى، شقيري نوري ونور، محمود إبراهيم والحداد، وسيم محمد وذيب، سوزان سمير
16. (2012)، إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن.
17. عرفة، سيد سالم (2009)، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
18. رضي، دفع الله المكي حسن، 2018، مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2013-2018م)، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة النيلين.
19. العامري، حسن عبد الله (2020). الإدارة المالية. ط1. دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، صد 178.
20. الشمري، محمد حسين (2021). الإدارة المالية الحديثة. دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان

ثانياً. المصادر الأجنبية:

1. Chung, K. H., Chuwonganant, C., & Kim, Y. (2022). Preopening price indications and market quality: Evidence from NYSE Rule 48. *Journal of Financial Research*, 45(2), 205-228.
2. Acharya, R., & Gaikwad, V. (2014). Pre-open call auction and price discovery: Evidence from India. *Cogent Economics & Finance*, 2(1), 944668.
3. Bellia, M., Pelizzon, L., Subrahmanyam, M. G., Uno, J., & Yuferova, D. (2020). Low-latency trading and price discovery: Evidence from the Tokyo Stock Exchange in the pre-opening and opening periods. University Ca'Foscari of Venice, Dept. of Economics Research Paper Series No, 9.
4. Gao, S., Q. Meng and K.C. Chan, 2016, IPO pricing: Do Institutional and Retail Investor Sentiments Differ? *Economics Letters*, 148, 115-117.
5. Gitman, L. J., Juchau, R., & Flanagan, J. (2015). *Principles of managerial finance*. Pearson Higher Education AU.

6. Hadnis, K., & Chen, S. (2015). Pre- and post-market trading for US stocks: Are you missing out on liquidity? Bloomberg Tradebook.
7. Kurov, A., & Lasser, D. J. (2004). Price dynamics in the regular and E-mini futures markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(2), 365-384.
8. Lee, W.Y., C.X. Jiang and D.C. Indro, 2002, Stock market volatility, excess returns, and the role of investor sentiment, *Journal of Banking & Finance*, 26, 2277-2299.
9. Lowry, M., 2003, Why Does IPO Volume Fluctuate So Much? *Journal of Financial Economics*, 67, 3-40.
10. Moussa, F., O. BenOuda and E. Delhoumi, 2017, The Use of Open-Source Internet to Analysis and Predict Stock Market Trading Volume, *Research in International Business and Finance*, 41, 399-411.
11. Putri, F. K., & Rokhim, R. (2025). Impact of Pre-Trade Transparency on Market Quality in IDX Pre-Opening Session. *Eduvest: Journal Of Universal Studies*, 5(8).
12. Putri, F. K., & Rokhim, R. (2025). The Impact of Pre-Trade Transparency on Market Quality and Retail Participation in the Pre-Opening Session of the Indonesia Stock Exchange. *Eduvest-Journal of Universal Studies*, 5(8), 9840-9848.
13. Saleh, S. S., & Che Yahya, N. (2021). Influence of Individual Investors' Sentiment in the Pre-Market and Post-Market on Malaysian IPO Initial Return. *Empirical Economics Letters*, 20(1), 49-60.
14. Tripathi, J. S., & Rengifo, E. W. (2025). The impact of earnings announcements before and after regular market hours on asset price dynamics in the fintech era. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(2), 75.
15. Tsukioka, Y., J. Yanagi and T. Takada, 2018, Investor sentiment extracted from internet stock message boards and IPO puzzles, *International Review of Economics & Finance*, 56, 205-217.
16. Yamamoto, R. (2011). Order aggressiveness, pre-trade transparency, and long memory in an order-driven market. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 35(11), 1938-1963.
17. Rakrak, M. (2025). Exploring variability in data: The role of range, variance, and standard deviation. *International Journal of Multidisciplinary Research and Analysis*, 8(3), 1327-1331.
18. Xu, Z., Liu, D., Li, Y., & Guo, F. (2025). ESG and stock price volatility Risk: Evidence from Chinese A-share market. *The North American Journal of Economics and Finance*, 75, 102277.
19. Huang, D., Schlag, C., Shaliastovich, I., & Thimme, J. (2019). Volatility-of-volatility risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(6), 2423-2452.
20. Hewamana, R., Siriwardhane, D., & Rathnayake, A. (2022). Determinants of stock price volatility: A literature review.
21. Yahaya, O. A. (2026). The Moderating Effect of Market Uncertainty on Dividend Policy and Stock Price Volatility. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1), 274-330.
22. Barclay, M. J., & Hendershott, T. (2003). Price discovery and trading after hours. *The Review of Financial Studies*, 16(4), 1041-1073.

23. Menkveld, A. J. (2013). High frequency trading and the new market makers. Journal of financial Markets, 16(4), 712-740.
24. Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2005). Evidence on the speed of convergence to market efficiency. Journal of financial economics, 76(2), 271-292.
25. O'Hara, M., & Ye, M. (2011). Is market fragmentation harming market quality?. Journal of Financial Economics, 100(3), 459-474.

ملحق (1): الشركات عينة الدراسة

الرمز	اسم الشركة	الرمز	ت	الرمز	اسم الشركة
NBIS	Nebius Group N.V. Cl A	21	AAPL	Apple Inc	1
NVDA	Nvidia Corp	22	AMD	Adv Micro Devices	2
NVTS	Navitas Semiconductor Corp	23	APLD	Applied Digital Corp	3
ONDS	Ondas Holdings Inc	24	AVGO	Broadcom Ltd	4
ORCL	Oracle Corp	25	BBAI	Bigbear.Ai Holdings Inc	5
PATH	Uipath Inc Cl A	26	BITF	Bitfarms Ltd	6
PL	Planet Labs Pbc	27	BMNR	Bitmine Immersion Technologies Inc	7
PLTR	Palantir Technologies Inc Cl A	28	BTBT	Bit Digital Inc	8
POET	Poet Technologies Inc	29	CIFR	Cipher Mining Inc	9
QBTS	D-Wave Quantum Inc	30	CLSK	Cleanspark Inc	10
QUBT	Quantum Computing Inc	31	CRWV	Coreweave Inc Cl A	11
REKR	Rekor Systems Inc	32	GRAB	Grab Holdings Ltd Cl A	12
RGTI	Rigetti Computing Inc	33	HIVE	Hive Digital Technologies Ltd	13
RIOT	Riot Platforms Inc	34	INTC	Intel Corp	14
SLNH	Soluna Hldgs Inc	35	IONQ	Ionq Inc	15
SMCI	Super Micro Computer	36	IREN	Iren Limited	16
TSM	Taiwan Semiconductor ADR	37	LAES	Sealsq Corp	17
WRD	Weride Inc ADR	38	MARA	Mara Holdings Inc	18
WULF	Terawulf Inc	39	MSTR	Strategy Inc	19
ZETA	Zeta Global Holdings Corp Cl A	40	MU	Micron Technology	20