

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة - الجزائر

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية و علوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدم لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي الطور الثاني

الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

فرع: علوم المالية والمحاسبة

التخصص: مالية مؤسسة

بعنوان:

علاقة المؤشر المالي للبورصة بالمتغيرات النقدية دراسة حالة بورصة قطر خلال الفترة (2000-2017)

من إعداد الطالبة: باباي ربيعة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 17-06-2017

أمام اللجنة المكونة من السادة:

د/ السعيد هتهات (أستاذ، جامعة ورقلة) رئيسا

د/ رشيد حفصي (أستاذ محاضر أ، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

د/ العربي لعروسي (أستاذ، جامعة ورقلة) مناقشا

الموسم الجامعي: 2018/2019

شكر و عرفان

أشكر الله عز وجل على ثنائه وفضله ونعمه التي أنعمها علينا الذي سدد خطانا و
وفقنا بعونه بانجاز هذا العمل المتواضع ، ونحمده حمدا كثيرا أولا وآخرا ، وصلى الله
على سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم وعلى آله وصحبه ومن تبعهم بإحسان إلى يوم
الدين

أشكر جزيل الشكر والثناء الخالص وفائق التقدير والاحترام إلى الأستاذ الفاضل
والمشرف * حفصي رشيد * الذي لم يبخل علينا بنصائحه وتوجيهاته القيمة جزاه الله عنا
كل الخير

كما أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه من توجيهات
وتوصيات

كما نشكر مدير المؤسسة فارق بالنور الذي لم يبخل علينا بمعلماته
وأشكر جزيل الشكر كل قدم لنا يد المساعدة من الأساتذة وذات الخبرة * الذين
ساعدوني بنصائحهم وتوجيهاتهم

كما أشكر كل معلمي في الابتدائي إلى أساتذتي في الجامعي وكل من علمني حرفا
وإلى كل من ساعدني وقدم لي يد المساعدة ولو بكلمة من بعيد أو من قريب

الإهداء

إلى من وهبتني الحياة وجعلت الجنة تحت أقدامها
إلى نبض قلبي، صاحبة القلب الكبير التي ربتيو زرعته
فيا الأطلاق الفاضلة إليك يا أدهى حزن
أمي الغالية أطال الله في عمرك
إلى من أحمل اسمه بفخر واعتزاز، وتحمل الظروف
القاسية لأجل راحتي وتعلمي إلى قدوتي في الحياة
إليك يا أعظم الرجال **أبي** الغالي أطال الله في عمره
إلى من تكون أسعد أوقاتي معهم وجزء من حياتي
إخوتي منير، سلوى، نورة، حياة، زينب، شيما، سيف الدين رعاهم الله ووفقهم
إلى نجوم البيت بنات إخوتي **الآء، تسنيم، ساجدة رعاهم الله وحفظهم
إلى من دعمني ووقف بجانبتي رفيق حياتي وزوجي المستقبلي ** صالح ** حفظه الله ورعاه
إلى زوجة أخي سكينه وأزواج إخوتي محمد الخامس، بخاري رعاهم الله
إلى من أصبحت جزء منهم **عائتي المستقبليّة**
التي سأقضي معهم بقية حياتي كل واحد باسمه رعاهم الله
إلى جداتي وجدايا إلى أعمامي وأخوالي وزوجاتهم وأبنائهم
كل واحد باسمه، وعماتي وخالاتي و أزواجهم وأبنائهم كل واحد باسمه .
إلى كل الأهل والأحباب
إلى الأصدقاء والزلاء من الروضة
إلى الجامعة كل واحد باسمه إلى كل من يحمله قلبي ولم تحمله مذكرتي

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين المتغيرات النقدية المستقلة والممثلة في (الكتلة النقدية، التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف) على المتغير التابع (أسعار الأسهم) ، وقد شملت الدراسة الاقتصاد القطري من خلال بيانات المتعلقة بالاقتصاد الكلي والبيانات المتعلقة ببورصة قطر للأوراق المالية ، ولمعالجة الموضوع اعتمد الباحث على الانحدار المتعدد لاستخراج المتغيرات المؤثرة على سعر سهم الشركات المدرجة في البورصة، وقد تم الاستعانة بالبرنامج الإحصائي Eviews 09.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين سعر الفائدة وسعر السهم، في حين لا وجود لأي علاقة ذات دلالة بين كل من التضخم والكتلة النقدية مع سعر السهم .

كلمات المفتاحية : سعر سهم ، كتلة نقدية، تضخم ، سعر فائدة، سعر صرف ، بورصة قطر.

Abstract

The aim of this study was to find out the relationship between the monetary variables and the independent of the book cash inflation the rate of interest, Exchange rate . the independent variable stock price has included the study of Qatar's economy the rough the data the macroeconomic data related to the Qatar's Exchange securities, gloss of the topic and the researcher on the multiple regression to extract the variable effecting the price of the stars listed on the stock exchange by the use of the program statistical Eviews 09

The study concluded that there is a statistically significant inverse relationship between the interest rate and the share price, while there is no significant relationship between inflation and monetary mass with the share price.

Kay Words: the price of stock, Book cash, Inflation, the rate of interest Exchange rate, the Qatar's Exchange.

قائمة المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
	شكر و عرفان
	الإهداء
V	الملخص
VI	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال
VIII	قائمة الرموز والمختصرات
XI	قائمة الملاحق
ب	مقدمة عامة
	الفصل الأول : الأدبيات النظرية والتطبيقية حول سوق الأوراق المالية والمتغيرات النقدية
03	المبحث الأول : الإطار النظري حول سوق الأوراق المالية والمتغيرات النقدية
03	المطلب الأول : مفهوم الأسواق لمالية وأنواعها
03	الفرع الأول : تعريف سوق المالية وأنواعها والأدوات المتداولة فيه
03	1 - تعريف سوق الأوراق المالية
04	2 - أنواع الأسواق المالية
05	3 - الأدوات المالية المتداولة
08	الفرع الثاني : تعريف سوق الأوراق المالية وأنواعها ومؤشراتها
08	1- تعريف سوق الأوراق المالية
08	2 - أنواع سوق الأوراق المالية
10	3 - مؤشرات سوق الأوراق المالية
12	المطلب الثاني : المتغيرات النقدية
13	1 - الكتلة النقدية
14	2 - التضخم
14	3 - سعر الفائدة
15	4 - سعر الصرف
17	المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول الأوراق المالية والمتغيرات النقدية
17	1 - استعراض الدراسات السابقة حول الموضوع
	الفصل الثاني : دراسة قياسية لعلاقة المتغيرات النقدية بسعر السهم
24	المبحث الأول : طريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
24	المطلب الأول : طريقة الدراسة

24	الفرع الأول : المجتمع والعينة
26	المبحث الثاني : نمذجة قياسية للنموذج
26	المطلب الأول : تقدير النموذج
31	المطلب الثاني : عرض النتائج ومناقشتها
35	الخاتمة
	المراجع

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
جدول (01)	شركات قطر وفق قطاعات البورصة	24
الجدول (02)	قيم وأنواع النماذج المختبرة	27
الجدول (03)	نتائج اختبار النموذج الأمثل المختار	27
الجدول (04)	نتائج اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء	30
الجدول (05)	نتائج اختبار تجانس التباين	31
الجدول (06)	نتائج التوزيع الطبيعي	33

قائمة الأشكال البيانية

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
الشكل 01	التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي	33

قائمة الرموز والاختصارات

الرموز	الدلالة
(VECM)	نموذج تصحيح الخطأ
Ols	طريقة المربعات الصغرى

قائمة الملاحق

رقم الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
45 -44	Eviews 09 جداول نتائج اختبار النماذج لبرنامج	(01)

المقدمة

المقدمة:

شهدت الحياة الاقتصادية تطور بارزا في تعاملاتها، حيث جعلت من السوق المالية مصدر تمويل أنشطتها باعتباره القلب النابض لاقتصاديات الحديثة، حيث ظهرت العديد من الأسواق المالية التي تتيح للأفراد استثمار مدخراتهم في بمختلف مصادر تمويل (أسهم، وسندات أو غيرها) وذلك من أجل التوسع والنمو من خلال الحصول على الأموال وهذا يؤثر إيجابا على الاقتصاد القومي وكذا على المستوى المعيشي للأفراد .

تعد السياسة النقدية من السياسات الأساسية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في أية دولة من دول العالم . وتختلف طبيعة استعمال هذه السياسة من الدولة إلى أخرى، وتختلف أغراضها أيضا حسب ظروف كل بلد هناك أغراض عديدة للسياسة النقدية تختلف باختلاف الاقتصاديات الدول . فبعض الآخر منها ما توجه سياستها النقدية لمعالجة التضخم وبالتالي استقرار الأسعار والبعض الآخر منها توجه سياستها نحو تحقيق النمو الاقتصادي وتحقيق مستويات عالية من التشغيل، وغيرها من الأهداف الأخرى.

ولقد وجدت العديد من الدراسات البحثية المرتبطة بأثر السياسة النقدية في تنشيط سوق الأوراق المالية وكذلك أثرها على استقرار سوق الأوراق المالية وذاك خوفا من تعرض إلى تغيرات النقدية التي تنشأ أثناء حركة السوق وتفقد أمنها ، حيث تختلف درجة تأثير هذه المتغيرات النقدية حسب مدى كفاءة السياسة النقدية المتبعة ودرجة مرونة أداوتها.

تعتبر دولة قطر إحدى البلدان الخليجية التي عرفت مستويات عالية من النمو الاقتصادي حيث احتلت المرتبة الأولى في مؤشر الدول المحققة للنمو الاقتصادي خلال الـ 20 عاما الماضية، كما حققت متوسط نمو اقتصادي سنوي مركب يبلغ مستوى 10.5%، وتبعاً لهذا النمو الضخم الذي حققه الاقتصاد القطري نمت احتياطات البنوك بنسبة 5% في الأرباع الثلاثة الأولى من العام الحالي. وعادت الاحتياطات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية التي انخفضت بنسبة وصلت لـ 20% في الأشهر الأولى بعد الحصار إلى مستوياتها الطبيعية، ووصلت إلى 46.5 مليار دولار في نهاية الربع الثالث من 2018¹.

وبناء على ما سبق تحاول هذه الدراسة الحالية للتعرف على أهم المتغيرات النقدية التي تحدد وتفسر طبيعة العلاقة الموجودة بينها وبين سعر السهم في بورصة قطر للأوراق المالية ، كما تركز على ما إذا كانت هناك علاقة ذات معنوية إحصائية بين المتغيرات النقدية التي تم الحصول عليها من تقارير السنوية للبنك الدولي ومستوى أسعار أسهم بورصة قطر،

من خلال ما سبق تتجسد معالم إشكالتنا في السؤال الرئيسي التالي : ما مدى تأثير المتغيرات النقدية على المؤشر المالي لبورصة قطر للأوراق المالية خلال للفترة 2000-2017 ؟

وتمثلت إشكاليات جزئية فيما يلي:

هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الكتلة النقدية وأسعار الأسهم ؟

¹<https://www.al-sharq.com/article/01/01/2019/>



- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التضخم وأسعار الأسهم؟
 - هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم؟
 - هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر الصرف وأسعار الأسهم؟
 - وللإجابة على هذه الإشكالية الجزئية تم صياغة الفرضيات الجزئية التالية :
 - لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الكتلة النقدية وأسعار الأسهم؟
 - لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التضخم وأسعار الأسهم؟
 - هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم؟
 - توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر الصرف وأسعار الأسهم؟
- أ - مبررات اختيار الموضوع :هناك العديد من الأسباب التي أدت بنا لاختيار هذا الموضوع وهي مصنفة كالتالي:

- مبررات الذاتية :تمثلت هذه المبررات في:
 - الاهتمام والبحث في مواضيع جديدة؛
 - من أجل التعمق في التحليل الإحصائي ؛
 - موضوع البحث في مجال تخصص.
 - مبررات الموضوعية :تمثلت في:
 - دراسة الموضوع في بورصة قطر لإبراز نتائج مخالفة عن الدراسات السابقة؛
 - نتيجة محاولة اكتشاف العلاقة الموجودة بين المتغيرات النقدية والسوق المالي؛
 - محاولة نمذجة هذه العلاقة في بورصة قطر؛
 - من أجل تفسير مدى استجابة سعر السهم للمتغيرات النقدية .
- ب - أهداف الدراسة وأهميتها :
- تكمن أهمية الدراسة بأنها تحاول معرفة العلاقة الموجودة بين بعض المتغيرات النقدية وتأثيرها على البورصة بالإضافة إلى :



- محاولة تطبيق الأساليب الكمية والإحصائية لقياس هذه العوامل وربط ما هو نظري بالجانب الحسابي والتحليلي، من أجل الوصول إلى نتائج مكتملة تزيد في دقة التحليل؛

- تقدم إطار معرفي نظري وتطبيقي يمكن الاعتماد عليه مستقبلاً لإعداد دراسات أوسع وأكثر دقة .

ج - الأهداف :

- تفسير مدى تأثير بعض من المتغيرات النقدية (الكتلة النقدية، التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف) على سعر السهم؛

- معرفة توضيح العلاقة الموجود بين المتغيرات النقدية والمؤشر المالي (سعر السهم لسوق الأوراق المالية)؛

- محاولة الوصول إلى نماذج تفسير تأثير المتغيرات المستقلة المدروسة على أسعار أسهم المدرجة في بورصة قطر .

ح - حدود الدراسة :

- الحدود المكانية: هذه الدراسة تتم في دولة قطر للأوراق المالية؛

- الحدود الزمنية : تمتد فترة الدراسة بين 2000 - 2017 والتي تستند عليها كافة الفرضيات والإجابة على الإشكالية العامة.

خ- منهج البحث والأدوات المستخدمة :

سنعتمد في إعداد هذه الدراسة على المنهج الوصفي في الجانب النظري من خلال التطرق للمفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية والمتغيرات النقدية المؤثرة على أسعار الأسهم، وفي الجانب التطبيقي سيتم إتباع المنهج التجريبي لاختبار العلاقات وتأثير العوامل على أسعار الأسهم للمؤسسات الاقتصادية وهذا اعتماداً على أحد الأساليب الإحصائية والذي سيساعد في توضيح عن العلاقة بين متغيرات الدراسة ألا وهو الانحدار الخطي المتعدد وفقاً لطريقة المربعات الصغرى، بالاعتماد على برنامج Eviews.

د - مرجعية الدراسة : اعتمدنا في هذه الدراسة على مجموعة من المراجع ومقسمة إلى :

- المصادر الأولية: الكتب، مجلات، مقالات، فيديوهات... إلخ.

- المصادر الثانوية: وتتمثل في ملذكرات ومداخلات والندوات... إلخ.

ذ- صعوبات الدراسة : من أجل إعداد هذه الدراسة تعرضنا إلى الصعوبات التالية:

- صعوبة نقل المعلومات وتلخيصها؛

- صعوبة تطبيق منهجية إيمراد؛

- الإضراب الذي عرفنا على التواصل مع الأساتذة .



هـ- هيكل البحث :

يهدف إنجاز هذه الدراسة والتوصل إلى النتائج المطلوبة وفقا لمنهجية علمية قمننا بتقسيم هذه الدراسة إلى فصلين مسبوقين بمقدمة وتنتهي بخاتمة للدراسة وتوصيات الأبحاث الأخرى وتمثلت الفصول هذه الدراسة في :

-الفصل الأول: سنقوم في هذا الفصل بتقسيمه إلى جزئين أي مطلبين وذلك من خلال تسليط الضوء وبشكل مختصر على أهم العناصر التي لها ارتباط مباشر بهذا الموضوع، حيث شمل المطلب الأول على أهم المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية وأنواعها وأدوات المتداولة فيها أما المطلب الثاني سنتطرق فيه إلى أهم المتغيرات النقدية والبحوث والدراسات في صلب موضوعنا قيد الدراسة والتي لها علاقة مباشرة من حيث المتغيرات المدروسة والتي تم الاطلاع عليها وهي مختارة من أحسن الأبحاث والتي سنعتمدها كدراسات سابقة.

- الفصل الثاني: وهو الفصل المتعلق بالجانب التطبيقي لهذه الدراسة، ولذا سنحاول من خلاله الكشف عن العلاقة بين المتغيرات المستقلة (الكتلة النقدية، التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف) والمتغير التابع (أسعار الأسهم) بالإضافة إلى معرفة مدى تأثير هذه المتغيرات المستقلة على المتغير التابع وذلك من خلال اختبار فرضيات الدراسة باستخدام الانحدار الخطي المتعدد.



الفصل الأول

الأدبيات النظرية والتطبيقية حول

الأسواق المالية والمتغيرات النقدية

تمهيد

تحتل أسواق الأوراق المالية باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية وعلى حد سواء حيث أنها تمثل مرآة الاقتصاد التي تتواجد به ، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم القومي، وتزيد من معدلات الرفاه لأفراده مما يعود بالفائدة على المجتمع بأسره ، وعليه أصبحت من ضروريات ومن أجل الدخول إليها يتطلب من المستثمر الإلمام بمختلف المعلومات من سعر السهم والمتغيرات المؤثرة فيه .

سيتم التطرق في هذا الفصل إلى الأدبيات النظرية والتي شملت على جميع المفاهيم الأساسية المتعلقة بسوق المالية إضافة للمتغيرات النقدية المؤثرة على الأسعار الأسهم، والأدبيات التطبيقية التي تمثلت في الدراسات السابقة التي لها صلة مباشرة بموضوع الدراسة .

وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية :

المبحث الأول : سوق الأوراق المالية والمتغيرات النقدية .

المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول الأوراق المالية والمتغيرات النقدية .

– المبحث الأول : سوق الأوراق المالية والمنتجات النقدية

يعتبر المال من الضروريات الأساسية في الحياة اليومية من أجل استغلاله في متطلباته، وبالتالي هو عصب الحياة لأي منشأة أعمال باعتباره المحرك الأساسي لوظائفها ومهامها، وعليه لا بد من توفير المال بالقدر الكافي والمناسب لاستغلاله، ولتلبية هذه المتطلبات لا بد من توفير الأسواق المالية والنقدية المختلفة .

أصبح وجود الأسواق المالية والنقدية تلعب دورا كبيرا في الاقتصاد الوطني من خلال توفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة من طرف المؤسسات المالية من أجل تجميع المدخرات وتوجيهها إلى مجالات الاستثمار المتنوعة، كما يمكن التنبؤ بالمستقبل، وتوضيح الوضعية الاقتصادية للبلد، وهذا ما شجع أصحاب الأموال للاستثمار التوجه للسوق ، وعليه ظهرت أسواق مالية عديدة وكل سوق وخصائصه الخاصة .

المطلب الأول : تعريف سوق المالية وأنواعها

شهد سوق المالية اهتماما كبيرا في مختلف أنحاء العالم حيث أنه أصبح الركيزة الأساسية في الاقتصاد الدول، وبالتالي تنوع وأصبح هناك العديد من الأسواق المالية.

الفرع الأول : تعريف سوق الأوراق المالية وأنواعها والأدوات المتداولة فيها

هناك عدة تعاريف قدمت للأسواق المالية ينظر إليها بحسب طبيعة ونوع هذه السوق بالإضافة إلى الأوراق المالية المتداولة فيها وهذا الجزء يتم تناوله فيه كل من المفاهيم ، أنواع والأدوات المالية المتداولة فيها .

1 – تعريف سوق المالية Financial markets

لقد عرف السوق المالية >> بأنه الميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة من خلال المؤسسات المالية التي يضمها السوق <<¹.

كما يعرف على أنه >> سوق يتم فيه التبادل الأصول المالية ومشتقاتها بيعا وشراء وذلك بتأسيسه بصفة رسمية ومنظمة وظيفتها إيجاد وتطوير الأصول المالية و وتنظيم عمليات تبادلها ولقد عممت على سائر الدول <<².

ولقد عرفه مبارك بن سليمان آل فواز >> بالمجال الذي يتم من خلال إصدار أدوات معينة ، للحصول على الأموال اللازمة للمشروعات الإنتاجية وغيرها وتداول هذه الأدوات <<³.

وفي تعريف آخر هو الوسيط الذي يعرض المدخرون الراغبون في الاستثمار من خلاله مدخراتهم إما مباشرة أو من خلال وسطاء، على مؤسسات الأعمال وأصحاب المشروعات والأشخاص الذي يحتاجون إلى اقتراض هذه الأموال.

¹ محمد الصالح الخناوي، نihal فريد، جلال إبراهيم، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي الإسكندرية، 2014، ص 10.

² – عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، فصل الرابع، دار وائل للنشر، عمان الأردن، ص 108 .

³ – مبارك بن سليمان آل فواز ، الأسواق المالية ، جامعة الملك عبد العزيز ، مركز النشر العلمي ، الطبعة 1 ، جدة ، 2010، ص 5 .

وهو كذلك يمثل "المكان المنظم الذي يتم التعامل فيه من خلال الطلب والعرض على الأموال والآلية التي تقوم على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاقتصادية المختلفة من خلال المؤسسات المالي"¹.
ومن خلال التعريفات السابقة نستنتج بأنه المكان لتبادل يتم فيه توظيف أموال والمدخرات من أجل تنميتها، وبالتالي يسمح بتوسع النشاطات الاقتصادية .

2 - أنواع سوق المالية

نظرا لتعدد الأسواق المالية قام الباحثين بتصنيفها من خلال عدد من المعايير أو خصائص الرئيسية لها ، سواء من حيث كيفية الإصدار، تواريخ الاستحقاق ومن حيث التنفيذ، ومن حيث النظامية، وذلك لتجنب لاختلاط أثناء عمليات التبادل وهي عدة أنواع :

1 - من حيث الإصدار:

أ - السوق الأولية (سوق الإصدار) : ويتم التعامل في هذا النوع من السوق بالأوراق المالية طويلة الأجل ، التي تصدرها المنشآت والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل احتياجاتها المالية ولدفع التنمية الاقتصادية .

ب - السوق الثانوية: وهو السوق التداول والتي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية وتداولها بين حامليها ومستثمر آخر بعد مرحلة إصدارها في السوق الأولية ، أي هي تلك السوق التي تتحد فيها قيم أدوات الاستثمار المختلفة بصورة طبيعية من خلال التقاء العرض والطلب بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة . حيث يتم فيه توفير المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين المستثمرين وإيجاد السيولة اللازمة لتحويل الأوراق المالية إلى النقد²

ت - السوق الثالث: يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق .

ج - السوق الرابع: وهو السوق التي تتم فيه الصفقات بين المستثمرين الأفراد والأغنياء، والمستثمر المؤسسي بدون تدخل السمسار، وعلى الأوراق المالية في السوق المنتظمة والسوق الموازية، حيث يتميز بسرعة في إتمام الصفقة وتكلفة منخفضة جدا، وتتم جميع التعاملات عبر شبكة اتصالات إلكترونية بسرعة³.

2 - من حيث نظامية السوق:⁴

أ - سوق منظمة : وهو الذي تتم فيه عملية المبادلة مع توفيره بكل الشروط المضبوطة وفق الإجراءات والقوانين (المكان ، الزمان، أشخاص ومؤهلين....).

ب - سوق غير المنظمة : يتم فيه عملية المبادلة خارج نطاق القوانين وإجراءات .

¹ زهرة خيضر عباس العبيدي ، سوق الأوراق المالية ودورها في تفضيل الاستثمارات ، مقال منشور في مجلة الكويت ، جامعة واسط ، العدد 28 ، الجزء 2 ، 2018،

² -محمد صالح الحفناوي ، وآخرون المرجع السابق ، ص 2 .

³ - عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيار ، دار الجامعية الإسكندرية، 2005، ص 79

⁴ محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، طبعة الأولى، دار الفكر ناشرون ومفكرون، عمان، 2011، ص179.

3- من حيث التنفيذ :

- الأسواق الفورية: وهي الأسواق التي يجري بها تسوية الصفقة في الحال .

- الأسواق الآجلة أو أسواق المشتقات المالية: وهي الأسواق التي يتم فيها تسديد الصفقة في زمن لاحق يتم الاتفاق عليه بين البائع والمشتري . وأن أدواتها المالية مؤجلة التنفيذ بتاريخ محدد في المستقبل ومنها أسواق الخيارات والمستقبليات و الآجلة والمبادلات إذا وجدت أسواق المشتقات لأغراض المضاربة و التحوط من المخاطر ، والمصدرين من فاعلية زيادة الأموال.¹

4- من حيث تاريخ الاستحقاق :

أ - سوق النقد **Money Market**: وهو السوق الذي يتم فيه إصدار وتداول الأصول النقدية قصيرة الأجل ، حيث يقوم الجهاز المصرفي بهذه العمليات ممثلاً البنك المركزي والبنوك التجارية ، من أبرز الأدوات المستخدمة في سوق النقد ، أذونات الخزينة المصدرة من طرف البنك المركزي لتصحيح الخلل الحاصل في ميزانية الدولة ، وكذلك الأوراق التجارية المصدرة من طرف الشركات لسد الخلل الآني بين إيرادات الشركات وبين مصروفاتها ، حيث يعتبر هذا السوق ذو أهمية في الاقتصاد والمجتمع من حيث توفير السيولة والمساهمة في إدارة النقد ضمن الاقتصاد .²

ب - سوق رأس المال **Capital Market**: وهو السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل، أي التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة ، سواء أكانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات أم عن الملكية كالأسهم .

هو السوق الذي يلجأ إليها أصحاب المشروعات من أجل تكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة.³

3 - الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية

هناك العديد من الأدوات التي يتم تداولها في سوق المال ونذكر منها مايلي :

1- الأسهم **Stocks**

وتعرف على أنها حصة أو نصيب المساهم في الشركة من شركات الأموال، وهذه الحصة تمثل جزءاً من رأس مال الشركة، ويتمثل في السهم في الصك يعطى للمساهم ليثبت به حقوقه في الشركة .

وتعتبر الأسهم من أهم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وأكثرها شيوعاً بين المستثمرين، والأصل في وجودها شركات المساهمة من خلال التجزئة رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة تثبت حقوق المساهمين في امتلاك جزء من رأسمال الشركة.⁴ ومن أهم أنواعها كما يلي:

¹ خالد أحمد فرحان المشهداني ، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، الطبعة العربية ، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2013 . ص186

² سليم جابو ، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة ، 2012 ، ص 3 .

³ - مبارك بن سليمان آل فواز ، مرجع سابق ، ص 7 .

⁴ شافية كتاف ، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة سطيف 1 ، 2014 . ص 141

أ - الأسهم العادية : وهي التي تتساوى في قيمتها وتعطي المساهمين حقوقاً متساوية ، ويعطي صاحبها قدر من الربح يتفق مع ما دفعه للشركة دون زيادة أو نقصان ، كذلك يتحمل نفس الخسارة بقدر أسهمه .¹

ب - الأسهم الممتازة : بحيث يتمتع هذا النوع ببعض من الحقوق الأخرى التي لا تتمتع بها حملة الأسهم العادية كأولوية الحصول على الأرباح وإمكانية التحويل إلى أوراق مالية أخرى .²

2 - السندات Bonds

وتعرف على أنها >> صكوك قابلة للتداول ، تثبت حق حاملها فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة ، وحقه في الحصول على فوائد مستحقة ، واقتضاء دينه في الموعد المحدد لانتهاء مدة القرض <<³.

كما تعرف على أنها >> عبارة عن عقد أو أدوات طويلة الأجل ، تصدرها الشركات أو الحكومة ، وطبقاً لهذا العقد يقبل المقترض - مصدر السند- أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحمل السند ويحمل السند قيمة الاسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محدد << ومن أهم أنواعها كما يلي :

أ - السندات الحكومية : ويطلق عليها بالسندات الحكومية أو سندات الخزانة وهي السندات التي تصدرها الخزانة العامة أو المؤسسات العامة ، بغرض تمويل الإنفاق الحكومي من واقع الموازنة العامة ، كما أنها تتميز بخصائص عن غيرها فهي ذات مخاطرة منخفضة جداً ، وسيولة مرتفعة ، وفوائد معفية من الضريبة .

ب - السندات الخاصة : وهي تلك السندات التي تقوم شركات المساهمة أو المؤسسات العمومية الاقتصادية بإصدارها في حالة احتياجها إلى تمويل خارجي أو احتياجها إلى السيولة نقدية للتوسع في مشروعاتها.

3 - الأدوات المالية الحديثة:⁴

تعتبر المشتقات المالية أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة ، ويطلق عليها هذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم والسندات وتعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات ، وتتمثل في :

أ - المشتقات المالية : وهي نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي ، أصول حقيقية أو مالية أخرى أسهم وسندات وعقارات وعمليات أجنبية والذهب والسلع ... الخ

وترتبط تلك العقود المالية بمدة زمنية محددة بالإضافة إلى سعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد بين طرفي البائع والمشتري، من أبرز أشكالها عقود المستقبلات ، العقود الآجلة ، عقود المقايضة ، وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية.

¹ نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مذكرة ماجستير، جامعة الإسلامية غزة، 2007، ص 47 - 56.

² صالح الحفناوي ، نihal فريد ، جلال إبراهيم العيد ، أسواق المال والمؤسسات المالية ، دار التعليم الجامعي الإسكندرية، 2014 ، ص 7.

³ - سليم جابو ، نفس المرجع السابق ، ص 14 - 19.

⁴ - سميحة بن محياوي ، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة بعض الدول العربية، أطروحة دكتوراه منشورة، جامعة بسكرة محمد خيضر، 2015/2014 ، ص 45-51 .

- 1 - **العقود الآجلة** : عقد بين طرفين أساسيين، إما لبيع أو لشراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ معين في المستقبل، ويستعمل المستثمرين هذه العقود الآجلة لتجنب التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية وتدفقات والالتزامات (المطلوبة) المستقبلية .¹
- 2 - **العقود الخيارات**: أداة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في الشراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة ويطلق عليه الخيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويسمى بالخيار الأوروبي، بسعر متفق عليه مقدما .²
- 3 - **العقود المستقبلية** : هو عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد ، حيث يعتبر ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة و التحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال .³
- 4 - **العقود المبادلة** : التزام تعاقدي بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي (أو أصل معين) يمتلكه أحد الطرفين مقابل تدفق أو أصل يمتلكه الطرف الآخر، وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، على أن يتم التبادل الأصيل محل التعاقد في تاريخ لاحق .⁴
- 5 - **شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول** : تعتبر هذه الشهادات من أدوات الاستثمار الهامة في سوق النقد، وهي أداة دين ترتب لحاملها حقا على والوديعة البنكية مودعة لأجل ، فهي مثل السند تباع على أساس المردود أو الربح وليس على أساس الخصم .
- 6 - **اذونات الخزينة** : تصدر من البنك المركزي، وهي قابلة للتداول ويتم التعامل بها في السوق الثانوي بيعا وشراء بين البنوك لصالحها أو لصالح عملائها
- 7 - **الأوراق التجارية**: ويقصد بها أداة من أدوات الاستثمار، وتتخذ غالبا شكل السندات اذنية صادرة عن مؤسسات مالية ذات مراكز ائتمانية قوية كأداة من أدوات التمويل القصير الأجل، ويتم التعامل فيها في الأسواق المالية العالمية محدود فيها عدا الولايات المتحدة وكندا حيث يوجد لها سوق نسبيا ، بعائد متوقع مرتفع .⁵

¹ محمد حناوي، مرجع سابق، ص6.

² خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي ، مدخل إلى الأسواق المالية، طبعة العربية، عمان الأردن، 2013، ص 101.

³ نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 46.

⁴ شافية كتاف، مرجع سابق، ص 141.

⁵ - خالد أحمد فرهان، مرجع سابق، ص102.

الفرع الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية (البورصة) وأنواعها ومؤشراته

لقد اختلف المؤرخون في الأصل الذي اشتقت منه كلمة بورصة فمنهم من يقول أن سبب استعمال كلمة بورصة هو ما حدث في مدينة بروج "Bruges" البلجيكية حيث كان التجار يجتمعون في منزل أحد أعيانهم وهو " فان دي بورص " وكان ذلك هو السبب في استعمال اصطلاح البورصة و اردف قائلًا ، ولقد ظهر رأي آخر حيث أنه عائلة كان لها فندق خاص اشتهر باسمها حيث كان التجار الفلورانتيون يجتمعون ، بينما البعض الآخر يرى أن الاجتماعات البورصة كانت تعقد في منزل أحد صيارفة المدينة التي تقع في الحدود الفرنسية ولغتها فرنسية ، وكان يضع كيسا من النقود على واجهة المنزل، حيث الكيس باللغة الفرنسية يطلق عليه "Bourse" البورصة.

1 - بورصة الأوراق المالية

البورصة سوق منظمة تقام في مكان ثابت يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، يتم التعامل في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار، حيث يتم الاستفادة من تقلبات الأسعار . وتنعقد جلساتها في المقصورة يوميا حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشترون .¹

ولقد عرفها القانون الجزائري في المادة رقم 1 من القانون رقم 10/93 بأنها : بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرين من القانون العام والشركات ذات الأسهم .²

فالبورصة مكان لتبادل وفيها يمكن تبادل كل شيء، فيها يتم بيع وشراء المزاد الغذائية، المواد الأولية، والسندات المالية والأسهم والعملات . لقد عرف قانون التجارة الفرنسي (مادة 7): البورصة بأنها مجتمع التجار وأرباب السفن والسماسرة والوكلاء بالعمولة تحت رعاية الحكومة، واعتبرها من النظم الاقتصادية اللازمة لكل دولة، فهي للتجار أساس تحديد الأسعار وكميات العرض والطلب، ويمكن بواسطة حركة البورصات جس نبض السوق، والاحتراس من الوقوع في أزمة .³

2 - أنواع سوق الأوراق المالية :

هناك العديد من أنواع الأسواق للأوراق المالية التي يتم فيها التداول من طرف أصحاب رؤوس الأموال من أجل تحقيق الربح وتمثل في:

- سوق الأوراق المالية :

حيث يتم التعامل فيه بالأوراق المالية من صكوك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والهيئات العامة وتكون قابلة للتداول .

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العلمي للفكر الإسلامي، دراسات الاقتصاد الإسلامي 2، 1981، ص 27.

² - الجريدة الرسمية العدد 46 ، 2009، ص25.

³ - نشرة التوعية يصدرها معهد الدراسات المصرفية ، دولة الكويت ، العدد 5، ونو- يوليو 2010،

كما يعرف أيضا على أنه نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين للنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث تمكن عدة بورصات مثل نيويورك المستثمرين ببيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل البورصة عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، وقد يتم تداول الأسهم والسندات بيعا وشراء خارج حلبة البورصة أي في السوق الموازية.¹

- سوق العمل : هي مكان التقاء العمال في اجتماعات تقترح فيها عليهم خدمات متنوعة .

- سوق السلع (Commodity Market)

وتسمى أيضا سوق التجارة، وهي مكان تباع فيه المواد والسلع الإستراتيجية أي المنتجات الأساسية (القطن - القمح - السكر) بالجملة، حيث يتعامل فيها على أساس الهيئات من المنتجات وقد يباع المنتج عدة مرات، وفيها تتحدد الأسعار المحلية والدولية لهذه المنتجات.²

قائمة السلع المتداولة في هذه الأسواق الكبيرة جدا في شكل عقود تخضع لضوابط معينة تتوافق مع القواعد العامة المعمول بها في البورصات العالمية،و تبدأ من السلع الخفيفة مثل السكر والبن والقطن لتصل إلى المعادن مثل الحديد والنحاس والبتترول... إلخ.³

- سوق تبادل العملات الفوركس Foreign Exchange Markets : تقام يوميا وفي أنحاء العلم ملايين الصفقات التجارية

العالمية كاستيراد وتصدير السلع والخدمات والمواد الأولية والبتروولية... إلخ

وهذا الأمر يحتاج لتغيير العملات من بلد لآخر، وهذا ما يتم في سوق تبادل العملات ، حيث المتاجرون يستغلون التغيير الذي يحصل في أسعار العملات بسبب العرض والطلب على تلك العملات من أجل تحقيق ربح سواء كان ناتج عن بيع العملات أو شراءها على نية البيع نتيجة ارتفاع الأسعار مقابل عملة أخرى .

- سوق النقد : وهي تختلف عن الأسواق الأخرى ، حيث تقوم الحكومات بإصدار أوراق المالية كأذونات الخزينة . وتمثل في تمويل القصير

الأجل وعادة ما تكون مدته 3 أشهر وقد تمتد إلى سنة أحيانا ويحصل صاحبها على عائد معين .

- سوق الأفكار: وهو أحدث الأسواق وتتعلق بعرض وبيع حقوق الاختراع والعلامات التجارية .⁴

¹ - عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات، الدر الجامعية ، الإسكندرية، 2005. ص 39.

² - نشرة التوعية، مرجع سابق ، ص 52.

³ - <https://forexarabonline.com/global-markets-types/> consulté. 24/04/2019

⁴ <https://www.Djelfa-ifa/05/04/2019> s 13:50

3- مؤشرات سوق الأوراق المالية

يعتمد سوق الأوراق المالية على العديد من المؤشرات للحفاظ على استقراره ، وبالتالي سنتطرق إلى أهم مؤشرات وهي كالتالي :

أولاً : تعريف المؤشر سوق الأوراق المالية STOCK MARKET INDEX

أداة تستعمل للتعرف على الاتجاهات، وسلوك المالية بصدق، أو كالأداة لقياس التغيرات في الأسعار، ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات المالية.¹

يعرف كذلك بأنه " قيمة العددية يقاس بها التغير في الأسواق المالية، ويغير عن المؤشر كنسبة مئوية للتغير عند اللحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو صناديق ارتفاعاً وانخفاضاً، وبالتالي يعكس سعر السوق واتجاهها"²

ثانياً : الأساليب لبناء وتكوين المؤشرات سوق الأوراق المالية

يجب أن يحقق تكوين المؤشر الأهداف التالية :

- أن يكون للمؤشر مغزى اقتصادي؛
- أن يراعي القواعد الإحصائية؛
- أن يكون قابلاً للتسعير.³

يوجد العديد من الطرق والأساليب لبناء مؤشرات للسوق أو القطاعات معينة داخل السوق من أهم الأساليب كالتالي :

- أ - ملائمة العينة : التي تعبر عن مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر ويجب أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب هي :
 - بالنسبة للحجم فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية كبيرة كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً لسوق المال.
 - أما الاتساع فيعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق .
 - أما فيما يتعلق بالمصدر فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر .⁴

¹ مناصرة خولة ، أثر السياسة المالية على أداء السوق الأوراق المالية (دراسة حالة الأردن خلال فترة 1990 – 2014) أطروحة دكتوراه منشورة ، جامعة خيضر ، بسكرة 2015، ص 15.

² - مداحي محمد، ترقو محمد، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الاسلامي والتقليدي) مجلة ميلاف للبحوث والدراسات ، العدد 5 ، 2017 ص 17..

³ حسين قبلا، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة سوق دمشق للأوراق المالية، العدد 11 ، جامعة دمشق، سنة 2011، ص 95 .

⁴ - مداحي محمد، عبد الحفيظ بو الصوف، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي)، مجلة ميداف للبحوث والدراسات، العدد 5 ، الجزائر، جوان 2017 .

ب - الأوزان النسبية: تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة . وهناك ثلاثة مؤشرات شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر وهي :¹

- مدخل الوزن على أساس السعر : أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، ويؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها .

- مدخل الأوزان المتساوية : وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر .

- مؤشر المبني على أساس القيمة : أي إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا لا يعني تجنب العيب الأساس في مدخل السعر إذا لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي ؛ فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر على سعر السهم أو عدد الأسهم المصدره . هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر .

ثالثا : أهم المؤشرات سوق الأوراق المالية

هناك العديد من المؤشرات المعتمدة عليها في سوق الأوراق المالية لكنها تختلف في طريقة الحساب من بلد لآخر فمنها ما تعتمد على أساس السعر والأخرى على أساس القيمة أهمها كالتالي :

1 - مؤشر المبني على أساس القيمة : ويتمثل في

- مؤشر كولس **Cowles Index** : ويعتبر أول مؤشر يقوم على أساس إعطاء وزن لكل سهم بناء على معدل الرسملة الخاص بالسهم أو القيمة السوقية له . حيث يعتبر أفضل وسيلة لتحديد اتجاه السوق بشكل إجمالي .

- مؤشر ستاندر دآن بور **S&p Index** : ويعتبر الأكثر شهرة واستخداما حاضرا، حيث تمثل 90 بالمئة من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك والتي يتكون من 500 سهم، تتضمن 425 من الشركات الصناعية، 25 من Railroad Utilit و 50 شركة من الخدمات العامة، وهو مرجح بالقيمة السوقية . حيث يعتمد في طريقة حسابه على أساس القيمة.²

2 - مؤشر المبني على أساس السعر : ويتمثل في

- مؤشر داونجونز **Dow Jones** : يعتبر من أهم المؤشرات العالمية المبنية على أساس السعر

حيث يعتمد على حساب متوسط السعر للأسهم الداخلة في المؤشر والتي عددها 30 سهم وطريقة الحساب كالتالي :

¹ - حسين قبيلان، مرجع سابق، ص 95.

² محمد الصالح الحناوي، جلال الدين إبراهيم، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 253 - 262 .

- ✓ حساب المجموع القيم السوقية للأسهم الداخلة في المؤشر ؛
- ✓ حساب متوسط سعر للسهم عن طريق قسمة مجموع القيم السوقية للأسهم / 30 سهم وهي الداخلة في المؤشر؛
- ✓ يتم حساب نسبة التغير في السعر المتوسط للسهم الداخلة في المؤشر .¹

المطلب الثاني : المتغيرات النقدية

إن ظهور أسواق الأوراق المالية وانتشارها في مختلف أنحاء العالم أدى إلى زيادة التعاملات المالية المختلفة بين الأطراف والتي كنت السبب في تدهور واستقرار الوضع الاقتصادي فجعل هذا تحديد العوامل الاقتصادية التي تأثر في حركة أسعار الأسهم في الأسواق

أولاً : تعريف التغير النقدي

"يعرف التغيرات النقدية بأنها ابتكارات إحصائية، حيث تمثل عنصراً الخارجياً المنشأ للسياسة النقدية تماماً . حيث أنه التغير المقصود أو التغير الغير مقصود في أحد المتغيرات النقدية (عرض النقد، الطلب على النقود، سعر الفائدة، سعر الصرف، الائتمان ... إلخ) وما ينجم عنه من آثار مباشرة وغير مباشرة على المتغيرات الاقتصادية، فالمتغيرات غير المقصودة هي تغيرات غير متوقعة في أحد المتغيرات النقدية كالتذبذبات في عرض النقد والناجمة عن سياسة الإدارة النقدية أو اختلال الطلب على النقود الحاصل نتيجة لتغير سلوك الأفراد الذين يتعاملون في الأسواق والذين يسعون لإحداث تغيرات في ما يملكون من أرصدة نقدية، أما الصدمات النقدية المقصودة والتي تفترض تغيرات غير متوقعة على متوسط الأرصدة النقدية فهي تحدث مثلاً عند قيام البنك المركزي وبشراء قدر كبير وبشكل مفاجئ من السندات الحكومية.

هناك العديد من المتغيرات النقدية ومن أهمها :

1 - عرض النقود Money supply:

يعرف عرض النقد على أنه : كمية النقود أو مجموعة الوحدات النقدية المتواجدة في حوزة الأشخاص (المجتمع) خلال فترة زمنية معينة ، أي جمع الكتلة النقدية بالمعنى الواسع و السيولات الاقتصادية M1 , M2 , M3 . حيث أنه كلما كان عرض النقد كبير كلما أدى بالمستثمرين لزيادة الاستثمار في البورصة في ظل العوامل الأخرى ثابتة ... إلخ . وينقسم عرض النقد إلى الأنواع الآتية:

- عرض النقود بالمفهوم الضيق M1 : مجموعة من وسائل الدفع المتداولة في البلد خلال فترة زمنية معينة ، حيث تتمتع بالسيولة العالية جداتمكن الوحدات الاقتصادية من اختيار المباشر والاني بين كل السلع والخدمات وتسوية الديون الناشئة عن التبادل

- عرض النقود بالمفهوم الواسع M2: ويعرف بالمفهوم الواسع للكتلة النقدية ، ويمزج بين رغبة الوحدات الاقتصادية في تحقيق الأرباح والفوائد من جهة ومن السيولة من جهة ثانية M1.

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات، الدر الجامعية ، الإسكندرية، 2005 . ص 256 .

- عرض النقود بالمفهوم الأوسع M3: ويشمل الودائع لأجل الموجودة لدى المؤسسات المالية غير المصرفية كصناديق التوفير وكذلك سندات الخزينة العمومية والمكاتب فيها من طرف الخواص والمؤسسات غير المصرفية إضافة إلى ذلك M2.¹

كما كانت عرض النقد كبير كلما أدى بالمستثمرين لزيادة الاستثمار في البورصة في ظل بقاء العوامل الأخرى ثابتة

يعد عرض النقود العامل هاما في تأثير مباشر في البورصة، أي إن زيادة العرض النقدي قد يؤدي إلى زيادة الأسعار أو انخفاض الأسعار الأسهم، بحيث أن الزيادة العرض النقدي يؤدي إلى ارتفاع الإنفاق الاستثماري مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعار السوقية، بمعنى آخر إن الزيادة في النقد تؤدي إلى الزيادة في الشراء وبالتالي زيادة الأرباح مما ينعكس إيجابا على سعر الأسهم .

وفي حالة انخفاض السيولة (العرض النقدي) عن حاجة النشاط الاقتصادي، يؤدي إلى انخفاض العائد على السهم وبالنتيجة إلى انخفاض أسعار الأسهم في البورصة

2 - التضخم inflation

لقد عرفت المدرسة النقدية التضخم بأنه هو: " ظاهرة نقدية بالدرجة الأولى فالزيادة في عرض النقود تؤدي إلى زيادة نسبية في الأسعار المحلية".²

وهو أيضا الارتفاع في المستوى العام لأسعار السلع والخدمات ، مصحوبا بانخفاض القوة الشرائية للوحدة النقدية .³

ويصنف إلى الأنواع الآتية :

- **التضخم المفتوح (الظاهر):** كما يعرف بالتضخم لصريح أو الطليق يتمثل في الارتفاع المستمر في الاسعار استجابة لفائض الطلب دون تدخل من طرف السلطات . أي أن الأسعار ترتفع بحرية لتحقيق التعادل بين العرض والطلب دون أن يعوقها أي عائق من السلطات .
- **التضخم المكبوت :** أي مستتر حيث هذا النوع من التضخم لا تستطيع الأسعار في ظلّه أن تتمدد أو ترتفع لوجود القيود الحكومية المباشرة أو الموضوعية للسيطرة على رفع الأسعار مثل التسعير الجبري ونظام البطاقات وغيرها أي (تدخل السلطات).⁴
- **التضخم الزاحف :** ويسمى أيضا بالتضخم المعتدل أو المتوسط وفيه تتجه مستويات الأسعار نحو الارتفاع بصورة بطيئة ولكنها مستمرة حتى خلال فترات يكون فيها الطلب الكلي معتدلا .
- **التضخم الجامح (المفرط) :** وهو من أخطر الأنواع حيث ترتفع الأسعار بمعدلات كبيرة وتزداد فيه سرعة تداول النقود مقابل انخفاض كبير في كمية السلع المعروضة .⁵

¹ - محاضرات في الاقتصاد النقدي والمالي ، قسم الماستر سنة أولى ، تخصص نقود ومؤسسات ، جامعة لخضر باتنة، 2015 / 2016 .

² - كنوز محمد بن عبد الله الجراح ، مصادر التضخم في المملكة العربية السعودية (دراسة قياسية) باستخدام مدخل اختبارات الحدود ، جامعة الملك سعود الرياض ، ص134

³ مسكة بلخير ، أثر تقلبات أسعار الصرف على التوازن الاقتصادي في الجزائر خلال فترة (1990 - 2012)، مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة ، 2017 ص 38

⁴ - أحمد سلامة شمعون ، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار النشر، القاهرة، الوحدة السابعة للتضخم ص 150..

⁵ - أسماء خيضر ياس ، تحليل معدلات التضخم في العراق (2000 - 2010)، العدد 36 ، بغداد، 2013، ص 51 .

لقد أظهرت عدة دراسات مقارنة بين تطور اتجاه الأسعار القياسية، وتطور الاتجاهات التضخمية، عدم الارتباط بين الواقع الاقتصادي وبين البورصة فيما يتعلق بالتضخم. أن ارتفاع الأسعار عموماً (التضخم) غير ملائم لارتفاع الأسعار في البورصة. بمعنى أن قيم الأوراق المالية لا يمكن اعتبارها في جميع الحالات قيم حتمية أو هروبية آمنة من الآثار التضخمية .

3 - سعر الفائدة : Intrest rate

يقوم هذا المتغير الاقتصادي بربط بين المقرضين والمقرضين في العلاقات تمويلية حيث يدفعه المقترض كتكلفة نظير استخدام الأموال المقترضة لفترة زمنية معينة ، ويأخذ المقرض كإيراد من القروض التي منحها .¹ كما يعرف أيضاً أن سعر الفائدة عبارة عن تكلفة يدفعها المقترض مقابل استخدام أموال طرف آخر .²

وبالرغم من عدم وجود علاقة مباشرة وصريحة بين أسعار الفائدة السوقية وأسعار الأسهم كما هو في العلاقة بين سعر السند وأسعار الفائدة السوقية إلا أن أسعار الأسهم تتأثر بالفائدة السوقية، حيث يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة السوقية إلى انخفاض أسعار الأسهم، حيث ترتفع كلفة التمويل بالنسبة للمستثمرين الراغبين بالاستثمار في الأسهم وبالتالي يقل الطلب على الأسهم وتنخفض أسعار الأسهم هذا من جهة أما من جهة أخرى فإن ارتفاع أسعار الفائدة السوقية يشجع بعض المستثمرين على بيع أسهمهم واستثمار عوائدها للحصول على فوائد البنكية وبالتالي تزداد كمية الأسهم المعروضة وبما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم .

حيث أن كلما سعر الفائدة مرتفعاً، مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها، كلما أدى ذلك إلى انهيار الأسعار في البورصة .

4 - تعريف سعر الصرف Exchange Rate:

هناك عدة تعريفات لسعر الصرف ومن بينها نذكر ما يلي :

يعرف سعر الصرف بأنه: " عدد الوحدات من النقد المحلي التي تتم مبادلتها بوحدة واحدة من النقد الأجنبي " ³ . كما يعرف أنه عدد الوحدات بالعملة الأجنبية التي تدفع ثمنها للحصول على وحدة واحدة من العملة المحلية.

ويعرف أيضاً أنه قيمة العملة الأجنبية مقومة بوحدات من العملة المحلية؛⁴

ومن خلال التعاريف السابقين نستخلص أن سعر الصرف هو مبادلة عملة أجنبية بعملة محلية . وقد قسم الباحثين والمهتمين بالحقل المالي أسعار الصرف إلى الأنواع الآتية :

¹ - عيجولي خالد ، فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق في ظل الأزمة المالية العامة الراهنة ، الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية أيام 10 - 21 ، الحلقة ، أكتوبر 2009 ، ص 19.

² - محمد النظامي الخبير ، ما هو تأثير رفع سعر الفائدة على سوق الأسهم ، في البورصات والأسواق المال العالمية .

³ - سمير فحري نعمة ، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاساتها على ميزان المدفوعات ، طبعة العربية ، دار البازوري ، عمان ، 2011 ، ص 15 .

⁴ عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي ، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية (نظرية وتطبيقات) ، طبعة الأولى ، دار صفاء ، عمان ، 2011 ، ص 22 .

- **سعر الصرف الاسمي** : هو مقياس عملة إحدى البلدان التي يمكن تبادلها بقيمة عملة بلد آخر ، أي سعر العملة الجاري ويتم تحديده تبعاً للطلب والعرض عليها في سوق الصرف تبعاً لتغير الطلب والعرض ويتقسم سعر الصرف الرسمي (السعر المعمول به فيما يخص التبادلات التجارية)، وسعر الصرف الموازي (السعر المعمول به في الأسواق الموازية) .

- **سعر الصرف الحقيقي** : هو عدد الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية وهو محسوب كمؤشر وبالتالي يقيس القدرة على المنافسة .

- **سعر الصرف الفعلي** : يعبر هذا السعر عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما، وبالتالي مؤشر سعر الصرف الفعلي يساوي متوسط عدة أسعار صرف ثنائية وهو يدل على مدى تحسن أو تطور عملة بلد ما بالنسبة لمجموعة من العملات الأخرى .¹

تشهد الأسواق المالية العالمية زيادة كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في المحافظ المالية بها. وتؤثر هذه التدفقات على أسعار صرف العملات، أي أن التغير في أسواق الأسهم والسندات سيؤدي إلى التأثير على العملات الأجنبية، فارتفاع أسعار الأسهم في سوق الأسهم سيؤدي إلى زيادة الطلب على عملات هذه الأسواق، وبالتالي ارتفاع أسعار هذه العملات ، وانخفاض أسعار الأسهم في سوق ما قد يؤدي إلى طرح كميات كبيرة منها في السوق، مما يقلل من الطلب على هذه الأسهم وبالتالي انخفاض أسعار العملات التي تتعامل بها .

5- معدل البطالة

يمكن تعريف معدل البطالة بأنه نسبة القوى العاملة التي تسعى حالياً للعمل، ولكن لم تتمكن من العثور عليه. يعبر عن معدل البطالة بالنسبة المئوية ويتم نشر ذلك بشكل دوري . وهو مؤشر سوق مهم كونه مسؤولاً عن العديد من القرارات الصادرة عن المستثمرين في سوق الأسهم، وكلما انخفض معدل البطالة في البلاد كلما دل ذلك على قوة الاقتصاد وزيادة الإنتاجية . والعكس عند ارتفاع معدل البطالة . وبالتالي وجود علاقة عكسية بين مستوى البطالة وأداء سوق الأسهم حيث يتحسن أداء السوق بانخفاض معدل البطالة ويتراجع بارتفاعه.²

6- الناتج المحلي الإجمالي :

يعرف الناتج المحلي الإجمالي أنه قيمة جميع السلع والخدمات التي ينتجها بلد ما خلال السنة . وإنه مقياس الصحة العامة لاقتصاد البلاد . فعندما يزيد الناتج المحلي الإجمالي في العام الحالي عنه في العام السابق فهذا يعني أن الاقتصاد البلد قد نما بنسبة معينة . والعكس عندما ينخفض الناتج الإجمالي عنه في العام السابق فهذا يدل على تراجع الاقتصاد مما يعني وجود مشاكل مؤقتة أو مزمنة يجب العمل على إصلاحها.³

¹ - نشرة التوعية يصدرها معهد الدراسات المصرفية ،دول الكويت، الاضاءات ، العدد 12 ، يوليو 2011

²https://www.trend-cqst-

³فس المرجع أعلاه .

المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول الأوراق المالية والمتغيرات النقدية

هناك العديد من الدراسات التي تناولت هذا الموضوع من بينها.

أ- الدراسات باللغة العربية:

1. دراسة يوسف سعيد أحمد أمين، 2014، بعنوان: "العلاقة بين أسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية" دراسة تطبيقية على سوق الخرطوم للأوراق المالية (2003-2012) .

تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين سعر الفائدة وسعر السهم لمؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية في الفترة الممتدة بين 2003 و2012، باستعمال نموذج اختبار العلاقة السببية واختبار التكامل المشترك، والاستعانة ببرنامج EViews 20. حيث توصلت هذه الدراسة إلى أن أسعار الفائدة تؤثر عكسياً (سلباً) ضعيفا على مؤشر أسعار الأسهم بسوق الخرطوم للأوراق المالية بإبطاء زمني يصل مداه إلى 36 شهرا .

2. دراسة منذر زيدان، 2015: بعنوان : "العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بين المتغيرات النقدية ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية".

تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين المتغيرات النقدية ممثلة في الكتلة النقدية، التضخم، سعر الفائدة ، سعر الصرف، مع سعر السهم المتغير التابع لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية ، باستخدام نموذج تصحيح الخطأ (VECM) وبالاستعانة ببرنامج 7Eviews

توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة طويلة وقصيرة ذات تأثير إيجابي على سعر السهم لكل من الكتلة النقدية M1 والتضخم، في حين كل من الكتلة النقدية M2 وسعر الفائدة وسعر الصرف في الأجل القصير والطويل له تأثير على سلبى على سعر السهم .

3. دراسة غالية مليك، 2018 بعنوان: " نحو نموذج لتفسير سلوك أسعار الأسهم المدرجة في البورصة دراسة حالة: بورصات نيويورك، المغرب، السعودية و الجزائر".

تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين العوامل المتمثلة بمعدل المعروض النقدي بمعناه الواسع، التضخم، الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي مع سعر السهم المتغير التابع بورصة نيويورك ، والمغرب، السعودية وبورصة الجزائر، باستخدام SPSS 24، والإكسل 2007 وبالاستعانة ببرنامج Eviews 8.0 .

توصلت هذه الدراسة إلى أن معدل نمو المعروض النقدي بمعناه الواسع حيث تتأثر بأسعار الأسهم في بورصة السعودية فقط، بينما لا تتأثر الأسعار في البورصات الثلاث بالتضخم والناتج المحلي الإجمالي .

ب- الدراسات باللغة الأجنبية:

1. دراسة Christos Ioannidis a and AlexandrosKontonikasseptamber ، 2006 ،

بعنوان:

" "Monetary Policy and the Stock Market: Some International evidence

تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين سعر الفائدة وسعر السهم في عينة 13 منظمة ب سوق الأوراق المالية و المصارف المركزية ؛ باستخدام نموذج القيمة الحالية مع إتباع السياسة النقدية ؛

لقد توصلت هذه الدراسة إلى أن زيادة سعر الفائدة يرتبط بانخفاض أسعار الأسهم عبر معدلات خصم وتدفقات نقدية مستقبلية أقل وبالتالي وجود علاقة عكسية بينهما .

2. دراسة AnokyeM.Adam and GergeTweneboah ، 2008 ، بعنوان:

" "Do macroec variables play any role in the stock market movement in Ghananm: Munich

تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين المتغيرات النقدية ممثلة في التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف، سعر النفط وأذونات الخزينة والاستثمار الأجنبي المباشر مع سعر السهم المتغير التابع، في بورصة غانا خلال الفترة 1991-2007 باستخدام نموذج تصحيح الخطأ (VECM) ، اختبار التكامل المشترك، بالاستعانة بالبيانات الفصلية لفترة الدراسة .

توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات تأثير كبير على سعر السهم لكل من أذونات الخزينة والتضخم، في حين كل من سعر الصرف الاستثمارات الأجنبية المباشرة وأسعار النفط له تأثير ضعيف على سعر السهم .

3. دراسة Keray Raymond ، 2009 ، بعنوان:

" "There a Long Run Relationship Between Stock Prices and Monetary Variables? Evidence from Jamaica ;Bank of Jamaica "

تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين المتغيرات النقدية ممثلة في الكتلة النقدية، التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف، مع سعر السهم المتغير التابع على عينة مكونة من 34 شركة مدرجة في بورصة جمايكا خلال الفترة 1990-2009 ، باستخدام نموذج تصحيح الخطأ (VECM) ، وبالاستعانة ببرنامج Eviews سنة 2009.

توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات تأثير إيجابي على سعر السهم لكل من الكتلة النقدية M3 والتضخم، في حين كل من الكتلة النقدية M2 وسعر الفائدة وسعر الصرف له تأثير على سلبي على سعر السهم .

4. دراسة Martin Sirucek ، 2012 ، بعنوان:

" "Macroeconomic variables and stock market "

تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم ، في سوق الأوراق المالية للولايات المتحدة في الفترة الممتدة بين 1999 و 2012 ؛ باستخدام مؤشري نموذج تتبع تأثيرات المتغيرات المختارة (Industrial AverageDow jones) (DJIA) و S & P500 و برنامج Eviews. توصلت هذه الدراسة إلى أن التضخم له تأثيراً سلبياً على أسعار الأسهم في سنة 2002.

5. دراسة Akbar Alik, JahanzaibHaider,RabinaKanwal and M, Nauman Khan ، 2013 ،

بعنوان:

"An Analytical Study of Relationship of Macroeconomic Indicators on Movement of KSE(Karachi Stock Exchange) Prices"

تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية الكلية في التضخم، سعر الصرف، الناتج المحلي الإجمالي، وضريبة على الأرباح الرأسمالية ومعدلات الفائدة مع سعر السهم المتغير التابع، في بورصة كراتشي في باكستان خلال الفترة 1999 - 2009 ، باستخدام نموذج معامل بيرسون، بالاستعانة بالبيانات السنوية لفترة الدراسة . توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات تأثير إيجابي على سعر السهم لكل من التضخم، سعر الصرف، الناتج المحلي الإجمالي، معدلات الفائدة .

6. دراسة Maryam Zar ، 2017 ، بعنوان:

"Factors Affecting the Long-Run Stock Prices Performance in Iran"

تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين المتغيرات النقدية ممثلة في التضخم، سعر الفائدة ، سعر الصرف، مع سعر السهم المتغير التابع لمؤشر سوق إيران خلال الفترة 1996-2015، باستخدام منهجية التكامل المشترك ARDL بالاستعانة ببرنامج Eviews توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات تأثير إيجابي على سعر السهم لسوق إيران لكل من سعر الصرف ومعدل التضخم، أما بالنسبة لسعر الفائدة لها تأثير على سلبى على سعر السهم .

الفرق بين الدراسة الحالية الدراسات السابقة

الدراسات السابقة	الدراسة الحالية	البيان
نتائج الدراسة التي قام بها ندر زيدان و KeraRaymondond ' حول علاقة بين الكتلة النقدية وسعر السهم توصلت لوجود علاقة طردية	لقد توصلنا من خلال دراستنا إلى وجود علاقة عكسية بين الكتلة النقدية وسعر السهم	العلاقة بين الكتلة النقدية وسعر السهم
نتائج دراسة التي قام بها MartinSirucek حول العلاقة بين التضخم وسعر السهم توصلت لوجود علاقة عكسية	لقد توصلنا من خلال دراستنا إلى وجود علاقة طردية بين التضخم وسعر السهم	العلاقة بين التضخم وسعر السهم
نتائج دراسة التي قام بها Christos Ioannidis and Alexandroskontonikas ، يوسف سعيد أحمد أمين. توصلت إلى نفس نتيجة التي توصلنا لها وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة وسعر السهم	لقد توصلنا من خلال دراستنا إلى وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة وسعر السهم	العلاقة بين سعر الفائدة وسعر السهم

خلاصة الفصل الأول

لقد سلطنا الضوء من خلال هذا الفصل أولاً على الأدبيات النظرية فتم التطرق لمجموعة من المفاهيم المتعلقة بأسواق المالية من مفهوم وأنواعها وأدواتها وكذا سوق الأوراق المالية وأنواعه ومؤشراته ، ومن ثم ذكر أهم المتغيرات النقدية المؤثرة على أسعار الأسهم والتي سيتم تطبيقها في الفصل الثاني ويمكن تلخيص أهم النقاط من خلال المبحث فيما يلي :

- سوق المالية هو وسيلة لتجميع المدخرات؛
- سوق أوراق المالية مكان التقاء البائعين والمشتريين للاتفاق على أصل معين؛
- متغيرات النقدية هي المحرك أسعار الأسهم .

أما المبحث الثاني فكان بعنوان الأدبيات التطبيقية التي تمثلت في الدراسات السابقة حيث شملت مجموعة من الدراسات العربية والأجنبية والتي لها ارتباط مباشر بموضوع الدراسة وذلك حسب الترتيب الزمني والتي تم من خلالها استعراض لأهم جوانب هذه الدراسات والمتمثلة في الهدف من الدراسة ، عينتها، طريقة المعالجة، وكذا ذكر أهم النتائج المتوصل لها .

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية

تمهيد

بعد ما تطرقنا في الفصل السابق إلى الأسس النظرية المتعلقة بالأسواق المالية والمتغيرات النقدية المؤثرة على أسعار الأسهم وعلاقة بين المتغيرات المستقلة (الكتلة النقدية ، التضخم ، سعر الفائدة ، سعر الصرف) والمتغير التابع (أسعار الأسهم) وقياس مدى تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، وذلك من خلال العينة المأخوذة من سوق قطر المالي .

ولإلمام أكثر بالجانب التطبيقي للدراسة تطرقنا من خلال هذا الفصل إلى مجتمع وعينة الدراسة ، طريقة جمع وتلخيص المعطيات ، وعلى بيانات الدراسة بالإضافة إلى التعريف بالمتغيرات الدراسة ، وكيفية قياسها والأدوات الإحصائية والقياسية والبرامج المستخدمة في معالجة المعطيات المجمعة . كما سيتم عرض وتحليل وتفسير ومناقشة نتائج .

- المبحث الأول : طريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

سنتعرض في هذا الجزء إلى طريقة الدراسة والأدوات المستخدمة، وكذا نمذجة قياسية لمتغيرات النقدية وتأثيرها على سعر السهم عن طريق عرض نتائج الدراسة وتحليل ومناقشة النتائج .

- المطلب الأول: طريقة الدراسة

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى مجتمع وعينة الدراسة، تحديد متغيراتها، وكيفية قياسها وحسابها من مصادر جمع بياناتها .

- الفرع الأول: المجتمع والعينة

1- المجتمع الدراسة

تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية عام 1997 ومن ذلك الوقت، تطورت البورصة لتصبح واحدة من أهم الأسهم في منطقة الخليج،

وفي يونيو 2009، قامت شركة قطر القابضة، وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار، بتوقيع اتفاقية مع مجموعة بورصات (NYX) NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات . كما أعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة . وتضم بورصة قطر حالياً 46 شركة مدرجة وحجم رسميتها السوقية حوالي 450 مليار ريال قطري (123 مليار دولار أمريكي) حسب تقرير .

ويتمحور الهدف الأساسي للبورصة في دعم الاقتصاد القطري من خلال تزويد المستثمرين بمنصة يقومون من خلالها بعمليات التداول بنزاهة وكفاءة، كما تقوم البورصة بتطبيق النظم والقوانين الخاصة بالأوراق المالية على أكمل وجه وتقوم بتوفير معلومات دورية للجمهور حول التداول وضمن إفصاح الشركات المدرجة فيها عن بيانات بشكل سليم . وتخضع بورصة قطر لإشراف هيئة قطر للأسواق المالية بصفتها هيئة رقابية تشرف على نشاطات البورصة .

تنقسم أسواق الأوراق المالية في الدول العربية على مجموعتين عند قياسها بالنسبة إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي ، وبورصة قطر كانت ضمن المجموعة الأولى وتمثلت في المرتبة الثالثة بنسبة 142 % بعد الأردن والكويت .

يقوم مؤشر بورصة قطر بقياس أكبر 20 سهماً في السوق القطري وأكثرها سيولة . وفي أول يوم تداول من شهري أبريل وأكتوبر، يتم إعادة تقييم المؤشر ليحدد بذلك ما إذا كانت المكونات القائمة لازالت تستوفي معايير المؤشر . ويتم ترتيب جميع الشركات المدرجة من خلال رسملة سوق الأسهم المتاحة للتداول حيث يتم إعطاء هذا العمال وزناً قدره 50 % . أما العمل الثاني وهو متوسط قيمة التداول اليومية فيتم إعطائه وزن قدره 50 % أيضاً ، أما الشركات التي يبلغ معدل دوران أسهمها أقل من 5 % فيتم

استبعادها من المراجعة السنوية ، كما هو الحال بالنسبة للشركات التي لا يملك فيها المساهم الواحد سوى أقل من 1% من الأسهم القائمة . وعلى هذا الأساس، يتم تحديد المكونات العشرين لمؤشر البورصة للأشهر الستة التالية . وعند تحديد وزن كل سهم من الأسهم المكونة للمؤشر، يتم تطبيق سقف قدره 15% لكل سهم من الأسهم المكونة للمؤشر . عندها يتم توزيع الوزن الزائد بشكل متناسب على مكونات المؤشر المتبقية . وفي مثل هذه الحالات، فإن تغيير أوزان مكونات المؤشر يحدث في أوقات المراجعة فقط .

ولقد ظهرت مؤشرات جديدة تتمثل في مؤشر بورصة قطر للعائد الإجمالي ويعرق على أنه يقيس مؤشر بورصة قطر الأداء السعري للأسهم المكونة . وبحيث تقوم بورصة قطر بحساب نسخة جديدة من هذا المؤشر تبين العائد الكلي وتعكس الدخل المستلم من خلال دفعات أرباح الأسهم العشرين المكونة للمؤشر، حيث تقوم المنهجية على إعادة استثمار الأرباح في المؤشر في يوم إعطاء سعر للورقة المالية السابق لتوزيع الأرباح (اليوم الذي يلي انعقاد الجمعية العامة العادية) . ويتمثل مؤشر العائد الإجمالي بمجموعة العائدات المحققة في محفظة التي تتعقب مؤشر الأسعار الأساسية وتعيد استثمار أرباح الأسهم في المؤشر العام، وليس في الأوراق المالية التي أعطت الأرباح .

2. عينة الدراسة

تقديم عينة الدراسة: تمثل عينة الدراسة في بورصة قطر للأوراق المالية المتكونة في 46 شركة موزعة على 7 قطاعات . والموضحة في الجدول رقم (01) كالتالي :

الجدول رقم (01) : شركات قطر وفق قطاعات البورصة

المجموع	النقل	الاتصالات	العقارات	التأمين	الصناعة	قطاع السلع والخدمات الاستهلاكية	قطاع البنوك والخدمات المالية	القطاع
46	03	02	04	05	10	09	13	عدد الشركات المدرجة
%100	%6.52	%4.35	%8.70	%10.86	%21.74	%19.57	%28.26	نسبة الشركات في العينة

المصدر: من إعداد الباحثة

3. متغيرات الدراسة وكيفية قياسها :

- المتغير التابع: يتمثل المتغير التابع في المؤشر المالي (سعر السهم)
- المتغيرات المستقلة: وتم الاعتماد على أربعة متغيرات أساسية تمثل في: الكتلة النقدية، التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف.

- المعروف النقدي بمعناه الواسع (الإحصاءات المالية الدولية، السطر 35 L.zk) : هو مجموع العملة خارج البنوك، والودائع تحت الطلب بخلاف ودايع الحكومة المركزية؛ والودائع لأجل، والمدخرات، والودائع بالعملة الأجنبية للقطاعات المقيمة بخلاف الحكومة المركزية؛ والشيكات المصرفية والسياحية؛ والأوراق المالية مثل شهادات الإيداع القابلة للتداول والأوراق التجارية
- التضخم: يقيسه مؤشر أسعار المستهلكين التغير السنوي للنسبة المئوية في التكلفة على المستهلك المتوسط للحصول على سلة من السلع والخدمات والتي يمكن أن تثبت أو تتغير على فترات محددة، ككل سنة مثلا وتستخدم بوجه عام صيغة لاسبيرز التضخم في الأسعار التي يدفعها المستهلكون (% سنويا) من خلال صندوق النقد، الإحصاءات المالية والدولية وملفات البيانات .
- سعر الفائدة على الودائع: هو السعر الذي تدفعه البنوك التجارية أو البنوك المماثلة على الودائع تحت الطلب، أو ودايع لأجل ، والودائع الادخارية، (%)
- سعر الصرف الرسمي: ويشير إلى سعر الصرف الذي تحدده السلطات الوطنية أو السعر المحدد بسوق الصرف المسموح بها قانونيا. ويتم حسابه كمتوسط سنوي استنادا للمتوسطات الشهرية (وحدات العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي) .

- المبحث الثاني : نمذجة قياسية للمؤشر المالي

دراسة قياسية للسوق المالي في قطر خلال الفترة الممتدة 2000 - 2017

سنقدم في هذا الجزء بمحاولة تقدير العلاقة الموجودة بين المتغيرات النقدية والمثلة في: الكتلة النقدية والتضخم وسعر الفائدة وسعر الصرف مع المتغير التابع سعر السهم للمؤسسات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة 2000 - 2017، وبالاستعانة ببرنامج الإحصائي Eviews 09

1. المطلب الأول : تقدير النموذج

تعد مرحلة صياغة النموذج القياسي من أهم مراحل بناء النموذج وأصعبها حيث يتم تحديد المتغيرات التي يمكن أن تؤثر في سعر السهم .

أ- المتغير التابع: ويتمثل في سعر السهم، ونرمز له بـ Y ومعبر عنه بالريال القطري ويبلغ عدد المشاهدات للمتغير 18 مشاهدة وذلك خلال الفترة 2000-2017، وجمعت قيم المتغير من خلال التقارير السنوية لبورصة قطر .

ب- المتغيرات التفسيرية - المستقلة -

• المتغير المستقل الأول : ويتمثل في الكتلة النقدية ، ونرمز لها بالرمز X1 ومعبر عنه بالأسعار الجارية للعملة المحلية، ويبلغ عدد المشاهدات للمتغير 18 مشاهدة وذلك خلال الفترة 2000-2017، وجمعت قيم المتغير من خلال التقارير السنوية لبيانات البنك الدولي (2000-2017).

- المتغير المستقل الثاني : ويتمثل في التضخم في الأسعار التي يدفعها المستهلكون (% سنويا)، نرسم له بالرمز X_2 ومعبر عنه بالريال، ويبلغ عدد المشاهدات للمتغير 18 مشاهدة وذلك خلال الفترة 2000-2017 وجمعت قيم المتغير من خلال التقارير السنوية لبيانات البنك الدولي 2000-2017.
- المتغير المستقل الثالث : ويتمثل في سعر الفائدة والتي نرسم له بالرمز X_3 ، والمعبرة عنه بالريال مقابل الدولار، ويبلغ عدد المشاهدات للمتغير 18 مشاهدة وذلك خلال الفترة 2000-2017، وجمعت قيم المتغير من خلال التقارير السنوية لبيانات البنك الدولي 2000-2017 .
- المتغير المستقل الرابع : ويتمثل في سعر الصرف والتي نرسم له بالرمز X_4 ، والمعبرة عنه وحدات العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي، ويبلغ عدد المشاهدات للمتغير 18 مشاهدة وذلك خلال الفترة 2000-2017، وجمعت قيم المتغير من خلال التقارير السنوية لبيانات البنك الدولي 2000-2017 .

وبعد أن قمنا بتعريف متغيرات النموذج القياسي وتجميع البيانات الخاصة بكل متغير يتم تحديد الشكل الرياضي لنموذج القياسي

$$Y=f(x_1,x_2,x_3):$$

وباستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لتقدير النموذج والاعتماد على طريق المربعات الصغرى الاعتيادية يكون الشكل الرياضي للمعادلة من الشكل التالي :

$$Y=C+B_1 X_1+B_2 X_2+B_3 X_3+B_4 X_4+E_i$$

حيث أن :

Y : سعر إغلاق السهم ؛

X_1 : الكتلة النقدية ؛

X_2 : التضخم ؛

X_3 : سعر الفائدة ؛

X_4 : سعر الصرف ؛

B_i : تمثل معاملات النموذج؛

E_i : المتغير العشوائي .

2 - تقدير النموذج:

بعد تحديد النموذج المراد قياسه تأتي مرحلة تقدير النموذج من جمع البيانات التي تخص المؤشرات الاقتصادية التي تخص النموذج، ثم اختبار طريقة القياس الملائمة للنموذج، أما فيما يخص نموذجنا سوف نعتمد على طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية

OLS التي تعطي أفضل مقدر خطي غير متحيز في قياس النموذج لأنها تعتبر من أفضل الطرق من وجهة نظر المعايير الإحصائية والاقتصادية، وبعد عدة محاولات ومن خلال البرنامج الإحصائي Eviews، وجد أن الصيغة الأكثر ملاءمة والتي تعطي أفضل النتائج هي الصيغة اللوغاريتمية ، وبعد إدخال البيانات في البرنامج كانت نتائج تقدير النموذج على النحو التالي:

الجدول رقم (02) : قيم وأنواع النماذج المختبرة

البيانات	النموذج الأول	النموذج الثاني	النموذج الثالث	النموذج الرابع
Akaike info criterion	17.487	-0.695	17.416	-0.732
Schwarz criterion	17.685	-0.497	17.014	-0.534
Hannan-Quinn criter	17.514	-0.668	17.444	-0.705

المصدر: من إعداد الطالبة

بناءً على النتائج الواردة في الملحق المتعلقة بالنماذج الأربعة المبينة في الملحق تم اختيار أحسن النموذج بناءً على أقل قيمة لـ AIC SC HQL وبعده تم اختيار النموذج الآتي :

الجدول رقم (03) : أفضل مقدر خطي (النموذج الرابع)

Dependent Variable: LOG(Y) Method: Least Squares Date: 04/29/19 Time: 21:06 Sample: 2000 2017 Included observations: 18				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0008	4.231813	2.229478	9.434735	C
0.9515	-0.061921	0.082247	-0.005093	LOG(X1)
0.3264	1.017123	0.007434	0.007561	X2
0.0034	-3.523533	0.076657	-0.270102	LOG(X3)
9.039655	Meandependent var	0.516969	R-squared	
0.198878	S.D. dependent var	0.413462	Adjusted R-squared	
-0.732636	Akaike info criterion	0.152312	S.E. of regression	
-0.534776	Schwarz criterion	0.324787	Sumsquaredresid	
-0.705354	Hannan-Quinn criter.	10.59373	Log likelihood	
1.631814	Durbin-Watson stat	4.994545	F-statistic	
		0.014633	Prob(F-statistic)	

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الإحصائي Eviews 09

- اختبار معلمات النموذج : يتم اختبار معلمات النموذج من الناحية الاقتصادية لتحديد مدى مطابقتها للتوقعات المسبقة ومن الناحية الإحصائية لتحديد مدى معنويتها الإحصائية .
- التحليل الاقتصادي لنموذج: الكتلة النقدية X_1 : تدل الإشارة في معادلة الانحدار المتعدد بالنسبة لمعامل هذا المتغير B_1 على وجود علاقة عكسية بين المتغير المستقل الكتلة النقدية والمتغير التابع سعر السهم وهذا ما لا يتفق مع منطق النظرية

الاقتصادية، حيث إذا تغيرت الكتلة النقدية بوحدة واحدة فإن سعر السهم سيتغير ب -0.005 أي أن الزيادة في الكتلة النقدية بوحدة واحدة سيؤدي إلى تخفيض سعر السهم -0.005 مع ثبات المتغيرات الأخرى هذا ما يتناقى مع الواقع الاقتصادي .

- **التضخم X₂**: يتضح من خلال النتائج الواردة في الجدول أعلاه بالنسبة لمعامل B₂ إشارته موجبة تدل على وجود علاقة طردية بين المتغير المستقل التضخم والمتغير التابع سعر السهم وهذا ما لا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، حيث إذا تغير التضخم بوحدة واحدة فإن سعر السهم سيرتفع ب 0.007 ومنه فإن المتغير غير مقبول اقتصاديا .
- **سعر الفائدة X₃**: يلاحظ أن هناك علاقة عكسية بين المتغير المستقل سعر الفائدة والمتغير التابع سعر السهم وهذا ما توضحه قيمة معامل B₃ والتي بلغت -0.270 والتي تشير إلى العلاقة العكسية وهذا ما يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، حيث إذا تغير سعر الفائدة بوحدة واحدة فإن سعر السهم سينخفض ب -0.270 ومنه فإن المتغير مقبول اقتصاديا .
- **سعر الصرف X₄**: بالنسبة لهذا المتغير المستقل المتمثل في سعر الصرف لم يظهر في النموذج بسبب أن قيمته ثابتة خلال الفترة الدراسة التي قمنا بها (2002-2017) .

• التحليل الإحصائي للنموذج :

عند إجراء الاختبار لفرضيات النموذج الانحدار الخطي المتعدد نأخذ مجموعة من المعايير القياسية الإحصائية، وسيتم اختبار النماذج المقدرة باستعمال معايير إحصائية بهدف اختبار مدى الثقة الإحصائية في المقدرات الخاصة بمعلمات النموذج حيث يتم اختبار المعنوية الجزئية للمعلمات باستخدام إحصائية ستودنت واختبار المعنوية الكلية لنموذج باستخدام إحصائية فيشر ومعامل التحديد، تم دراسة مدى استقرار معلمات النموذج المقدر .

1 - اختبار معنوية المعلمات الجزئية: تفيد هذا الاختبار في دراسة المعنوية الإحصائية لمعلمات النموذج من خلال الفرضيات التالية:

$$H_0: B_0=B_1=B_2=B_3=0$$

$$H_1: B_0 \neq B_1 \neq B_2 \neq B_3 \neq 0$$

لإجراء اختبار معنوية المعلمات يتم مقارنتها بمستوى المعنوية 0.05 ، وعليه كانت نتائج الاختبار كالتالي :

- ✓ من أجل المعامل **B ثابت**: بلغت القيمة الاحتمالية له $Prob=0.0008$ هي أقل من 0.05% وعليه نرفض فرضية H_0 العدم ونقبل الفرض البديل H_1 ، أي أن معلمة **B** له معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% .
- ✓ **معامل الكتلة النقدية X₁** : حيث $Prob=0.951$ هي أكبر من 0.05% وعليه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرض البديل H_1 ، أي أن معامل الكتلة النقدية **B₁** ليس له معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5%
- ✓ **معامل التضخم X₂** : حيث $Prob=0.326$ هي أكبر من 0.05% وعليه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرض البديل H_1 ، أي أن معامل التضخم **B₂** ليس له معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5%.
- ✓ **معامل سعر الفائدة X₃** : حيث $Prob=0.0034$ هي أقل من 0.05% وعليه نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرض البديل H_1 ، أي أن معامل سعر الفائدة **B₃** له معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5%.

2- اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

فمن خلال نفس الجدول أعلاه نجد أن قيمة الاحتمالية المرفقة بالإحصائية فيشر قدرت $\text{Prob}(F\text{-statistic} = 0.014)$ وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي نرفض H_0 ونقبل H_1 ما يدل على وجود معلمة على الأقل تختلف معنويًا عن صفر أي هناك دلالة إحصائية ومعنوية كلية للنموذج .

3- جودة توفيق النموذج :

يعتمد هذا الاختبار بصفة أساسية على معامل التحديد المصحح لمعرفة نسبة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع ، وحسب النموذج المختار أعلاه ألا وهو نموذج الانحدار المتعدد وحسب النتائج الواردة في الجدول نجد أن معامل التحديد $R^2=0.516$ ومعامل التحديد المصحح $\text{AdjustedRSquared}=0.4134$ أي أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 51.6% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة جيدة متوسطة مقبولة .

4- اختبار الذاتى بين الأخطاء:

نعمد لإجراء هذا الاختبار على اختبار Breusch-Godfrey الذي يركز على مضاعف لاغرونج والذي يتوزع توزيع كاي دو، بحيث يسمح الاختبار بوجود ارتباط ذاتي من درجة أكبر من الواحد، وفق الفرضيتين التاليتين :

H_0 : عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء .

H_1 : وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء .

الجدول رقم (04) : نتائج اختبار الارتباط الذاتى بين الأخطاء

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

0.5479	Prob. F(1,13)	0.380631	F-statistic
0.4743	Prob. Chi-Square(1)	0.512036	Obs*R-squared

Test Equation:

Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 05/17/19 Time: 11:49
Sample: 2000 2017
Included observations: 18

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.9305	-0.088919	2.304555	-0.204919	C
0.9304	0.088989	0.085018	0.007566	LOG(X1)
0.8386	-0.207845	0.008076	-0.001679	X2
0.9031	0.124136	0.080048	0.009937	LOG(X3)
0.5479	0.616953	0.305023	0.188185	RESID(-1)
7.10E-16	Meandependent var	0.028446	R-squared	
0.138221	S.D. dependent var	-0.270493	Adjusted R-squared	
-0.650384	Akaike info criterion	0.155798	S.E. of regression	
-0.403059	Schwarz criterion	0.315548	Sumsquaredresid	
-0.616281	Hannan-Quinn criter.	10.85346	Log likelihood	
1.779715	Durbin-Watson stat	0.095158	F-statistic	
		0.982237	Prob(F-statistic)	

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الإحصائي Eviews 09

وتبين النتائج الواردة في الجدول أعلاه إن إحصائية مضاعف لاغرنج المحسوبة تساوي 0.5120 فهي أقل تماما من القيمة الجدولة لتوزيع كي دو بدرجة حرية 1 ونسبة معنوية 5 % والتي تساوي 3.841، وهذا ما تؤكد القيمة الاحتمالية المرافقة حيث بلغت $prob=0.474$ وهي أكبر تماما من المعنوية الإحصائية 0.05 وبالتالي نرفض فرضية البديلة ونقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية.

5 - اختبار تجانس تباين الأخطاء :

نستعمل اختبار ARCH من أجل اختبار تجانس تباين الأخطاء وذلك بالاعتماد على مضاعف لاغرونج والذي يتوزع توزيع كاي دو، ونتائج هذا التحليل ملخصة في الجدول أدناه وفق فرضيات الآتية :

H0 : ثبات التباين البواقي .

H1 : عدم ثبات التباين البواقي .

الجدول رقم (05) : نتائج اختبار تجانس التباين

Heteroskedasticity Test: ARCH				
0.5013	Prob. F(1,15)		0.474725	F-statistic
0.4702	Prob. Chi-Square(1)		0.521517	Obs*R-squared
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 05/17/19 Time: 12:02				
Sample (adjusted): 2001 2017				
Included observations: 17 after adjustments				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0094	2.976603	0.007168	0.021336	C
0.5013	-0.689003	0.259467	-0.178774	RESID^2(-1)
0.017936	Meandependent var		0.030677	R-squared
0.021083	S.D. dependent var		-0.033944	Adjusted R-squared
-4.737145	Akaike info criterion		0.021438	S.E. of regression
-4.639120	Schwarz criterion		0.006894	Sumsquaredresid
-4.727401	Hannan-Quinn criter.		42.26573	Log likelihood
1.911495	Durbin-Watson stat		0.474725	F-statistic
			0.501341	Prob(F-statistic)

المصدر : من إعداد طالبة بالاعتماد على برنامج الإحصائي Eviews 09

وانطلاقا من النتائج الواردة في الجدول أعلاه نجد أن القيمة المحسوبة لمضاعف لاغرنج $Obs*R-squared=0.5215$ فهي أقل تماما من القيمة الجدولة لتوزيع كي دو بدرجة حرية 1 ونسبة معنوية 5 % والتي تساوي 3.841، وهذا ما تؤكد القيمة الاحتمالية المرافقة حيث بلغت $prob=0.4702$ وهي أكبر تماما من المعنوية الإحصائية 0.05 وبالتالي نرفض فرضية البديلة ونقبل فرضية العدم التي تنص على ثبات تباين البواقي.

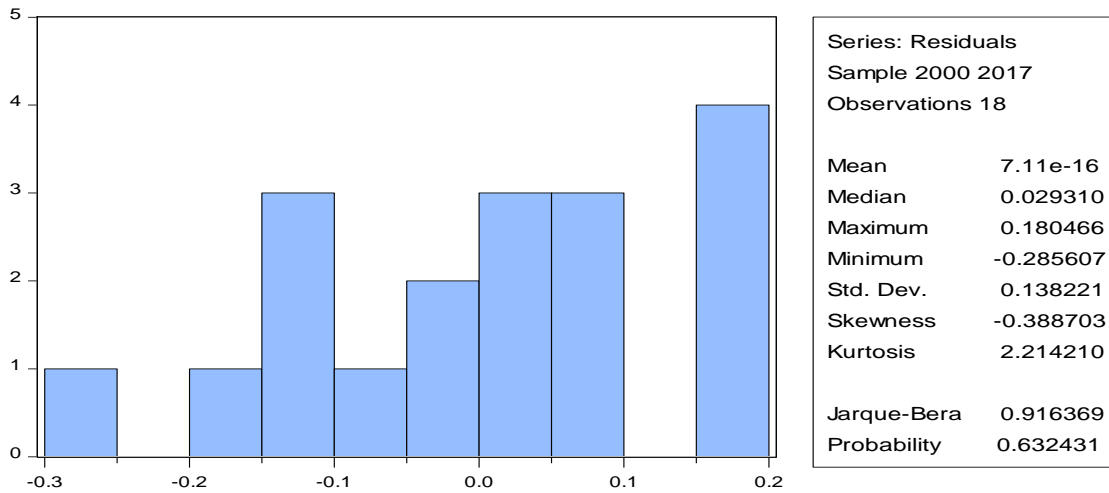
✓ اختبار التوزيع الطبيعي:

بالنسبة لاختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء فإننا سنعمد على اختبار Jarque-Bera والذي يقوم على أساس فرضيتين هما:

H0: الأخطاء موزعة توزيعاً طبيعياً.

H1: الأخطاء غير موزعة توزيعاً طبيعياً.

الشكل 01 يوضح : نتائج اختبار التوزيع الطبيعي



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الإحصائي Eviews 09

من خلال القيمة الإحصائية المرافقة لإحصائية Jarque-Bera الواردة في الجدول أعلاه نجدها $Prob = 0.632$ وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 ومنه نقبل الفرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي الأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي.

وكما هو معلوم أن من بين شروط قبول النموذج المقدر هو عدم وجود تداخل في المتغيرات المستقلة فيما بينها، وكذلك عدم وجود ارتباط ذاتي بين حدود المتغير العشوائي من جهة، وأن هذا المتغير العشوائي يتوزع توزيعاً طبيعياً، وبعد التأكد من هذه الاختبارات أظهرت النتائج المتحصل عليها عدم وجود تداخل بين المتغيرات المستقلة وخلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي ووجود توزيع طبيعي للمتغير العشوائي، مما يعني أن النموذج صالح لتفسير العلاقة بين المتغيرات المدروسة.

المطلب الثاني : عرض النتائج ومناقشتها

أظهرت هذه الدراسة مجموعة من النتائج التي يمكن أن تثبت أو تنفي فرضياتنا ومن تم يمكن أن تساعد المستثمرين والباحثين على معرفة العوامل المؤثرة على أسعار السهم .

- أظهرت نتائج الانحدار الخطي المتعدد وجود علاقة عكسية بين المتغير المستقل الكتلة النقدية والمتغير التابع سعر السهم، وهذا لا يتوافق مع النظرية الاقتصادية .

فإقتصادياً أن الزيادة العرض النقدي يؤدي إلى ارتفاع الإنفاق الاستثماري مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعار السوقية، ينعكس إيجاباً على سعر الأسهم . بينما نتائج الدراسة لبورصة قطر تظهر غير ذلك وهذا راجع لنقص الوعي

الاستثماري لدى المستثمرون القطريون حيث يقوم بتوجيه المعروض النقدي المرتفع إلى أوجه أخرى غير الاستثمار في الأوراق المالية أي عدم وجود طلب لشراء الأوراق المالية مما يؤدي إلى انخفاض سعر الورقة .

- كما أظهرت وجود علاقة طردية بين المتغير المستقل التضخم والمتغير التابع سعر السهم، وهذا لا يتوافق مع الواقع الاقتصادي. حيث أظهرت عدة دراسات مقارنة بين تطور اتجاه الأسعار القياسية، وتطور الاتجاهات التضخمية، عدم الارتباط بين الواقع الاقتصادي وبين البورصة فيما يتعلق بالتضخم. أن وجود هذه علاقة يفسر ربما بتوجه المعروض النقدي المرتفع لإلى أوجه أخرى غير الاستثمار في الأوراق المالية أن ارتفاع الأسعار عموماً (التضخم) غير ملائم لارتفاع الأسعار في البورصة.

- وجود علاقة عكسية بين المتغير المستقل سعر الفائدة والمتغير التابع سعر السهم، وهذا يتوافق مع الواقع الاقتصادي، حيث اقتصادياً يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة السوقية إلى انخفاض أسعار الأسهم، حيث ترتفع كلفة التمويل بالنسبة للمستثمرين الراغبين بالاستثمار في الأسهم وبالتالي يقل الطلب على الأسهم وتنخفض أسعار الأسهم هذا من جهة .

- أظهرت نتائج التحليل الإحصائي بعدم وجود معنوية إحصائية للمتغيرين المستقلين (الكتلة النقدية X_1 والتضخم X_2)، أما بالنسبة للمتغير المستقل سعر الفائدة فهو ذات معنوية إحصائية .

- إن النتائج السابقة التي تشير إلى أن 56.1% من المتغيرات الثلاثة تفسر تغير في سعر السهم وما تبقى يمكن إرجاعه إلى متغيرات أخرى لم تدخل في النموذج كالناتج المحلي الإجمالي، معدل البطالة فلو دخلنا هذه المتغيرات في النموذج لكانت نسبة التفسير أعلى.

خلاصة الفصل :

حاولنا في هذا الفصل الإجابة على فرضيات الدراسة من خلال البحث عن النماذج التي تفسر العلاقة بين أسعار الأسهم المدرجة في سوق قطر والكتلة النقدية والتضخم وسعر الفائدة وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الكتلة النقدية وسعر السهم وهي غير دالة إحصائياً ، كما أظهرت وجود علاقة طردية بين التضخم وسعر السهم وهي غير دالة إحصائياً، بينما وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل سعر الفائدة وسعر السهم ، كما أن المتغيرات النقدية المختارة تفسر 56 % من تغيرات أسعار الأسهم الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية .



الخاتمة

تحاول هذه الدراسة البحث عن العوامل المؤثرة على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية حيث تناولت إشكالية الدراسة مدى تأثير كل من الكتلة النقدية والتضخم وسعر الفائدة وسعر الصرف على أسعار الأسهم لشركات المدرجة في سوق قطر المالي للفترة (2000 – 2017) وقد توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج وهي :

من خلال الجانب النظري للدراسة يتبين لنا ما يلي :

- سوق المالية هو وسيلة لتجميع المدخرات؛
- سوق أوراق المالية مكان التقاء البائعين والمشتريين للاتفاق على أصل معين؛
- متغيرات النقدية هي المحرك لأسعار الأسهم .

من خلال الجانب التطبيقي يتبين لنا ما يلي :

- وجود علاقة عكسية لكل من المتغيرين المستقل الكتلة النقدية وسعر الفائدة وأسعار الأسهم .
 - وجود علاقة طردية بين المتغير المستقل التضخم وأسعار الأسهم .
 - عدم وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل الكتلة النقدية لوحده وأسعار الأسهم عند مستوى معنوية 5%.
 - عدم وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل التضخم لوحده وأسعار الأسهم عند مستوى معنوية 5%.
 - وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل سعر الفائدة لوحده وأسعار الأسهم عند مستوى معنوية 5%.
 - أن المتغيرات النقدية الكتلة النقدية، التضخم، سعر الفائدة تفسر 51.6 % من المتغير لسعر سهم .
- أظهرت النتائج المتحصل عليها عدم وجود تداخل بين المتغيرات المستقلة وخلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي؛ ثبات تباين البواقي؛ وجود توزيع طبيعي للمتغير العشوائي، مما يعني أن النموذج صالح لتفسير العلاقة بين المتغيرات الدراسة.

– اختبار صحة الفرضيات :بناء على الفرضيات التي تم وضعها سابقا سنحاول اختبار هذه الفرضيات كما يلي

قامت دراستنا على أربعة فرضيات رئيسية والمتمثلة فيما يلي :

تمثلت الفرضية الأولى في أنه هناك علاقة طردية بين الكتلة النقدية وأسعار الأسهم وقد أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين المتغير المستقل الكتلة النقدية والمتغير التابع سعر السهم، وهذا يتناقى مع الفرضية وبالتالي رفض هذه الفرضية وهذا ما يعارض نتائج الدراسة التي قام بهام ندر زيدان و **KeraRaymonond** ' .

تمثلت الفرضية الثانية في أنه هناك علاقة طردية بين التضخم وأسعار الأسهم ولقد أظهرت النتائج وجود علاقة طردية بين المتغير المستقل التضخم والمتغير التابع سعر السهم، وهذا يتطابق مع الفرضية وبالتالي قبول هذه الفرضية وهذا ما يعارض نتائج

الدراسة **MartinSirucek**

وهناك من يتوافق مع نتائج الدراسة **Akbar Alik, JahanzaibHaider,RabinaKanwal and M, Nauman Khan,**

تمثلت الفرضية الثالثة في أنه هناك علاقة طردية بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم ولقد أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين المتغير المستقل سعر الفائدة والمتغير التابع سعر السهم، وهذا يتناقى مع الفرضية وبالتالي رفض هذه الفرضية وهذا ما يتوافق مع نتائج الدراسة **Christos Ioannidis and Alexandroskontonikas** ، يوسف سعيد أحمد أمين .

تمثلت الفرضية الرابعة في أنه هناك علاقة طردية بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم، بينما في دراستنا لم نتوصل إلى أي نتائج لأنه قيمته ثابت .

- مقترحات والتوصيات

بناء على ما تم التوصل إليه من نتائج في هذه الدراسة، فإنه يمكن تلخيص أهم التوصيات التي يرى الباحث أنها ضرورية ويمكن الاستفادة منها في بورصة قطر، وذلك على النحو التالي :

- ✓ إجراء دراسة في بورصة أخرى؛
- ✓ زيادة عدد المتغيرات المفسرة للنموذج ؛
- ✓ استبدال سعر السهم بالقيمة السوقية .

- آفاق المستقبلية :

في ظل التطورات الاقتصادية والمالية، وانفتاح الأسواق وتربطها، ومن خلال ما تسعى له المؤسسة من تحقيق أرباح مستقبلية ورفع من قيمتها وبغرض النمو والتوسع، إضافة إلى ذلك وما يسعى إليه المستثمر من تحقيق أكبر الأرباح بغرض تعظيم ثروته، وبناء على ما ورد وما تم التوصل إليه في هذه الدراسة نوصي بما يلي :

- إدخال بعض المتغيرات النقدية أو الاقتصادية الجديدة لهذه الدراسة لفهم العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم

قائمة المراجع

1. أحمد سلامة شمعون ، مبادئ الاقتصاد الكلي قصد 1.2 ، الوحدة السابع التضخم .
2. أسماء خضير ياس ، تحليل معدلات التضخم في العراق (2000 – 2010) ، مجلة كلية التقنية الإدارية بغداد ، العدد36 ، 2013 .
3. حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة سوق دمشق للأوراق المالية، جامعة دمشق، العدد 11، سنة 2011
4. خالد أحمد فرحان المشهداني، د. رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، الطبعة العربية ، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2013 .
5. سليم جابو ، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية ، مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة ، 2012 .
6. سمير فخري نعمة ،العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاساتها على ميزان المدفوعات ، طبعة العربية ، دار البازوري ، عمان ، 2011 .
7. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العلمي للفكر الإسلامي، دراسات الاقتصاد الإسلامي 2، 1981.
8. شافية كتاف ، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية ، مذكرة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة سطيف 1 ، 2014 .
9. شهاب أحمد صيوان، مؤشرات أداء سوق العراق للأوراق المالية ، مجلة كلية بغداد للعلوم اقتصادية الجامعة ، العدد 48 ، 2016
10. فاطمة صالح خليل ، أثر المتغيرات النقدية في العوائد أسهم في الأسواق الناشئة، رسالة الماجستير في الأسواق المالية، جامعة دمشق، 2015 .
11. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية أسهم – سندات – وثائق الاستثمار – الخيارات، دار الجامعة ، الإسكندرية، 2005 .
12. عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي ، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية (نظرية وتطبيقات) ، طبعة الأولى ، دار صفاء ، عمان ، 2011 .
13. عبد النافع الزرري ، غازي فرح ، الأسواق المالية ، فصل الرابع ، داو وائل للنشر ، عمان الأردن .
14. عيجولي خالد ، فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق في ظل الأزمة المالية العامة الراهنة ، الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية أيام 10 – 21 ، الحلقة ، أكتوبر 2009 .
15. كنوز محمد بن عبد الله الجراح ، مصادر التضخم في المملكة العربية السعودية (دراسة قياسية) باستخدام مدخل اختبارات الحدود ، جامعة الملك سعود الرياض .
16. محمد الصالح الحناوي، جلال الدين إبراهيم، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية الإسكندرية .

17. مبارك بن سليمان آل فواز ، الأسواق المالية ، جامعة الملك عبد العزيز ، مركز النشر العلمي ، الطبعة 1 ، جدة
18. محاضرات في الاقتصاد النقدي والمالي ، قسم الماجستير ، جامعة حاج لخضر ، باتنة ، 2016 / 2015 .
19. محمد صالح الخناوي ، نihal فريد ، جلال إبراهيم العيد ، أسواق المال والمؤسسات المالية ، دار التعليم الجامعي الإسكندرية ، 2014 .
20. محمد صالح الخناوي ، نihal فريد ، جلال إبراهيم العيد ، أسواق المال والمؤسسات المالية ، دار التعليم الجامعي الإسكندرية ، 2014 .
21. مداحي محمد ، حسيبة بن علي ، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي وتقليدي) ، الجزائر، العدد 5، 2017 .
22. مراد عبد القادر ، دراسة أثر المتغيرات النقدية على سعر صرف دينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 1974-2003 ، مذكرة ماجستيراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة ورقلة ، 2011 .
23. نبيل جليل طه سمور ، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق ، مذكرة ماجستيراه ، جامعة الإسلامية غزة ، 2007 .
24. نشرة التوعية يصدرها معهد الدراسات المصرفية ، دولة الكويت، العدد 5، يونيو - يوليو 2010 .
25. غالية مليك ، نحو نموذج لتفسير سلوك أسعار الأسهم المدرجة في البورصة دراسة حالة : (بورصة نيويورك ، والمغرب ، السعودية ، بورصة الجزائر) أطروحة الدكتوراه الطور الثالث منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، 2018/2017
26. منذر زيدان ، العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بين المتغيرات النقدية ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية ، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية ، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية ، العدد 4 ، 2015 .
27. يوسف سعيد أحمد أمين، العلاقة بين أسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية " دراسة تطبيقية على سوق الخرطوم للأوراق المالية (2003-2012)، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد ، جامعة السودان . 2014

مراجع باللغة الأجنبية

26. Keray Raymond; There a Long Run Relationship Between Stock Prices and Monetary Variables? Evidence from Jamaica ;Bank of Jamaica ;July 2009
27. Martin Sirucek , 'Macroeconomic variables and stock market: US review ,Mendel university in brno, Czech Republic ,2012
28. Christos Ioannidis a and AlexandrosKontonikas "Monetary Policy and the Stock Market: Some International evidence , septamber 2006 .
29. Maryam Zara , Factors Affecting the Long – Run Stock Prices Performance in Iran, Journal of Economies,,Islamic Azad University of Shiraz, Iran, 2017, 7 (3) : 125-130
30. AnokyeM.Adam and GergeTweneboah, Do macroec variables play any role in the stock market movement in Ghananm: Munich Personal RePEc Archive, University, of Leicester,UK 2008.

31. Akbar Alik, JahanzaibHaider,RabinaKanwal and M, Nauman Khan: An Analytical Study of Relationship of Macroeconomic Indicators on Movement of KSE(Karachi Stock Exchange) Prices , Journal of Global Economy , Volume 9 No , March, 2013 "

<https://forexarabonline.com/global-markets-types/32.32.> - 13:38 2019/04/05

<https://www.djalfa.infa/05/04/2019sh13:50>

الملاحق

الجدول رقم (06) : النموذج الأول

Dependent Variable: Y
 Method: Least Squares
 Date: 04/29/19 Time: 21:32
 Sample: 2000 2017
 Included observations: 18

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	7.712128	1302.849	10047.74	C
0.6748	0.428451	2.04E-09	8.75E-10	X1
0.4309	0.811119	63.71422	51.67983	X2
0.0090	-3.031351	199.7570	-605.5336	X3
8588.822	Meandependent var		0.459171R-squared	
1700.042	S.D. dependent var		0.343279Adjusted R-squared	
17.48733	Akaike info criterion		1377.686S.E. of regression	
17.68519	Schwarz criterion		26572250Sumsquaredresid	
17.51461	Hannan-Quinn criter.		-153.3859Log likelihood	
1.542145	Durbin-Watson stat		3.962064F-statistic	
			0.030817Prob(F-statistic)	

الجدول رقم (07) : النموذج الثاني

Dependent Variable: LOG(Y)
 Method: Least Squares
 Date: 04/29/19 Time: 21:33
 Sample: 2000 2017
 Included observations: 18

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	62.83698	0.146738	9.220549	C
0.6727	0.431532	2.30E-13	9.93E-14	X1
0.3856	0.895666	0.007176	0.006427	X2
0.0054	-3.289164	0.022498	-0.074001	X3
9.039655	Meandependent var		0.498697R-squared	
0.198878	S.D. dependent var		0.391275Adjusted R-squared	
-0.695508	Akaike info criterion		0.155166S.E. of regression	
-0.497647	Schwarz criterion		0.337072Sumsquaredresid	
-0.668226	Hannan-Quinn criter.		10.25957Log likelihood	
1.608212	Durbin-Watson stat		4.642416F-statistic	
			0.018709Prob(F-statistic)	

الجدول رقم (08) : النموذج الثالث

Dependent Variable: Y
 Method: Least Squares
 Date: 04/29/19 Time: 21:34
 Sample: 2000 2017
 Included observations: 18

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.5682	0.584512	19467.54	11379.00	C
0.9750	-0.031913	718.1729	-22.91898	LOG(X1)
0.3595	0.947371	64.91460	61.49824	X2
0.0045	-3.378212	669.3561	-2261.227	LOG(X3)
8588.822	Meandependent var		0.495982	R-squared
1700.042	S.D. dependent var		0.387978	Adjusted R-squared
17.41684	Akaike info criterion		1329.974	S.E. of regression
17.61470	Schwarz criterion		24763628	Sumsquaredresid
17.44412	Hannan-Quinn criter.		-152.7515	Log likelihood
1.615198	Durbin-Watson stat		4.592267	F-statistic
			0.019388	Prob(F-statistic)

الجدول رقم (09) : مصفوفة الارتباط بين المتغيرات

LOG(X3)	X2	LOG(X1)	LOG(Y)	
-0.688007	0.170073	0.164052	1.000000	LOG(Y)
-0.359170	-0.369983	1.000000	0.164052	LOG(X1)
0.055421	1.000000	-0.369983	0.170073	X2
1.000000	0.055421	-0.359170	-0.688007	LOG(X3)