



جامعة قاصدي مرباح ورقلة



كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم : العلوم المالية والمحاسبية

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي الطور الثاني

في ميدان : علوم اقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية

التخصص: ثانية ماستر مالية المؤسسة

بعنوان :

## علاقة المؤشر المالي للبورصة بالمتغيرات النقدية - دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة (2007-2017) -

من إعداد الطالبين : - عبد الله حدو

- نذير شرفي

نوقشت و أجزت علنا بتاريخ : ... / ... / ....

أمام اللجنة المكونة من السادة :

أ.د. /.....	أستاذ /أستاذ محاضر	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة	رئيسا
أ.د. /حفصي رشيد	أستاذ /أستاذ محاضر	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة	مشرفا ومقررا
أ.د. /.....	أستاذ /أستاذ محاضر	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة	مناقشا

السنة الجامعية: 2019 - 2020

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ  
وَالَّذِي جَعَلَ مِنَ  
النَّارِ سَمُوكًا  
وَالَّذِي جَعَلَ  
الْجِبَالَ أَوْتَادًا  
وَالَّذِي سَخَّرَ  
لَهُمْ رِجْسًا مِمَّا  
جَعَلُوا أَيْدِيَهُمْ  
عَلَيْهَا وَكَانُوا  
عَنْهَا مُدْبِرِينَ  
وَالَّذِي جَعَلَ  
النَّجْمَ وَالْقَمَرَ  
وَالْقُرْآنَ وَالْحَمْدُ  
لِلَّهِ الَّذِي  
جَعَلَ مِنَ  
النَّارِ سَمُوكًا  
وَالَّذِي جَعَلَ  
الْجِبَالَ أَوْتَادًا  
وَالَّذِي سَخَّرَ  
لَهُمْ رِجْسًا مِمَّا  
جَعَلُوا أَيْدِيَهُمْ  
عَلَيْهَا وَكَانُوا  
عَنْهَا مُدْبِرِينَ  
وَالَّذِي جَعَلَ  
النَّجْمَ وَالْقَمَرَ  
وَالْقُرْآنَ وَالْحَمْدُ  
لِلَّهِ الَّذِي  
جَعَلَ مِنَ  
النَّارِ سَمُوكًا  
وَالَّذِي جَعَلَ  
الْجِبَالَ أَوْتَادًا  
وَالَّذِي سَخَّرَ  
لَهُمْ رِجْسًا مِمَّا  
جَعَلُوا أَيْدِيَهُمْ  
عَلَيْهَا وَكَانُوا  
عَنْهَا مُدْبِرِينَ

# الإهداء

بسم الله و الصلاة و السلام على أشرف المرسلين إلهي لا تطيب الجنة إلا برويتك ، أحمدك و اشكر  
فضلك في توفيقى لانجاز هذا العمل

إلى من كل دعائها سر نجاحي و حنانها باسم جراحي " أمي الحنونة "

إلى من سلك طريق الصعاب لأسلك طريق الفلاح " أبي الغالي رحمة الله عليه "

إلى زوجتي و ابنتي "أنفال" و إلى الذين ترعرعت و تربيت معم إخوتي كل واحد باسمه جعل الله سعيكم

مشكورا

كما لا أنسى دفعة 2019-2020 تخصص مالية المؤسسة و خاصة الذين ساعدوني في السراء و

الضراء في مشواري الجامعي

و إلى أقرب الناس إلى قلبي و كل من ساعدني من بعيد أو من قريب حتى ولو بكلمة أو بابتسامة أو

بقليل من الدعاء

عبد الله

# الإهداء

اهدي هذا العمل إلى من قال فيهما المولى عزوجل سبحانه وتعالى {وخفض لهما جناح الذل من الرحمة

وقل ربي رحمهما كما ربياني صغيرا}

الآية 24 من سورة الإسراء

أمي الغالية حفظها الله وأبي الغالي حفه الله

إلى أخواتي وإخوتي

إلى اصدقائي

إلى كل عائلتي فردا فردا

إلى كل من ساهم من قريب أو بعيد في تقديم المساعدة ولو بكلمة طيبة أو مشجعة في انجاز هذا العمل.

ندير

# شكر و عرفان

قال تعالى ( وقال رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي و على والدي و أن أعمل صالحا  
ترضاه و أدخلني برحمتك في عبادك الصالحين ) النمل 19.  
الحمد لله ذي المن و الفضل و الإحسان ، حمدا يليق بجلاله و عظمته . و صل اللهم على خاتم الرسل  
، من لا نبي بعده ، و لله الشكر أولا و أخيرا ، على حسن توفيقه ، و كريم عونه ، و على ما  
من و فتح به علينا من إنجاز لهذه المذكرة ،  
بعد أن يسر العسير ، و ذلل الصعب ؛

الشكر و التقدير لأستاذنا الفاضل الذي تكرم بقبول الإشراف على هذه المذكرة ، و لتوجيهاته القيمة  
الأستاذ حفصي رشيد.

الشكر و العرفان للأستاذة الأفاضل الذين سننال شرف مناقشتهم لهذه المذكرة ، فلهم منا الشكر و العرفان  
على جميل نصائحهم و توجيهاتهم التي ستبهرنا درينا العلمي ؛  
كما يسرنا و يشرفنا أن نتقدم بالشكر الجزيل لكل من مد لنا يد العون

و ختاماً نسأل الله العلي القدير أن يكون هذا العمل خالصاً لوجهه ، و أن يجعله علماً نافعا.

عبد الله و نذير

## الملخص :

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين المتغيرات النقدية المستقلة و الممثلة في ( الكتلة النقدية، التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف) على المتغير التابع ( أسعار الأسهم ) ، و قد شملت الدراسة الاقتصاد دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2017 من خلال بيانات المتعلقة بالاقتصاد الكلي و البيانات المتعلقة ببورصة الأوراق المالية لتلك الدول، و لمعالجة الموضوع اعتمدنا على نموذج السلاسل الزمنية المقطعية ( بانل ) لإستخراج المتغيرات المؤثرة على سعر سهم الشركات المدرجة في البورصة، و قد تم الاستعانة بالبرنامج الإحصائي Eviews9. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين سعر الفائدة وسعر السهم ، في حين لا وجود لأي علاقة ذات دلالة بين كل من التضخم ، الكتلة النقدية و سعر الصرف مع سعرالسهم .

**الكلمات المفتاحية:** سعر سهم، كتلة نقدية، تضخم، سعر فائدة، سعر صرف، دول مجلس تعاون خليجي.

## Abstract :

This study aimed to know the relationship between the independent monetary variables represented in (monetary mass ,inflation,interest rate, exchange rate) on the dependent variable ( stock prices), and the study included the economy of the Gulf Cooperation Council countries during the period from 2007 to 2017 through data related to with the macroeconomic and data related to the stock exchanges of these countries ,and to address the issue,we relied on the cross-sectional time series model (Panal) to extract the variables affecting the stock price of the countries listed on the stock exchange, and the statistical program Eviews9 was used.

And the study found that there is a direct, statistically significant relationship between the interest rate and the share price, while there is no significant relationship between inflation, the monetary mass and the exchange rate with the share price.

**Key Words:** share price , monetary block ,inflation ,interest rate ,exchange rate,Gulf Cooperation Council countries.

## فهرس المحتويات

III	.....	الاهداء
V	.....	شكر وعرفان
VI	.....	المخلص :
IV	.....	فهرس المحتويات
VI	.....	قائمة الجداول
VII	.....	قائمة الملاحق
VIII	.....	قائمة الاختصارات و الرموز
IX	.....	مقدمة
أ	.....	الفصل الأول :الإطار المفاهيمي والتطبيقي حول الأسواق المالية والمتغيرات النقدية
16	.....	تمهيد
17	.....	المبحث الأول: الأسواق المالية و المتغيرات النقدية
17	.....	المطلب الأول : الأسواق المالية
17	.....	الفرع الأول: ماهية الأسواق المالية
29	.....	الفرع الثاني : كفاءة الأسواق المالية
35	.....	الفرع الثالث : مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية
44	.....	المطلب الثاني : المتغيرات النقدية
44	.....	الفرع الأول :التضخم
52	.....	الفرع الثاني : سعر الفائدة
57	.....	الفرع الثالث: سعر الصرف
62	.....	الفرع الرابع: العرض النقدي

67	المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول الأسواق المالية والمتغيرات النقدية.....
67	المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية.....
71	المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية.....
73	المطلب الثالث: مقارنة الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة.....
75	خلاصة الفصل.....
76	الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات النقدية على أسعار الأسهم.....
77	تمهيد : .....
77	المبحث الأول : الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة: .....
77	المطلب الأول: مجتمع و عينة الدراسة.....
78	المطلب الثاني :متغيرات الدراسة : .....
79	المطلب الثالث :الدراسة القياسية.....
83	المبحث الثاني :النتائج و مناقشتها : .....
83	المطلب الأول :تشخيص القوة الإحصائية للنموذج : .....
84	المطلب الثاني : تفسير النتائج : .....
86	خلاصة الفصل.....
88	خاتمة.....
91	قائمة المصادر و المراجع.....
97	الملاحق.....



## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
74	نقاط الاختلاف بين الدراسات السابقة و الحالية	(1-1)
79	جدول الإرتباط	(1-2)
81	نتائج اختبار مضاعف لاغرنج LM	(2-2)
82	نتائج اختبار Hausman	(3-2)
82	نتائج نموذج التأثيرات الثابتة	(4-2)

## قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
98	نتائج نموذج الانحدار التجميعي	1
98	نتائج نموذج التأثيرات الثابتة	2
99	نتائج نموذج التأثيرات العشوائية	3
101	اختبار لاغرونج LM	4
101	اختبار Hausman	5
102	البيانات السنوية للمتغيرات النقدية ومؤشر الأسعار	6
103	يوضح معلمات النموذج المقدر باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة	7
104	التمثيل البياني النقطي لعلاقة بين المتغيرات النقدية و مؤشر الأسعار	8

## قائمة الإختصارات والرموز

الاختصار / الرمز	الدلالة باللغة العربية
PRM	النموذج الانحدار التجميعي
FEM	النموذج التأثيرات الثابتة
REM	النموذج التأثيرات العشوائية
DW	اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء
M2	الكتلة النقدية
INFL	معدل التضخم
T_INTERE	سعر الفائدة قصير الأجل
T_CHANG	سعر الصرف
PRIX_ACTION	مؤشر الأسعار الأسهم
LM	اختبار مضاعف لاغرنج

# مقدمة عامة

تلعب أسواق المال دوراً استراتيجياً وهاماً في عملية التنمية الاقتصادية وبشكل خاص من الناحية التمويلية فهي تقوم بحشد المدخرات الوطنية و تحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين و الأجانب، وباعتبارها مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد على عملية التكوين الرأسمالي، وتساعد الأسواق المالية على انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز .

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 أيضاً 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 اقتصادي 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 خوفاً من تعرض إلى تغيرات نقدية التي تنشأ أثناء حركة السوق وتفقد أمنها، حيث تختلف درجة تأثير هذه المتغيرات النقدية حسب مدى كفاءة السياسة النقدية المتبعة ودرجة مرونة أدواتها .

تعتبر دول مجلس التعاون الخليجي من بين أهم الدول التي عرفت مستويات عالية من النمو الاقتصادي، ففي تقرير الصادر عن البنك الدولي بعنوان: " تنويع الأنشطة الاقتصادية من أجل مجلس تعاون خليجي مستدام وقادر على التكيف " سنة 2019 أوضح أن معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي الكلي لدول الخليج بلغ سنة 2018 ما يقارب من 2% حيث احتلت المرتبة الأولى دولة البحرين بمعدل نمو قدره 2% تليها بعد ذلك دولة الإمارات العربية المتحدة ب 1.8%<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> تقرير البنك الدولي، 2019، بعنوان: تنويع الأنشطة الاقتصادية من أجل مجلس تعاون خليجي مستدام وقادر على التكيف، والموجود في الموقع التالي:

وبناء على ما سبق تتجسد معالم إشكالياتنا في السؤال الرئيسي التالي:

ما مدى تأثير المتغيرات النقدية على المؤشر المالي لبورصات دول مجلس التعاون الخليجي خلال فترة (2007-2017) ؟

- و يندرج تحت التساؤل الرئيسي مجموعة من الإشكاليات الجزئية نوجزها فيما يلي :
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الكتلة النقدية وأسعار الأسهم ؟
- 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 ؟

## 2- فرضيات الدراسة :

على ضوء العرض السابق لمشكلة البحث والإشكاليات الفرعية يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الكتلة النقدية وأسعار الأسهم؛
- 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.

## 3- أسباب اختيار موضوع الدراسة :

هناك العديد من الأسباب التي أدت بنا لاختيار هذا الموضوع وهي مقسمة كالتالي:

**المبررات الموضوعية:** والممثلة في :

- الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في عمليات التمويل التي تعد عجلة التنمية الاقتصادية؛
- موضوع البحث يتناسب و يخدم مجال التخصص ( مالية المؤسسة)؛
- اعتبار المسائل النقدية من مسائل الهامة التي تتطلب دراسات و أبحاث بهدف معرفة أثر المتغيرات النقدية على مؤشر الأسعار لدى دول مجلس التعاون الخليجي.

**المبررات الذاتية:** يمكن حصرها فيما يلي :

- الميول الشخصي للبحث في هذا النوع من المواضيع بهدف التحكم في المفاهيم الخاصة بالأسواق المالية؛
- الرغبة و السعي في التعرف و التحكم في التقنيات و الطرق القياسية.

## 4- أهمية الدراسة :

تبرز أهمية هذه الدراسة من خلال عدة نقاط :

أ- تتبع هذا البحث من كونه يهدف إلى تحليل مجموعة من المتغيرات النقدية التي تؤثر في مؤشر الأسعار لدى دول مجلس التعاون الخليجي ، و كذلك تحديد العلاقة بين هذه المتغيرات وأثرها على مؤشر الأسعار؛

ب- مساعدة الباحثين و المهتمين بموضوع الدراسة على الإحاطة بأكبر قدر من المعلومات حول طبيعة العلاقة بين المتغيرات النقدية ( الكتلة النقدية، التضخم، سعر الفائدة قصير الأجل، سعر الخصم) على مؤشر الأسعار؛

ت- محاولة معرفة مدى تطابق الجانب النظري للدراسة مع الواقع التطبيقي.

## 5- أهداف الدراسة :

يهدف هذا البحث إلى تحقيق ما يلي :

- التعرف على مدى حساسية مؤشر الأسعار للمتغيرات النقدية في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي؛

- بيان أي المتغيرات النقدية أكثر تأثيراً من غيرها في مؤشر الأسعار في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي؛

- إبراز أهمية التحليل القياسي باستخدام نماذج السلاسل الزمنية " بانل " لتوضيح شدة العلاقة بين المتغيرات النقدية و مؤشر الأسعار و تطبيقها في كل من الدول قيد الدراسة (قطر ، الإمارات المتحدة ، البحرين ، الكويت ، عمان ، السعودية).

## 6. المنهج و الأدوات المستخدمة في الدراسة :

تم الاعتماد على المناهج التالية لدى إعداد هذا البحث:

. **المنهج الوصفي:** وهو الجانب النظري في الفصل الأول الذي اعتمد على الأدبيات النظرية و الدراسات السابقة .

. **المنهج التحليلي:** وهو في الفصل الثاني و الذي يعتمد على الأساليب الإحصائية و القياسية من خلال نماذج رياضية لمعرفة درجة الارتباط بين المتغيرات النقدية الأربعة و مؤشر الأسعار في دول مجلس التعاون الخليجي، و ذلك بعد استعراض البيانات المتعلقة بكل من المتغيرات المستقلة المتمثلة في ( الكتلة

النقدية، التضخم، سعر الفائدة قصير الأجل، سعر الصرف) والمتغير التابع المتمثل في مؤشر الأسعار، ومن ثم رصد التغيرات الحاصلة وصولاً إلى استقراء النتائج، وذلك باستخدام المنهج الكمي عن طريق نماذج السلاسل الزمنية المنقطعة (بانل) بالاعتماد على الأساليب المستخدمة و الأدوات القياسية و ذلك بالاستعانة ببرنامج Eviews9 .

## 7- حدود الدراسة

تمثلت هذه الحدود في:

- **الحدود المكانية** : لقد تمت الدراسة على دول مجلس التعاون الخليجي.
- **الحدود الزمنية** : حددت المدة الزمنية للدراسة من 2007 إلى 2017 .

## 8- مرجعية البحث :

تم الاعتماد في الدراسة على مجموعة من المصادر منها : الكتب و الرسائل الجامعية ، و المجالات العلمية، وبيانات الموجودة على مواقع الانترنت (القوائم المالية، سعر الصرف،...الخ) لدول مجلس التعاون الخليجي من أجل الدراسة التطبيقية لقياس العلاقة بين المتغيرات النقدية و مؤشر الأسعار.

## 9- متغيرات الدراسة :

- المتغير التابع: مؤشر الأسعار.

- المتغيرات المستقلة: الكتلة النقدية، التضخم، سعر الفائدة قصير الأجل، سعر الصرف.

## 10- صعوبات الدراسة

هناك مجموعة من الصعوبات التي واجهت الباحثين من بينها:

- صعوبة التحكم في المعلومات و التواصل مع الأخذ بعين الاعتبار المرض جائحة الكورونا (كوفيد- 19) الذي عرفه العالم .

-تقتصر الدراسة الحالية على التحقق من أثر أربعة متغيرات نقدية ( كمتغيرات خارجية ) على مؤشر الأسعار في دول مجلس التعاون الخليجي ، إلا أنه هناك بعض عوامل أخرى مهمة أيضا ، و التي تؤثر على مؤشر الأسعار في هذه الأسواق مثل العوامل الداخلية ( الإصدارات الأولية ، نسبة توزيع الأرباح ، رأس مال الشركة و غيرها ) .



## 11- هيكل الدراسة

بهدف إنجاز هذه الدراسة والتوصل إلى النتائج المطلوبة وفقا لمنهجية علمية قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى فصلين مسبقين بمقدمة وتنتهي بخاتمة للدراسة وتوصيات الأبحاث الأخرى وتمثلت الفصول هذه الدراسة في:

يتناول الفصل الأول مبحثين : المبحث الأول يخص الإطار النظري للأسواق المالية ، استهل بماهية الأسواق المالية ثم كفاءة الأسواق المالية وبعدها مؤشرات أسواق الأوراق المالية ، وكذلك المتغيرات النقدية ( التضخم ، سعر الفائدة ، سعر الصرف ، العرض النقدي ) و المفاهيم الخاصة بكل منها وأثرها على مؤشرات أداء السوق المالية ، و المبحث الثاني يخص الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع البحث و مقارنتها مع الدراسة الحالية .

أما الفصل الثاني فحاولنا القيام بدراسة قياسية تحليلية لمعرفة أثر المتغيرات النقدية على أداء الأسواق المالية و يحتوي على المبحث الأول الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة ، أما المبحث الثاني تناولنا فيه النتائج الدراسة و مناقشتها ، و في الأخير الخاتمة العامة فيها نتائج الفرضيات و الآفاق و التوصيات الدراسة.

**الفصل الأول:**

**الإطار المفاهيمي والتطبيقي**

**حول الأسواق المالية**

**والمتغيرات النقدية**

**تمهيد**

يحظى موضوع الأسواق المالية باهتمام بالغ في إقتصاديات دول العالم بما فيها دول مجلس التعاون الخليجي، و ذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية و توجيهها إلى قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزيد من معدلات الرفاهية لأفراده . حيث تتحكم مجموعة من المتغيرات النقدية في نجاح هذه الأسواق و تطورها ، و عليه قسمنا هذا الفصل كما يلي:

- **المبحث الأول:** الإطار النظري حول الأسواق المالية والمتغيرات النقدية
- **المبحث الثاني:** الدراسات السابقة حول الأسواق المالية والمتغيرات النقدية

## المبحث الأول: الأسواق المالية و المتغيرات النقدية.

شهدت الأسواق المالية ولازالت تشهد تطورات و إبداعات على صعيد بنيتها وأدواتها، وساهمت

في جذب العديد من المستثمرين أفرادا وشركات، مما أدى إلى التراكم في الخبرة وممارسة العمليات الاستثمارية في مختلف الأدوات المالية ، هذا فضلا عن دور الأسواق في تقدير أركان القطاعات العاملة في الاقتصاد الوطني، لكن الأسواق المالية تتأثر بمجموعة من المتغيرات النقدية ،من شأنها أن تغير في اتجاه السوق ، سواء بالارتفاع أو الانخفاض و ذلك حسب تأثير كل منها.

### المطلب الأول : الأسواق المالية .

#### الفرع الأول: ماهية الأسواق المالية.

نظرا لأهمية الأسواق المالية تطرقنا إلى جوانب عديدة من شأنها شرح هذه الأخيرة.

#### 1)تعريف الأسواق المالية.

هناك عدة تعريف قدمت للأسواق المالية نوجزها فيما يلي :

**التعريف 1 :** يعرف السوق المالي أنه : "المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها فوائض مالية ، أي التي يزيد دخلها عن إجمالي إنفاقها ( المدخرة ) و الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي أي التي يزيد إجمالي إنفاقها عما تحققه من دخل ( المقترضة) ، و من ثم تنشأ و تتداول الأصول المالية داخل إطاره التنظيمي".<sup>1</sup>

**التعريف 2 :** "هو عبارة عن مجموعة من المنشآت المالية و المستثمرين و المعاملات و الأدوات المالية و الإطار المؤسسي اللازم لها ، و التي يتم التعامل فيها في الموجودات المالية و المطلوبات المالية".<sup>2</sup>

**التعريف 3 :** " هي وسيلة لعرض أموال المدخرين بالطلب عليها ، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة ، و بالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي".<sup>3</sup>

<sup>1</sup> محمود يونس : اقتصاديات النقود والبنوك و الأسواق المالية ، دار التعليم الجامعي ، مصر ، 2013 ، ص94.

<sup>2</sup> حسين عبد الجليل آل غزوي : حوكمة الشركات و أثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية دراسة اختيارية على شركات المساهمة العامة في المملكة العربية السعودية ، مذكرة ماجستير ، كلية الإدارة و الاقتصاد، الأكاديمية العربية في الدانمارك ، الدانمارك ، 2010 ، ص65.

<sup>3</sup> محمد أحمد عبد النبي : الأسواق المالية ، الأصول العلمية و التحليل الأساسي ، ط1 ، دار زمزم ، الأردن ، 2009 ، ص22-23.

وكتعريف شامل يمكن تعريف الأسواق المالية على أنها : كل مكان افتراضي تنتقل فيه رؤوس الأموال من وحدات العجز إلى وحدات الفائض ، عن طريق إصدار وتداول أدوات مالية معينة بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق ، تجعل الأثمان سائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية فيه.

## 2)وظيفة الأسواق المالية.

تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالي في تيسير حصول وحدات العجز المالي على الأموال اللازمة لها من وحدات الفائض المالي ، إما بطريقة مباشرة أو غير مباشرة ، و معنى ذلك أن التمويل يتم بطريقتين :

\_ التمويل المباشر : و فيه يقترض المقترضون الأموال مباشرة من المقرضين في الأسواق المالية،فوححدات العجز ( المقرضين ) تصدر على نفسها حقوقا مالية (أصولا مالية ) تعرضها على وحدات الفائض (المقرضين ) التي تقوم بشراء ما يناسبها مقابل تحويل الموارد المالية إلى وحدات العجز.<sup>1</sup>

\_ التمويل الغير المباشر : و ذلك من خلال أجهزة الوساطة المالية مثل البنوك التجارية و شركات التأمين و صناديق المعاشات و غيرها . و تقوم هذه المؤسسات بتجميع الأموال من وحدات الفائض بطريقتين : الأولى من خلال الودائع بأشكالها كافة جارية ، الأجل ، التوفير ، و الثانية من خلال إصدار أوراق مالية خاصة مثل وثائق التأمين على الحياة و شهادات الإيداع و شهادات الاستثمار ، ثم تقوم المؤسسات السابقة باستخدام هذه الأموال في تقديم القروض لمن يحتاجها ، أو استخدامها في شراء الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها وحدات العجز المالي.<sup>2</sup>

## 3- عناصر السوق المالي ومخاطرها.

### 3-1- عناصر السوق المالي :

تضم السوق المالي العديد من المتعاملين متمثلين في العارضين و الطالبين للأموال و كذا

<sup>1</sup> محمود بونس : مرجع سابق ، ص 96.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر : الأسواق المالية و النقدية ، في عالم متغير ، ط1 ، دار الفكر ، مصر ، 2010 ، ص 61.

المؤسسات المالية، و ذلك على النحو التالي:

**3-1-1. الطالبون للمال أو المقترضون:** وتتضمن هذه الفئة الأشخاص الذين يكونون بحاجة إلى أموال، حيث أن إيراداتها النقدية تقل عن احتياجات الاستهلاكية ، وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية.<sup>1</sup>

**3-1-2. المعارضون للمال أو المقرضون:** و هي فئة مصدري الأموال في السوق و تتمثل في الأفراد والشركات التي تقل مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها و ترغب في توظيف مدخراتها أو فوائضها النقدية بالإقراض المباشر أو بشراء الأوراق المالية.<sup>2</sup>

**3-1-3. المؤسسات المالية:** تتمثل هذه الفئة على المؤسسات المالية التي تعمل بنشاط النقد كالبانوك التجارية ومؤسسات الائتمان والادخار و الودائع ومؤسسات الإقراض و الاستثمار في المشروعات التجارية و الصناعية و تأسيسها وإدارتها ، بالإضافة إلى المؤسسات التي تقوم بتقديم الخدمات المالية المرتبطة بالعمليات البنكية و الاستثمارية كاستبدال العملات و صرف الشبكات السياحية، ووسطاء بيع الأوراق المالية و السلع ، و الوسطاء النقديين و الماليين كما تشمل هذه الفئة على شركات التأمين بأنواعه، بالإضافة إلى وسطاء ووكلاء التأمين و الكشف و تقدير الأضرار و سمسرة التأمين و منظمات خدمة شركات التأمين.<sup>3</sup>

### 3-2- مخاطر الأسواق المالية:

و تتعرض الأسواق المالية لعدد من المخاطر والتي يمكن تصنيفها فيما يلي:

**3-2-1. طبيعة المخاطر الكلية:** يتعرض عائد الاستثمار لمخاطر كلية يأتي في مقدمتها: مخاطر التوقف عن السداد، مخاطر سعر الفائدة ، مخاطر السوق ، مخاطر السوق العالمية، مخاطر الإدارة ، مخاطر التضخم ، مخاطر الصناعة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> حسني علي خربوش و آخرون: الأسواق المالية، بورصة الأسهم و السندات المالية ، ط1 ، دار زهران الأردن ، 2013 ، ص 25.

<sup>2</sup> فيصل محمود الشواورة : الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، ط1 ، دار وائل ، الأردن ، 2008 ، ص 61.

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر : مرجع سابق، ص 70.

<sup>4</sup> سميرة محسن : المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية ، دراسة حالة البنك BNP PARISBAS ، مذكرة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة منتوري ، قسنطينة ، 2006 ، ص 14-17.

ينشأ عن التغير في سلامة المركز المالي للمنشأة. فمثلا عندما تصدر المنشأة أوراقا ماليا جديدة أسهما كانت أم سندات ، وهو ما ينعكس في النهاية على القيمة السوقية لأوراقها المالية . و هنا تجدر الإشارة إلى أن مخاطر التوقف عن السداد تعني حدوث توقف فعلي ، بل تعني فقط احتمال التوقف نتيجة للتغير الذي طرأ على سلامة المركز المالي للمنشأة ، و الذي من شأنه أن يؤثر على قدرتها على الوفاء بما عليها من التزامات ، تلك المخاطر تنعكس آثارها على القيمة السوقية للأوراق المالية التي تصدرها المنشأة.

**أ. مخاطر التوقف عن السداد:** تمثل الجزء من المخاطر الكلية الذي

**ب. مخاطر سعر الفائدة:** يقصد بمخاطر سعر الفائدة قابلية التباين في العائد الناتج عن حدوث تغيرات في مستوى الفائدة . حيث تميل أسعار الفائدة السوقية إلى الارتفاع أو الانخفاض في المدى الطويل ، وهذه التغيرات في أسعار الفائدة تؤثر على كل الأوراق المالية بدرجة أو بأخرى ، و تميل التأثير على كل الأوراق المالية بنفس الطريقة . و يعني ذلك أن أسعار الأوراق المالية تتحرك في اتجاه معاكس لأسعار و على ذلك تصنف مخاطر سعر الفائدة ضمن المخاطر المنتظمة .

**ج. مخاطر السوق:** يتم التعامل على الأسهم في سوق الأوراق المالية ، حيث تتقلب أسعارها بشكل كبير خلال فترة زمنية قصيرة ، و تتعدد الأسباب التي يمكن أن تؤثر في سلوك المتعاملين بالسوق و يترتب عليها تقلب الأسعار . تتضمن تلك الأسباب الاضطرابات السياسية والأنباء و الإشاعات المرتبطة بالبيئة الاقتصادية و الاجتماعية و تغير الإجراءات و القرارات المرتبطة بالسياسة المالية للدولة ، و التي عادة ما يكون لها انعكاسات على أداء سوق الأوراق المالية . و كما يبدو فإن مخاطر السوق هي مخاطر عامة أو منتظمة .

**د. مخاطر السوق العالمية:** و المقصود بها الاستثمارات العالمية ، أي أن يقوم المستثمر باستثمار أمواله في بلد أجنبي. و لهذا الاستثمار مخاطره الخاصة مثل تقلب أسعار الصرف، اختلاف القوانين والأنظمة و المخاطر السياسية و مخاطر التأمين ، و مخاطر إدخال أو إخراج العملات. و تبرز بعض أنواع هذه المخاطر بشكل خاص في أسواق البلدان مجلس التعاون الخليجي. و كما يبدو أيضا فإن هذا النوع من المخاطر يدخل ضمن المخاطر العامة أو المنتظمة .

هـ. **مخاطر التضخم:** يقصد بها تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية أي في قوتها الشرائية ، فحتى لو ارتفعت القيمة النقدية للاستثمار فقد يكون ذلك نوع من الوهم إذا كانت مستويات الأسعار قد ارتفعت بمعدلات أكبر ، و كما يبدو فإن مخاطر التضخم هي نوع من المخاطر العامة أو المنتظمة.

و. **مخاطر الإدارة:** ففي حالات كثيرة تتصرف إدارة الشركة بطريقة غير سليمة إما بسبب ضعف أخلاق أحد رجال الإدارة العليا مثل التورط في مسائل الرشوة و الكذب و غيرها ، أو بسبب قصر النظر في مسائل كثيرة وفي كل ذلك فإن عائد الاستثمار حساس جدا لسلوك الإدارة. وطالما أن تلك المخاطر ترتبط بالمنشأة المعنية فإنها تصنف ضمن المخاطر الخاصة أو غير المنتظمة.

ز. **مخاطر نوع النشاط:** هناك عدد من المخاطر مرتبطة بنشاط معين بسبب وجود منافسة جديدة ، أو تغير أذواق المستهلكين ، فالصناعات التكنولوجية مثلا تتعرض لتقادم سريع حيث تتوالى الاكتشافات من الداخل و الخارج ، وصناعة الإسمنت تتعرض لمخاطر قوانين حماية البيئة من التلوث ، مع الإشارة إلى أن مخاطر الصناعة قد تكون مؤقتة أو دائمة و قد تكون كبيرة أو صغيرة ، و هي تظل ضمن المخاطر الخاصة لأنها تخص نوعا معينا من النشاط.

و بصفة عامة تقسم المخاطر الكلية إلى مخاطر منتظمة و مخاطر غير منتظمة.

### 3-2-2. التمييز بين المخاطر المنتظمة وغير منتظمة :

أ. **المخاطر المنتظمة:** و يطلق عليها تجاوز مخاطر السوق و بسبب ذلك أن هذه المخاطر تصيب كافة الأوراق المالية في السوق ، ويعتبر مصدر المخاطر المنتظمة هو ظروف عامة اقتصادية مثل الكساد أو ظروف سياسية.

و بناء عليه يمكننا استنتاج خصائص هذا النوع من المخاطر وهي :

\_تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام.

\_لا يقصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.

\_ترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية و السياسية و الاجتماعية كالأضطرابات العامة أو حالات الكساد أو التضخم أو ارتفاع معدلات أسعار الفائدة أو الحروب أو الاغتيالات السياسية. فأسعار الأوراق المالية تتأثر بهذه العوامل ولكن بدرجات متفاوتة.



إن أكثر الشركات تعرضا للمخاطر المنتظمة هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها و بالتالي أسهمها بمستوى النشاط الاقتصادي بوجه عام ، و كذلك بنشاط سوق الأوراق المالية.

ب. المخاطر غير منتظمة: هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو بقطاع معين و تكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل ، و من هذه المخاطر التي قد تحدث في شركة ما :

\* حدوث إضراب عمال تلك الشركة أو في القطاع الذي تنتمي إليه.

\* الأخطاء الإدارية في تلك الشركة.

\* ظهور اختراعات جديدة منافسة لما تنتجه الشركة.

\* تغير أذواق المستهلكين بالنسبة لسلعة الشركة.

#### 4- تقسيمات الأسواق المالية.

تتنوع الأسواق المالية بتنوع الأسس المستخدمة في تبويبها أو تقسيمها ، يقسم السوق المالي إلى سوق نقد للأموال قصيرة الأجل ، وسوق رأس المال للأموال طويلة الأجل.

**4-1 الأسواق النقدية:** هي الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأدوات قصيرة الأجل ، حيث تمثل هذه الأوراق أدوات دين أو صكوك مديونية ، مدون عليها بأن لحاملها أو لحائزها الحق في استرداد مبلغ معين مكن المال سبق أن اقرضه لطرف آخر ، هذه الأدوات تكون قابلة للتداول و أن تواريخ استحقاقها لا تزيد عن سنة.<sup>1</sup>

يعتبر السوق النقدي بمثابة آلية التي يتم بموجبها و من خلالها إصدار و تداول رؤوس الأموال القصيرة الأجل لفترة تقل عن سنة ، ففي هذا السوق يتقابل عرض الأموال القابلة للإقراض قصيرة الأجل مع الطلب عليها.<sup>2</sup>

#### 4-1-1 مكونات الأسواق النقدية :

يمكن أن تقسم الأسواق النقدية بدورها إلى :

<sup>1</sup> عبد النافع الزوري و غازي فرج : الأسواق المالية ، دار وائل للنشر ، الأردن ، 2001 ، ص 36.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر : مرجع سبق ذكره ، ص 119.

أ. السوق الأولية : وهي السوق التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال

قصيرة، وبأسعار فائدة تتعدد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض و سمعته المالية .

ب. السوق الثانوية: وهي التي يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل ، و بأسعار تتحدر

حسب قانون العرض و الطلب ، و يتكون سوق النقد الثانوي من سوقين فرعيين على حسب نوع

العمليات التي تتم في كل منهما و هما : سوق الخصم و سوق القروض قصيرة الأجل.<sup>2</sup>

ج. سوق الخصم: هو السوق التي يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل ، ومن أهمها الأوراق

التجارية العادية (الكمبيالات و السندات الأذنية، القبولات المصرفية وأذونات الخزنة).

د. سوق القروض قصيرة الأجل: وتشمل هذه القروض جميع أنواع القروض التي تعقد لأجل قصيرة

تتراوح بين أسبوع واحدة و سنة كاملة ، و يكون قوامها الأساسي من المشروعات و الأفراد من ناحية و

المصارف التجارية و بعض مؤسسات الاقتراض المتخصصة ي منح الائتمان قصير الأجل من الناحية

الأخرى.

#### 4-1-2 أدوات الأسواق النقدية

تتوافر في سوق النقد مجموعة من الأوراق المالية، التي تشكل بطبيعتها دين، فتشترك جميعها

بخاصية القابلية للتسويق العالية، و المخاطرة تكون منخفضة، و بأجل استحقاق قصير لا يتعدى السنة

الواحدة، و الأنواع المتاحة في سوق النقد هي:

أ\_أذونات الخزنة: هي عبارة عن التزامات قصيرة الأجل تصدرها الحكومات للحصول على التمويل

اللازم لتغطية العجز في الميزانية أو سداد الديون التي استحق سدادها، تكون هذه الإصدارات

بأحكام كبيرة تباع لكبار المستثمرين و تجار الحكومة ، حيث يقوم تجار الحكومة بشراء الأذونات

من الحكومة وإعادة بيعها للمستثمرين مقابل تعريفه "afee" و كذلك البيع و الشراء لبعضهم

البعض أو لعملائهم من المؤسسات المالية مثل البنوك و مؤسسات الإيداع و شركات التأمين و

صناديق المعاشات.<sup>1</sup>

ب\_قرض الاحتياطي الإلزامي: هو قرض يقترضه البنك من بنك آخر من فائض الاحتياطي الإلزامي

لدى البنك المركزي ، فهو تمويل قصير الأجل بين البنوك وعادة لفترة يوم واحد، ويدفع على هذا

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر ، نفس المرجع السابق ، ص ص 93،94 .

القرض معدل فائدة مرة واحدة عند نهاية اليوم ، فالبنوك التي لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي

التي لديها عجز في احتياطي لدى البنك المركزي<sup>1</sup>.

ج\_شهادات إيداع القابلة للتداول: هي عبارة عن شهادات تصدرها البنوك التجارية ، والتي يثبت فيها

بأنه قد تم إيداع مبلغ محدد و لمدة محددة لا تزيد عن سنة ، و تحمل شهادة الإيداع سعر فائدة محدد.<sup>2</sup>

تتميز شهادات الإيداع بأنها لا يجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق

ولكن يمكن بيعها في السوق الثاني الذي يشمل البنوك التجارية ، البنوك الاستثمار، وبنوك السمسرة.<sup>3</sup>

الكيميالات : هي عبارة عن أداة دين قصيرة الأجل أو متوسطة لا تزيد عن خمس سنوات ، يصدرها

أفراد أو شركات أو دوائر حكومية ، للحصول على قروض من شركات وأفراد آخرين، و الكيميالات عبارة

عن عقد اقتراض يتولد عنه فوائد محددة وتستحق في تواريخ محددة.<sup>4</sup>

د\_القبولات المصرفية: نشأت هذه الأداة في سوق النقد نتيجة التطور المعاملات التجارية الدولية منذ

فترة طويلة، والقبول المصرفي عبارة عن حوالة مصرفية (وعد بالدفع يشبه الشيك) مؤجلة الدفع

تصدرها البنوك التجارية و تكون مضمونة الدفع من قبل البنك الذي يتعامل معه الشركة ، و

يؤيد البنك قبول دفع قيمة هذه الحوالة عند الاستحقاق و ذلك بكتابة كلمة "قبلت" على وجه

الحوالة.<sup>5</sup>

أ\_ الأوراق التجارية: تعتبر الأوراق التجارية ضمن الأوراق المالية قصيرة الأجل، والتي تتراوح فترات

استيفائها ما بين يوم واحد و تسعة أشهر ، تكون هذه الأداة قابلة للتداول في الأسواق المالية مقابل عوائد

معينة ، و التي هي عادة منخفضة مقارنة بأسعار الفائدة.<sup>6</sup>

ب \_ اتفاقيات إعادة الشراء: و هي اتفاقيات تعقد على قروض قصيرة الأجل تقدم بضمانات حكومية،

تتراوح فترات تسديدها عادة ما بين يوم واحد و أسبوعين.

<sup>1</sup> إسماعيل عبد الفتاح : الأسواق و المؤسسات المالية ، دار الفكر الجماعي ، مصر ، 2007 ، ص 57.

<sup>2</sup> عبد النافع الزوري و غازي فرج: مرجع سبق ذكره ، ص ص 37-38.

<sup>3</sup> إسماعيل عبد الفتاح : مرجع سبق ذكره ، ص 58.

<sup>4</sup> عبد النافع الزوري و غازي فرج: مرجع سبق ذكره ، ص 43.

<sup>5</sup> عبد النافع الزوري و غازي فرج: مرجع سبق ذكره ، ص 38 .

<sup>6</sup> عبد النافع الزوري و غازي فرج: مرجع سبق ذكره ، ص 39.

و تستخدم هذه الاتفاقيات عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المعطلة في حساب مصرفي معين وذلك عن طريق شراء أذونات الخزينة من أحد المصارف لفترة قصيرة جدا ، على أن يوافق المصرف المعني على إعادة شراء هذه الأذونات في وقت سدادها بسعر أعلى بقليل من سعر شراء الشركة المشتري لها ، و بذلك يمكن للمصرف أن يتصرف بمبلغ القرض و تحتفظ الجهة الدائنة بأذونات الخزينة كضمان حتى يجري تسديد هذا المبلغ مع الإضافة المعتمدة .<sup>1</sup>

**ت \_ اليوروالدولار:** مصطلح اليوروالدولار يعني ودائع الدولار في بنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية و خاصة البنوك الأوروبية ، و قد ظهرت هذه السوق نتيجة للطلب المتزايد على الدولار بسبب انخفاض معدلات الفوائد على القروض التي تمنحها البنوك الأوروبية مقارنة بما هو عليه في البنوك الأمريكية من جهة ، و من جهة أخرى إقبال الشركات المتعددة الجنسيات على الدولار بسبب امتداد نشاطاتها إلى أوروبا و آسيا و الشرق الأوسط و مناطق أخرى ، إضافة إلى طلب الحكومات على الدولار و طلب البنوك الأمريكية الأم لمواجهة احتياجاتها من أجل تغطية الاحتياطي الإلزامي لدى البنك المركزي الأمريكي أو الأغراض السيولة .<sup>2</sup>

#### 3-1-4 المؤسسات العاملة في السوق النقدية

يتمثل المشاركون في سوق النقد من مقترضين و مقرضين الأموال ، و فيما يلي عرض

موجز لأهم المؤسسات العاملة في سوق النقد<sup>3</sup> :

**أ . الخزانة العامة :** و هي تمثل المقترض الرئيسي في سوق النقد ، و تمثل أذونات الخزينة الشطر الأعظم من مفردات الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد ، و تعرف أذونات الخزانة بأنها عبارة عن صكوك مديونية على الدولة.

**ب . البنك المركزي :** و يقع البنك المركزي في قمة هرم سوق النقد ، وهو المهيمن عليها سواء ما يقوم به من وظائف بنفسه أو بماله ، من سلطات على باقي مؤسسات سوق النقد ، و يعتبر البنك المركزي مصر

<sup>1</sup> هو شيار معروف : الاستثمارات و الأسواق المالية ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2003 ، ص ص 143-144.

<sup>2</sup> عبد النافع الزوري و غازي فرج: مرجع سبق ذكره ، ص 40.

<sup>3</sup> صلاح السيد جودة : بورصة الأوراق المالية ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2000 ، ص 72.

رئيسي للأموال في سوق النقد سواء عن طريق إصداره لأوراق النقد أو لقي بشراء كميات كبيرة من أدوات سوق النقد.

**ت . البنوك التجارية:** تعتبر البنوك التجارية من ضمن الأطراف التي لها دورين وهما المقترض و المقرض في سوق النقد فهي تقوم بتجميع المدخرات في صورة ودائع بوسائل متباينة و على الجانب الآخر تقوم بتوظيف تلك الأموال عن طريق اقتراض جزء منها للمؤسسات و الهيئات وتقوم باستثمار الجزء الآخر في الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي ، فتحفظ البنوك التجارية بكميات كبيرة من الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد لاستفتاء متطلبات السيولة ، و بمعنى آخر فإن دور البنوك التجارية في سوق النقد له وجهان<sup>1</sup>:

**الوجه الأول:** و التي يتمثل في العمل على جلب المدخرات من المؤسسات و الأفراد في صورة ودائع ذات أنواع و آجال مختلفة مثل شهادات الإيداع.

**الوجه الثاني:** فهو استخدام تلك الأموال سواء في شكل قروض ممنوحة أو شكل من أشكال الاستثمار في الأوراق المالية.

**ث . منشآت الأعمال غير المصرفية :** و تتمثل وظيفته الرئيسية في تجميع المدخرات و استثمارها بدون القيام بنشاط ائتماني مباشر يتمثل في منح قروض ، مثل شركات التأمين و صناديق التوفير و مؤسسات الادخار.<sup>2</sup>

**ج . شركات التمويل :** و تقوم بتمويل عمليات بيع السلع الاستهلاكية المعمرة ، ويتم ذلك عن طريق خصم كمبيالات البيع بالتقسيط ، يسحبها موزعو هذه السلع منعم لائهم و تتكون موارد شركات التمويل عادة من أموالهم الخاصة و ما تستطيع الحصول عليه من قروض قصيرة الأجل من البنوك التجارية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> مصطفى محمد عبده : تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة ، كليوبترا لطباعة و الكمبيوتر ، مصر ، 2001 ، ص143.

<sup>2</sup> مصطفى محمد عبده : مرجع سبق ذكره ، ص143.

<sup>3</sup> مرجع سابق ، ص144.

4-2 أسواق رأس المال : و يقصد بها جميع التعاملات التي تنصب على الأوراق المالية المتوسطة و الطويلة الأجل أي التي تزيد مدة استحقاقها عن سنة واحدة و يكون الغرض الرئيسي من الأموال المتحصلة استخدامها في الاستثمارات الحقيقية .<sup>1</sup>  
و تقسم أسواق رأس المال إلى نوعين أساسيين :

4-2-1.1 الأسواق الأولية: توصف السوق الأولية بأنها سوق الإصدارات الجديدة سواء الشركات في مرحلة التأسيس أو الشركات القائمة التي تقوم بزيادة رأس المال ، و تباع الإصدارات بالجملة في السوق الأولية تنشأ علاقة مباشرة بين الجهة المصدرة للورقة المالية و المكتب بها .<sup>2</sup>  
4-2-1.2. الأسواق الثانوية: وهي التي تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية، و تعمل فيها المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية و توفير عنصر السيولة ، مثل شركات السمسرة و صناديق الاستثمار و شركات إدارة محافظ الأوراق المالية، هذا و تنقسم الأسواق الثانوية إلى<sup>3</sup>:

أ - السوق المنظمة: وهي أسواق البيع والشراء للأوراق المالية عن طريق المزادات و يقوم السماسرة في هذه السوق بالتعامل نيابة عن المستثمر مقابل حصولهم على عمولة (وهي البورصات).  
ب - السوق غير منظمة (موازية): إذا تعاملت شركات السماسرة و الوساطة على الأسهم والسندات غير المفيدة بالبورصة يقال أنهم تعاملوا خارج المقصورة.<sup>4</sup>  
ج. السوق الثالث: هو يمثل جزء من السوق غير المنظمة ، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة و الذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، و صناديق استثمار المعاشات، و الأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها.

<sup>1</sup> عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيسى : النقود و المصارف و الأسواق المالية ، ط1، دار الحامد ، الأردن ، 2004 ، ص119.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي : الأسواق المالية ، إطار في التنظيم وتقييم الأوراق ، دار اليازوري ، الأردن ، 2012 ، ص 93.

<sup>3</sup> صلاح السيد جودة : بورصة الأوراق المالية ، علميا عمليا ، ط1 ، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية ، مصر ، 2000 ، ص22.

<sup>4</sup> السيد متولي عبد القادر : مرجع سابق ، ص96.

د. السوق الرابع: هي سوق التعاملات المباشرة بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة و بتكلفة بسيطة من خلال شبكة الاتصالات الإلكترونية و التليفونية<sup>1</sup>.

#### 5- متطلبات قيام الأسواق المالية.

لقيام سوق مالية في دولة ما لابد من توافر مجموعة من المتطلبات الضرورية نوجزها في النقاط التالية<sup>2</sup>:

- توفر الاستقرار السياسي للدولة: و هو شرط أساسي لضمان جلب رؤوس الأموال، و هو ذو أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين الأجانب، و على الدولة أن تؤمن من لهم انتقال رؤوس أموالهم إلى بلدانهم ، كما تسعى إلى التخفيض من التضخم و السيطرة عليه لتشجيع انتقال رؤوس الأموال و كذا تشجيع الاستثمار فيها و بذلك ضرورة الاهتمام بالمرافق العامة.
- تشجيع القطاع الخاص: يتطلب قيام أسواق المال أن يكون اللاعب الأساسي في السوق والقطاع الخاص، لتشجيع دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي .
- وجود جهاز مصرفي متكامل وتوافر بنك مركزي كفؤ: يعتبر الجهاز المصرفي و مؤسسات الدعامه الأساسية لوجود سوق مالي، و ذلك بصفته الوسيط المالي الأساس الذي يعمل على تعبئة المدخرات، و يحقق هذا المتطلب لسوق المال الحجم المناسب من المدخرات .
- وجود عدد كاف من المؤسسات المالية الكفوة في الدولة : يتطلب قيام سوق مالية في دولة ما ، وجود عدد كاف من المؤسسات المالية الكفوة في هذه الدولة مثل : شركات التأمين و الشركات المالية وبنوك الاستثمار و شركات السمسرة و شركات إدارة المخاطر، و هذه المؤسسات المالية تقوم بدور الوسيط بين المتعاملين في الأسواق المالية.
- القدرة على تحويل الموارد المتحصل عليها إلى الاستثمارات: و يتحقق هذا المطلب من خلال توافر مجموعة كافية و متنوعة من الأدوات المالية التي تناسب رغبات جميع المستثمرين ، بالإضافة إلى تشجيع و تنمية الوعي الاستثماري و تهيئة السبل أمام الاستثمار في الأوراق المالية.

-توافر الشفافية و شبكة من الاتصالات .

كما يوجد ثلاث شروط كافية مطلوبة لقيام السوق المالي و هي : أدوات السوق ممثلة بأسهم و سندات الشركات المساهمة، وأنظمة التداول القائمة على وسطاء السوق و المتعاملين فيها، ثم أنظمة التقاص والتسوية.

## الفرع الثاني : كفاءة الأسواق المالية.

تعد نظرية السوق المالية الكفو إحدى أهم الموضوعات في أدبيات السوق المالية و منذ أواخر الستينات وحتى الوقت الحاضر ، حيث تمثل السوق المالية الكفو نظرية للأسعار العادلة للأصول المالية،و تتعامل بشكل واقعي مع السرعة و الموضوعية في انعكاس المعلومات الجديدة و المناسبة في أسعار الأوراق المالية ، وعليه فإن السوق يكون كفو اعتمادا على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرين بالمعلومات المتاحة و المنشورة<sup>1</sup>.

### 1- مفهوم كفاءة الأسواق المالية.

يقصد بكفاءة السوق المالية مدى توافر المعلومات اللازمة و المناسبة للمستثمرين ، للتعرف على أي مدى تعكس الأسعار السائدة في هذه السوق موقف المؤسسات المصدرة للأوراق المالية ، كما أن كفاءة السوق تعني أن الأسعار المعروضة للأوراق المالية تعكس واقع تلك الأوراق من حيث قوتها وضعفها.

و السوق الكفو هي السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تتساوى فيها أسعار الأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية و تتحرك هذه الأسعار بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها ، و السوق الكفو هو السوق الذي يحقق تخصيصا كفو للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر المجالات الأكثر ربحية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>أرشد فؤاد التميمي : مرجع سابق ،ص37.

<sup>2</sup> محمد أحمد عبد النبي : مرجع سابق ، ص41.

<sup>3</sup> محمود محمد الداغر : الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات ، ط1،دار الشروق ، الأردن ، 2005، ص ص 284-285.



## 2- أشكال فرضية السوق الكفو.

جرى تقسيم فرضية السوق الكفو إلى ثلاث أشكال بالاعتماد على فرضية كل شكل حول

وفرة وكلفة المعلومات و تتمثل هذه الأشكال في ما يلي:<sup>2</sup>

**1-2. الشكل الضعيف:** و ندخل هذه في إطار محتواه أن أسعار الأصول المالية الجارية ، تعكس جميع المعلومات للمستثمرين و البائعين عن المدة السابقة ( بيانات تاريخية ) ، و تشمل معدلات أسعار الأصول وحجم التعاملات ، و هذه المدة متاحة و شائعة للجميع لتحقيقها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر .

لذلك فلا يوجد أحد المستثمرين في ظل هذا الوضع قادر على تحقيق عائد استثنائيا، طالما أن مستوى المخاطر جرى تحديده للجميع استنادا إلى المعلومات التاريخية ، وتعرف هذه الصيغة أيضا بنظرية الحركة العشوائية.<sup>3</sup>

**2-2. الشكل شبه القوي:** و ندخل هذه الصيغة في إطار محتواه أن الأسعار الجارية ( الحالية ) للأسهم و السندات و الأصول المالية الأخرى ، تعكس المعلومات المتاحة جميعا و التي تؤثر بتقويم ( تسعير ) هذه الأصول ، متمثلة بالظروف الاقتصادية و المالية و معلومات تاريخية و حالية عن الأسعار و الحجم التبادلية ومستويات الائتمان في الاقتصاد، وحجم الإصدار ولا تنحصر فقط بالأسعار الماضية و حجم التعاملات.

لذلك فإن المستثمرين و البائعين يستخدمون ما يتاح من المعلومات التقويم، و لا يوجد منهم من قادر على تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة بدون تحمل مخاطر استثنائية.

**3-2. الشكل القوي:** و هي صيغة للفرضية تبنى سعرا جاريا للأصل المالي يعكس المعلومات العامة ( الشائعة ) و الخاصة جميعا ، التي تستخدم في تحديد قيمة الأصول في البورصة لذلك فإن المعلومات المتوفرة في ظل هذه الفرضية السوق الكفو تشمل معلومات المحظيون ( المدراء التنفيذيون ، بعض الصحفيون ، حاملو الأسهم الرئيسيون ... الخ )، ويثير وجود المحظيون الكثير من التساؤلات حول شرعية وعدم شرعية تعاملات هؤلاء في البورصة .

وبالتالي فالسعر عندما يعكس جميع المعلومات فسوف لا يكون بالإمكان تحقيق انحراف عن القيمة الحقيقية.

نخلص إلى أن الشكل الضعيف لفرضية السوق الكفاء يرتبط بمعلومات ماضية ، بينما شكلها شبه القوي بمعلومات ماضية حالية ( شائعة وخاصة ) ، يضاف إلى المعلومات السابقة المعلومات التي يملكها المحظيون ليحول شكل الفرضية إلى صيغة قوية .

### 3- شروط حالة السوق الكفؤ.

لكي يتسم السوق بالكفاءة الكاملة يقتضي توافر الشروط التالية:<sup>1</sup>

\_ توافر المعلومات والبيانات: أي أن يكون باستطاعة المشاركين في السوق الحصول على المعلومات حول حجم و أسعار التعاملات السابقة ( البيع والشراء) في وقتها و بدقة تامة.

\_ توفر السيولة: و هي القدرة على بيع و شراء الأصول بسرعة و سهولة ( صلاحية الأسهم للعرض في السوق ) ، و بسعر محدد و معروف ، أي عدم حصول تغير كبير و فجائي في سعر السهم بين معاملة و أخرى ، إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة و جوهرية .

\_ انخفاض تكلفة عقد الصفقات كلما كانت التكلفة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة، و تقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة ، و تسمى الكفاءة الداخلية.

\_ العمق: أي وجود عدد كبير من البائعين و المشترين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري.

\_ عدم وجود قيود على الدخول والخروج من السوق.

\_ أسعار التداول تعكس كافة المعلومات المرتبطة بالأوراق المالية ( الكفاءة الخارجية ).

\_ جانس التوقعات الخاصة بالسوق بمعنى عدم وجود اختلاف السعر اختلافا جوهريا بين أسعار الصفقات السابقة و سعر الصفقة الحالية.

\_ سرعة الاستجابة و يقصد بها وجود رد فعل رشيد للأسعار كاستجابة لتوافر معلومات جديدة خاصة في

ظل توافر النظم الإلكترونية للاتصالات و تشغيل البيانات.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محمد أحمد عبد النبي : مرجع سابق ، ص ص 45-46.

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل .

#### 4- أهمية السوق المالية الكفو.

وجود السوق المالية الكفو له دلالات اقتصادية و استثمارية ، يمكن إيجازها فيما يلي:<sup>1</sup>

- السوق الكفو دالة على أن الأسعار المطروحة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة، وترشد المتعاملين في السوق لتحديد إستراتيجية استثمارية و التخصيص الكفاء للموارد.
- يقوم جميع المتعاملين في السوق بالانتفاع من جميع المعلومات و بالتالي ليس هناك هدر للمعلومات الواصلة للسوق كونها تنعكس بالكامل على السعر .
- في ظل السوق الكفو يعتقد كل من البائع و المشتري للورقة المالية أنسعر الصفقة سعر عادل مقبول من قبل الطرفين.
- إن السوق الكفو دالة لحالة توازنه، لأن جميع المتعاملين يحصلون على المعلومات و تكون توقعاتهم متماثلة لمستقبل الاستثمارات.
- في ظل السوق الكفو تتدفق أوامر البيع و الشراء مستمر ومتوازن و باتجاه الاستثمارات المنتجة.

#### 5-المصاعب التي تواجه السوق المالية.

تواجه الأسواق المالية العديد من العراقيل والصعوبات تعيق تطورها و تحد من قدرتها على القيام بدورها الرئيسي في الاقتصاد و منها:<sup>2</sup>

\_ نقص الوعي الادخاري و الاستثماري لدى المواطنين.

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي : مرجع سابق ،ص ص 50-51.

<sup>2</sup> محمد أحمد عبد النبي : مرجع سابق ، ص ص 46-47.

- \_ عزوف المستثمرين عن الاستثمار في السوق المالية.
- \_ نقص المعلومات و البيانات المالية مما يجعل عملية الاستثمار في السوق المالية محفوفة بالمخاطر.
- \_ ضعف النظام الرقابي و الإشرافي على عمليات السوق.
- \_ ضعف إدارة الشركات المدرجة في السوق.
- \_ ضعف الأداء الاقتصادي للدولة و عدم تمتعها بالأمن و الاستقرار.
- \_ قلة الأدوات المالية المتاحة.

### 6- الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية.

هناك العديد من الأدوات المالية التي تستخدمها الأسواق المالية لتوجيه الأموال من المدخرين المقرضين إلى المنفقين المقترضين، ومن ضمنها نجد:

#### 6-1 الأدوات المتداولة في سوق النقد.

يتم التعامل في سوق النقد بالأوراق المالية قصيرة الأجل وهي أصول تساعد في تمويل

العمليات السريعة و عادة لا تتجاوز مدتها عادة عام ، و أهمها :

أ \_ **أذونات الخزينة:** و هي أوراق مالية تصدرها الحكومة لفترات قصيرة الأجل تتراوح بين ثلاثة أشهر إلى سنة على الأكثر، تلجأ إليها الحكومة في الحالات التي يظهر فيها العجز النقدي في الميزانية نتيجة مثلاً لتأخر الإيرادات أو لتغطية نفقة معينة.<sup>1</sup>

ب \_ **الأوراق التجارية:** الورقة التجارية هي عبارة عن تعهد غير مضمون بأصول مادية وتباع بخصم عن القيمة السوقية الاسمية ، تصدره الشركات ذات المراكز الائتمانية والمالية من النوعية العالية، و يحق للمستثمر الحصول على القيمة الاسمية عند الاستحقاق.<sup>2</sup>

ت \_ **شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول:** و هي إيصال تطرحه البنوك يثبت أن حامله قد أودع مبلغ معين لمدة محددة و بفائدة معلومة ، و يمكن لحامله إما الاحتفاظ به حتى تاريخ الاستحقاق ، و في

<sup>1</sup> قيصر عبد الكريم : أساليب الاستثمار الإسلامي و أثرها على الأسواق المالية ، البورصات ، ط1 ، دار رسلان ، سوريا ، 2006 ، ص215.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي : مرجع سابق ، ص65.

هذه الحالة يظل متمتعاً بضمان البنك ، أو أن يقوم ببيعه في " السوق الثانوية " إذا اضطر إلى ذلك لكي يوفر الأرصدة السائلة لمواجهة التزاماته المستحقة .

وتختلف الشهادات عن أدونات الخزينة و الأوراق التجارية في أمرين :

1\_ أنها تحصل فائدة محددة يتعين دفعها في تاريخ الاستحقاق ، فهي لا تتابع بخصم.

2 \_ تحسب الفائدة عليها على أساس 365 بدلا من 360 يوم.

و تختلف أيضا هذه الشهادة عن صور الودائع بالبنوك.<sup>1</sup>

ث \_ **القبولات المصرفية:** هي عبارة عن أداة دين صادرة من البنوك تتضمن تعهدات البنك بدفع قيمة الدين عن الاستحقاق في حالة عدم تسديدها.<sup>2</sup>

6-2 **الأدوات المتداولة في سوق رأس المال.**

يتم التعامل في هذا السوق في الأوراق المالية المتوسطة و الطويلة الأجل رغبة في الحصول على إيرادات مستمرة ( المتاجرة بالملكية).

و أهم هاته الأدوات :

1\_ **الأسهم:** هي جزء من رأس مال الشركة المساهمة ، و هو يمثل حق المساهم مقدرا بالنقود لتحديد

مسؤوليته و نصيبه في ربح الشركة أو خسارتها ، فإذا ارتفعت أرباح الشركة بالتالي ثمن السهم و

انخفاضه أتاح الفرصة للتعامل فيه في بورصة الأوراق المالية.<sup>3</sup>

2\_ **سندات الشركات:** و هي صكوك الديون التي تطرح في السوق المالي لأجل طويلة ، عادة بين

خمسة سنوات إلى 30 سنة ، وتصدرها شركات الأعمال باعتبارها مصدر أساسي من مصادر التمويل طويلة الأجل الخارجية .

3\_ **سندات الحكومية:** و هي أدوات ائتمان طويلة الأجل تصدرها الحكومة عن طريق البنك المركزي

لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> محمد أحمد عبد النبي : مرجع سابق ، ص 57.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي : مرجع سابق ، ص 78.

<sup>3</sup> قيصر عبد الكريم : مرجع سابق ، ص 219.

<sup>4</sup> السيد عبد الفتاح إسماعيل : مرجع سابق ، ص 75.

وبسبب وجود سوق ثانوية نشطة لهذه السندات خصوصا في الدول المتقدمة إلى جانب ما تتمتع به من ثقة من جانب المتعاملين ، فإنها تعد أكثر الأدوات المالية سيولة في سوق رأس المال.<sup>1</sup>

4\_ **الديون المختلطة:** و هي التزامات مالية تبدأ كقروض أو سندات تعطى للقروض أو حامل السند الحق في التحويل أو الاستبدال خلال مدة محددة إلى أسهم و بشروط محددة مسبقا.<sup>2</sup>

### الفرع الثالث : مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية.

تعتبر الممؤشرات المالية احد أهم الأدوات التي يتم إستخدامها في سوق الأوراق المالية فمن خلال مثلا يمكن معرفة إتجاه وأداء محفظة معينة أو السوق.

#### أ. تعريف المؤشر:

يعرف المؤشر بأنه قيمة رقمية تقيس المتغيرات الحاصلة في سوق الأوراق المالية حيث الأسعار وحجم التداول، ويقوم على عينة من الأسهم التي يتم تداولها في السوق ويتم تحديد قيمته في البداية (الأساس) ثم يتم بعد ذلك مقارنته عند أي فترة زمنية، وهو يعتبر مقياسا شاملا يقيس الاتجاه العام لحركات أسعار الأسهم.

أو هو عبارة عن أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة للتنبؤ بها خلال من خلال استخدام المؤشرات.<sup>3</sup>

يمثل مؤشر سوق الأوراق المالية مقياسا شاملا لاتجاه السوق الذي يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، أي قياس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة، ومؤشر ستاندرند أندبور ، وبالتالي فإن هذا المؤشر يمثل مستوى مرجعي للمستثمر في السوق المالية، كما يمثل مقياسا لمجموعة معينة من الأسهم، وذلك إزاء أداء الفروع لسهم معين أو ما يطلق عليها بالمؤشرات القطاعية التي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع معين أو ما يطلق عليها بالمؤشرات القطاعية التي تقيس

<sup>1</sup> محمود يونس : مرجع سابق ، ص124.

<sup>2</sup> السيد عبد الفتاح إسماعيل : مرجع سابق ، ص76.

<sup>3</sup> سراي صالح، اثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2016-2017، ص41-42.

حالة السوق بالنسبة لقطاع معين أو صناعة معينة، ومنها على سبيل المثال مؤشر داوجونز لصناعة النقل، أو مؤشر ستاندرند أندبور لصناعة الخدمات العامة.<sup>1</sup> وتستخدم المؤشرات كمعايير لأداء السوق سواء في البلدان النامية أو في البلدان المتقدمة على حد سواء. ومن تم يعتبر مؤشر سوق الأوراق المالية يعد من الوسائل المهمة التي يسترشد بها المستثمرون في الأسواق المحلية والدولية من أجل توقيت استثماراتهم وتنفيذها وكذلك في رصد التطورات التي تشهدها الأسواق ودرجة فعاليتها (تقييم الأوراق المالية) وبالتالي التعرف على اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق المالية، الأمر الذي يمنح فرصة أخرى للمستثمرين لاتخاذ قرارات الاستثمار.

## 2- مزايا مؤشر الأوراق المالية:

- هناك العديد من المزايا التي تحققها المؤشرات المالية للسوق المالي والتي من ضمنها:
- يستخدم المؤشر لمتابعة أداء السوق أو القطاع من السوق الذي يمثله إذ يكون المؤشر من أسهم الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد فالمؤشر يمثل أسلوبا سهلا لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، إذ تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، وبالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين.
  - تساعد المؤشرات على قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، إذ يمكن للمراجعين في السوق تحديد المشكلات التي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تصويب اتجاه السوق، الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.
  - أحد الاتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات (بالزيادة أو النقص) فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين.
  - يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق الأسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة بالأسواق الأخرى، مما قد تتجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية وبخاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواعدة .

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص42.

## 1. مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية:<sup>1</sup>

هناك مجموعة من المعايير (المؤشرات) تعطي جميعها صورة واضحة للمتعاملين والمهتمين بالسوق المالية فرصة عن اتخاذ القرار الاستثماري أو تنفيذ السياسات النقدية والمالية، وتستخدم هذه المؤشرات في قياس أداء السوق والتحقق من مدى تحقيقه لأهدافه كما تعبر عن درجة نضج السوق، ومن بين أهم المؤشرات التي يمكن أن تعبر عن درجة السوق المالية ونضجها وتقدمها هي:

### 1 - مؤشر حجم السوق:

يعد اتساع حجم السوق من أهم المؤشرات الإيجابية الدالة على نمو حجم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، إذ كلما اتسع حجم السوق كان ذلك دليلا على تطورها ونضجها، ويقاس حجم السوق بمؤشرين متكاملين هما:

أ - **معدل الرسملة السوقية (مؤشر القيمة السوقية):** يقاس معدل الرسملة السوقية بنسبة رأس المال السوقي والذي يمثل القيمة السوقية للأسهم المقيدة في السوق إلى الناتج المحلي الخام، وتعكس ارتفاع قيمة هذا المؤشر مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تنويع المخاطر وتعبئة المدخرات اللازمة للاستثمار بما يسهم في تحسين معدلات النمو الاقتصادي، وتقدير حجم الأسواق المالية في مختلف الدول باستعمال معدل الرسملة السوقية يعطي فكرة أكثر دلالة على تطوير هذه الأسواق، إذ أنه قد يكون عدد الشركات صغيرة الحجم من حيث القيمة الاسمية .

تعكس رسملة السوق مستوى نشاطها، فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على الانتفاع مستوى السوق (كبر حجم السوق) سواء من حيث زيادة عدد السهم وعدد الشركات المدرجة فيه، أو ارتفاع الأسعار الذي قد يكون انعكاسا لاتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما معا، وبالتالي يكون انعكاسا لارتفاع النشاط الاقتصادي.

ب - **حجم السوق قياسا بعدد الشركات المدرجة (مؤشر عدد الشركات):** يؤدي ارتفاع عدد الشركات المدرجة إلى اتساع حجم السوق وارتفاع حجم الاستثمارات بالتبعية، ومن شأن ذلك أن ينعكس بالإيجاب على كفاءة تخصيص الاستثمارات من حيث الحجم والاتجاه نحو الشركات الأكثر كفاءة، ويساهم التنوع في الشركات المدرجة في التقليل من حدة المخاطر الاستثمارية، نظرا لما يوفره هذا التنوع في فرص

<sup>1</sup>سراي صالح: اثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسلة، الجزائر، 2016-2017، ص44-45-46-47.



للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية المتعددة، ولكي يكون لهذا المؤشر معنى في عملية تحديد حجم السوق، فإنه لابد من الأخذ بعين الاعتبار أيضا درجة مساهمة الشركات المدرجة من حيث رؤوس الأموال المتداولة في السوق الثانوية، ومن حيث الإصدارات الجديدة في السوق الأولية، ويقصد بالشركات المدرجة في هذا الصدد جميع الشركات التي لها أسهم مسجلة في بورصة ما، سواء كانت بورصة محلية أو أجنبية، كما تتضمن الشركات المدرجة مجموع صناديق الاستثمار في الأوراق المالية المسجلة وشركات السمسرة والوساطة.

### 2- المؤشر العام لأسعار الأسهم:

عادة ما يطلق عليه حركة الأسهم (معدل أو مؤشر السوق)، وهو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أنها تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية.

يكتسب المؤشر العام لأسعار الأسهم أهمية كبيرة لمختلف المتعاملين في السوق المالية، إذ جرت العادة في تقييم نشاط السوق ولاسيما من المستثمرين من خلال متابعة مؤشرات الأسواق، بما يساعدهم في تحديد قراراتهم الاستثمارية بالنسبة للبيع والشراء، وإلى أبعد من ذلك أصبحت المقارنة بين كفاءة الأسواق المختلفة تتم من خلال هذه المؤشرات، وغالبا ما تنشر الصحف العالمية المختلفة يوميا قائمة بمختلف المؤشرات التي تنشر التطورات الطارئة على أسعار الأسهم، الأمر الذي يعطي صورة واضحة للمستثمرين من أوضاع استثماراتهم، وبالتالي في زيادة مقدرتهم على توجيه أموالهم نحو الأسواق الأكثر كفاءة واستقرار.

### 3- مؤشر درجة التركيز :

يقصد بدرجة التركيز مدى سيطرة عدد محدود من الشركاء على السوق، أي إذا ما كان حجم التداول مركزا في عدد قليل من الشركات المدرجة أو موزعا على عدد كبير من هذه الشركات ويقاس هذا المؤشر بحساب حصة أكبر عشر شركات في رسملة السوق أو في إجمالي قيمة التداول، وكلما انخفضت درجة التركيز كلما كان ذلك مؤشرا إيجابيا على تطور كفاءة السوق وبالمقابل فإن تزايد سيطرة مجموعة من الشركات على حركة التداول في البورصة لا يشكل ميزة إيجابية على الإطلاق، بل إن من شأنه التأثير سلبيا على السيولة والأداء المستقبلي للسوق.

4- مؤشر السيولة:

تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي، وهناك مؤشران لقياس السيولة وهما:

• **مؤشر حجم التداول:** يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة خلال مدة زمنية عادة ما تكون سنة، ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويقاس هذا مؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق، إذ يعكس الأخير حجم السوق، على الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة، إلا أن حجم التداول قد يكون صغيراً، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا وذلك لإمكانية الحصول على معلومات سلمية عن الأوراق المالية المحلية.

• **مؤشر معدل الدوران:** يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة، ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق (القيمة السوقية) خلال العام أو خلال أي مدة زمنية.

يستخدم هذا المؤشر في الغالب مقياساً لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه، إذ أنه من الممكن أن تكون هناك سوق كبيرة ولكنها غير نشطة، إذا كانت رسملتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض.

-استخدام المؤشرات: <sup>1</sup>

هناك العديد من استخدامات المؤشرات المالية نذكر منها:

<sup>1</sup> محمد عبد المجيد محمد عطية: الاستثمار في البورصة، الطبعة 1، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر وتوزيع، مصر، 2011، ص 374-375.

-إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة الاستثمارية التي يمتلكها المستثمر، حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية (بالزيادة أو النقصان) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة.

-الحكم على أداء المديرين المحترفين، حيث يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق.

-تمكن المؤشرات المالية المختلفة من التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق، وذلك إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي FINANCIAL ANALYSIS)

-يمكن المحلل المالي مؤشر سوق المال من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل. إن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ على السوق، فإذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط يمكنه وقتها التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار داخل السوق.

-تمكن المؤشرات المالية من تقدير المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المحفظة الاستثمارية، حيث يمكن استخدام المؤشرات المالية لقياس المخاطر النظامية (SYSTEMATIC RISK) لمحفظة الأوراق المالية، والمتمثلة في العلاقة بين معدل العائد للأصول الخطرة (RISKY ASSETS) ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من الأصول الخطرة.

## 5- أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية والعربية

تلعب المؤشرات العالمية للأسواق المالية مثل داوجونز وفانيشيال تايمز ونيكي وكاك... الخ دورا مهما، ويكمن في معرفة ماذا تعني تلك المؤشرات بإيجاز، إذ أن وجود عدد كبير من الأسهم في كل سوق مالية وصعوبة تحديد الاتجاه العام لنشاط السوق مع تزامن تغير الأسعار (ارتفاع وانخفاض) ارتأى المتعاملون في السوق التوصل إلى اعتماد مؤشر خاص لكل سوق مالية، فهو الذي يمثل متوسط أسعار الأسهم يوميا، ويتم الاعتماد عليه في عملية التداول، بالإضافة إلى ذلك الاعتماد عليه في مراقبة نشاط السوق وتمكين المستثمر من بناء توقعاته الخاصة بإدارة محفظته الاستثمارية، ومن أبرز المؤشرات المالية نذكر:

## أ - مؤشر داوجونز:

يعد مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعا، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت سنة 1855 وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز داو، والذي أصبح فيما بعد محور للصحيفة نفسها، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 9 أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 12 سهم في عام 1896 ثم إلى 20 سهم سنة 1916، وفي سنة 1928 ارتفع ليصل إلى 30 سهم، ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة، وتمثل تلك الأسهم 30 شركة أي بمعدل سهم لكل شركة، وتتسم هذه الشركات بارتفاع قيمتها السوقية وبضخامة الحجم والعدد الكبير للمساهمين فيها.

## ب - مؤشر ستاندرند أند بور500:

بالإضافة إلى ما سبق ذكره عن هذا المؤشر فإن هذا المؤشر يمتاز بكونه أشمل من مؤشر داوجونز كما يمتاز بكونه موزونا على أساس القيمة. على الرغم من توجيه بعض الانتقادات إليه مثل تأثيره بالشركات الكبرى وتحيزه لها، يبقى من أهم المؤشرات الشائعة الاستعمال لدى المتعاملين كما يعتبر من بين المؤشرات التي تحاول أن تعكس اتجاه الأسعار بصدق.

## ت - مؤشر بورصة نيويورك لكافة الأسهم:

جاء هذا المؤشر أساسا لتغطية النقص أو لتلاقي النقد الموجه لمؤشر داوجونز، بالإضافة إلى ذلك أرادت السلطات إنشاء مؤشرها لكافة الأسهم المتداولة لتوفير وسيلة لقياس اتجاه الأسعار في السوق بكل أمانة، لهذا قامت في عام 1965 بإنشاء هذا المؤشر بالإضافة إلى أربع مؤشرات فرعية خاصة بقطاعات الصناعة، النقل، الخدمات العامة، والقطاع المالي .

ث - مؤشر فاليو لاين 1400:

أنشأ هذا المؤشر في عام 1963م بعينة تتكون من 1400 شركة مقسمة على مختلف القطاعات كما يلي: 1217 شركة صناعية، 154 شركة تابعة لقطاع الخدمات و 29 شركة لقطاع النقل، أعطيت له قيمة 100 نقطة في سنة الأساس 1961 وهو موزون على أساس السعر وبالتالي يعدل كلما كان هناك رفع برأس المال أو غيره من العمليات المالية.

ج - مؤشر فانيشيال تايمز (بورصة لندن) (FT-SE 100):

أنشأ هذا المؤشر عام 1983م للاستجابة لاحتياجات المتدخلين إلى مؤشر ممثل لاتجاه البورصة البريطانية وفي نفس الوقت يمكن حسابه بسرعة، وقررت سلطات البورصة أن العدد (100) هو العدد الأمثل من الأسهم المكونة لهذا المؤشر إذ يمكن أن يمثل تلك البورصات ويتم حسابه بسرعة. لقد أنشأ هذا المؤشر لتغطية النقص الذي يمتاز به مؤشرا فانيشيال تايمز للشركات الصناعية والذي تتكون عينته من 30 شركة فقط تابعة كلها لقطاع الصناعة، كما تتوفر بورصة لندن على مؤشرات تايمز كفاءة الأسهم الذي نشر حوالي 704 سهم في عام 1989، وأعطيت له القيمة 1000 نقطة في سنة الأساس (1983)، وأصبح بعد ذلك يتداول في سوق العقود المستقبلية .

ح - مؤشر كاك40 (بورصة فرنسا) (CAC40):

هو الأكثر شهرة واستعمالا بحيث يغطي 40 مؤسسة، وسنة الأساس هي 1991 ويمكن القول أن المشرفين عليه يرجون من إنشائه توفير معلومات دقيقة قدر الإمكان وفي أسرع وقت عن اتجاه البورصة الفرنسية لتلبية احتياجات المتعاملين بالنظر للعينة التي تكون المؤشر نجد أن الشركات مقسمة إلى 08 قطاعات رسمية، وعلى العموم يحتوي مؤشر كاك 40 على أهم الشركات الفرنسية.

خ - المؤشرات اليابانية :

يوجد في البورصات اليابانية خاصة بورصتي طوكيو وأوساكا، العديد من المؤشرات الهامة والتي يحاول كل منها أن يعكس وضعية تلك البورصات واتجاهاتها، ومن أهمها مؤشر نيكاي الذي أنشأ عام 1950م من 225 شركة يابانية كبيرة، وبالرغم من شهرة هذا المؤشر إلا أن طريقة حسابه جعلت العديد من الملاحظين يشكك في مصداقية تمثيله لاتجاه الأسعار في البورصات اليابانية فهو يحسب بجمع أسعار ال: 225 شركة ويقسم المجموع على عددها، أي هو بكل بساطة الوسط الحسابي للعينة المكونة له.

د - المؤشرات الألمانية:

توجد العديد من المؤشرات الألمانية أشهرها (فازا وداكس) (fas and Dax) يتكون المؤشر (فازا) من مجموعة أسهم وصلت قيمته في عام 1990 إلى 761.48 نقطة أما المؤشر Dax فيتكون 300 سهم وهو شبيه بمؤشر كاك 40 الفرنسي.

ذ - مؤشر داوجونز مركز دبي العالمي تايتانز 50:

وضع هذا المؤشر عام 2004، وهو يضم أسهم كبرى شركات العالم العربي ، ويضم أسهم 50 شركة كبرى في 10 دول عربية( البحرين، مصر، الأردن، الكويت، لبنان، المغرب، قطر، السعودية، تونس، الإمارات العربية).

كل سهم في هذا المؤشر يحسب بناء على 60% للقيمة السوقية للشركات و 20% لصافي الإيرادات و 20% للعائدات، وكل شركة من شركات ضمن المؤشر لها وزن نسبي في بناء مؤشر تايتانز.

أهم مؤشرات أسواق المالية في البلدان العربية:

توجد العديد من مؤشرات أسواق المال العربية نذكر منها:

- مؤشر سوق عمان المالي (الأردن): بدأ سوق عمان المالي احتساب رقم قياسي مرجح بالقيمة السوقية في عام 1992، وبدأت فترة الأساس ب100 نقطة، وهذا المؤشر يقوم على أساس اختيار عينة مكونة من 60 شركة عام 1994، و 70 شركة عام 2001.

- مؤشر سوق البحرين المالية (البحرين): بدأ إنشاء المؤشر عام 1989، وهو يحتسب بطريقة رسمة السوق ومرجح ب 24 شركة .

- مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية (الكويت): وهو مؤشر لأسعار الأسهم ومرجح بالقيمة السوقية ل35 شركة .

- المؤشر العام للأوراق المالية (المملكة العربية السعودية): وضع هذا المؤشر من قبل مؤسسة النقد السعودي ساما SAMA وهو يضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودي، وعام 2001 كان عدد الشركات المدرجة هو 76 شركة .

- مؤشر مازي (MAZI) المغرب: وهو مؤشر شامل للأسهم المغربية، لكونه مؤشرا شاملا للرسمة، وهو يضم كافة الأسهم في سوق الدار البيضاء.

- مؤشر مسقط للأوراق المالية (عمان): وهو مؤشرا عام للسوق في عمان ويتكون من 33 شركة.
- مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية في قطر: تم إطلاق هذا المؤشر عام 1986.
- مؤشر بلومفي لبنان (BIOM 30): وضع هذا المؤشر من قبل بنك لبنان عام 1996، وحددت قيمته الأساسية ب1000 نقطة مع تثبيت القيمة الأساسية لإجمالي الأسهم ب2.3 بليون دولار.
- مؤشر كاس (CASE) في مصر: وضع المؤشر في عام 1998 وهو يضم سوقي القاهرة والإسكندرية، وبلغت قيمة المؤشر في فترة الأساس 1000 نقطة ويضم 30 شركة .

## 6- أهمية المؤشرات:

- يمكن بيان أهمية المؤشرات المالية فيما يلي:
- تعكس الوضع العام داخل السوق الذي يعكس بدوره الوضع العام للظروف الاقتصادية داخل الدولة صاحبة السوق.
- يمكن من خلال المؤشرات المالية المعدة داخل سوق الأوراق المالية التنبؤ بالظروف الاقتصادية المستقبلية.
- يمكن للمؤشرات المالية أن تحدد طبيعة السوق هل السوق يتجه نحو الصعود وارتفاع الأسعار أم أنه سوق يتجه نحو النزول وهبوط الأسعار.
- قياس متوسط العائد الذي يحققه السوق، حيث أن المؤشر يكشف عن الاتجاه العام في سوق المال.
- يمكن استخدام المؤشرات كأداة للحكم على أداء المحافظ وكفاءة مديريها، وكذلك تقييم أداء مديري صناديق الاستثمار حيث أنها تشكل الأساس في قراراتهم الاستثمارية وتحديد كفاءتهم المهنية .

## المطلب الثاني : المتغيرات النقدية.

### الفرع الأول :التضخم

#### 1- مفهوم التضخم :

رغم شيوع انتشار هذا المصطلح في معظم اقتصاديات العالم، إلى انه لا يوجد تعريف محدد للتضخم ومن بين هاته التعريفات نذكر ما يلي:

**التعريف 1:** " التضخم هو ارتفاع مستمر للمستوى العام للأسعار وما يقابله من تدهور القوة الشرائية للعملة في أسواق السلع والخدمات".<sup>1</sup>

**التعريف 2:** وهناك تعريف آخر يقول أن التضخم: "هو زيادة الطلب النقدي على السلع بالنسبة للمعروض منها مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار و يشترط أن يكون هذا الارتفاع فجائيا أي غير متوقع".<sup>2</sup> وعليه نقول على انه الارتفاع العام لأسعار السلع والخدمات عبر الزمن، وبشكل مستمر، الذي ينتج عنه انخفاض القدرة الشرائية للمستهلك.

## (2)-أنواع التضخم:

يعتمد الاقتصاديون لتحديد أنواع التضخم على عدة أسس ومعايير من أهمها:

### 1-2-1 معيار تحكم الدولة في جهاز الائتمان:

هناك ثلاث اتجاهات تضخمية ترتبط ارتباطا وثيقا بمدى تحكم وتأثير الدولة في المستويات العامة للأسعار وتتمثل هذه الاتجاهات فيما يلي:

أ . **التضخم الطليق:** يتسم هذا النوع من التضخم بارتفاع سافر في الأسعار والأجور والنفقات الأخرى التي تتصف حركاتها بالمرونة وتتجلى في ارتفاع عام في الدخول النقدية دون أي تدخل من السلطات الحكومية للحد من هذه الارتفاعات.<sup>3</sup>

ب . **التضخم المكبوت:**هي حالة يتم خلالها منع الأسعار من الارتفاع من خلال سياسات تتمثل بوضع ضوابط وقيود تحول دون اتفاق كلي وارتفاع الأسعار.

ج . **التضخم الكامن:**ويقصد به زيادة الدخل بشكل غير عادي دون إنفاقه على الاستهلاك، وهذا نتيجة تدخل الدولة بإجراءات مختلفة مثلا تحديد كمية السلع المقتناة.

### 1-2-2 معيار تعدد القطاعات الاقتصادية:

<sup>1</sup> محمود حسين الوادي وكاظم جاسم العيساوي: **الاقتصاد الكلي**، طبعة 1، دار الميسرة للطباعة والنشر، الأردن، 2007، ص153.

<sup>2</sup> نبيل الروبي، **نظرية التضخم**، الطبعة 1، مؤسسة الثقافة الجامعية، مصر، 2007، ص16.

<sup>3</sup> وديع خلق الله، **السياسة المالية ودورها في معالجة التضخم**، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماستر أكاديمي، تخصص مالية، تأمينات وتسيير المخاطر، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 1017/2016، ص4.



أ . التضخم السلعي: يحصل في قطاع صناعات الاستهلاك ويعبر عن زيادة نفقة إنتاج سلع الاستثمار على الادخار.

ب التضخم الرأسمالي: وهو التضخم الذي يحدث في مجال إنتاج السلع الاستثمارية مما يؤدي إلى الشروع أرباح قدرية في صناعات إنتاج السلع الاستثمارية.

1-2-3 معيار مدى حدة الضغط التضخمي:

نميز بالنظر إلى هذا المعيار بين نوعين وهما:

أ - التضخم الجامح: ويتمثل في زيادة الأسعار زيادة كبيرة تتبعها زيادة مماثلة في الأجور، مما يؤدي إلى زيادة تكاليف الإنتاج، وخفض أرباح رجال الأعمال، مما يؤدي إلى زيادة جديدة في الأسعار.<sup>1</sup>

ب - التضخم الزاحف: يتسم هذا النوع بارتفاع بطيء في الأسعار ويحدث على مدى فترة طويلة من الزمن نسبيا ويحدث عندما يزداد الطلب الكلي زيادة بسيطة ومستمرة دون أن يقابله زيادة في العرض الكلي فيؤدي إلى ارتفاع الأسعار.

(3) - أسباب التضخم: يحدث التضخم لعدة أسباب ويمكن اختصارها في النقاط التالية:

أ . أسباب اقتصادية داخلية: في الدولة ذات الموارد المحدودة تقوم الدولة بإصدار المزيد من الأوراق النقدية لمعالجة العجز في ميزانيتها مما يؤدي إلى رفع أسعار السلع والخدمات المعروضة، إذ أن الزيادة في الإصدار النقدي لا يقابله زيادة في السلع والخدمات.

ب . أسباب اقتصادية: خارجية: لدول الفقيرة علاقات تجارية واقتصادية مع الدول المتقدمة من أجل الحصول على السلع والخدمات التي تحتاج إليها، وعندما ترتفع أسعار السلع والخدمات في الدول المتقدمة فإن الدول الفقيرة تتأثر بذلك الارتفاع ويحدث التضخم فيها بمقدار اعتمادها على استيراد السلع من تلك الدول المتقدمة.

ت . أسباب سياسية: عند تعرض هذه الدول إلى ضغوط اقتصادية دولية فيحدث فيها التضخم.

<sup>1</sup>حازم البني، الاقتصاد الكلي، الطبعة 1، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص 62.

أ - التضخم الناشئ عن التكاليف: ينشأ هذا النوع من التضخم بسبب ارتفاع التكاليف التشغيلية في الشركات الصناعية أو غير الصناعية، كمساهمة إدارة الشركات في رفع رواتب وأجور منتسبيها من العاملين ولاسيما الذين يعملون في المواقع الإنتاجية والذي يأتي بسبب مطالبة العاملين برفع الأجور.<sup>1</sup>

ب - التضخم الناشئ عن الطلب: ينشأ هذا النوع من التضخم بسبب ارتفاع التكاليف التشغيلية في الشركات الصناعية أو غير الصناعية.

#### 4- طرق قياس التضخم :

أ . طريقة الأرقام القياسية: حيث تستخدم الأرقام القياسية في التعرف على كيفية تطور الأسعار خلال مرحلة زمنية معينة لسلعة ما، ولعل من أبسط أنواع الأرقام القياسية هو نسبة السعر التي هي عبارة عن قسمة قيمة الظاهرة في مرحلة معينة على قيمتها في مرحلة زمنية أخرى، وتسمى الفترة الزمنية التي ننسب إليها فترة الأساس وهي الفترة نسميها فترة المقارنة، ومن استعملات الرقم القياسي لأسعار الجملة لقياس المستوى المعيشي والقوة الشرائية وكذا أيضا لأسعار التجزئة لارتباطها كثيرا بالقوة الشرائية للمستهلكين، أما الرقم القياسي للنفقات المعيشية هو الذي يستعمل في معظم الحالات أثناء مرحلة التضخم.<sup>2</sup>

ب . طريقة الناتج القومي: تسمى بالرقم القياسي العام للأسعار، وهو يعبر عن أسعار كل الخدمات والسلع المنتجة في مدة زمنية معينة في دولة معينة فهو يعبر عن أسعار الناتج الكلي.

ت . طريقة العينات: حيث يتم اختيار عينة من السلع والخدمات التي لها أهمية في الاقتصاد بالنسبة للأفراد والمجتمع ويدرس أسعارها خلال فترة زمنية معينة .

ونجد كل ما يعلن عنه من طرف الهيئات الرسمية من أرقام قياسية للتضخم في أي دولة، حيث تتوقف مدى صحة هذه الأرقام القياسية على مدى دقة وشمولية أسعار الخدمات والسلع، ويتحكم في ذلك دعم خفض أسعار المنتجات من طرف الدولة فنجد أنه كلما كان الرقم القياسي لأسعار الاستهلاك يحتوي على عدد كبير من هذه السلع تتخفف درجة مصداقيته ويوجد نوعان من الأرقام القياسية:

<sup>1</sup> عبد الرحمن المالكي، السياسة الاقتصادية المثلى، الطبعة 1، جدارا للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 169.

<sup>2</sup> طلحة محمد: قياس أثر التضخم على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، اقتصاد كمي، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2018-2019، ص 36.

-**السعر القياسي البسيط:**السعر القياسي البسيط هو حاصل القسمة بين مجموع أسعار السلع في سنة المقارنة على مجموع أسعار نفس السلع في سنة الأساس، وهو كالاتي:

$$I = \frac{\sum}{\sum_{RO}} \times 100$$

فيم بعد ذلك نقوم باستخراج الوسط الحسابي لجميع الأسعار القياسية موضوع المقارنة، حيث أن الرقم الذي نتحصل عليه هو الرقم القياسي لمستوى الأسعار العام للسلع التي نبحث عنها.

ومن سلبيات هذا الرقم القياسي البسيط يأخذ بعين الاعتبار كامل السلع المطلوب قياس أسعارها.

-**السعر القياسي المرجح<sup>1</sup>:** يستعمل هذا الرقم من أجل التخلص من عيوب الرقم القياسي البسيط، وذلك بالترجيح لكميات فترة المقارنة أو فترة الأساس ومن أجل الترجيح توجد الكثير من الطرق للحساب من بينها:

أ . رقم لاسبير: حيث أنه نستعمل في هذا الرقم الترجيح بكميات سنة الأساس وذلك ومن خلال هذه العلاقة التالية:

$$I = \frac{\sum pnQ0}{\sum p0Q0} \times 100$$

تتمثل قيم كميات سنة الأساس بأسعار سنة المقارنة  $\sum pnQ0$  ، تتمثل قيم كميات سنة الأساس بأسعار سنة الأساس ومجموع  $\sum Q0$  .

النقود المنفقة في سنة الأساس .

ب . رقم باش: ترجيح الأسعار في فترة المقارنة وفترة الأساس بكميات فترة المقارنة، تسمى بطريقة فترة المقارنة حيث ان الرقم القياسي التجميعي المرجح بكميات فترة المقارنة، معرف كما يلي:

$$I = \frac{\sum pnQn}{\sum p0Qn}$$

$\sum pnQn$ : المقارنة سنة في المنفقة النقود مجموع أو المقارنة سنة بأسعار المقارنة سنة كميات قيم .

سنة كميات قيم .

الفرق بين الرقم القياسي لاسبير والرقم القياسي باش، حيث أن لاسبير يعتمد على كميات الأساس يقوم بترجيحها على عكس باش الذي يرجح كميات المقارنة لأن لاسبير يرى أن طريقة الاستهلاك ثابتة بالنسبة للسلع والخدمات مما يؤدي إلى ثبات كميات أساس المستهلك، بينما باش يفرض ان طريقة الاستهلاك

<sup>1</sup> طلحة محمد: نفس المرجع السابق، ص37.

عند الناس متغيرة مع الزمن ولا يمكن بقائها ثابتة فبعض السلع تكون مهمة في سنة معينة ممكن في سنة أخرى تكون غير مهمة والعكس صحيح، وظهور سلع أخرى جديدة خاصة عندما تكون مدة زمنية بعيدة، إلا أن نرى أن رقم لاسبير هو الأكثر استخداما وانتشارا لأنه يعتمد على معطيات سنة الأساس دون اللجوء إلى بيانات جديدة كل سنة من أجل الترجيح.

ت - رقم فيشر<sup>1</sup>: هو عبارة عن الوسط الهندسي لرقم لاسبير وباش وهو معرف بالعلاقة الآتية:

$$IF = \sqrt{I(j) \cdot I(p)}$$

الرقم القياسي المرجح بكميات سنة نموذجية: في هذا الرقم نقوم بترجيح الأسعار بالكميات في سنة نختارها تختلف عن سنة الأساس أو سنة المقارنة، وتكون هذه السنة نموذجية أو عبارة عن متوسط كميات سنة الأساس وسنة المقارنة فيكون الرقم معرف بالصيغة الآتية :

$$I = \frac{\sum P_1 Q_t}{P_0 Q_t} \times 100$$

t: تعني السنة التي تختارها، حيث إذا كانت t تساوي الصفر هذا يدل على أن الرقم القياسي هو لاسبير أما إذا كانت t تساوي n هذا يدل على أن الرقم القياسي باش، أما إذا Q<sub>t</sub>: هو مجموع عمليات سنني المقارنة والأساس يسمى الرقم القياسي برقم مارشال لاجوارث، لأن الأوزان في هذا الرقم تمثل الوسط الحسابي لكميات سنة الأساس وكميات سنة المقارنة وتمثل ذلك من خلال العلاقة الآتية:

$$I = \frac{\sum P_n(Q_0 + Q_n)}{\sum P_0(Q_0 + Q_n)} \times 100$$

## 5-أساليب معالجة التضخم:

لمعالجة التضخم عدة سياسات نذكر منها:

\_ **السياسة النقدية:** هي السياسة المرتبطة بالنقد والجهاز المصرفي والتي تتحكم في الكمية النقدية اعتمادا على جملة من القرارات والإجراءات النقدية من أجل التأثير في النظام النقدي.

\_ **الأدوات المكملة للسياسة النقدية:**

أ . **السياسة المالية:** تعني السياسة المالية استخدام بنود الميزانية من ضرائب وقروض ونفقات من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية، وعلى رأسها التوازن والاستقرار الداخلي للاقتصاد الوطني.

<sup>1</sup> طلحة محمد: نفس المرجع السابق، ص38.

ب . تخفيض النفقات العامة: تهدف هذه السياسة الى تقليص العجز في الميزانية العامة الذي يمول في معظمه عن طريق الإصدار النقدي الجديد. ويعتبر هذا التخفيض ناجحا في مواجهة التضخم إذا من أحسن اختيار أوجه الاتفاق التي يستهدفها، وأيضا الوسائل والطرق التي يمكن أن تحقق ذلك.

ت . تخفيض تكاليف الإنتاج: تعتبر سياسة التحكم في الأجور من أهم السياسات المعتمدة في مواجهة ظاهرة التضخم، وبذلك يجب القبول بحد معين من البطالة لتخفيض الضغوط التي تمارسها النقابات العمالية من أجل الزيادة في الأجور.<sup>1</sup>

#### 6- أثر التضخم على مؤشرات أداء السوق المالية

يعد التضخم من أهم المظاهر الاقتصادية المرضية التي تتعرض لها اقتصاديات الدول على اختلاف هياكلها ، و أصبحت هذه الظاهرة في الاقتصاد المعاصر لصيقة بالحياة الاقتصادية و الاجتماعية ، و الأصل في التضخم أن يكون حالة عارضة أو مؤقتة يتعرض لها الاقتصاد حسب أسبابها و تزول بعد معالجة هاته الأسباب ، و في حالات معينة يستمر لمدة زمنية طويلة نسبيا. يتمثل المظهر العام للتضخم في الانخفاض المستمر للقيمة الحقيقية لوحدة النقد ، هذه القيمة التي تقاس بالمتوسط العام لمختلف السلع و الخدمات الممكن شراؤها بهذه الوحدة من النقد.<sup>2</sup>

بحث الأدب الاقتصادي موضوع التضخم و علاقته بأسعار الأسهم من خلال منهجين ، الأول يشير إلى إمكانية استخدام الأسهم كوسيلة تحوط كاملة تجاه التضخم ، و كانت آراء فيشر المتعلقة بأسعار الفائدة الاسمية و الحقيقية الحجة التي استند إليها الاقتصاديون من بعده في صياغة فرضية اقترنت باسمه و التي تشير إلى أن المعدلات المتوقعة لعوائد الأسهم العادية تساوي العوائد الحقيقية زائد المعدل المتوقع للتضخم و أن العوائد الحقيقية للأسهم مستقلة عن معدل التضخم المتوقع ، و على ضوء هذه الفرضية توصل بعض الاقتصاديين إلى أن الأسهم وسيلة تحوط كاملة تجاه التضخم طالما أن العوائد

<sup>1</sup> بلجية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان(1996-2006)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010، ص139-144.

<sup>2</sup> بلعزوز بن علي : محاضرات في النظريات و السياسات النقدية ، الطبعة 3 ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2008، ص139.

الاسمية تزداد بنفس الزيادة في معدل التضخم أو طالما أن معدل العائد الحقيقي يكون مساويا أو يفوق معدل العائد الطبيعي المطلوب و الذي يزداد بزيادة معدلات التضخم و يتحدد هذا المعدل بفعل عوامل ذاتية من قبل المستثمرين.

بشكل عام فإن المستثمر و عند اتخاذه لقراراته الاستثمارية ، لابد أن تكون حسابات التكلفة و العائد على أساس الأرقام الحقيقية و ليست الاسمية ، ولذلك عندما تتغير الأسعار بمعدلات عالية، لا تعتبر البيانات الاسمية للعوائد المتولدة عن الاستثمارات مؤشرا جيدا للحكم على أداء هذه الاستثمارات ذلك أن هذا العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة ، و من جهة أخرى فإن ارتفاع معدلات التضخم المتوقعة يصاحبه ارتفاع درجة عدم اليقين بشأن المعدلات الفعلية للتضخم ، و بالتالي انخفاض قيم الأرباح والخسائر التي يحققها كل من المقرضين و المقترضين الذين لا يأخذون هذا المتغير في اعتبارهم لذلك يتجه المستثمرون نحو الربط بمؤشرات معينة في الأوقات التي ترتفع فيها توقعات معدل التضخم.<sup>1</sup>

بما أن معدلات التضخم تزيد من صعوبة توقعها في الأجل القصير فإن عدم اليقين بشأن المعدلات المستقبلية للتضخم في هذه الحالة غالبا ما ينتج عنه انخفاض متوسط آجال استحقاق الأصول المالية التي يتم طرحها خلال هاته القترات .<sup>2</sup>

بذلك فإن التضخم وعلى الرغم من تأثيره السلبي على القوة الشرائية للدخول إلا أنه في نفس الوقت يمارس تأثيرا ايجابيا من خلال زيادة المبيعات و أرباح الشركات و من ثم أسعار الأسهم و عوائدها بشكل يفوق التأثير السلبي مما يجعل في النهاية من الأسهم استثمارا ناجحا في أوقات التضخم وخاصة التضخم المعتدل .<sup>3</sup>

أما المنهج الثاني في إطار بحث العلاقة بين التضخم و أسعار الأسهم فيقترن باسم الاقتصادي فاما FAMA الذي قدم آلية لتفسير العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم تتلخص في أن عوائد

<sup>1</sup> هالة حلمي السعيد : دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية ، رسالة البنك الصناعي ، العدد 62، بنك الكويت الصناعي ، الكويت ، سبتمبر ، 2000، ص15.

<sup>2</sup> William Sharpe & Gordon . J , Alexander, Investments" , Prentice. hall International, Inc.USA, P296-297

<sup>3</sup> فاخر عبد الستار حيدر ، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي ، الطبعة 1 ، دار المريخ ، الرياض ، المملكة العربية السعودية ، 2002، ص ص 165-166.

الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الحقيقية ( النشاط الحقيقي ) في حين تربط هذه الأخيرة بعلاقة عكسية مع التضخم الأمر الذي يجعل من التضخم و عوائد الأسهم يرتبطان بعلاقة عكسية. إلا أن الملاحظة التي يمكن إيرادها بخصوص تحليل فاما FAMA هو أن هذا التحليل تجاهل موضوع التباطؤ الزمني عند بحث العلاقة بين التضخم و عوائد الأسهم ، فحدث صدمة نقدية موجبة في الاقتصاد تحتاج لزمناً كافياً لكي يصل تأثيرها إلى أسواق الأسهم و النشاط الاقتصادي ، حيث يحصل التغيير ( الارتفاع ) في أسعار الأسهم قبل حدوث الانتعاش في الاقتصاد، لذلك فإن زيادة النشاط افترض فاما سينخفض معدل التضخم و لكن في الزمن ( t+1 ) و ليس في ( t ) .  
بعبارة أخرى أن المعادلة:

$$Y_t = \alpha + \beta X_{t+1} + U_t$$

تكون أكثر ملائمة من المعادلة :

$$Y_t = \alpha + \beta X_t + U_t$$

حيث أن :

$Y_t$  : عواد الأسهم.

$X_t$  : معدلات التضخم.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني : سعر الفائدة

#### 1- مفهومه

هناك عدة تعريفات لسعر الفائدة نذكر منها:

**تعريف 1:** " يعرف سعر الفائدة على انه ثمن أو جزاء التخلي عن السيولة أو عن السيولة أو جزاء عدم الاكتناز أو جزاء التضحية بالسيولة."<sup>2</sup>

**تعريف 2:** "سعر الفائدة هو الثمن للحصول على السلع، أو الموارد، الآن بدلا من المستقبل بمعنى آخر يقيس سعر الفائدة بثمن السلع والموارد المستقبلية بمعدلها الحالي."<sup>1</sup>

<sup>1</sup> المرجع نفسه ، ص 166.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، 2010، ص 161.

**تعريف3:** ويعرف كذلك سعر الفائدة على انه العلاقة بين الفائدة التي تجب سنويا بمقتضى العقد وبين رأس المال منسوب إلى مائة.<sup>2</sup>

**تعريف4:** عرف ألفريد مارشال سعر الفائدة على أنه ثمن استخدام رأس المال، حيث يميل هذا السعر إلى مستوى التوازن عندما يتعادل الطلب الكلي على النقد مع العرض النقدي.<sup>3</sup>

من خلال التعاريف السابقة نستنتج تعريف عام ومختصر لسعر الفائدة هو ذلك المبلغ من المال الذي يتحصل عليه المقرض من المقترض لقاء التنازل عن مبلغ من المال لفترة معينة.

## 2- أنواع سعر الفائدة

هناك العديد من أسعار الفائدة من أبرزها نذكر:

**أسعار فائدة السوق:** وتنقسم إلى عدة أنواع:

أ - أسعار فائدة السوق النقدي:

وهي التي يتم على أساسها تداول الأوراق التجارية قصيرة الأجل مثل شهادات الإيداع، السند لأمر... الخ.<sup>4</sup>

ب - أسعار فائدة في سوق رأس المال: يقصد برأس المال تلك السوق التي يتم فيها اقتراض الأموال طويلة الأجل، حيث يتم فيها توجيه تدفق المدخرات إلى استثمارات طويلة الأجل معظمها لمدة سنة واحدة فما فوق.

ت - أسعار الفائدة في البنك المركزي: البنك المركزي هو البنك المتحكم في النظام المصرفي للبلد، وهو الجهة الوحيدة التي تصدر النقود في البلد، وأسعار الفائدة في البنك المركزي هي المعدلات التي على أساسها يقترض البنك المركزي لمؤسسات الإقراض.

<sup>1</sup>توماس مايرو آخرون، النقود والبنوك و الاقتصاد، ترجمة: السيد احمد عبد الخالق، الطبعة1، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2002، ص352.

<sup>2</sup>محمد علي محمد أحمد ألبنا، القرض المصرفي، الطبعة1، منشورات محمد علي بيضون، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 2006، ص404.

<sup>3</sup>عبد العزيز سمير محمد، تمويل التنمية الاقتصادية، الطبعة1، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1988، ص40.

<sup>4</sup>عبد الفتاح عبد الرحيم، عبد العصيم محمد، الاقتصاد الكلي الاختيار العام والخاص، الطبعة1، مؤسسة المريخ للنشر والتوزيع، المملكة السعودية، ص142.



ث - أسعار الفائدة الثابتة والمتغيرة: <sup>1</sup>

أ - أسعار الفائدة الثابتة: هي تلك المعدلات التي تبقى على حالها طيلة فترة التوظيف أو القرض.  
ب - أسعار الفائدة المتغيرة: هذا النوع من أسعار الفائدة مرتبط بتغيرات أسعار فائدة أخرى، مثل سعر الفائدة في البنك المركزي، سعر الفائدة على الودائع لأجل، سعر الفائدة على الإقراض، والعائد على أدوات الخزينة.

ج - أسعار الفائدة البسيطة والمركبة: <sup>2</sup>

أ - أسعار الفائدة البسيطة: هو المعدل المحسوب على أساس المعدل المقترض أو المودع، سواء حصل المقرض أو المودع على فوائد بصورة دورية أو تركها ليحصل عليها في نهاية المدة، بحيث تضاف الفائدة إلى الأصل عند تسديد المبلغ .  
ب - أسعار الفائدة المركبة: تضاف الفائدة في آخر كل فترة من فترات القرض إلى أصل المبلغ الذي أنتجها، وتعامل معاملة المبلغ الإجمالي من حيث إنتاجها للفوائد من الفترات اللاحقة.

(3) - وظائف سعر الفائدة: <sup>3</sup>

تنظر الوحدات الاقتصادية بكل دقة وحذر لسعر الفائدة لأنه سوف تقرر حجم الاستثمار وتكلفة الفرصة البديلة ومجالات الاستثمار، واستنادا لذلك يقوم سعر الفائدة على الوظائف التالية:  
- يضمن سعر الفائدة تدفق الأموال من المؤسسات ذات الفائض (المدخرة) إلى المؤسسات ذات العجز (المستثمرة) وهذا ما يشجع على زيادة الادخار لأغراض الاستثمار مما يؤدي لزيادة الإنتاج وتخفيض معدلات البطالة.  
- يعد سعر الفائدة جزءا من التكلفة النسبية للمستثمرين، فكلما ارتفع سعر الفائدة انخفض الطلب على النقود وارتفعت تكاليف الصناعة الوطنية وارتفعت الأسعار وانخفضت درجة المنافسة وأثر ذلك على الدخول والاستهلاك .

<sup>1</sup> وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية قضايا نقدية ومالية، طبعة 1، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2000، ص 201.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 201.

<sup>3</sup> بوبكري مبروكة وجحا فوزية، أساليب إدارة مخاطر أسعار الفائدة، مذكرة لنيل شهادة ماستر أكاديمي، مالية مؤسسة، جامعة احمد دارية أدرار، الجزائر، تاريخ المناقشة، 2018-2019، ص 7-8.

- يوجه الاستثمارات نحو المجالات المريحة وهذا ما يسمى بالاستخدام الكفاء لرأس المال.
- يساهم سعر الفائدة في جذب الرأس المال الأجنبية عندما يكون مرتفعا.
- يساهم في تنمية وتطوير الشركات ذات الكفاءة العالية وبالمقابل يؤدي لإفلاس الشركات ذات الكفاءة المتدنية .
- يؤدي الائتمان لتنشيط وتطوير المؤسسات وزيادة حصتها من الناتج الوطني وزيادة أرباحها عن طريق (سعر الفائدة).

#### 4) أهمية سعر الفائدة :

- تتمثل أهمية سعر الفائدة فيما يلي:
- السعي إلى استقطاب الادخار من الوحدات المالية الفائضة، بهدف ادخارها ضمن وحدات العجز لتحقيق النمو الاقتصادي.
- ضمان تحقيق التوازن بين كمية النقود المعروضة مع كمية النقود المطلوبة.
- الاهتمام بالتأثير في كل من حجم الاستثمار والادخار، لأنهما من الأدوات المهمة في السياسة النقدية.
- أداة للحد من التضخم.
- أداة لتعديل الخلل فيميزان المدفوعات.

#### 5)- أثر سعر الفائدة على أداة السوق المالية

تعد أسعار الفائدة إحدى الأدوات الهامة لإدارة السياسة النقدية حيث تستخدمها السلطة النقدية في التأثير على عرض النقود ، و يتمثل الدور الأساسي لأسعار الفائدة في المساهمة في التخصيص الأمثل للموارد المتاحة من المدخرات بين الاستثمارات المختلفة ، يرتبط التعامل بالأسواق المالية ارتباطا وثيقا بسعر الفائدة نظرا لارتباط سعر الفائدة بمعظم أدوات التعامل في الأسواق المالية.

تساهم أسعار الفائدة المرتفعة في تشجيع الادخار إلا أنها في نفس الوقت تؤدي إلى زيادة تكلفة الاستثمار، وبالتالي فإن تحرك أسعار الفائدة ارتفاعا وانخفاضا يتحدد بناء على الحجم المطلوب من القروض مقارنة بالحجم المعروض من المدخرات، و تميل أسعار الأسهم إلى التحكم في اتجاه معاكس

لأسعار الفائدة طويلة الأجل، و من ذلك يمكن القول بأن البنك المركزي في 'مكانه التأثير بطريق غير مباشر على أسعار الأسهم من خلال تحكمه في أسعار الفائدة.<sup>1</sup>

يمكن النظر إلى المعاملات التي تجري داخل الأسواق المالية من زاويتين هما:<sup>2</sup>

• إقراض الأرصدة النقدية و اقتراضها.

• شراء و بيع الأوراق المالية.

بذلك فإن العلاقة بين تغيرات أسعار الفائدة و أسعار الأسهم يمكن النظر إليها من خلال فرضيتين أساسيتين :

**أ\_فرضية العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة و أسعار الأسهم في إطار السوق المالية:**

يشير الأدب الاقتصادي إلى العلاقة العكسية بين تغيرات أسعار الفائدة و أسعار الأسهم والفكرة التي يستند عليها الباحثون في إطار هذه الفرضية هي أن النقود الرخيصة تمكن الأفراد من الحصول على الائتمان المصرفي ( القروض ) بأسعار فائدة متدنية و الاتجاه نحو السوق المالية و الاستفادة من الفرق بين العائد الناجم عن شراء الأسهم ( مقسوم الأرباح الرأسمالية ) وبين كلفة اقتراض النقود ( أسعار الفائدة) المنخفضة نسبيًا ، إن اندفاع الجمهور لإتباع هذا الأسلوب يدفع بأسعار الأسهم إلى الأعلى بسبب الزيادة في الطلب مع استقرار في عرض الأسهم ، و يحصل العكس في حالة ارتفاع أسعار الفائدة و هو الأمر الذي يدفع بالعديد من الأفراد إلى تجنب الاقتراض من المصارف و شراء الأسهم و بالتالي انخفاض أسعارها .<sup>3</sup>

أشار بعض الاقتصاديين المؤيدين لوجهة النظر هذه أنه طالما أن المرء باستطاعته أن يقترض النقود بأسعار فائدة منخفضة و لنكن 3% مثلا ، و من ثم استخدامها في شراء الأسهم التي تدر عائدا بنسبة 7% مثلا ، فإن المستثمرين سوف يجدون أن من المربح لهم اقتراض النقود و شراء الأسهم ، من جانب آخر عندما تكون النقود نادرة و لا يمكن اقتراضها إلا بأسعار فائدة عالية ، حينئذ سيدرك

<sup>1</sup> هالة حلمي السعيد : مرجع سبق ذكره ، ص 13.

<sup>2</sup> فاخر عبد الستار حيدر : مرجع سبق ذكره ، ص ص 102-103.

<sup>3</sup> المرجع نفسه ، ص ص 116-119.

المستثمرون عجزهم عن تحقيق مثل هذا الربح و بالتالي يقومون ببيع مخزونهم من الأسهم الأمر الذي يؤدي إلى هبوط أسعارها.

إن العديد من الاقتصاديين الدارسين لسوق الأسهم درس العلاقة الزمنية بين تحركات أسعار الفائدة و أسعار الأسهم ، و توصل الباحثون إلى أن التغيرات في أسعار الفائدة تسبق التغيرات في أسعار الأسهم زمنياً.

#### ب- الآراء المعارضة لفرضية العلاقة العكسية بين تغيرات أسعار الفائدة و أسعار الأسهم.

إضافة إلى الآراء التي أوردناها في الفقرة السابقة و المؤدية لفرضية العلاقة العكسية بين التغيرات أسعار الفائدة و أسعار الأسهم ، و تحكم الأولى بالثانية و بوجود تباطؤ زمني معين، فقد شكك بعض الاقتصاديين بهذه الفرضية ، حيث يشير البعض إلى أن أسعار الفائدة لا تؤثر في أسعار الأسهم بل العكس من ذلك تقوم أسعار الأسهم الصناعية بالتحكم بمعدلات الفائدة ( أو معدلات الخصم ) على القروض التجارية و بفاصلة زمنية معينة، إضافة إلى ذلك أشار الاقتصادي Mindell إلى عدم وجود علاقة سببية أو علاقة ارتباط مباشرة بين أسعار الفائدة و أسعار الأسهم.

### الفرع الثالث: سعر الصرف

#### 1- مفهومه

هناك عدة تعريفات لسعر الصرف نذكر منها:

**التعريف 1:** "هو سعر تبادل العملات بين بعضها البعض." <sup>1</sup>

**التعريف 2:** "سعر الصرف هو عدد وحدات العملة الوطنية التي يستلزم دفعها لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية أو العكس." <sup>2</sup>

**التعريف 3:** "سعر الصرف هو ذلك المعدل الذي على أساسه تبادل عملة دولة ما ببقية عملات دول العالم".

<sup>1</sup> عبد السلام عوض الله، سعر الصرف وأثره على علاج إخلال ميزان المدفوعات، دار النهضة العربية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص112.

<sup>2</sup> عيسى محمد غزالي، سياسات أسعار الصرف، سلسلة دورية، المطبوعات الجامعية، الجزائر، العدد23، نوفمبر2003، ص15.

رغم تعدد التعاريف الخاصة بمفهوم سعر الصرف إلا أن هناك تعريف شامل متمثل في:  
سعر الصرف هو عملية مبادلة العملة الوطنية بالعملة الأجنبية والعكس.

## (2)-أهمية سعر الصرف.

تتمثل أهمية سعر الصرف في:<sup>1</sup>

- له دور أساسي في النشاطات الاقتصادية الخارجية التي يقوم بها أي بلد سواء كان ذلك النشاط تجاري أو استثماري.

- يحتل مركزا محوريا في السياسة النقدية حيث يمكن أن يستخدم كهدف، كأداة أو كمؤشر، واستخدام سعر الصرف النقد كهدف تجاه العملات الأخرى قد يكون عاملا لتخفيض التضخم وهذا ما يتلاءم مع الهدف النهائي للسياسة النقدية.

- يمثل سعر الصرف التكاليف والأسعار سواء داخل البلد أو خارجه إذ أنه يمكن أن يستخدم كمؤشر على تنافسية البلد وبالتالي على ميزان المدفوعات بالنهاية.

## (3)-وظائف سعر الصرف.

لسعر الصرف عدة وظائف، نوجزها فيما يلي:<sup>2</sup>

-**الوظيفة القياسية:** يستخدم سعر الصرف لغرض قياس ومقارنة الأسعار المحلية لسلعة معينة مع أسعار السوق العالمية، وهكذا يمثل سعر الصرف حلقة الوصل بين الأسعار المحلية والأسعار العالمية.

-**الوظيفة التطويرية:** يعمل سعر الصرف على تطوير صادرات معينة إلى مناطق معينة من خلال دوره في تشجيع تلك الصادرات، ومن جانب آخر يمكن أن يؤدي سعر الصرف إلى الاستغناء أو تعطيل فروع معينة واستبدالها بالواردات التي تكون أسعارها أقل من الأسعار المحلية، في حين يمكن الاعتماد على سعر صرف ملائم لتشجيع واردات معينة، وبالتالي يؤثر سعر الصرف على تركيب السلعي الجغرافي للتجارة الخارجية للدول.

<sup>1</sup> إبراهيم الكراسنة: سياسة سعر الصرف، دورة البرامج المالية والسياسات الاقتصادية الكلية عمان، الأردن، 2007، ص03.

<sup>2</sup> عرفان تقي الحسيني: التمويل الدولي، الطبعة 2، عمان، الأردن، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، 1999، ص149-150.

-الوظيفة التوزيعية: وفيها يقوم سعر الصرف بفعل ارتباطه بالتجارة الخارجية بإعادة توزيع الدخل الوطني العالمي والثروات الوطنية بين مختلف الدول.

#### 4-أثر سعر الصرف على مؤشرات السوق المالية

يعد سعر الصرف من المؤشرات الاقتصادية الهامة التي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي العام و من ثم على أداء السوق المالية ، و تشهد الأسواق المالية العالمية زيادة كبيرة في التدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في المحافظ المالية بها ، و تؤثر هذه التدفقات على أسعار الصرف العملات كم أنها تتأثر بالتقلبات في هذه العملات <sup>1</sup>.

انطلاقاً من أهمية الحركات و التقلبات في أسعار الصرف يجدر بنا توضيح الدور الذي تمارسه على الاستقرار الاقتصادي العام ، فالاستقرار النسبي في قيمة عملة في مواجهة عملة أخرى له تأثير مباشر على نشاط سوق الأوراق المالية ، فهو يمارس تأثيره على كل الصادرات و الواردات و الاستهلاك و الاستثمار من خلال تأثيره على الثروة الناشئة من تقلبات أسعار الأوراق المالية.

#### 5-قنوات انتقال أثر سعر الصرف إلى الأسواق المالية

ينقل أثر سعر الصرف إلى أسواق المال من خلال وظيفتين هما :

أ . من خلال الشركات والمؤسسات المدرجة في البورصة :

تتأثر مختلف الشركات بالتغيرات التي تطرأ على سعر الصرف العملة المحلية أو الأجنبية،فبالنسبة لشركة مصدرة فإن انخفاض قيمة العملة المحلية مقابل الأجنبية سوف يرفع من عوائدها بسبب ارتفاع مداخيلها بالعملة الأجنبية عند تحويلها للعملة المحلية ، بمعدل مرتفع وبالتالي تصبح العلاقة عكسية بين المتغيرين ، حيث أن انخفاض قيمة العملة المحلية يؤدي إلى تحسين قيمة الورقة المالية.

لكن إذا كانت الشركة تستورد المواد الأولية من نفس الدولة أو من الدول الأجنبية الأخرى ، و ارتفعت قيمة العملة الأجنبية فإن الربح المسجل من خلال المبيعات يمكن أن يلغى بالاستيراد، و عليه يجب معرفة الوضعية الصافية للعملة بالنسبة للشركة لتوضيح الأثر الحقيقي عليها إثر تغير سعر

<sup>1</sup> هالة حلمي السعيد : مرجع سبق ذكره ، ص16.

الصرف ، و بالتالي فمن الصعب التأكد من أن ارتفاع أي عملة أجنبية سيكون له أثر ايجابي على جميع الشركات ، حيث يرتبط هذا بالموقع الجغرافي للشركاء ( الزبائن والموردين )<sup>1</sup>.

ب. من خلال المستثمر الأجنبي :

على عكس المستثمرين المحليين ، فإن المستثمرين الأجانب يكونون أكثر عرضة لمخاطر تقلبات العملة المحلية ، و قد يؤثر التقلب في العملة المحلية بالإيجاب أو السلب على المستثمرين الأجانب ، و تكون العلاقة التي تعطي عائد المستثمر الأجنبي ( بالعملة الأجنبية ) كما يلي<sup>2</sup>:

$$1+R_G=( 1+R_X) ( 1+R_T) \dots \dots \dots (1)$$

أو :

$$R_G = R_X+ R_T \dots \dots \dots (2)$$

حيث :

$R_G$  : عائد السهم بالعملة الأجنبية .

$R_T$  : عائد السهم بالعملة المحلية .

$R_X$  : عائد سعر الصرف بالنسبة غير المباشرة ( $R_X = \frac{S_{t+1}-S_t}{S_t}$ ) الذي يمثل التغير في العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية .

$S_t$  : عدد الوحدات من العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية في الزمن t.

في هذه الحالة و على أساس التسمية غير المباشرة فإن المعدل ( $R_X = \frac{S_{t+1}-S_t}{S_t}$ ) يعطي العائد بالعملة المحلية ، فإذا ارتفعت قيمتها يصبح  $R_X$  موجبا ، و إذا انخفضت قيمتها يصبح  $R_X$  سالبا.

<sup>1</sup>Aymen KAROUI , L'étude de L'impact du taux de change sur les rendement boursier des titres : le cas de Taiwan et de la Coré du sud univertité Laval , faculté des sciences de L'administration , Département de finance et assurance, Hiver 2004, P 21.22

<sup>1</sup>Aymen KAROUI, OP, Cit, P 23.

## 6) تأثير التغيرات في أسعار الصرف على مؤشرات السوق المالية

درس البعض من الاقتصاديين العلاقة بين سعر الصرف و عوائد الأسهم ، و من بين هذه الدراسات النظرية لكل من سلونيك 1974 SLONIK ، سيركو 1980 SERCU ، و دوماس 1983 DUMAS ، حيث بين هؤلاء الاقتصاديين أن خطر العملة يمثل عاملا مهما في تفسير عوائد الأسهم ، و عبارة أخرى فإن التغيرات على مستوى سوق الصرف تؤثر على مداخيل المؤسسات ، إضافة إلى بعض الدراسات التطبيقية التي حاولت إثبات العلاقة بين تغيرات سعر الصرف و تغيرات أسعار الأسهم ، مثل دراسة دوماس و سلونيك 1975 و دراسة دوسانتوس وجيرارد 1998 الذين بينوا أن خطر العملة يمثل متغيرا مفسرا للتغيرات في عوائد الأسهم.

و بشكل عام يمكن افتراض و جود قناتين للتأثير<sup>1</sup>.

الأولى يؤثر انخفاض قيمة الدولار على سبيل المثال بشكل إيجابي في طلب المستثمرين الأجانب على الأسهم المتداولة في سوق نيويورك حيث تكون أسعار الأسهم أرخص من السابق، من جهة أخرى يؤدي انخفاض قيمة الدولار إلى دفع بعض الأفراد الذين يحتفظون بأرصدة نقدية بالدولار إلى التخلص منها ، و الاتجاه نحو الموجودات الأخرى في الاقتصاد منها الأسهم.

أما القناة الثانية ( السلعية ) فتشير إلى انخفاض قيمة الدولار على سبيل المثال من شأنه أن يزيد من القدرة التنافسية للشركات الأمريكية في الأسواق العالمية و بالتالي زيادة أرباحها الأمر الذي يؤثر إيجابا على أسعار الأسهم في البورصة ، إلا أنه يجب توخي الحذر في هذا الموضوع وذلك لأنه ليس كل انخفاض في قيمة العملة الوطنية سيكون له بالضرورة آثارا إيجابية على الاقتصاد المحلي ، فهذا الأمر يعتمد على درجة استجابة القطاعات الاقتصادية المختلفة للتغير الحاصل في قيمة العملة الوطنية إضافة إلى المكاسب و الخسائر التي يسببها هذا التخفيض لقطاعات الاقتصاد المختلفة لذلك أشار الاقتصادي ألتمان ALTMAN إلى أن رد فعل أسواق الأسهم تجاه التغيرات الحاصلة في أسعار الصرف مسألة غامضة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> فاخر عبد الستار حيدر : مرجع سبق ذكره ، ص ص 168-170.



## الفرع الرابع: العرض النقدي

سنحاول في هذا الجزء التطرق إلى العرض النقدي بمفهومه وخصائصه:

### 1. مفهومه

يرى **somulson** أن هناك تعريفين للعرض النقدي، أولهما التعريف الضيق ويشمل مجموعة النقود المعدنية والأوراق النقدية المتداولة خارج المصارف مضافا إليها الودائع تحت الطلب، وثانيهما التعريف الواسع الذي يتضمن بالإضافة إلى التعريف الضيق ودائع لأجل وودائع الادخار.<sup>1</sup>

### أ. عرض النقد (بالمعنى الضيق) $M1$ :<sup>2</sup>

ويقصد بعرض النقد أو كما يطلق عليه أحيانا (بالمعروض النقدي) كمية وسائل الدفع المتاحة في المجتمع ، ولما كانت هناك وسائل دفع غير النقود الحاضرة لذا فإنه يمكن لعرض النقد أن يتسع بحسب مكوناته التي تقل سيولتها عن سيولة النقود الحاضرة .

والمقصود بعرض النقد (بالمعنى الضيق) هو:

- العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي.

- نقود الودائع أو النقود المصرفية (الودائع الجارية).

لهذا فإن كمية وسائل الدفع (بالمعنى الضيق) تشمل على النقد المتداول خارج نطاق البنك المركزي

وبقية مؤسسات الجهاز المصرفي وتشمل أيضا الودائع الجارية التي تحتفظ بها المصارف التجارية.

وهذا يعني أن عرض النقد يساوي :

$$M1=C+DD$$

حيث أن:

$$M1 = \text{النقد بالمعنى الضيق}$$

$$C = \text{العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي}$$

$$DD = \text{الودائع الجارية}$$

ومما تقدم يتضح لنا أن هناك طرفين يحددان عرض النقد  $M1$  هما:

<sup>1</sup>فاطمة صالح خليل، أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة، مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد ماجستير الأسواق المالية، جامعة دمشق، سورية، 2014/2015، ص45.

<sup>2</sup>فس المرجع السابق، ص47.

- البنك المركزي من خلال قيامه بمهمة الإصدار النقدي.
- المصارف التجارية التي تقبل الاحتفاظ بالودائع الجارية.

**ب. عرض النقود (بالمعنى الواسع) M2:**

إذا أضفنا إلى عرض النقد (بالمعنى الضيق M1) الودائع الجارية وهي عبارة عن ودائع لأجل (زمنية) فسنحصل على عرض النقد بالمعنى الواسع (M2) أي أن عرض النقد بالمعنى الواسع M2 هو عبارة عن:

$$M2=DD+TD+C$$

حيث أن:

TD هي الودائع لأجل (الزمنية) وهي عبارة عن أشباه النقود.

إذ أن عرض النقد M2 = العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي + الودائع الجارية + الودائع لأجل (الزمنية).

**ج. عرض النقد (بالمعنى الأوسع) M3:**

عرض النقد بالمعنى الأوسع M3 يشمل على مكونات كل من M1 و M2 مضافا إليها بعض أنواع الودائع الزمنية (لأجل) التي تحتفظ بها المؤسسات المالية الوسيطة من غير المصارف التجارية، كما أنه لا بد من الإشارة إلى أن تحليل مكونات عرض النقد يمكن أن توضح مدى تقدم البلد اقتصاديا وبالتالي مدى تطور العادات المصرفية والوعي المصرفي لدى أفراد المجتمع .

**2. محددات عرض النقد**

يتأثر عرض النقد بالعوامل التالية:

أ. الإصدار النقدي: يتأثر عرض النقد بالكميات التي يصدرها المصرف المركزي، من أوراق البنكنوت أي النقد المعدني والورقي المصدر، والإصدار يتحدد استنادا للنتائج المحلي الإجمالي. فكلما زاد الناتج يزداد حجم الإصدار، نظرا لأن النقود أدوات دفع تساهم في تصريف السلع والخدمات فإذا ازداد الناتج ولم يرافقه زيادة في عرض النقد أدى ذلك لضغوط ركودية وإمكانية حدوث الركود، وبالمقابل إذا ازداد الإصدار عن زيادة الناتج فتحصل الضغوط التضخمية لذلك حددت النظريات الاقتصادية كميات الإصدار السنوية بما يعادل نصف معدل نمو الناتج، أي إذا ازداد الناتج بمعدل 6% يجب على السلطات النقدية زيادة النقد بما يعادل 2.5% وذلك لتحقيق التوازن بين الناتج والنقد.

ب. الطلب على الائتمان:

- يتحدد الطلب على الائتمان بحالة النشاط الاقتصادي، فإذا كان الاقتصاد في مرحلة مادون التشغيل الكامل فإن الأفراد والشركات يطلبون النقد بهدف زيادة حجم التوظيف وهذا التوجه تحدده السلطات النقدية.

- فإذا كان الاقتصاد فحالت ركود فإن السلطات النقدية تقوم بتخفيض سعر الفائدة وتخفيض نسبة الاحتياطي القانوني، بهدف زيادة قدرة المصارف التجارية على خلق الائتمان لكي تواجه طلبات الإقراض، وعندها سوف يزداد عرض النقد لكي يعوض النقص الحاصل، وعلى الآخر يزداد الإنتاج والتشغيل ويخرج الاقتصاد من حالة الركود.

- أما إذا كان الاقتصاد يعاني من التضخم فهذا يعني وجود وسائل دفع نقدية أكثر من حاجة الاقتصاد الوطني، وعلى السلطات النقدية تخفيض عرض النقد، لذلك تتخذ القرارات برفع سعر الفائدة ورفع نسبة الاحتياطي القانوني، عندها تنخفض قدرة المصارف على خلق الائتمان ويبدأ عرض النقد بالانخفاض فينخفض الطلب الكلي وتبدأ الأسعار بالتراجع وتكون الحكومة قد بدأت بمعالجة التضخم عن طريق الأدوات النقدية.<sup>1</sup>

ج. - مستوى الوعي المصرفي:

إن تطور وتقدم العادات المصرفية يدفع بالأفراد بالاحتفاظ بأموالهم في الجهاز المصرفي، وهذا ما يرفع من قدرة المصارف على خلق الائتمان ، أما انخفاض الوعي المصرفي يدفع الأفراد بالحفاظ بأموالهم في المنزل ، الأمر الذي يخفض قدرة المصارف على خلق الائتمان.

د. حالة الاقتصاد الوطني:

تختلف الحالة الاقتصادية من دولة إلى أخرى، فكلما ازداد مستوى التطور الاجتماعي والاقتصادي يزداد الإصدار النقدي ويزداد عرض النقود ، وذلك لمواجهة الطلبات المتزايدة على النقد وهذا يكون في الدول

<sup>1</sup>يوسفي حكيمة وبركاوي جمعة: دور المعروض النقدي في تحديد حجم القروض في الجزائر(1995-2016)، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماستر أكاديمي، اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة احمد دراية، أدرار، الجزائر، نوقشت ب9-5-2018، ص11.

المتقدمة، أما في الدول النامية فإن انخفاض درجة التطور الاقتصادي والاجتماعي فيها ، يؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود ومن ثم انخفاض العرض النقدي.

### 3. أثر العرض النقدي على مؤشرات السوق المالية

تعد السياسة النقدية واحدة من أكثر الأدوات فعالية تحت تصرف البنك المركزي ، و تعد أيضا من أكثر سياسات الاقتصاد الكلي أهمية من وجهة نظر العديد من الاقتصاديين ، و يستخدم البنك المركزي السياسة النقدية في الكثير من الأحيان لإحداث المستوى المطلوب من التغير في مستوى الأنشطة الحقيقية، ويعتقد بأن كثرة التغيرات في السياسة النقدية لها تأثير كبير على أسواق الأسهم ، و من المهم تحليل العلاقة بين السياسة النقدية و سوق السهم ، و بشكل خاص العلاقة بين العرض النقدي و أسعار الأسهم ، حيث يعد العرض النقدي واحدا من أهم مكونات السياسة النقدية التي يستخدمها البنك المركزي، ويمكن للتغيرات في العرض النقدي أن تكون متوقعة أو غير متوقعة من قبل الجمهور ، و من المعتقد أن يختلف تأثير التغيرات المتوقعة و غير المتوقعة للتغيرات في العرض النقدي و تحليل كيفية تأثيرها على أسعار سوق الأسهم .<sup>1</sup>

حيث يتم تحديد سعر السهم من خلال القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية ، و يتم حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية عن طريق خصم التدفقات النقدية المستقبلية بمعدل خصم ، و للعرض النقدي علاقة قوية بمعدل الخصم وبالنتيجة مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية .<sup>2</sup>

حدد Sellin<sup>1</sup>(2001) النظريات المختلفة حول كيفية تأثير العرض النقدي على أسعار سوق الأسهم ، و المقصود بالنظريات المختلفة ( المتنافسة ) هنا النظريات التي وضعت من قبل خبراء الاقتصاد الكنزي و أصحاب نظريات النشاط الحقيقي، حيث أوضح خبراء الاقتصاد الكينزي بأن هناك علاقة سلبية بين أسعار الأسهم و العرض النقدي في حين أن أصحاب نظريات النشاط الحقيقي يرون بأن العلاقة بين المتغيرين إيجابية.

أقر الاقتصاديون الكينزيين أن التغير في العرض النقدي سوف يؤثر على أسعار الأسهم ، فقط إذا كان التغير في العرض النقدي يؤدي إلى تغير التوقعات المستقبلية حول السياسة النقدية المستقبلية ،

<sup>1</sup> Maskay '07,Biniv, " Analyzing the Relationship between change in Money Supply and Stock Market Prices" (2007) , Honors Projects, P1

<sup>2</sup> Maskay '07,Biniv,ibid , P2.

ووفقا لهم فإن الصدمة الإيجابية للعرض النقدي (positive money supply shock) تؤدي بالجمهور إلى توقع التشديد في السياسة النقدية في المستقبل (إتباع سياسة نقدية انكماشية)، و بالتالي سيزداد الطلب على النقود تحسبا لنقص (تشديد) العرض النقدي في المستقبل وهذا بدوره سيرفع من معدل الفائدة الحالية ، و مع ارتفاع معدل الفائدة فإن معدل الخصم سيرتفع في حين أن القيمة الحالية للأرباح المستقبلية ستخفض وهذا سينعكس بشكل سلبي على أسعار الأسهم بالانخفاض أيضا ، و بالإضافة إلى ما سبق فالأنشطة الاقتصادية (الاستثمار) ستخفض أيضا نتيجة لارتفاع معدلات الفائدة الحالية الأمر الذي يؤدي إلى المزيد من الانخفاض في أسعار الأسهم.<sup>1</sup>

يرى اقتصاديي النشاط الحقيقي مع افتراض السياسة النقدية الاستيعابية<sup>1</sup> (accommodating monetary policy) بأن الزيادة في العرض النقدي يعني أنه سيزداد الطلب على النقود تحسبا لزيادة في النشاط الاقتصادي ، فالزيادة في النشاط الاقتصادي سترفع التوقعات بشأن تحقيق الأرباح و الذي بدوره سيؤثر على أسعار الأسهم بالارتفاع ، و بالتالي فإن اقتصاديي النشاط الحقيقي يقولون بوجود علاقة إيجابية بين العرض النقدي و أسعار الأسهم.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Sellin , Peter , " Monterey Policy and the Stock Market : Theory and Empirical Evidence " , Journal of Economique Survey 15.4 (2001) : 491-541.

<sup>2</sup> السياسة النقدية الاستيعابية (accommodating monetary policy) : تكون السياسة النقدية عندما يقوم البنك المركزي بمحاولة توسع في العرض النقدي الكلي عندما يكون الاقتصاد في حالة تباطؤ في النمو (مقاسا بالنواتج المحلي الإجمالي) و يتم ذلك من خلال التشجيع لزيادة الإنفاق من جانب المستهلكين و الشركات من خلال تخفيض من تكلفة إقراض الأموال عن طريق خفض أسعار الفائدة ، أو من خلال قيام البنك المركزي بشراء سندات في السوق المفتوحة لضخ النقد في الاقتصاد الذي يعاني من الضعف في النمو ، وتعرف هذه السياسة أيضا بالسياسة النقدية المتساهلة .

المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول الأسواق المالية والمتغيرات النقدية

المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية

1. دراسة رعد عماد الدين ، مفيد ذنون يونس، 2009، بعنوان: تأثير التضخم على أسواق

الأوراق المالية العربية، مقالة منشورة بمجلة تنمية الرافدين ، كلية الإدارة و الاقتصاد ، جامعة

الموصل ، العراق ، العدد 93 من المجلد 31.<sup>1</sup>

حاول الباحث من خلال دراسته الإجابة على الإشكالية التالية : إلى أي مدى يتأثر نشاط الأسواق المالية بمعدلات التضخم السائدة ؟

هدفت الدراسة إلى التعرف على تأثير الذي تحدته معدلات التضخم في مؤشرات أسواق الأوراق المالية من خلال تحليل البيانات المتعلقة بالتضخم وكذا نشاط السوق المالية المتمثلة في مجموعة من المؤشرات ( القيمة السوقية للأسهم بوصفها نسبة من الناتج الإجمالي و عدد الشركات المسجلة في السوق، معدل الدوران ، و مؤشر الأسعار ، و قيمة الأوراق المالية المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي و عدد الأوراق المالية المتداولة ) ، لعينة من الدول العربية تضمنت ( الأردن ، البحرين ، السعودية ، الكويت ، و المغرب ، تونس ، عمان ، لبنان، مصر).

قام الباحث إضافة إلى قياس أثر التضخم بقياس أثر سعر الصرف ومتوسط دخل الفرد وعجز الموازنة على أداء السوق المالي.

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها : أن للتضخم تأثيرا سلبا و معنويا إحصائيا في مؤشرات قيمة الأوراق المالية المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي و عدد الأوراق المالية المتداولة في حين لم يؤثر معنويا في مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية التي تمت دراستها و أن للسياسة المالية للحكومة ممثلة في عجز الموازنة تأثيرا معنويا إحصائيا في مؤشر درجة تطور سوق الأوراق المالية في الدول العربية ، و إلى حد ما في مؤشر عدد الأوراق المالية المصدرة والمتداولة في السوق ، في حين لم يظهر تأثيره معنويا في المؤشرات الأخرى ، إلا أنه لم يثبت لسعر الصرف تأثيرا يذكر على أي من مؤشرات السوق المالية.

2. دراسة عباس كاظم الدعيمي، 2010، بعنوان: السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، كتاب منشور ، دار صفاء ، عمان ، الأردن.

هدف الباحث من خلال دراسته إلى إبراز أثر المؤشرات النقدية و المالية متمثلة في ( عرض النقد ، معدلات التضخم ، سعر الفائدة ، سعر الصرف ، الإنفاق الحكومي ، الإيرادات العامة ، الدين المحلي العام ) ، على أداء السوق المالية مستخدما في ذلك مؤشرات السوق المالية المتمثلة في ( المؤشر العام لأسعار الأسهم ، مؤشر القيمة السوقية ، مؤشر حجم التداول ، مؤشر معدل دوران الأسهم ).  
و قد قام الباحث بتحليل الإحصائيات المتعلقة بالمؤشرات النقدية و المالية الخاصة بكل من الاقتصاد المصري و كذا اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية و كذا المؤشرات الخاصة بأداء سوق مصر للأوراق المالية ، و مؤشرات أداء بورصة نيويورك ثم قام بمقارنة النتائج المتوصل إليها.

و قد توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج أهمها : أن للسياستين النقدية و المالية تأثيرا واضحا على أداء السوق المالي غير أن تأثير السياسة النقدية كان أكبر ، فقد كان تأثيرها على جميع مؤشرات الأداء المستخدمة و خصوصا في جانب مؤشر حجم التداول و مؤشر معدل دوران السهم ، كما توصل الباحث إلى أن الرقم القياسي لأسعار المستهلك كان المتغير الأشد تأثيرا على أداء كل من السوقين ، تلاه بعد ذلك كل من سعر الصرف و معدل الفائدة.

3. دراسة عيسى أحمد محمود السويطي، 2011 بعنوان: أثر المتغيرات الرئيسية للاقتصاد على مؤشر بورصة عمان و مؤشر المصارف. ، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية و الإدارية ، جامعة العلوم المالية و المصرفية ، عمان ، الأردن<sup>1</sup>.

حاول الباحث من خلال دراسته الإجابة على مجموعة من الأسئلة والتي فحواها : هل المتغيرات الرئيسية للاقتصاد متمثلة في البطالة ( البطالة ، التضخم ، حجم الاستثمار ، الناتج المحلي الإجمالي ، عجز ميزان المدفوعات ) ، إثر على مؤشر بورصة عمان ومؤشر قطاع المصارف.

قسم الباحث دراسته إلى خمسة فصول كان الفصل الأول منها فصلا تمهيديا ، أما الفصل الثاني فقد كان بعنوان الإطار النظري للدراسة و تم التطرق في الفصل الثالث إلى الدراسات السابقة التي تطرقت إلى دراسة هذا الموضوع و خصص الفصل الرابع للتعرض للمنهجية المعتمدة في الدراسة ، أما الفصل الخامس فقد خصص للدراسة التطبيقية و التي فيها مناقشة نتائج التحليل الإحصائي و اختبار الفرضيات.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على مؤشر بورصة عمان وكذا معرفة أثر هذه المتغيرات على مؤشر قطاع المصارف إلى معرفة تأثير التغير في معدلات التضخم و البطالة و حجم الاستثمار و الناتج المحلي الإجمالي و العجز في ميزان المدفوعات على مؤشر بورصة عمان و مؤشر قطاع المصارف وعلى المستثمرين و حجم التداول و تحقيق السعر العادل في البورصة. توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج تؤكد إجمالاً على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين جميع مؤشرات الاقتصاد الكلي المختارة ( البطالة ، التضخم ، عجز ميزان المدفوعات و الناتج المحلي الإجمالي ) ومؤشر بورصة عمان و مؤشر المصارف في الأردن وهذا يعني تأثير أسعار الأسهم في البورصة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية.

4. دراسة نبيل مهدي الجنابي، فوزي حسين صاحب الطرفي، 2012، بعنوان: أثار السياسة النقدية على عوائد الأسهم ، سوق العراق للأوراق المالية أنموذجاً ، للفترة ( 2004-2010 ) ، مقالة منشورة بمجلة القادسية للعلوم الإدارية و الاقتصادية ، جامعة القادسية العراق ، مجلد 14 ، العدد 03.<sup>1</sup>

انطلقت الدراسة من إشكالية رئيسية تتمحور حول تفسير أثار وصددمات السياسة النقدية على عوائد الأسهم ؟ ، و كذا إثبات أو دحض وجود علاقة بين متغيرات السياسة النقدية و بيانات الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية ؟ ، و ما هي أفضل قناة للربط بين السياسة النقدية و سوق الأسهم ؟.

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة السببية بين متغيرات السياسة النقدية و سوق الأسهم و توضيح أثر السياسة النقدية على أسعار و عوائد سوق العراق للأوراق المالية.

توصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية اتسمت بالتقلب و عدم الاستقرار و لكن باتجاه تصاعدي إذ حققت خلال فترة الدراسة ارتفاعاً مقبولاً في المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية و ارتفع عدد الشركات المدرجة كما لوحظ ارتفاع القيمة السوقية و حجم التداول خلال نفس الفترة.

كما بينت الدراسة أن لسياسة النقدية أثار مباشرة و غير مباشرة على عوائد الأسهم فيمكن أن تؤثر بشكل مباشر على عوائد الأسهم من خلال تغير سعر الخصم المستخدم من قبل المشاركين في السوق أو بشكل غير مباشر من خلال تأثيرها على نشاط الاستثمار بالأوراق المالية ( الأسهم و السندات ) ، عن طريق قناتين ( سعر الفائدة و الاحتياطات النقدية ) ، و أوضحت نتائج الدراسة أن هناك علاقة سببية



باتجاه واحد فقط تتجه من ( سعر الصرف ، سعر الفائدة ) إلى عوائد أسهم السوق ، كما بنت وجود علاقة إيجابية بين سعر الصرف و عوائد الأسهم.

5. دراسة شيرين ديب، 2012، رسالة ماجستير بعنوان " دراسة حول تأثير المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم " جامعة دمشق،.

هدفت الدراسة للتعرف على أهم العوامل الاقتصادية المؤثرة على القيم السوقية للأسهم، وبيان أي العوامل أكثر تأثيراً من غيرها على هذه القيم السوقية، واستخدامها للتنبؤ بتلك القيم ، وذلك من خلال دراسة جميع الأسهم المدرجة في سوق الأسهم السعودية والتي يبلغ عدد 148 شركة .، للفترة ما بين 2002 إلى 2010.

وقد تبين من خلاصة هذه الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانكماش، والناجح المحلي الإجمالي، وأسعار الصرف، وأسعار الفائدة، وأسعار النفط، وبين القيم السوقية للأسهم.

6. دراسة غالية سوار، 2014، رسالة ماجستير بعنوان " دور السياسة النقدية في التأثير على

أداء سوق الأوراق المالية " دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي جامعة دمشق، سوريا .  
عمدت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على أثر السياسة النقدية كأحد السياسات الاقتصادية الكلية، ودورها في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية ، وذلك بالتطبيق على سوق عمان المالي للأوراق المالية كونها سوقاً مالية ناشئة ، ولغرض اختبار هذه العلاقة فقد تم أخذ البيانات التاريخية لبعض متغيرات السياسة النقدية الأكثر شيوعاً في التأثير على أداء السوق المالية ضمن سلسلة زمنية امتدت 14 سنة خلال الفترة (1998-2011). تمثلت هذه المتغيرات بالعرض النقدي بمفهومه الضيق والواسع وسعر الفائدة على الودائع الثابتة وسعر الصرف إضافة إلى معدل التضخم ، بينما تم عكس أداء السوق المالية من خلال مؤشرات تمثلت بالرقم القياسي العام لأسعار الأسهم والقيمة السوقية وحجم التداول ومعدل دوران السهم للفترة ذاتها. وقد تبين من خلاصة الدراسة وجود خلل في آلية انتقال آثار السياسة النقدية عبر قناة سعر الفائدة إلى السوق المالية ووجود تأثير متباين لبعض متغيرات السياسة النقدية المعتمدة في مؤشرات الأداء المختارة، بالإضافة إلى ضرورة تفعيل دور السياسة النقدية ومعالجة التشوهات في آلية انتقال آثارها إلى السوق المالية .

7. دراسة فاطمة خليل، 2015، بعنوان: أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق

الناشئة رسالة الماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد جامعة دمشق، سوريا.

هدفت الدراسة إلى إيضاح أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة ( تركيا ، مصر ، سوريا ) ، وبيان أي المتغيرات أكثر تأثيراً من غيرها في عوائد الأسهم ، و قد توصلت الدراسة للنتائج التالية : توجد علاقة عكسية على المدى المتوسط الأجل بين سعر الصرف وعوائد الأسهم في الأسواق الناشئة، ووجود علاقة طردية على المدى طويل الأجل بين عوائد الأسهم ومعدل التضخم في بورصة اسطنبول في حين لم تكن هناك علاقة بين هذين المتغيرين في كل من سوق دمشق للأوراق المالية و البورصة المصرية، و أشارت النتائج إلى عدم وجود علاقة بين العرض النقدي و عوائد الأسهم في بورصة اسطنبول، في حين أكدت النتائج وجود علاقة طردية بين المتغيرين في البورصة المصرية على المدى الطويل و المتوسط، ووجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة قصير الأجل و عوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة.

#### المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية

(1) دراسة Önder Büberkökü ، 1997، بعنوان:

#### "THE RELATIONSHIP BETWEEN STOCK PRICES AND EXCHANGE RATES: EVIDENCE FROM, Önder Büberkökü " DEVELOPED AND DEVELOPING COUNTRIES , Turkey.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم في كل من الدول المتقدمة والنامية لكل من اليابان وإنجلترا وسويسرا وأستراليا وسنغافورة وكوريا الجنوبية وتركيا، وذلك من خلال استخدام اختبار التكامل المشترك واختبار السببية (غرانجر)، أشارت النتائج إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من أسعار الأسهم إلى أسعار الصرف في كل من كندا وسويسرا، وإلى عدم وجود علاقة سببية في كل من اليابان وألمانيا وإنجلترا وأستراليا، أما بالنسبة لتركيا فكانت العلاقة أحادية الاتجاه من أسعار الأسهم إلى أسعار الصرف ، كما أشارت الدراسة إلى عدم وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرين على المدى الطويل في جميع الدول التي شملتها الدراسة باستثناء سنغافورة.

(2) دراسة EMRAH OZBAY بعنوان "The Relationship between Stock Returns and Macroeconomic Factors: Evidence for Turkey" كلية التحليل المالي و

إدارة الموارد المالية-جامعة اكسترا/ تركيا عام 2009.

سعت هذه الدراسة إلى معالجة العلاقة السببية بين أسعار الأسهم وعوامل الاقتصاد الكلي مثل أسعار الفائدة والتضخم وأسعار الصرف والعرض النقدي والاقتصاد الحقيقي، باستخدام البيانات الشهرية التي تغطي من الفترة 1998:1 إلى 2008:12 لتركيا، ولغرض التعرف على نوع هذه العلاقة تم استخدام نموذج السببية غرانجر (Granger causality model) ، أشارت نتائج الدراسة بأن السببية ثنائية الاتجاه أولاً :اتجاه السببية من سعر الفائدة والتضخم والنتاج المحلي الإجمالي إلى عوائد الأسهم، ثانياً: اتجاه السببية من عوائد الأسهم باتجاه العرض النقدي وسعر الصرف وسعر الفائدة والتضخم والمعاملات الخارجية ( Foreign transactions )، أما بالنسبة لمؤشر الإنتاج الصناعي لا يسبب التغيرات الحاصلة في حركة سعر السهم.

واستنتجت الدراسة من تحليل النتائج أن أسعار الفائدة (CPI, PPI) هي المحددات السلبية لأسعار الأسهم، في حين أن المعاملات الخارجية تعد من المحددات الإيجابية لأسعار الأسهم في تركيا، وأخيراً فإن الأدلة المتعلقة بالتنبؤ بعوامل الاقتصاد الكلي من خلال استخدام عوائد الأسهم تعد أقوى نوعاً ما من الأدلة التي تربط التنبؤ بعوائد الأسهم من خلال استخدام متغيرات الاقتصاد الكلي.

(3) دراسة Paul Alagidede, Theodore Panagiotodis, and Xu Zhang بعنوان "Causal Relationship between Stock Prices and Exchange rates" كلية

إدارة الأعمال-جامعة ستيرلنغ/ لندن عام 2010.

سعت هذه الدراسة إلى التحقيق في طبيعة العلاقة بين سوق الأسهم وسوق الصرف الأجنبي، وذلك في كل من أستراليا، كندا، اليابان، سويسرا وبريطانيا منذ عام 1992 وحتى عام 2005 حيث تم تطوير صيغة للعلاقة التي تربط بين المتغيرين (سعر الصرف وأسعار الأسهم)، غير أنها لم توضح وجود علاقة تربط فيما بينهما على المدى الطويل.

كما بينت الدراسة وجود عدد من الانحرافات لدى اعتماد اختبار (Grange) ، فقد بين الاختبار أنه ثمة علاقة غير مباشرة بين معدلات سعر الصرف وأسعار الأسهم في كل من كندا و سويسرا

وبريطانيا، في حين كانت العلاقة ضعيفة نوعا في سويسرا فقط ، كما تم اعتماد (Hiemstra Jones) لاختبار إمكانية وجود علاقة غير خطية عرضية (غير مباشرة)، هذا ودلت النتائج على وجود مثل هذه العلاقة في اليابان بينما كانت العلاقة ضعيفة وعكسية فيما بين المتغيرين في سويسرا.

4) دراسة Chikaodi Emmanuel بعنوان « The Impact of Monetary Policy on Stock Returns in Developing Markets :A comparative investigation of Nigerian and Ghanaian stock market » جامعة لامبرت/ الولايات المتحدة الأمريكية عام 2011.

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح مدى تأثير التغيرات في السياسة النقدية على عوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في كل من نيجيريا وغانا، ويستند هذا البحث على دراسة مقارنة لأسواق الأسهم في كل من نيجيريا وغانا لتوضح أهداف السياسة النقدية وكيفية تأثير سعر الفائدة والعرض النقدي (m2) على عوائد الأسهم في هذين السوقين، وذلك باستخدام معادلة الانحدار البسيط بالاعتماد على بيانات سنوية تمتد لعشرين سنة (1990-2009).

و أوضحت نتائج الدراسة أن للسياسة النقدية أثير أقوى على عوائد الأسهم في اقتصاد نيجيريا مقارنة بالسوق الغاني ، و بالتالي فإن سوق الأوراق المالية في نيجيريا أكثر حساسية لتغيرات السياسة النقدية، ويمكن للمستثمرين في هذه السوق مراقبة تغيرات السياسة النقدية لتوقع التغيرات في سوق الأوراق المالية.

### المطلب الثالث: مقارنة الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة

حاولنا تلخيص أوجه المقارنة بين الدراسة الحالية و الدراسات السابقة سواء العربية أو الأجنبية حيث سنوضح نقاط التشابه و نقاط الاختلاف على شكل جدول :

الدراسات السابقة	الدراسات الحالية	المكان
بورصات العربية و الأجنبية (سوريا ، مصر ،تركيا ، نيويورك ،السعودية ، عمان ، اليابان،	دول مجلس التعاون الخليجي في السوق المالي.	

	إنجلترا ،سويسرا وأستراليا ،سنغافورة ،كوريا الجنوبية ،تركيا ، كندا،بريطانيا، نيجيريا وغانا).	
الزمن	جميعها تتراوح ما بين تسعة سنوات إلى 26 سنة.	فترة الدراسة من 2007 إلى 2017 أي خلال 11 سنة
العينة	من 03-01 دول عربية و من 07-01 دول أجنبية.	06 دول لمجلس التعاون الخليجي المدرجة في السوق المالي)
المتغيرات المستقلة	هناك مشترك في متغير واحد مع الدراسة الحالية و هناك من تتشارك بعدد أكبر من المتغيرات.	المتغيرات النقدية : التضخم ، سعر الفائدة ، سعر الصرف ، الكتلة النقدية .
الأدوات الإحصائية	اعتمدت على تحليل الانحدار البسيط لاختبار الفرضيات	التحليل باستعمال معامل الارتباط لمعرفة درجة الارتباط بين المتغيرات المستقلة إضافة إلى استخدام تحليل نماذج بانل من أجل دراسة أثر كل متغير من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع باستخدام برنامج Eviews9

#### نقاط التشابه :

كلا الدراستين استخدمتا المتغير التابع مؤشر السوق المالي .

كلا الدراستين استخدمتا البرنامج الإحصائي Eviews .

### خلاصة الفصل

حاولنا في هذا الفصل التطرق إلى أهم الجوانب الجزئية النظرية للأسواق المالية و المتغيرات النقدية التي تعتبر كلوحة قيادة أمام الإدارة المالية ، بالإضافة إلى مؤشرات الأسواق المالية هذا بالنسبة للمبحث الأول أما فيما يخص المبحث الثاني فقد تم التطرق إلى الدراسات السابقة بالعربية و بالأجنبية التي تناولت علاقة تأثير المتغيرات النقدية على مؤشر الأسعار ، مع عرض الأهداف و النتائج التي خلصت إليها كل دراسة و في الأخير عرض مقارنة بين الدراسة الحالية و الدراسات السابقة من حيث أوجه التشابه و الاختلاف.

الفصل الثاني:

الدراسة القياسية للعلاقة أثر

المتغيرات النقدية على مؤشر

أسعار الأسهم

**تمهيد :**

بعدها تم تناول في الفصل الأول الجانب النظري و المتعلق بالمفاهيم الأساسية للأسواق المالية والمتغيرات النقدية، وتعرضنا لبعض الدراسات المتعلقة بكل من متغيرات الدراسة " المستقلة المتغيرات النقدية، و المتغير التابع و هو سعر السهم" و العلاقة بينهما، سنتناول في هذا الفصل الدراسة التطبيقية لموضوعنا من خلال الاعتماد على جدول القوائم المالية كأداة لتفسير أسعار الأسهم للدول المدرجة في بورصة مجلس التعاون الخليجي خلال فترة (2007-2017)، و قد تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين تم التطرق في المبحث الأول إلى الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة ، أما المبحث الثاني إلى النتائج و مناقشتها.

**المبحث الأول : الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة:**

سنقوم في هذه المرحلة بإجراء دراسة تطبيقية للمتغيرات النقدية المؤثرة في مؤشر الأسعار للدول المدرجة في سوق المالي لمجلس التعاون الخليجي من خلال دراسة إحصائية قياسية لهذه المتغيرات ثم استخراج النتائج المتوصل إليها.

**المطلب الأول: مجتمع و عينة الدراسة**

يتم مجتمع الدراسة دول مجلس التعاون الخليجي المدرجة في سوق الأوراق المالية لفترة الممتدة من 2007 إلى 2017.

**• نشأة مجلس التعاون الخليج العربي :**

يعود تاريخ تأسيس المجلس إلى الخامس و العشرين من شهر مايو عام 1981، و جاء ذلك على هامش الاجتماع المنعقد في مدينة الرياض السعودية لتنفيذ لفكرة اقترحها كل من الشيخين جابر الأحمد الصباح و الشيخ زايد بن سلطان ال نهيان . و بدأت فكرة تأسيس مجلس التعاون الخليجي بعد أن جمعت زيارة دولية بين الشيخين لعقد مباحثات تتعلق بإنشاء مجلس التعاون الخليجي ، و يعتبر الهدف من هذه الفكرة هو الإحساس الوطني بضرورة سد النقص الذي تركته بريطانيا بعد انتهاء استعمارها من الخليج العربي.

حيث جمع بين أعضاء الدول منها: البحرين، السعودية، الإمارات العربية المتحدة، سلطنة عمان، قطر و الكويت، و في الأول من شهر ابريل من عام 2011م عين عبد اللطيف بن راشد الزياني أمينا عاما لمجلس التعاون الخليجي، وفي العاشر من مايو من ذلك العام تم الإعلان رسميا عن الموافقة



على انضمام المملكة الأردنية الهاشمية إلى المجلس ، و وجهت دعوة للمغرب للانضمام إلى المجلس، إلا أن الأخيرة قد قدمت اعتذارا نظرا لكونها عضوا في اتحاد المغرب العربي كموقع استراتيجي لها.

أما العينة الدراسة فتم اختبارها على ستة دول من مجلس التعاون الخليجي و التي ذكرنها سابقا، حيث تم الاعتماد على التقارير الإحصائية السنوية من أجل اختبار الفرضيات الدراسة سيتم استخراج القيم الكتلة النقدية معدل التضخم، سعر الفائدة ، سعر الصرف، و مؤشر الأسعار لبيانات سنوية خلال فترة الدراسة ، ثم اختيار العينة على اعتبار أنها تكون مدرجة خلال فترة الدراسة .

### المطلب الثاني:متغيرات الدراسة :

نستخدم في هذه الدراسة خمسة متغيرات منها متغير تابع واحد وهو مؤشر أسعار الأسهم (PRIX\_\_ACTION) و أربعة متغيرات مستقلة ممثلة فيما يلي:

(1) **الكتلة النقدية:** تم الاعتماد على التعريف الواسع للنقود في هذه الدراسة و نرسم لهذا المتغير بالرمز (M2) .

(2) **معدل التضخم:** تم استخدامه في العديد من الدراسات و البحوث التطبيقية و سيرمز لهذا المتغير ب(INFL) .

(3) **سعر الفائدة قصير الأجل:** اعتمدت الدراسة في هذا الجانب سعر الفائدة قصير الأجل على الودائع ، على اعتبار أن هذه الأخيرة تتصف بسعر فائدة مرن في الأوراق المالية و رمزنا لهذا المتغير ب (T\_INTERE) .

(4) **سعر الصرف:** تم الاعتماد على سعر صرف العملة المحلية لكل دولة ، و قد رمزنا لهذا المتغير بالرمز(T\_CHANG) .

(5) **المتغير التابع:** مؤشر الأسعار في مجلس التعاون الخليجي و رمزنا لهذا المتغير بالرمز(PRIX\_\_ACTION) .

أما ما تعلق بصياغة نموذج رياضي لاختبار متغيرات مؤشر أسعار للدول المدرجة في بورصة مجلس التعاون الخليجي تم تصميم النموذج ليتكون من مجموعة من المتغيرات النقدية و التي نعتقد أن لها تأثير على مؤشر الأسعار، إلا أنه توجد عوامل أخرى يفترض أن لها تأثير في اختيار توليفة مؤشر الأسعار، ليكون بذلك النموذج وفق الصيغة الآتية :

$$\text{PRIX\_ACTION} = b_0 + b_1 \text{M2} + b_2 \text{INFL} + b_3 \text{T\_CHANG} + b_4 \text{T\_INTERE} + E_i$$

### المطلب الثالث : الدراسة القياسية

سنقوم في هذا الجزء بتحديد النموذج الأمثل الذي يمثل العلاقة الموجودة بين مؤشر الأسعار و متغيراته و هذا بالاعتماد على برنامج Eviews9 و نماذج بانل التي تتناسب مع معطيات هذه الدراسة، و قد تم جمع المعطيات المالية من خلال التقارير المالية لسنة دول من موقع بورصة مجلس التعاون الخليجي للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2017، و من أجل تحديد متغيرات ذات الدلالة الإحصائية اعتمدنا على اختبار ستودينت و القدرة التفسيرية للنموذج من خلال اختبار فيشر و معامل التحديد المصحح.

**3-1 تحليل الارتباط :** تبين إشارة معامل الارتباط طبيعة العلاقة الموجودة بين المتغيرين سواء كانت عكسية أو طردية ، في حين أن قيمة معامل الارتباط  $r$  يقيس قوة العلاقة الموجودة بين مؤشر الأسعار و أحد متغيراته و ذلك من خلال القيمة الاحتمالية (prop) عند مستوى 0.05.

Correlation Probability	PRIX_ACTION	M2	INFL	T_INTERE	T_CHANG
PRIX_ACTION	1.0000	-----	-----	-----	-----
M2	-0.0477 (0.7034)	1.0000	-----	-----	-----
INFL	0.2444 (0.0479)	-0.1752 (0.1593)	1.0000	-----	-----
T_INTERE	0.3911 (0.0012)	-0.0561 (0.6541)	0.4666 (0.0001)	1.0000	-----
T_CHANG	0.2670 (0.0302)	0.7524 (0.0000)	0.0735 (0.5573)	0.1839 (0.1394)	1.0000

**المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج Eviews9**

نلاحظ من خلال النتائج الواردة في الجدول رقم (2-1) أن هناك علاقة طردية بين مؤشر الأسعار و كل من التضخم و سعر الفائدة و سعر الصرف و هي ذات دلالة إحصائية بقيم احتمالية على التوالي ( 0.0479 ، 0.0012 ، 0.0302 ) و هي أقل من مستوى الدلالة 0.05 حيث أن الزيادة في هذه المتغيرات يكون له أثر إيجابي في مؤشر الأسعار.

نلاحظ كذلك وجود علاقة عكسية و غير معنوية بين كل من مؤشر الأسعار و الكتلة النقدية بقيمة احتمالية (-0.7034) وهي أكبر من مستوى الدلالة 0.05.

يتضح كذلك من خلال النتائج الواردة في نفس الجدول أن هناك علاقة طردية و معنوية بين كل من الكتلة النقدية و سعر الصرف بقيمة احتمالية (0.0000) ، كذلك وجود علاقة طردية و معنوية كل من التضخم و سعر الفائدة بقيمة احتمالية (0.0001) وهي أقل من مستوى الدلالة 0.05 ، و كذلك وجود علاقة طردية و غير معنوية كل من التضخم و سعر الصرف ، و كل من سعر الفائدة و سعر الصرف بقيم احتمالية على التوالي ( 0.5573 ، 0.1394) وهي أكبر من مستوى الدلالة 0.05.

**2-3 اختبار مضاف لاغرونج (LM) :**

يعتبر هذا الاختبار الأول في نموذج البيانات المقطعية و الذي يعتمد على اختبار ما بين نموذج الانحدار التجميعي أو نموذج التأثيرات الثابتة و العشوائية و ذلك اعتمادا على القيمة الاحتمالية المرافقة ل (LM) ، فإذا كانت قيمة الاحتمالية ل (LM) أقل من 0.05 فإننا نرفض الفرضية  $H_0$  و التي تنص أن نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم و نقبل الفرضية  $H_1$  نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو الملائم للعلاقة.

$H_0$ : نموذج الإنحدار التجميعي هو الملائم؛

$H_1$ : نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو الملائم.

الجدول رقم (2-2): نتائج اختبار مضاعف لاغرونج LM

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	الاحتمال ( Prob )
Breusch-Pagan	88.49723	0.0000

**المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج Eviews9**

من خلال النتائج الواردة في الجدول رقم (2-2) نجد أن القيمة الاحتمالية Prob=0.0000 هي أقل من 0.05 و منه نقبل الفرضية  $H_1$  و نرفض الفرضية  $H_0$  أي أننا نرفض نموذج الانحدار التجميعي ونقبل نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية.

### 3-3 اختبار هوسمان (Hausman) :

يستخدم هذا الاختبار للفصل في الاختيار بين المتغيرات الثابتة و العشوائية بناء على الارتباط الموجود بين المتغيرات الفردية المستقلة بعد التأكد في الاختبار السابق بأنه ليس نموذج الانحدار التجميعي و يعتمد هذا الاختبار على فرضيتين هما :

$H_0$  : نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم لتمثيل العلاقة.

$H_1$  : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم لتمثيل العلاقة.

فإذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار Prob أكبر من 0.05 نقبل الفرضية  $H_0$  ، و نرفض الفرضية  $H_1$ .

الجدول رقم (2-3) : نتائج اختبار Hausman

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	الاحتمال ( Prob )
Hausman	143.255059	0.0000

المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج Eviews9

تشير النتائج الواردة في الجدول أعلاه، أن قيمة الاحتمالية المرافقة لهذا الاختبار بلغت 0.0000 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05 ما يعني قبول الفرضية البديلة  $H_1$  و رفض الفرضية  $H_0$  أي أن النموذج الأفضل هو نموذج التأثيرات الثابتة في تقدير بيانات الدراسة. وعليه يكون شكل النموذج كمايلي:

Dependent Variable: PRIX\_ACTION

Method: Panel Least Squares

Periods included: 11

Cross-sections included: 6

Total panel (balanced) observations: 66

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	63451.87	38153.51	1.663067	0.1019
M2	2.78E-09	1.51E-09	1.835748	0.0717
INFL	-9.394590	72.23881	-0.130049	0.8970
T_CHANG	-29617.59	18814.57	-1.574184	0.1211
T_INTERE	525.4743	215.5958	2.437312	0.0180

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.796435	Mean dependent var	5807.334
Adjusted R-squared	0.763719	S.D. dependent var	3084.313
S.E. of regression	1499.245	Akaike info criterion	17.60204
Sum squared resid	1.26E+08	Schwarz criterion	17.93380
Log likelihood	-570.8672	Hannan-Quinn criter.	17.73313
F-statistic	24.34406	Durbin-Watson stat	1.799495
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر : مخرجات برنامج Eviews9

## المبحث الثاني : النتائج و مناقشتها :

### المطلب الأول :تشخيص القوة الإحصائية للنموذج :

بعد أن تم التأكد في الاختبارات السابقة بأن النموذج الأفضل في هذه الدراسة هو نموذج التأثيرات الثابتة سيتم في هذا الجزء الحكم على مدى قبول النموذج من الناحية الإحصائية وذلك من خلال الحكم على الدلالة الإحصائية للمعالم المقدرة وجودة التوفيق و للنموذج ككل.

#### (1) اختبار جودة التوفيق : يعتمد هذا الاختبار بصفة أساسية على معامل التحديد المصحح لمعرفة

نسبة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع ، وحسب النموذج المختار أعلاه و هو نموذج التأثيرات الثابتة و حسب النتائج الواردة في الجدول أعلاه (2-4) نجد أن معامل التحديد بلغت قيمته  $R^2=0.7964$  و معامل التحديد المصحح  $Adjusted\ R-squared= 0.7637$  أي أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 76.37% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع و هي نسبة جيدة و مقبولة.

#### (2) اختبار المغنوية الإحصائية للمعالم : يركز هذا الاختبار على توزيع ستودنت للوقوف على

القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة لسلوك المتغير التابع وهذا من خلال المقارنة بين إحصائية t المحسوبة و الجدولة و كذلك الاعتماد على القيمة الاحتمالية لإحصائية t و مقارنتها بمستوى المعنوية 0.05 وفقا للفرضيتين التاليتين :

$$b_i = 0 / i=1, \dots, 4 : H_0$$

$$b_i \neq 0 / i=1, \dots, 4 : H_1$$

انطلاقا من النتائج الواردة في الجدول رقم (2-4) نجد أن معلمة الحد الثابت  $b_0$  قيمتها الاحتمالية (0.1019) وهي أكبر من 0.05 مما يعني قبول الفرضية الصفرية  $H_0$  و رفض الفرضية البديلة  $H_1$  مما يعني عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الحد الثابت و المتغير التابع.

بالنسبة للمتغير المستقل سعر الفائدة قد بلغت قيمتها الاحتمالية (0.0180) و هي أقل من 0.05 مما يعني قبول الفرضية البديلة  $H_1$  مما يعني وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل السابق و المتغير التابع (مؤشر الأسعار).

نلاحظ كذلك من خلال نفس الجدول أن كل من الكتلة النقدية ، التضخم و سعر الصرف أن قيمها الاحتمالية تساوي 0.0717، 0.8970، 0.1211 على التوالي و هي أكبر من مستوى المعنوية 0.05

مما يعني قبول الفرضية الصفرية و بناءا عليه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من الكتلة النقدية ، التضخم ، سعر الصرف و مؤشر الأسعار .

#### 1- اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

يعتمد هذا الاختبار على إحصائية فيشر من خلال مقارنة القيمة الاحتمالية المرفقة بإحصائية فيشر مع مستوى المعنوية 0.05 ، فمن خلال النتائج الواردة في الجدول رقم (2-4) نجد أن قيمة الاحتمالية المرفقة بإحصائية فيشر قدرت بـ  $Prob(F\text{-statistic}) = 0.000$  وهي أقل تماما من مستوى المعنوية 0.05 و بالتالي نرفض  $H_0$  و نقبل  $H_1$  ما يدل على وجود معلمة على الأقل تختلف معنويا عن الصفر أي هناك دلالة إحصائية و معنوية كلية للنموذج .  
و من خلال ما سبق يمكن كتابة معادلة النموذج كما يلي :

$$\text{PRIX\_ACTION} = 63451.87 + 2.78E-09 M2 - 9.394590 \text{INFL} - 29617.59 \\ T\_CHANG + 525.4743 T\_INTERE + E_i$$

#### المطلب الثاني : تفسير النتائج :

بينت نتائج الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل الكتلة النقدية ومؤشر الأسعار عند مستوى معنوية 5% ، و هذه النتيجة جاءت موافقة لما جاء في دراسة فاطمة خليل (2015) و مخالفة للدراسة كل من: عباس كاظم الدعيمي (2010)، دراسة غالية سوار (2014)، دراسة EMRAH OZBAY (2009) ، Chikaodi Emmanue (2011) ، و يعود السبب حسب إعتقادنا لعدم وجود علاقة بين الكتلة النقدية ومؤشر الأسعار إلى عدم توجيه المستثمر الخليجي لفائض النقد المتواجد لديه إلى الإنفاق الإستثماري الذي يؤدي بالضرورة إلى زيادة الطلب على الأسهم في البورصة وإنما يقوم بتوجيهه بدرجة كبيرة نحو الإنفاق الإستهلاكي.

كما كشفت الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل معدل التضخم ومؤشر الأسعار عند مستوى معنوية 5% ، وهذه النتيجة جاءت مخالفة للدراسات : عيسى أحمد محمود السويطي (2011)، دراسة غالية سوار (2014) ، دراسة فاطمة خليل (2015) دراسة EMRAH OZBAY (2009) التي توصلت إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية، ويفسر ذلك بعدم تأثير مستوى العام للأسعار على القدرة الشرائية للمشتثمرين الخليجين فهم لا يعتبرون الأسهم ملاذا امنا للهروب من الأثار التضخمية.

وأظهرت نتائج الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل سعر الصرف ومؤشر الأسعار عند مستوى معنوية 5% ، و هذه النتيجة جاءت موافقة لما جاء في لدراسة فاطمة خليل(2015)، دراسة Önder Büberkökü(1997) في كل من اليابان وألمانيا وإنجلترا وأستراليا ، دراسة Paul Alagride, Theodore Panagiotodis, and Xu Zhang(2010)، ومخالفة دراسة عباس كاظم الدعيمي(2010)، دراسة نبيل مهدي الجنابي و فوزي حسين صاحب الطرفي (2012)، دراسة شيرين ديب (2012)، دراسة غالية سوار(2014)، دراسة Önder Büberkökü (1997) في كل من كندا وسويسرا، دراسة EMRAH OZBAY(2009) ويعود تفسير عدم وجود علاقة بين سعر الصرف ومؤشر البورصات الخليجية حسب إعتقادنا إلى عدم وجود أسهم وسندات أجنبية في الأسواق الخليجية وحتى وإن كانت ستكون بنسبة قليلة لا يمكن لها أن تؤثر على السوق على عكس الأوراق المالية المحلية من جهة، ومن جهة اخرى عدم سماح قوانين المتعلقة بالتداول في البورصة للمستثمرين الأجانب بالتداول في البورصات الخليجية أو تملك حصة ضئيلة جدا وبالتالي عدم وجود طلب على العملات بسبب الطلب القليل على الأسهم.

وكشفت كذلك نتائج الدراسة وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل سعر الفائدة و مؤشر الأسعار عند مستوى معنوية 5%، و هذه النتيجة جاءت موافقة لما جاء في كثير من الدراسات و من بينها: دراسة عباس كاظم الدعيمي (2010) ، دراسة نبيل مهدي الجنابي و فوزي حسين صاحب الطرفي(2012) ، دراسة شيرين ديب (2012) ، دراسة غالية سوار (2014) ، دراسة EMRAH OZBAY (2009)، دراسة Chikaodi Emmanuel (2011) ومخالفة لدراسة فاطمة خليل(2015) التي توصلت في نتائج وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة قصير الأجل و عوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة. ويفسر وجود العلاقة المعنوية ذات الدلالة بين المتغيرين سعر الفائدة ومؤشر الأسعار 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.



**خلاصة الفصل:**

حاولنا من خلال هذه الدراسة استخراج أهم متغيرات النقدية المؤثرة على مؤشر أسعار البورصة للدول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 2007-2017، و بعد الدراسة القياسية توصلنا إلى مجموعة من النتائج أهمها وجود متغير مستقل واحد و هو سعر الفائدة المسؤول الوحيد على تأثير مؤشر الأسعار للدول المدرجة في بورصة مجلس التعاون الخليجي بنسبة 76% ، حيث يفسر الأثر الايجابي لهذه الدول.

كما كشفت الدراسة عن استبعاد ثلاثة متغيرات مستقلة وهي التضخم ، الكتلة النقدية ، سعر الصرف

حيث كشف التحليل أن هذه المتغيرات ليس لها دلالة إحصائية و هو ما يعني أن هذه المتغيرات لا تلعب

دورا في تفسير مؤشر الأسعار للدول المدرجة في بورصة مجلس التعاون الخليجي للأوراق المالية .

خاتمة

تقوم الأسواق المالية بعدد من الوظائف المهمة في خدمة الاقتصاد الوطني، فهي تساهم في تدفق وتوجيه المدخرات من أصحاب الفائض المالي نحو أصحاب العجز المالي بما يمكن من استثمارها في مشروعات التنمية المختلفة مع استمرار المحافظة على عنصر السيولة لهذه المدخرات.

تعد الأسواق المالية من أكثر الأسواق تأثراً بالتغير في المتغيرات النقدية، وكذا التغيرات التي تطرأ على الاقتصاد الوطني بشكل عام، و من أهم المتغيرات المؤثرة في الاقتصاد الوطني بشكل عام، و من أهم المتغيرات المؤثرة نجد الكتلة النقدية، معدل التضخم، سعر الصرف، سعر الفائدة، هذه المتغيرات تؤثر في نشاط السوق المالية سواء بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر، و في محاولة منا لدراسة العلاقة بين المتغيرات النقدية من جهة و مؤشرات السوق المالية من جهة أخرى، استعرضت الدراسات السابقة التي تفسر العلاقة التي تربط بين مؤشرات السوق المالية و المتغيرات النقدية، و ذلك لتحديد أهم المتغيرات التي تم التركيز عليها.

بهدف إثبات العلاقة بين المتغيرات النقدية و مؤشر السوق المالي تم اختيار عينة تتكون من ستة دول لمجلس التعاون الخليجي هي (قطر، الإمارات المتحدة، البحرين، الكويت، عمان، السعودية)، بدراسة وتحليل مجموعة من المتغيرات النقدية التي تكرر استخدامها في الدراسات السابقة تتمثل في الكتلة النقدية، معدل التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف، و دراسة أثرها على مؤشر السوق المالي الممثل في مؤشر الأسعار.

### أولاً : نتائج الدراسة :

بناء على الأهداف المرجوة من هذه الدراسة و محاولة الإجابة على الإشكالية توصلنا إلى النتائج

التالية:

- يساهم التحليل الجيد للبيئة المراد الاستثمار فيها ومعرفة الظروف المحيطة بها في نجاح العملية الاستثمارية.
- أهم قضية في كفاءة السوق المالية هي كيفية قراءة المعلومات الواردة للسوق و تقييمها من قبل المستثمرين.
- يجب من أجل الاستثمار في السوق المالي معرفة أهم المؤشرات في البورصة العالمية و مراقبة تطورها.

- أظهرت نتائج المفاضلة بين نماذج (بانل ) أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج المناسب لدراسة أثر المتغيرات النقدية على مؤشر الأسعار لدول مجلس التعاون الخليجي وهذا للخصوصية التي تتميز بها كل دولة .
- لم تثبت العلاقة المعنوية بين الكتلة النقدية و مؤشر السوق المالي لدول مجلس التعاون الخليجي.
- يكون تأثير التضخم على أداء السوق المالي لدول مجلس التعاون الخليجي ، بحيث كلما يرتفع التضخم تنخفض معه مؤشر السوق المالي و العكس صحيح .
- ثبت وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف و مؤشر السوق المالي لدول مجلس التعاون الخليجي.
- أن المتغير المستقل سعر الفائدة قصير الأجل له علاقة طردية و ذات دلالة إحصائية مع مؤشر السوق المالي عند مستوى معنوية 0.05.

### ثانيا : نتائج اختبار فرضيات الدراسة: تتمثل فيما يلي :

- 1- حسب الفرضية الأولى: عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل الكتلة النقدية و مؤشر الأسعار لدى دول مجلس التعاون الخليجي. مما يؤكد عدم صحة هذه الفرضية الأولى.
- 2- حسب الفرضية الثانية : عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل معدل التضخم و مؤشر الأسعار لدى دول مجلس التعاون الخليجي . مما يؤكد عدم صحة هذه الفرضية.
- 3- حسب الفرضية الثالثة: وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل سعر الفائدة الأجل و مؤشر الأسعار لدى دول مجلس التعاون الخليجي . مما يؤكد صحة هذه الفرضية الثالثة.
- 4- حسب الفرضية الرابعة: عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر الصرف و مؤشر الأسعار لدى دول مجلس التعاون الخليجي . مما يؤكد عدم صحة هذه الفرضية.

### ثالثا: التوصيات

- 1- لا بد من القيام بإجراءات تقييمية تقوم بها السلطات النقدية لبيان المنافع و التأثيرات السلبية لقرارات السياسة النقدية على أداء الأسواق المالية؛

- 2- تعتبر سياسة سعر الصرف مهمة في تحقيق التوازنات الخارجية و الداخلية للاقتصاد مع إتباعها بسياسات أخرى تكملية، و الأمر الذي يجب على السلطات النقدية أن توليه الاهتمام الكبير للدول المجلس التعاون الخليجي؛
- 3- السعي نحول الوصول إلى سياسة أسعار الصرف التي تحقق الاستقرار النسبي في سعر الصرف؛
- 4- على دول مجلس التعاون الخليجي الأخذ بعين الاعتبار سعر الصرف حيث أنه يؤثر على مؤشر الأسعار تأثيرا عكسيا؛
- 5- على دول مجلس التعاون الخليجي الأخذ بعين الاعتبار معدل التضخم فهو يؤثر على مؤشر الأسعار تأثيرا طرديا؛
- 6- على دول مجلس التعاون الخليجي الأخذ بعين الاعتبار سعر الفائدة قصيرة الأجل ،حيث أن ارتفاعه يؤثر ايجابيا على مؤشر أسعار الأسهم؛
- 7- ضرورة إنشاء مراكز استشارية فعالة داخل الأسواق المالية تتيح للمستثمرين الاطلاع على المعلومات الوفيرة و الكاملة عن دول مجلس التعاون الخليجي، و من هذه المعلومات الإجراءات التي تقوم بها السياسة النقدية و البنك المركزي بالتحديد.

### رابعا: آفاق البحث :

لاحظنا في ختام هذا البحث أن هناك العديد من النقاط تحتاج إلى المزيد من البحث و التحليل و التوسع في الموضوع لأنه من المؤكد هناك عدة نقاط لم نتعرض لها و نتمنى أن تأخذ بعين الاعتبار في الأبحاث اللاحقة و على هذا الأساس يمكن أن نقترح المواضيع الآتية:

- دراسة أثر تدفق الاستثمار الأجنبي على مؤشر الأسعار في دول مجلس التعاون الخليجي
- دراسة أثر التغير في أسعار النفط على مؤشر الأسعار في دول مجلس التعاون الخليجي .
- استخدام نماذج أخرى لقياس أثر المتغيرات النقدية على مؤشر الأسعار .
- دراسة أثر عوامل داخلية لمتغيرات نقدية على مؤشر الأسعار الأسهم .

قائمة

المصادر و

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

(1) الكتب:

- (1) إبراهيم الكراسنة، سياسة سعر الصرف، دورة البرامج المالية والسياسات الاقتصادية الكلية، عمان، الأردن، 2007.
- (2) إسماعيل عبد الفتاح ، الأسواق و المؤسسات المالية ، دار الفكر الجماعي ، مصر ، 2007.
- (3) بلعزوز بن علي : محاضرات في النظريات و السياسات النقدية ، الطبعة 3 ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2008.
- (4) توماس مايرو آخرون، النقود والبنوك و الاقتصاد، ترجمة: السيد احمد عبد الخالق، الطبعة 1، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2002،
- (5) حازم البني،الاقتصاد الكلي ، المؤسسة الحديثة للكتاب ، لبنان ، 2006.
- (6) حسني علي خريوش و آخرون،الأسواق المالية ، بورصة الأسهم والسندات المالية ، ط 1 ، دار زهران الأردن ، 2013.
- (7) رشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية ، إطار في التنظيم و تقييم الأدوات ، دار اليازوري ، الأردن 2012.
- (8) السيد متولي عبد القادر ، الأسواق المالية و النقدية ،في عالم متغير ، ط 1 ،دار الفكر ، مصر ، 2010.
- (9) صلاح السيد جودة ،بورصة الأوراق المالية ، علميا عمليا ، ط 1 ، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية ، مصر ، 2000.
- (10) عبد الرحمن المالكي، السياسة الاقتصادية المثلى، الطبعة 1، جدارا للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- (11) عبد السلام عوض الله، سعر الصرف وأثره على علاج إخلال ميزان المدفوعات، دار النهضة العربية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- (12) عبد العزيز سمير محمد، تمويل التنمية الاقتصادية، الطبعة 1، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مص، 1988.

- (13) عبد الفتاح عبد الرحيم، عبد العصيم محمد، الاقتصاد الكلي الاختيار العام والخاص، الطبعة1، مؤسسة المريخ للنشر والتوزيع، المملكة السعودية، 1999.
- (14) عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيسي : النقود و المصارف و الأسواق المالية ، ط1 ، دار الحامد ، الأردن ، 2004.
- (15) عبد النافع الزرري و غازي فرج : الأسواق المالية ، دار وائل للنشر ، الأردن ، 2001.
- (16) عرفان تقي الحسيني: التمويل الدولي، الطبعة2، عمان، الأردن، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، 1999.
- (17) عيسى محمد غزالي، سياسات أسعار الصرف، سلسلة دورية، المطبوعات الجامعية، الجزائر، العدد23، نوفمبر 2003
- (18) فاخر عبد الستار حيدر ، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي ، الطبعة 1 ، دار المريخ ، الرياض ، المملكة العربية السعودية ، 2002.
- (19) فيصل محمود الشاورة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، ط1 ، دائر وائل ، الأردن ، 2008.
- (20) قيصر عبد الكريم : أساليب الاستثمار الإسلامي و أثرها على الأسواق المالية ، البورصات ، ط1، دار رسلان ، سوريا ، 2006.
- (21) محمد أحمد عبد النبي : الأسواق المالية ، الأصول العلمية و التحليل الأساسي ، ط1 ، دار زمزم ، الأردن ، 2009.
- (22) محمد عبد المجيد محمد عطية: الاستثمار في البورصة، الطبعة1، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر وتوزيع، مصر، 2011.
- (23) محمد علي محمد أحمد ألبنا، القرض المصرفي ، الطبعة1 ، منشورات محمد علي بيضون، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 2006.
- (24) محمود حسين الوادي وكاظم جاسم العيساوي : الاقتصاد الكلي ، تحليل نظري و تطبيقي، ط1 ، دار الميسرة ، الأردن ، 2007.
- (25) محمود محمد الداغر : الأسواق المالية ، مؤسسات أوراق بورصات ، ط1 ، دار الشروق ، الأردن ، 2005 ،



- (26) محمود يونس : اقتصاديات النقود والبنوك و الأسواق المالية ، دار التعليم الجامعي ، مصر ، 2013.
- (27) مصطفى محمد عبده : تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة ، كليوبترا لطباعة و الكمبيوتر ، مصر ، 2001.
- (28) نبيل الروبي : نظرية التضخم ، مؤسسة الثقافة الجامعة ، مصر ، 2007.
- (29) هالة حلمي السعيد : دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية ، رسالة البنك الصناعي ، العدد 62، بنك الكويت الصناعي ، الكويت ، سبتمبر ، 2000.
- (30) هو شيار معروف : الاستثمارات و الأسواق المالية ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2003.
- (31) وسام ملاك : النقود و السياسات النقدية الداخلية قضايا نقدية و مالية ، دار المنهل اللبناني ، ط1 ، لبنان ، 2000.
- (2) الأطروحات والمذكرات:**
- (32) بويكري مبروكة وجحا فوزية، أساليب إدارة مخاطر أسعار الفائدة، مذكرة لنيل شهادة ماستر أكاديمي، مالية مؤسسة، جامعة احمد دارية أدرار، الجزائر، تاريخ المناقشة، 2018-2019.
- (33) بلجبلية سمية : أثر التضخم على عوائد الأسهم ، دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان (1996-2006) ، مذكرة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة منتوري ، قسنطينة ، 2010.
- (34) حسين عبد الجليل آل غزوي :حوكمة الشركات و أثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية دراسة اختيارية على شركات المساهمة العامة في المملكة العربية السعودية ، مذكرة ماجستير ، كلية الإدارة و الاقتصاد ، الأكاديمية العربية في الدانمارك ، الدانمارك ، 2010.
- (35) رغد عماد الدين ، مفيد ذنون يونس : تأثير التضخم على أسواق الأوراق المالية العربية، مقالة منشورة بمجلة تنمية الرافدين ، كلية الإدارة و الاقتصاد ، جامعة الموصل ، العراق ، العدد 93 من المجلد 31 ، 2009.

- 36) سراي صالح : دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية ، دراسة عينة من أسواق رأس المال العربية المغرب ، الأردن ، مصر،مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد بوضياف ، المسيلة ، 2016/2017.
- 37) سميرة محسن : المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية ،دراسة حالة البنك BNP PARIBAS ، مذكرة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة منتوري ،قسنطينة ، 2006.
- 38) سميرة ناصر و دلال حمريط : أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية ، دراسة تحليلية قياسية لبورصة نيويورك (1990-2015) ،مذكرة شهادة الماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية ،جامعة محمد بوضياف ، المسيلة ،2016-2017.
- 39) شهرزاد حوي : أثر التضخم على عوائد الأسهم ، حالة بورصة السعودية للفترة :2012-2015 ،مذكرة شهادة الماستر أكاديمي في كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير وعلوم تجارية ، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة - 2015-2016.
- 40) طلحة محمد، قياس أثر التضخم على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، اقتصاد كمي، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2018-2019.
- 41) فاطمة صالح خليل : أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة ، مذكرة الماجستير في الأسواق المالية ،جامعة دمشق -سوريا - 2015.
- 42) وديع خلق الله،السياسة المالية ودورها في معالجة التضخم، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماستر أكاديمي، تخصص مالية، تأمينات وتسيير المخاطر،جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2016/2017.
- 43) يوسف سعيد أحمد أمين : العلاقة بين أسعار الأسهم و بعض المتغيرات الاقتصادية " دراسة تطبيقية على سوق الخرطوم للأوراق المالية " (2003-2012) ، مذكرة الدكتوراه في الاقتصاد ، جامعة السودان للعلوم و التكنولوجيا، كلية الدراسات العليا ،السودان ، 2014.
- 44) يوسف حكيمة ويزكاوي جمعة: دور المعروض النقدي في تحديد حجم القروض في الجزائر(1995-2016)، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماستر أكاديمي، اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة احمد دراية، أدرار، الجزائر، نوقشت ب9-5-2018.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

- 45) .Aymen KAROUI , L'étude de L'impact du taux de change sur les rendement boursier des titres : le cas de Taiwan et de la Coré du sud univerité Laval ,faculté des sciences de L'administration , Département de finance et assurance, Hiver 2004-
- 46) Maskay '07,Biniv, " Analyzing the Relationship between change in Money Supply and Stock Market Prices" (2007) , Honors Projects,.
- 47) Sellin , Peter , " Monterey Policy and the Stock Market : Theory and Empirical Evidence " , Journal of Economique Survey 15.4 (2001).
- 48) William Sharpe & Gordon . J , Alexander, 96Investments" , Prentice. hall International, Inc.USA, P296-297 .

3 . مواقع الانترنت

تقرير البنك الدولي، 2019، بعنوان: تنويع الأنشطة الاقتصادية من أجل مجلس تعاون خليجي مستدام وقادر على التكيف، والموجود في الموقع التالي:

<https://www.albankaldawli.org/ar/country/gcc/publication/gulf-economic-monitor-december->

2019

الملاحق

الملحق رقم 01 : نتائج نموذج الانحدار التجميعي  
0

Dependent Variable: PRIX\_\_ACTION

Method: Panel Least Squares

Date: 06/19/20 Time: 20:27

Sample: 2007 2017

Periods included: 11

Cross-sections included: 6

Total panel (balanced) observations: 66

Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3088.717	864.9588	3.570941	0.0007
M2	-3.83E-09	1.51E-09	-2.537541	0.0137
INFL	1.251175	124.9123	0.010016	0.9920
T_CHANG	1029.386	329.3583	3.125427	0.0027
T_INTERE	662.6341	321.2113	2.062923	0.0434
R-squared	0.274329	Mean dependent var	4	5807.33
Adjusted R-squared	0.226744	S.D. dependent var	3	3084.31
S.E. of regression	2712.190	Akaike info criterion	4	18.7216
Sum squared resid	4.49E+08	Schwarz criterion	2	18.8875
Log likelihood	-612.8140	Hannan-Quinn criter.	8	18.7871
F-statistic	5.765021	Durbin-Watson stat	6	0.53327
Prob(F-statistic)	0.000530			

الملحق رقم 02: نتائج نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: PRIX\_\_ACTION

Method: Panel Least Squares

Date: 06/14/20 Time: 23:39

Sample: 2007 2017

Periods included: 11

Cross-sections included: 6

Total panel (balanced) observations: 66

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	63451.87	38153.51	1.663067	0.1019
M2	2.78E-09	1.51E-09	1.835748	0.0717
INFL	-9.394590	72.23881	-0.130049	0.8970
T_CHANG	-29617.59	18814.57	-1.574184	0.1211
T_INTERE	525.4743	215.5958	2.437312	0.0180

Effects  
Spe00000000  
00000000cific  
ation

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.796435	Mean dependent var	4	5807.33
Adjusted R-squared	0.763719	S.D. dependent var	3	3084.31
S.E. of regression	1499.245	Akaike info criterion	4	17.6020
Sum squared resid	1.26E+08	Schwarz criterion	0	17.9338
Log likelihood	-570.8672	Hannan-Quinn criter.	3	17.7331
F-statistic	24.34406	Durbin-Watson stat	5	1.79949
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم 03 : نتائج نموذج

التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: PRIX\_\_ACTION  
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
Date: 06/19/20 Time: 23:16  
Sample: 2007 2017  
Periods included: 11  
Cross-sections included: 6  
Total panel (balanced) observations: 66  
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3088.717	478.1319	6.459968	0.0000
M2	-3.83E-09	8.35E-10	-4.590509	0.0000
INFL	1.251175	69.04902	0.018120	0.9856
T_CHANG	1029.386	182.0627	5.654017	0.0000
T_INTERE	662.6341	177.5592	3.731905	0.0004

#### Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	1499.245	1.0000

#### Weighted Statistics

R-squared	0.274329	Mean dependent var	4	5807.33
Adjusted R-squared	0.226744	S.D. dependent var	3	3084.31
S.E. of regression	2712.190	Sum squared resid	8	4.49E+0
F-statistic	5.765021	Durbin-Watson stat	6	0.53327
Prob(F-statistic)	0.000530			

#### Unweighted Statistics

R-squared	0.274329	Mean dependent var	4	5807.33
Sum squared resid	4.49E+08	Durbin-Watson stat	6	0.53327

### الملحق رقم 04 : اختبار لاغرونج LM

#### Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided

(all others) alternatives

Test Hypothesis

	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	88.49723 (0.0000)	0.042853 (0.8360)	88.54009 (0.0000)
Honda	9.407297 (0.0000)	-0.207011 --	6.505585 (0.0000)
King-Wu	9.407297 (0.0000)	-0.207011 --	7.561508 (0.0000)
Standardized Honda	14.42017 (0.0000)	0.073529 (0.4707)	5.168288 (0.0000)
Standardized King-Wu	14.42017	0.073529	7.056009

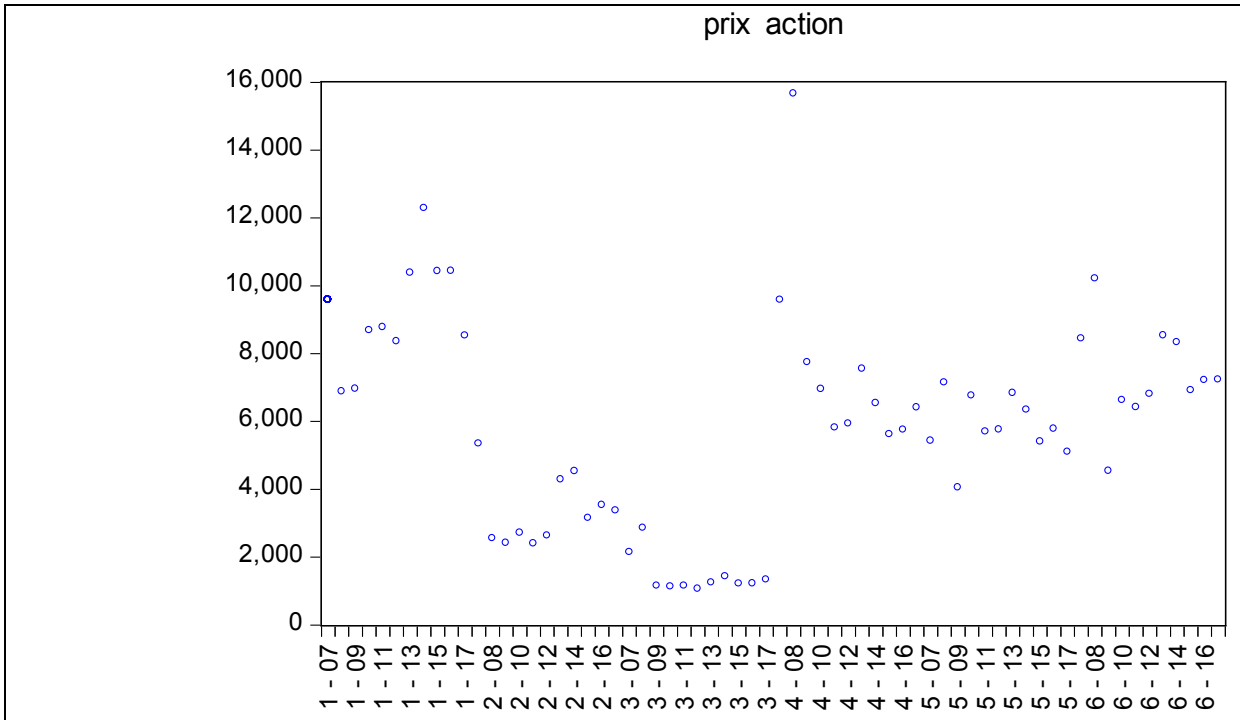
الملحق رقم 05: اختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: Untitled  
Test cross-section random effects

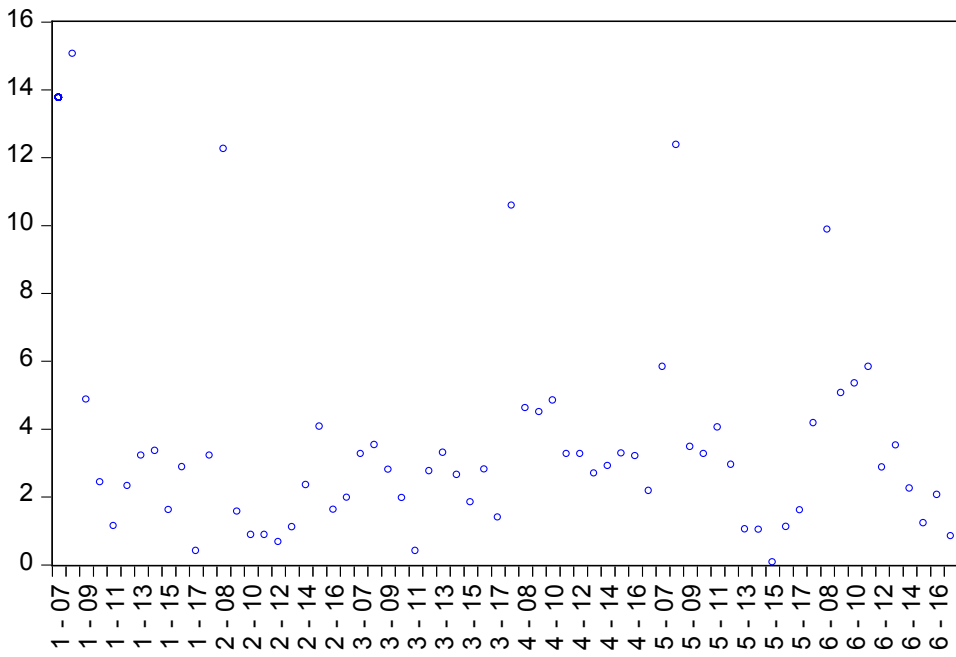
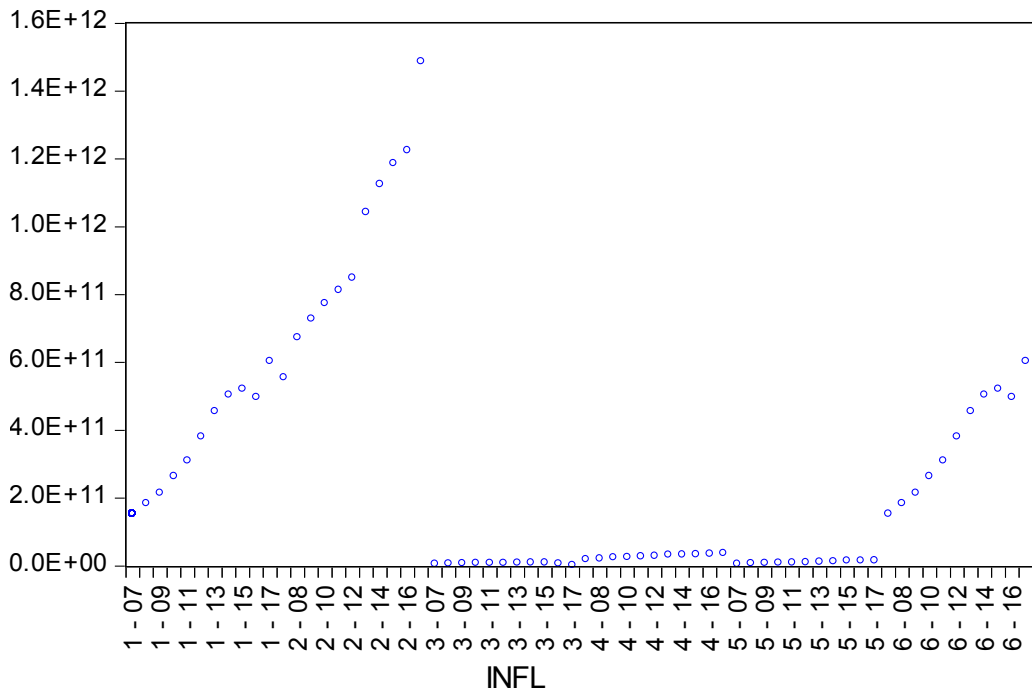
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	143.25505 9	4	0.0000



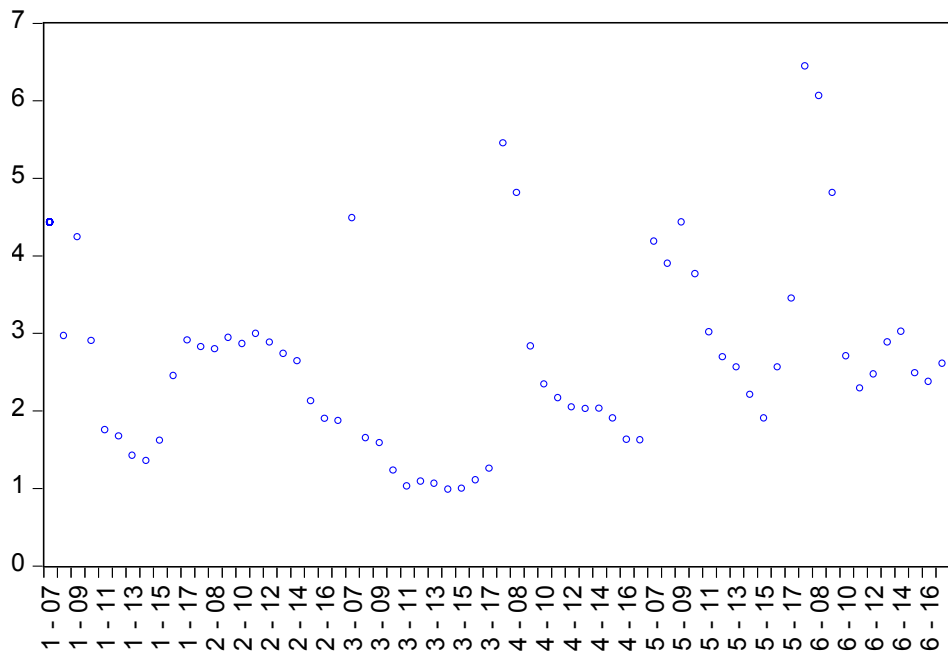
# البياني النقطي لعلاقة بين المتغيرات النقدية و مؤشر الأسعار



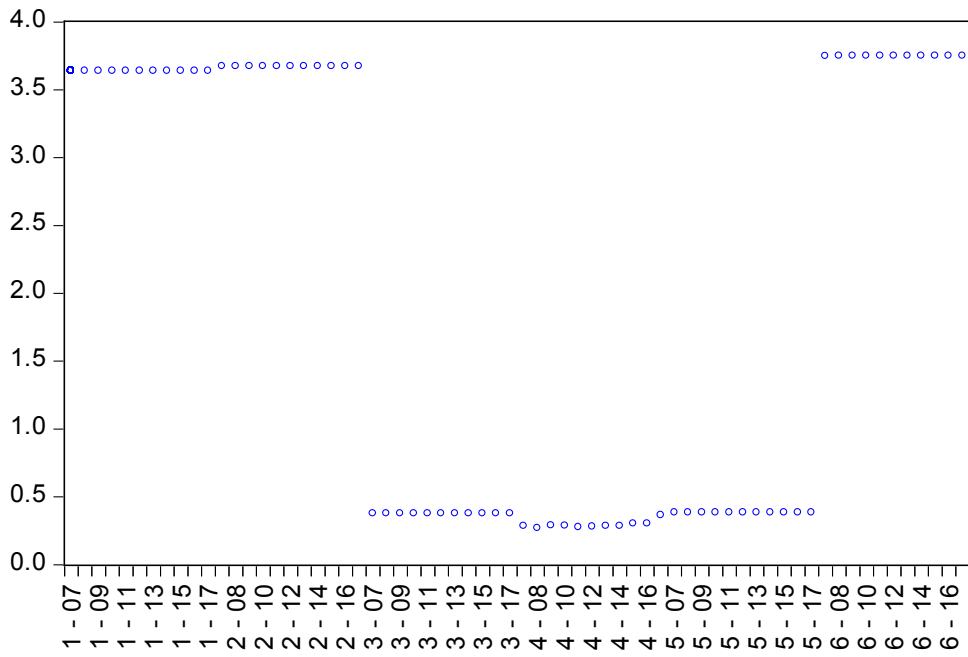
M2



T intérêt



T chang



المصدر : من مخرجات برنامج Eviews9

ثُمَّتْ بِحَمْدِ اللَّهِ