

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير أكاديمي
علوم اقتصادية، علوم التسيير، علوم التجارية الميدان:
الشعبة : العلوم المالية والمحاسبية
التخصص : مالية المؤسسة
من إعداد الطالب : الهلي نورالدين
بعنوان :

العلاقة بين تغيرات في أسعار الفائدة على قيمة المؤسسة المسعرة "دراسة حالة مؤسسات مؤشر "CAC40"

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 2013/06/25

أمام اللجنة المكونة من السادة :

الدكتور/ بن عبد الهادي منير (أستاذ محاضر- جامعة قاصدي مرباح - ورقلة) رئيسا
الأستاذ/ بن الضب علي (أستاذ مساعد- المركز الجامعي عين تموشنت- الجزائر) مشرفا
الدكتور / بن مالك محمد حسان (أستاذ محاضر- جامعة قاصدي مرباح - ورقلة) نائب المشرف
الدكتور/ سويسي هواري (أستاذ محاضر- جامعة قاصدي مرباح - ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية: 2013/2012

الإهداء

الحمد لله والصلاة والسلام على رسول الله صلى الله عليه وسلم

أهدي ثمرة جهدي هذا إلى من ربياني صغيرا

إلى اللذان أوقدا شمعة حياتهما ليضيئنا دربا يشع بنور العلم والمعرفة...

إلى أُمي الغالية حفظها الله وأطال في عمرها...

إلى أبي العزيز حفظه الله وأطال في عمره

إلى وطني الغالي الجزائر

إلى من نشأت وترعرعت بينهم إخوتي وأخواتي...

إلى كل من أكن له التقدير والاحترام أصدقائي وأحبابي

إلى كل من صحبني في الدراسة ... إلى كل من قاسمني في إنجاز هذا العمل...

الشكر

بعد الحمد والشكر للمولى عز وجل لتوفيقه لي على إتمام هذا العمل أتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير لأستاذي الفاضل: بن الضب علي على إشرافه على هذا العمل وما تقدم به من نصح وتوجيه وإرشاد طيلة فترة البحث دون كلل أو ملل فجزاه الله كل خير وجعله في ميزان حسناته.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه من توجيهات وتصويبات.

كما أتقدم بالشكر إلى زملائي الذين ساهموا في انجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى قياس تأثير تقلبات أسعار الفائدة على قيمة المؤسسة المسعرة، حيث شملت الدراسة المؤسسات المتضمنة في مؤشر CAC 40 بسوق باريس للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2007/1/1 إلى 2012/12/31، موزعة على ثماني قطاعات هي: الصحة، الخدمات العمومية، السلع، الصناعة، التكنولوجيا، المالي، الخدمات، وذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي البسيط.

خلصت الدراسة إلى أن أسعار الفائدة تؤثر إيجابيا وسلبيا على أسعار الأسهم وذلك حسب القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة، وتبين وجود علاقة ذات دلالة معنوية إحصائية بين تغيرات أسعار الفائدة وقيمة المؤسسة.

الكلمات المفتاح: سعر الفائدة، قيمة المؤسسة، تكلفة التمويل، أسعار الأسهم.

Résumé

Le but de cette étude était de mesurer l'impact des fluctuations des taux d'intérêt sur la valeur de l'entreprise cotées, où l'étude a porté sur les l'entreprise incluses dans l'indice CAC 40 de la Bourse de Paris au cours de la période comprise entre le 1/1/2007 au 31/12/2012, répartis sur huit secteurs sont: la santé, les services publics, les biens, l'industrie, la technologie, les services financiers, et en s'appuyant sur des modèles de régression linéaire simple.

L'étude a conclu des taux d'intérêt positif et un effet négatif sur le cours des actions, selon la société privée à laquelle il appartient, et montrent une corrélation avec une signification statistique entre l'évolution des taux d'intérêt et la valeur de l'entreprise.

Mots clés: taux d'intérêt, la valeur de l'entreprise, le coût du financement, les cours des actions

قائمة المحتويات

II	الإهداء
III	الشكر
IV	الملخص
V	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
IX	قائمة الاختصارات والرموز
أ	المقدمة
	الفصل الأول: أثر تغيرات أسعار الفائدة على قيمة المؤسسة المسعرة
2	تمهيد
3	المبحث الأول: أسعار الفائدة و تكلفة رأس المال
3	المطلب الأول: أسعار الفائدة
6	المطلب الثاني: تكلفة التمويل
8	المطلب الثالث: علاقة سعر الفائدة بتكلفة رأس المال
9	المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية حول الموضوع
13	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: دراسة تطبيقية لأثر تغير معدل يوريبور على أسعار أسهم شركات CAC40
15	تمهيد
16	المبحث الأول: تعريف متغيرات الدراسة
16	المطلب الأول: ماهية بيوريبور EURIBOR
16	المطلب الثاني: تعريف بعينة شركات كاك40
19	المبحث الثاني: اختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة
19	المطلب الأول: نتائج الدراسة
31	المطلب الثاني: الاستنتاجات و التوصيات
33	خلاصة الفصل
35	الخاتمة
37	قائمة المراجع والمصادر
39	الفهرس
41	الملاحق

قائمة الجداول

رقم الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
19	مصفوفة معاملات الارتباط للمتغيرات	1 - 1
20	معاملات الارتباط الخاصة بالقطاعات	2 - 1
20	نتائج اختبار التثتت لقطاع الصحة	3 - 1
21	نتائج تقدير المعاملات لقطاع الصحة	4 - 1
21	نتائج اختبار التثتت للقطاع العمومي	5 - 1
22	نتائج تقدير المعاملات للقطاع العمومي	6 - 1
22	نتائج اختبار التثتت لقطاع المواد الأساسية	7 - 1
23	نتائج تقدير المعاملات لقطاع المواد الأساسية	8 - 1
23	نتائج اختبار التثتت لقطاع التكنولوجيا	9 - 1
24	نتائج تقدير المعاملات لقطاع التكنولوجيا	10 - 1
25	نتائج اختبار التثتت للقطاع المالي	11 - 1
25	نتائج تقدير المعاملات للقطاع المالي	12 - 1
26	نتائج اختبار التثتت لقطاع الخدمات	13 - 1
27	نتائج تقدير المعاملات لقطاع الخدمات	14 - 1
37	نتائج اختبار التثتت لقطاع السلع	15 - 1
28	نتائج تقدير المعاملات لقطاع السلع	16 - 1
29	نتائج اختبار التثتت لقطاع الصناعة	17 - 1
30	نتائج تقدير المعاملات لقطاع الصناعة	18 - 1

قائمة الرموز والاختصارات

رمز الشركة	الرمز المستخدم	رمز الشركة	الرمز المستخدم
AC	S1	LG	S20
ACA	S2	LR	S21
AI	S3	MC	S22
ALO	S4	ML	S23
BN	S5	MT	S24
BNP	S6	RO	S25
CA	S7	PP	S26
CAP	S8	PUB	S27
CS	S9	RI	S28
DG	S10	RNO	S29
EDA	S11	SAF	S30
EDF	S12	SGA	S31
EI	S13	STM	S32
EN	S14	SU	S33
FP	S15	TEC	S34
FTE	S16	UL	S35
GLE	S17	VIE	S36
GSZ	S18	VIV	S37
GTO	S19	VK	S38

المقدمة العامة

تحظى المؤسسة الاقتصادية بأهمية بالغة في المحيط الاقتصادي لكل دولة وذلك لما لها من دور فعال في النشاط الاقتصادي، وفي ظل الوقت الراهن المتشعب بالمتغيرات و التحولات السريعة نجد أن كل مؤسسة تسعى جاهدة لمواكبة هذه التطورات والتحولات لضمان إستمراريتها وبقائها ساعية في ذلك إلى تحقيق أهدافها.

ونظرا لتعدد احتياجات المؤسسة تعددت مصادر تمويلها، فالمؤسسة تختار مصدر تمويلها وفق الأهداف المسطرة من قبلها مراعية في ذلك المصدر المناسب لها، وتعتبر البورصة أحد مصادر تمويل المؤسسة، إذ تلجأ إليها المؤسسة بغية منها في توفير الأموال اللازمة لتمويل احتياجاتها.

إن عملية توفير الأموال من البورصة سيحتم على المؤسسة تحمل أعباء الفائدة مما ينجر عليه تأثير مباشر على قيمة المؤسسة.

وبناء على ما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية لهذا البحث على النحو التالي:

" إلى أي مدى تؤثر تغيرات أسعار الفائدة على قيمة المؤسسة المسعرة في البورصة ؟ "

ويندرج تحت هذه الإشكالية التساؤلات الفرعية التالية:

- 1- ما مدى وجود نظريات مفسرة لمعدل الفائدة؛
- 2- كيف يؤثر سعر الفائدة على قيمة المؤسسة؛
- 3- ما هي الجوانب التي يؤثر بها سعر الفائدة على المؤسسة؛
- 4- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر الفائدة و تكلفة رأس المال؛
- 5- ما هي طبيعة العلاقة بين سعر الفائدة و تكلفة رأس المال.

فرضيات الدراسة:

- 1- تعد النظرية الكلاسيكية والكينزية من النظريات المفسرة لمعدل الفائدة؛
- 2- يؤثر سعر الفائدة بالإيجاب والسلب على المؤسسة؛
- 3- الجوانب التي يؤثر بها سعر الفائدة على المؤسسة هو جانب التمويل؛
- 4- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تغيرات أسعار الفائدة و تكلفة رأس المال؛

5- توجد علاقة طردية بين سعر الفائدة وتكلفة رأس المال.

مبررات اختيار الموضوع: تم اختيار الموضوع بناء على جملة من الاعتبارات منها:

- ✓ قلة الدراسات العربية في هذا المجال خصوصا دراسة العلاقة بين سعر الفائدة وقيمة المؤسسة؛
- ✓ تطور الوعي الفردي العربي نحو الأسواق المالية والاهتمام بهذه الأسواق؛
- ✓ زيادة الاهتمام بالأسواق المالية من طرف الدول، إذ يعد الاستقرار في هذه الأسواق يساعد في تحقيق الاستقرار الاقتصادي؛

أهمية الدراسة: يعد هذا الموضوع ذو أهمية بالغة وذلك لعدة اعتبارات منها:

- ✓ مكانة المؤسسة الاقتصادية التي تعد الوحدة الأولى لبناء الاقتصاد لأي بلد؛
- ✓ أهمية سعر الفائدة بالنسبة لأي دولة إذ يعد مؤشر مهم لتحقيق التوازن في الاقتصاد؛
- ✓ أهمية قيمة المؤسسة بالنسبة إلى المساهمين والمستثمرين؛
- ✓ التركيز على تحليل آثار القرار التمويلي على قيمة المؤسسة.

أهداف الدراسة: تتمثل أهداف الدراسة إلى:

- ✓ إبراز دور سعر الفائدة بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية؛
- ✓ توضيح الآثار الناجمة عن تغيرات سعر الفائدة على قيمة المؤسسة الاقتصادية؛
- ✓ تحديد طبيعة العلاقة بين سعر الفائدة وتكلفة رأس المال.

حدود الدراسة:

تتمثل حدود هذه الدراسة في الأسعار اليومية لأسهم أربعين مؤسسة منتمية لمؤشر 40 cac، والمعبر عنها بمؤشر السوق (سعر الإقبال المعدل)، وتتمثل حدود الدراسة الزمنية من خلال الفترة الممتدة من 2007/01/01 إلى غاية 2012/12/31، أما بالنسبة إلى الحدود المكانية فتتمثل في سوق باريس للأوراق المالية، والتي تعتبر من بين أهم الأسواق المالية

الأوربية من حيث الرسملة البورصية، وحجم التداول، وعدد المؤسسات ووجود التنظيم والاستعمال المكثف لوسائل الاتصال الحديثة¹.

منهج البحث والأدوات المستخدمة:

في محاولتنا للإجابة على الإشكالية المطروحة ومن خلال طبيعة الموضوع ونوعية المعلومات المتوفر عنه، فقد اتبعنا المنهج الوصفي في دراسة أثر الجانب النظري، ومنهج دراسة الحالة في الجانب التطبيقي، حيث تتمثل هذه الأخيرة في قيمة أسهم المؤسسات المنتمية للمؤشر العام للسوق خلال الفترة 2007/1/1 إلى غاية 2012/12/31، فبعد جمع بيانات الدراسة من المواقع الالكترونية للبورصة المدروسة، تمت معالجة هذه البيانات باستخدام البرامج الإحصائي EViews لتقدير معلمات النموذج ومعاملات الارتباط، واختبار الدلالة الإحصائية، وتم تقدير النماذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية لمعلمات النموذج، كما تمت الاستعانة ببرنامج EXCEL في عرض النتائج.

تتمثل متغيرات الدراسة في:

المتغير المستقل: أسعار يوربيور e.

المتغير التابع: الأسعار اليومية لأسهم الشركات المدروسة، حيث تم استبعاد أسعار أسهم شركتين لعدم توفر المعطيات الكافية حولها.

مرجعية الدراسة:

تم الاعتماد في دراستنا على تنوع المراجع قصد الرفع من وزنها العلمي والمعرفي، لذا فقد تنوعت المراجع في طبيعتها من كتب، مجلات، مواقع الكترونية، موسوعات، مذكرات..... وغيرها

¹ - ددان عبد الوهاب وحورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة - حالة المؤشر خلال الفترة الممتدة بين ما بين 2007 و 2009، مجلة الباحث، العدد 10 / 2012، ص 227.

هيكل البحث:

تم تقسيم البحث إلى فصلين، تم تخصيص الفصل الأول للجانب النظري من الدراسة، أما بالنسبة إلى الفصل الثاني فتم التطرق إلى الجانب التطبيقي من الدراسة.

عنوان الفصل ب أثر تغيرات أسعار الفائدة على قيمة المؤسسة المسعرة، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول حول أسعار الفائدة وتكلفة التمويل، وفي المبحث الثاني تم التطرق إلى الدراسات السابقة

انصبت معالجتنا في الفصل الثاني بالتطرق إلى الدراسة التطبيقية، وتم تقسيم الفصل إلى مبحثين، المبحث الأول حول تعريف لمتغيرات الدراسة، والمبحث الثاني حول نتائج الدراسة والاستنتاجات.

الفصل الأول

تمهيد:

إن المؤسسة كوحدة اقتصادية عادة ما تكون بحاجة إلى موارد مالية لتمويل نشاطها الاقتصادي والاستثماري؛ لدفع أجور عمالها؛ ولتوفير موارد للصندوق لمواجهة التزاماتها في مواعيد استحقاقها، لذلك فإنها تعتمد على مواردها الخاصة، إلا أنه ونتيجة للتطور الاقتصادي وانفتاح السوق وشدّة المنافسة أصبحت المؤسسة بحاجة متزايدة للموارد المالية، ولهذا تلجأ المؤسسة التي تعاني من نقص في مصادر تمويلها إلى عملية الاستدانة من قبل الهيئات المصرفية أو تقوم بإصدار أوراق مالية.

يتم إصدار أوراق مالية على أساس معدل الفائدة (مثل السندات) أو المشاركة في الربح والخسارة (مثل الأسهم)، أو عند عملية الاستدانة من أجل تمويل المشاريع يترتب على المؤسسة تسديد عائد للبنك مقابل استخدام الأموال أو ما يعرف بمعدل الفائدة

فسعر الفائدة له دور هام كمؤشر للتوازن الداخلي والخارجي و على التخصيص الكفاء للموارد الاستثمارية و الماليّة، وتحريره بات أمرا ضروريا وحيويا لعمليات الاقتصاد الكلي وأمر لا مفر منه في تحقيق كفاءة ونجاعة عمليات التكيف والتغيرات الهيكلية التي تقترب بعمليات الإصلاح في الأنظمة المالية والنقدية، كما أن الثابت من الدراسات الميدانية لموضوع سعر الفائدة انتهى إلى أن اقتصاد الدول النامية والمتخلفة يعاني من اختلالات في هيكل أسعار الفائدة الأمر الذي أفقد سعر الفائدة فعاليته كأداة مرشدة للإقراض ومحفز للادخار، ومؤشر للطلب على النقود وتحديد المستوى العام للأسعار ومحدد أخير لمستوى الدخل و الإنتاج، لهذه التسبيقات و الاعتبارات انصبت معالجتنا في هذا الفصل حول أسعار الفائدة و تكلفة رأس المال.

المبحث الأول: أثر تغيرات أسعار الفائدة على قيمة المؤسسة المسعرة

تتأثر قيمة المؤسسة بتأثر أوراقها المالية، لذلك يسعى مدير المحفظة دائماً لتحقيق أكبر عائد لرفع قيمة المؤسسة، ينبغي أن تتم المفاضلة بين المحافظ البديلة على أساس مبدأ السيادة أو السيطرة والذي يقوم في الأساس على مقارنة المحافظ البديلة من منظور العائد والمخاطر، من تطبيق هذا المبدأ من شأنه أن يسهم في تخفيض المخاطر التي ينطوي عليها عائد المحفظة. ومن المتوقع أن تتحقق السيادة والسيطرة لمحفظة ما مع زيادة عدد مكوناتها أي من خلال زيادة عدد الأوراق المالية التي تتضمنها وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها غير أنه يوجد أسلوب أكثر فاعلية في تحقيق ذلك هو إتباع أسلوب ماركوتنز في التنويع والذي يقضى بأنه كلما انخفض معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة تتحقق لها السيادة وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها وهذا لا يعد معالم الارتباط هو المحدد الوحيد لتحقيق مبدأ السيادة¹.

المطلب الأول: أسعار الفائدة

لقد ظهرت النظرية النقدية اللينينية بأفكار رائدها جون مينارد كينز ومن ثم هيكس وهانس وغيرهم، كرد فعل على الأزمة الاقتصادية العالمية في عام 1929 التي أثبتت عدم صحة دور النقود المحايد على النشاط الاقتصادي الذي افترضه الكلاسيك، أن بإمكان التغيرات في المعروض النقدي وفق ما تصدره البنوك المركزية من عملة، وما تخلقه المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية وغير المصرفية من ائتمان.

واستطاع كينز أن يدخل فكرة جديدة تقول: "إن النقود كما تطلب من اجل المبادلات والاحتياط فأنها قد تطلب لذاتها وسمى هذا النوع من الطلب على النقود (دافع المضاربة)، و بناء على ذلك قال بان المستوى العام للأسعار (التضخم) يرتبط بعامل العرض الكلي والطلب الكلي وقال بان التشغيل الجزئي هو الحالة الطبيعية للاقتصاد وقال بان كمية النقود لا تعتبر هي المحدد الأساسي للطلب بل يتحدد الطلب بمستوى الدخل الذي يحدد قدرة الأفراد على الإنفاق.

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، دار المعارف الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الثالثة، 2010، ص 109-110.

لا أحد ينكر أهمية معدل الفائدة ودوره الفعال في النشاط الاقتصادي وخاصة في القرون الماضية وعصور النهضة الأوروبية، حيث أنه أثر ايجابيا على النشاط الاقتصادي وهو يتجلى ذلك في ظهور المدارس الاقتصادية التي ساهمت في ظهور هذا الفكر الجديد الذي مازال حتى اليوم يعد بمثابة حجرا أساسا في الاقتصاد.

أولاً: تعريف سعر الفائدة: هو العائد على استثمار الأموال لمدة زمنية محدد مقابل تنازل المقرض عن التصرف بأمواله طيلة فترة احتساب العائد والذي غالباً ما يكون سنوياً¹.

ويعرف أيضاً: بأنه ذلك العائد على رأس المال المستثمر من خلال السعر الذي يحصل عليه المرء جراء تنازله عن التصرف بأمواله التي يقرضها لفترة زمنية محددة ، ويختلف بذلك السعر حسب المدة إن كانت شهرية أم سنوية وحسب المبلغ المقرض².

ثانياً: تحليل العلاقة بين تغيرات أسعار الفائدة وأسعار الأسهم³:

حظيت العلاقة بين أسعار الفائدة و أسعار الأسهم باهتمام العديد من الاقتصاديين و كثر الجدل حول طبيعة هذه العلاقة كونها طردية أو عكسية، مباشرة أم غير مباشرة

وسنحاول أن نبحث في هذه العلاقة من وجهة نظر السوق المالية مع استعراض الجدل القائم في إطار وجهات النظر هذه.

أ/: فرضية العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة و أسعار الأسهم في إطار السوق المالية:

أشار الأدب الاقتصادي إلى العلاقة العكسية بين تغيرات أسعار الفائدة و أسعار الأسهم، والفكرة التي يستمد منها الباحثون في إطار هذه النظرية هي أن النقود المنخفضة تمكن الأفراد من الحصول على الائتمان المصرفي (القروض) بأسعار فائدة متدنية والاتجاه نحو سوق الأسهم و الاستفادة من الفرق بين العائد من شراء الأسهم وبين تكلفة اقتراض النقود (أسعار الفائدة) المنخفضة نسبياً، إن اندفاع الجمهور لإتباع هذا الاتجاه يدفع بأسعار الأسهم إلى الارتفاع بسبب الزيادة في الطلب مع الاستقرار في عرض الأسهم، ويحصل العكس في حالة ارتفاع أسعار الفائدة و الأمر الذي يدفع بالكثير من الأفراد إلى تجنب الاقتراض من

¹ - أحمد زكريا صليمان مبادئ الاستثمار، دار المناهج، الطبعة الثانية 2003، ص 74 .

² - موسوعة ويكيبيديا، تاريخ الاطلاع 2013/04/26

³ - فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ النشر، 2002، ص 112 .

المصارف وشراء الأسهم خوفاً أن لا تغطي العوائد الناجمة جراء الاستثمار في الأسهم تكلفة الأموال التي اقترضوها من المصارف الأمر الذي يقلل من طلب الأفراد على الأسهم و بالتالي انخفاض أسعارها.

ب: فرضية العلاقة الطردية بين تغيرات أسعار الفائدة وأسعار الأسهم:

إضافة إلى الآراء التي أوردناها في الفقرة المؤيدة لفرضية العلاقة العكسية بين تغيرات أسعار الفائدة وأسعار الأسهم، وتحكم الأولى بالثانية وبوجود تباطؤ زمني معين، فقد شكك بعض الاقتصاديين بهذه الفرضية حيث أشار الاقتصادي (G. H. MOORE) بأن أسعار الفائدة لا تؤثر في أسعار الأسهم بل على العكس من ذلك تقوم أسعار الأسهم الصناعية بالتحكم بمعدلات الفائدة على القروض التجارية و بفواصل زمني، إضافة إلى ذلك أشار الاقتصادي (MINDEII) إلى عدم وجود علاقة سببية أو علاقة ارتباط مباشرة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم.

ثالثاً: أسعار الأسهم والسوق الكفاء¹:

في السوق الكفاء يعكس سعر السهم كفاءة المعلومات المتاحة التي من شأنها أن تؤثر على قيمة السهم، غير أن كون هذه المعلومات متاحة للجميع في ظل ما يسمى بالسوق الكفاء، لا يعني أن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تحيط بها متطابقة تماماً فقرارات بعض المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ الأسعار بعيداً عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين و غير المحترفين الذين يتسمون بالفطنة سوف تدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية.

وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن الادعاء بأنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية لسهم هي قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عن ما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة السوقية لسهم متمثل في القيمة الحالية في المكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاك السهم مخصوم بمعدل عائد يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر.

ولا يتوقع أن تتغير تلك الأسعار إلا ب ورود معلومات جديدة، ولما كانت المعلومات الجديدة لا يمكن التنبؤ بها مقدماً، كما أنها قد تكون معلومات سارة أو غير سارة أو حتى معلومات غير مؤثرة، فإن الأسعار هي الأخرى قد ترتفع أو تنخفض أو تظل على ما هي

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 5 - 6.

عليه، فالأسعار قد تتغير في أي لحظة، اعتماداً على وصول المعلومات ودون معرفة اتجاه ذلك التغير، وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين حتى لو استعان بأفضل مستشاري الاستثمار في السوق وحتى لو كان هو نفسه رئيس مجلس إدارة المنشأة المصدرة للسهم¹.

المطلب الثاني: تكلفة التمويل

تتمثل تكلفة التمويل في تكلفة الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي، وقد ميز بين مصادر التمويل قصيرة الأجل ومصادر التمويل طويلة الأجل اللذان يكوننا الهيكل المالي للمؤسسة.

ومما لا شك فيه أن تكلفة كل نوع من هذه الأنواع تختلف عن تكلفة غيره لذا من الخطأ أن نأخذ عنصر من هذه المصادر ونعتبره تكلفة أموال لإستثمار معين، لذا يتطلب الأمر تقدير تكلفة كل مصدر للوصول إلى تكلفة تمويل المؤسسة، لذلك سوف نتطرق إلى مفهوم تكلفة الأموال ثم إلى طرق حسابها.

أولاً: مفهوم تكلفة رأس المال:

تكلفة رأس المال بصفة عامة، تعبر عن المعدل الذي يحافظ على قيمة الأموال المستخدمة من قبل المستثمر، أو هي معدل المرودية الأدنى المطلوب من المشاريع الاستثمارية، بالطريقة التي تضمن لصاحب رأس المال مرودية قابلة للمقارنة مع مرودية أخرى يمكن الحصول عليها من السوق في نفس مرتبة المخاطرة، أو تبعاً لمعدل مرودية يحدد مسبقاً (تكلفة رأس المال المرجعية).

وتعرف أيضاً: على أنها معدل المرودية الأدنى الواجب تحقيقه من مشروع استثماري، والذي يسمح في الأخير بتغطية معدل المرودية المفروض من قبل ممولي المؤسسة المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة) والدائنين (تكلفة الاستدانة)، وتعتبر تكلفة رأس المال عنصر ذو أهمية بالغة في المجال المالي فهي المعيار الفاصل في قرار اختيار الاستثمار والمحدد الرئيس لقيمة المؤسسة أو الورقة المالية².

¹ - نفس المرجع السابق، ص 22.

² - بن الضب على، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة، 2009، ص 97.

ثانيا: حساب تكلفة الأموال:

يقتضى حساب تكلفة الأموال الوقوف على تكلفة كل عنصر من عناصر التي يتضمنها الهيكل المالي، أي تكلفة التمويل من المصادر قصيرة الأجل وتكلفة التمويل من المصادر الطويلة الأجل، وطالما نحن بصدد تقدير تكلفة الأموال التي تستخدم كمعيار عند اتخاذ القرارات الاستثمارية الرأسمالية لذا يجب التركيز على هيكل رأس المال و ليس الهيكل المالي، ثم تحديد تكلفة كل عنصر من العناصر التي تكون في هذا الهيكل وتتمثل أساسا في الاقتراض طويل الأجل: الأسهم الممتازة، الأسهم العادية، الأرباح المحتجزة.

أ/ تكلفة الأسهم الممتازة: تقع الأسهم الممتازة بالنسبة إلى طبيعتها بين الأموال المقترضة و بين الأسهم العادية، فالأسهم الممتازة مشابه مع القروض من حيث يحصل أصحابها على عائد ثابت و الذي يدفع بصفة دورية ويتمثل في نسبة من القيمة الاسمية للسهم غير أنه يختلف عن القرض في أن عدم دفع هذا العائد بصفة دورية لا يؤدي إلى إفلاس الشركة كما هو الحال عن عدم تسديد القرض، وتحسب بالعلاقة¹:

$$C = D / V(1-T) \dots 2 \quad \text{حيث:}$$

V القيمة السهم

D التوزيعات السنوية

T معدل مصاريف الخصم وتكلفة الإصدار

ب/ تكلفة الأسهم العادية: وتمثل تكلفة الأسهم العادية تكلفة الفرصة البديلة، فحملة الأسهم العادية يسعون إلى الحصول على عائد ينبغي أن يساوى أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من الاستثمارات أخرى بديلة لها نفس درجة المخاطرة، وتحسب بالعلاقة³:

$$T = D / V \quad \text{وهذا يكون في حالة ثبات الأرباح:}$$

$$T = (D/V) + g \dots 4 \quad \text{أما في حالة نمو الأرباح فإن العلاقة تصبح:}$$

g المعدل السنوي لنمو الأرباح

¹ - عبد الغفار حني، رسيمة قرياقص، أساسيات الاستثمار و التمويل، مؤسسا شباب الجامعة، 2000، ص
² - عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث عدد 2008/06، ص 19.
³ - عبد الغفار حني رسيمة قرياقص، أساسيات الاستثمار و التمويل، مرجع سابق، ص 442 .
⁴ - عبد الغني دادن ، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مرجع سابق، ص 19.

ج/تكلفة الأرباح المحتجزة: يدعى البعض أن الأرباح المحتجزة أموال مجانية لا تكلفة

لها، فالأرباح المحتجزة تمثل أرباحا تحققت غير أن الشركة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم وذلك بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مختلفة، غير أن ذلك غير هذا الإدعاء غير صحيح لأن هذه الأرباح المحتجزة تمثل تكلفة من وجهة نظر حملة هذه الأسهم، وتتمثل هذه التكلفة في المقدار الذي كان يمكنهم الحصول عليه لو أن الشركة وزعت هذه الأرباح وقام حملة الأسهم باستثمارها في استثمارات بديلة وتحسب بالعلاقة¹:

$$C = i + f(tp - i) \dots \dots \dots^2$$

i	سعر الفائدة
f	الخطر المنتظم الذي يتعرض له السهم العادي
tp	عائد محفظة السوق

ثالثا: علاقة سعر الفائدة بتكلفة رأس المال:

تمثل تكلفة التمويل من أهم القيود المحدد لقرار اختيار كل من الهيكل المالي والمشاريع الاستثمارية كونها تمثل همزة وصل بينه وبين قيمة المؤسسة، فبخصوص التمويل بالاستدانة التكلفة واضحة وصريحة، على عكس التمويل بالأموال الخاصة (حقوق الملكية) أين التكلفة ضمنية وغير صريحة فالمساهم شريك في الربح والخسارة، مما يعني أن تكلفة حقوق الملكية هي عبارة عن تصور لحد أدنى لا بد من تحقيقه لنيل رضا المساهمين الذي يمثل هدف المسير المالي في ظل عدم تعارض المصالح. وتتأثر تكلفة التمويل بالأسهم العادية بالعديد من العوامل من بينها سعر الفائدة السائد في السوق³.

إذا ارتفعت أسعار الفائدة معنى ذلك أن مكافأة الأموال الموظفة في البنوك و في الأوراق المالية تتحسن و ينتج عن ذلك إحلال التوظيف المالي محل الاستثمار الإنتاجي، و بالنسبة لأي مؤسسة يعتبر سعر الفائدة من أهم محددات الاستثمار، إن المؤسسة تستثمر ما دامت مردودية وحدة إضافية من رأس المال المستخدمة في العملية الإنتاجية كافية لتغطية تكلفة

¹ - عبد الغفار حنفي رسيمة قرياقص، أساسيات الاستثمار و التمويل، مرجع سابق، ص 445 .

² - عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مرجع سابق، ص 19.

³ - سيدي محمد عباد، على بن الضب، تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية العدد 2/2012، ص 116-117.

استخدام هذه الوحدة في العملية الإنتاجية وتتوقف المؤسسة عن الاستثمار عندما تتساوى المرودية مع التكلفة¹.

المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية

لقد أدت متطلبات التطور الاقتصادي إلى زيادة الحاجة إلى رؤوس الأموال لتغطية حاجات هذا التطور، وباعتبار أن رأس المال يعد من الموارد الاقتصادية النادرة، كما أنه المحرك الأساسي لجميع العمليات الاقتصادية، فإن المتعاملين المحتاجين لهذا المورد الاقتصادي النادر، يكونون مخيرين إما بالتوجه نحو اقتصاد الاستدانة، أو اقتصاد السوق المالي.

تؤدي الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في تنمية اقتصاديات الدول لاسيما النامية منها، وذلك لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد، ولتحقيق ذلك لابد من توفر هذه الأسواق على الشرط الأساسي المتمثل في الكفاءة.

وتتميز أسعار الأوراق المالية بالأسواق المالية المتطورة والناشئة في ظل الأزمة المالية العالمية بتذبذبات مما يعني ارتفاع درجة المخاطر، مما يدفع بالمستثمرين إلى المطالبة بعلاوة مخاطرة أكبر نتيجة لذلك، ومن ثمة تتجه تكلفة التمويل إلى الارتفاع، مما يشكل تهديدا على قيمة المؤسسات.

سوف نتطرق في هذا المبحث إلى عرض بعض الدراسات السابقة التي تناولت موضوع سعر الفائدة وتأثيره على المؤسسة.

¹ - البشير عبد الكريم، معدل الربح كإديل لمعدل الفائدة في علاج الأزمة المالية و الاقتصادية -دراسة نظرية و قياسية- ص2.

أولاً: دراسة بلعزوز علي (2004) بعنوان¹: أثر تغير أسعار الفائدة على اقتصاديات الدول النامية تجربة الجزائر، اعتمد الباحث في معالجته للموضوع على أساس التراكمات الاقتصادية والاجتماعية والتاريخية كعوامل مستقلة، والنظريات النقدية، حيث تطرق الباحث لتجربة بعض الدول النامية وتجربة الجزائر خلال سنوات الإصلاح (1986، 1988، 1990)، خلاصة هذه الدراسة إلى أن النموذج الذي صاغه كل من "ماكينون و شو و فراي و غيرهم" هو أكثر النماذج انطباقاً على الاقتصاد الجزائري خلال مرحلة الإصلاحات، واستخلص أن سعر الفائدة يعد أداة من أدوات السياسة النقدية لا تتمتع بالمرونة اللازمة لتؤثر في المتغيرات الاقتصادية بقدر تغير أسعار النفط في الخارج.

ثانياً: دراسة بن الضب علي بعنوان² (2010): دراسة أثر سياسة الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا على أسعار الأسهم في السوق المالية الناشئة (الأرجنتين، المكسيك، تل أبيب، ماليزيا، هونكونغ) خلال الفترة (1999-2010)، حيث اعتمد الباحث على اختبار السببية بمفهوم غرانجر واختبارات الدلالة الإحصائية، وتم تقدير معاملات النموذج وفق طريقة المربعات الصغرى، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط عكسية ذات دلالة بين معدل الإقراض بين البنوك الدولية في أوروبا وأسعار الأسهم في البورصات الناشئة.

ثالثاً: دراسة حمادي رشيد (2012) بعنوان³: أثر تغيرات معدل الفائدة على أداء المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المؤسسات ص و م في الجزائر، انتهج الطالب في الإجابة عن الإشكالية بالتطرق إلى ما جاء به المفكرون الاقتصاديون وكذلك الفكر الإسلامي، واستعان الباحث ببرنامج spss17 لإبراز العلاقة سعر الفائدة في تطوير المؤسسات ص و م.

وتمت الدراسة على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (2002-2010)، توصلت الطالب إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات الاقتصادية وبين التغير الحاصل في معدلات الفائدة والتي كانت ايجابية على تطور المؤسسات ص و م. كما كانت هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغيرات الحاصلة في معدلات الفائدة والتي كانت عكسية بينها وبين التغير الحاصل في نمو المؤسسات ص و م.

¹ - بلعزوز بن علي، أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية حالة الجزائر، مذكرة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2004.

² - علي بن الضب، دراسة أثر سياسة الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا على أسعار الأسهم في السوق المالية الناشئة، الملتقى الدولي حول السياسة النقدية والمؤسسات المالية، 2010.

³ - حمادي رشيد، أثر تغير معدل الفائدة على أداء المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة، مذكرة ماجستير، جامعة تلمسان، 2012.

رابعاً: دراسة Bento J Lobo (2002) بعنوان¹:

Interest Rate Surprises and stock prices

جرت الدراسة على معطيات بنك الاحتياط الفدرالي في نيويورك في الفترة (1990-2001) تبحث هذه الدراسة تأثير تقلب اسعار الفائدة على الأوراق المالية، حيث استخدم مؤشر S & P 500 و EGARCH واستعمل منهجين الأول، واعتمد على توقعات المشاركين لأسعار الفائدة في السوق، أما المنهج الثاني فاستخدم جرد لبيانات ماضية من أجل معرفة تأثير المعلومات الجديدة في السوق، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين تغيرات أسعار الفائدة وأسعار الأسهم، كما أنه توجد عوامل أخرى تتحكم على تقلبات الأسهم في السوق من بينها طبيعة الإفصاح.

خامساً: دراسة Nicolas Moumni (2006) بعنوان²:

Taux d'intérêt et course des actions : une approche empirique de Bourse

تم الدراسة في سوق باريس على مجموعة مؤسسات CAC40 خلال الفترة الممتدة بين 1995 و 2005 استعان الباحث اختبار السببية بمفهوم غرانجر ، وتم تقدير معلمات النموذج وفق طريقة المربعات الصغرى، توصلت الباحث إلى وجود ذو علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية وأن القوة تفسيرية كبيرة حوالي 44% خلال فترة مايو 2002 إلى يونيو 2005، كما أن سعر الفائدة الاسمي يفسر في أفضل الأحوال 50% من حركة سعر السهم، و 50% تتحكم فيها عوامل أخرى يمكن أن تفسر حركة سعر السهم.

سادساً: دراسة Cifter, Atilla and Ozun, Alper (2007) بعنوان³:

Estimating the Effects of Interest Rates on Share Prices Using Multi-scale Causality Test in Emerging Markets

¹ - Bento J Lobo , Interest Rate Surprises and stock prices The University of Louisiana at Lafayette Dept. of Economics and Finance P.O. Box 44570 This version: Spring 2002. Pdf.

² - Nicolas Moumni , Taux d'intérêt et cours des actions : une approche empirique de la Bourse de Paris de 1995 à 2005 Maître de conférences (HDR)- CRIISEA, Faculté d'Economie et de Gestion, UPJV, Amiens 03/01/2006 pdf.

³ - Cifter, Atilla and Ozun, Alper, _Estimating the Effects of Interest Rates on Share Prices Using Multi-scale Causality Test in Emerging Markets Evidence from Turkey M, armara University, 2007.pdf.

تم الدراسة بسوق تركيا خلال الفترة الممتدة (2003-2006)، تبحث هذه الورقة في آثار تغيرات أسعار الفائدة على عوائد الأسهم باستخدام تحليل الموجات مع اختبار السببية جرانجر واختبار ديكي فولر المطور، حيث خلصت الدراسة إلى وجود علاقة سببية وأن آثار سعر الفائدة على عوائد الأسهم يزيد في فترات زمنية، وأظهرت نتائج اختبار ديكي فولر المطور أن السلسلة الزمنية ثابتة.

من خلال عرض الدراسات السابقة نلاحظ أن جميع الباحثين ركزوا على بعض جوانب موضوع دراستنا، عوائد الأسهم، أسواق الأسهم، المؤسسات ص و م، وغيرها. لذا فإن دراستنا هذه سنتمركز حول آثار تغيرات أسعار الفائدة على قيمة المؤسسة.

خلاصة الفصل

يعد سعر الفائدة العائد على استثمار الأموال لمدة زمنية محدد مقابل تنازل المقرض عن التصرف بأمواله طيلة فترة احتساب العائد والذي غالبا ما يكون سنويا، وتمثل تكلفة التمويل من أهم القيود المحدد لقرار اختيار كل من للهيكل المالي والمشاريع الاستثمارية كونها تمثل همزة وصل بينه وبين قيمة الشركة.

في السوق الكفاء يعكس سعر السهم كفاءة المعلومات المتاحة التي من شأنها أن تؤثر على قيمته، غير أن كون هذه المعلومات متاحة للجميع في ظل ما يسمى بالسوق الكفاء، لذلك حظيت العلاقة بين أسعار الفائدة و أسعار الأسهم باهتمام العديد من الاقتصاديين و كثر الجدل حول طبيعتها.

وقد تبين من خلال الفصل الأول وجود آراء تبنت طبيعة العلاقة الايجابية حيث بأن الارتفاع في أسعار الفائدة يؤدي إلى الارتفاع في أسعار الأسهم (قيمة المؤسسة).

وقد تبنت مجموعة أخرى طبيعة العلاقة السلبية بين أسعار الفائدة وقيمة أسعار الأسهم.

الفصل الثاني

الفصل الثاني: دراسة تطبيقية لأثر تغير معدل يوريبور على أسعار أسهم شركات cac40 خلال الفترة 2007-2012.

إن نشأة وظهور أسواق الأوراق المالية ارتبط بمجئ وتطور الرأسمالية الصناعية، إذ وجدت هذه الأسواق بهدف جذب المدخرات وتحقيق عمليات تبادل القيم المنقولة وتمويل النمو الاقتصادي.

ومع استمرارية تطور الاقتصاد الرأسمالي وتعاضم قدراته الإنتاجية واتساع تأثير المنافسة وآلية السوق وتزايد الاحتياجات لتعزيز فعالية الأدوات الاستثمارية تعبئة المدخرات ورفع كفاءة التخصيص واستخدام الموارد المتاحة فقد تزايدت أهمية أسواق المالية وأصبحت تشكل أداة أساسية لتدعيم النمو الاقتصادي وتحقيق نهوض شامل ومتسارع في كل جوانب الحياة.

لقد شكلت بورصة باريس للقيم المنقولة، والتي تعد أحد أهم البورصات في اتحاد أسواق المال الأوروبية "اليورونكست" موضوع دراستنا، حيث قمنا باختيار الأوراق المالية من جملة القيم التي تصدرها الشركات المدرجة في المؤشر الرئيسي للبورصة CAC40، وذلك لعدة اعتبارات أهمها توفر المعطيات الخاصة بهذه الشركات إلى جانب وزنها الاقتصادي في السوق ووضعيتها المالية الجيدة.

يتضمن هذا الفصل مبحثين، أحدهما خصص للتعريف بمتغيرات الدراسة، بينما خصص المبحث الثاني لتوضيح مضمون الدراسة.

المبحث الأول: تعريف متغيرات الدراسة

المطلب الأول: ماهية بيوريبور EURIBOR

تعريف يوريبور: يمثل معدل الإقراض بين البنوك في أوروبا (Euribor®) متوسط مجموعة من المعدلات لأسعار الفائدة على القروض المتبادلة بعملة اليورو بين البنوك الدولية في أوروبا لمدة استحقاق محددة تتراوح بين أسبوع لسنة، حيث تم إنشاء هذا المعدل رسمياً في 30 ديسمبر 1998.

يعتبر يوريبور متوسط الإقراض بين 57 بنكا من أكبر البنوك في أوروبا ذات حجم الأعمال الأكبر في أسواق المال في منطقة اليورو، وتتمثل هذه البنوك في :
- بنوك من دول الاتحاد الأوروبي المشاركة في اليورو منذ البداية؛
- بنوك من دول الاتحاد الأوروبي غير المشاركة في اليورو منذ البداية؛
- البنوك الدولية الكبيرة من دول خارج الاتحاد الأوروبي ولكن لها أهمية في منطقة اليورو.

يتم احتساب يوريبور على أساس السنة التجارية بشكل دالة خطية في الزمن مع الأخذ في الحسبان الانحرافات الكبيرة من أجل حماية المؤشر من الأحداث الطارئة.¹

تعريف آخر:

عرف أيضاً باسم سعر العرض بين البنوك الأوروبية، وهو السعر الذي تقوم البنوك عنده باستدانة النقود من بنوك أخرى. تتألف هذه المجموعة من البنوك من أكبر المشاركين في أسواق المال الأوروبية، ونظراً لكونهم أكبر المساهمين فقد أصبح سعر العرض بين البنوك الأوروبية محدداً لمعدلات الفائدة قصيرة الأمد، والعقود الآجلة، وتبديلات معدلات الفائدة.²

المطلب الثاني:

تعريف بعينة شركات CAC40: يعد مؤشر CAC40 من أكثر المؤشرات أهمية في سوق باريس إذ مؤشر أسعار الأكثر تمثيلاً لـ 40 مؤسسة من بين سوق القيم هذا أول مؤشر يولد العقود الآجلة والخيارات.³

¹ - على بن الضب، دراسة أثر سياسة الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا على أسعار الأسهم في الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي الأول حول السياسات النقدية والمؤسسات المالية، جامعة 20 أوت 1955، ص15.

² - <http://arabic.onefinancialmarkets.com/market-library/euribor>.

³ - Jacqueline DELAHAAYE et florence DELAHAYE, finance d'entreprise, 2^e édition, DUNOD ,paris, 2009, p476.

تعريف آخر: يتم حسابه على أساس عينة مكونة من 40 قيمة تعبر عن أكبر الشركات الفرنسية من حيث الرسملة البورصية بحيث تعكس وتعبر عن السوق المالي الفرنسي، تتم مراجعته 4 مرات في سنة ويحسب في الوقت الحقيقي من طرف فرع يورونكست باريس، وينشر كل 30 ثانية ويعتبر محل للتعاقد في العقود الآجلة والخيارات.¹

تكوين مؤشر السوق CAC40²:

خلال اجتماع المجلس يقوم الأعضاء بتحديث قائمة المؤسسات المكونة لمؤشر CAC40 وذلك حسب المراحل التالية :

- 1 - وضع قائمة لمائة أكبر مؤسسة فرنسية مسجلة في اليورونكست من حيث القيمة السوقية: تحسب القيمة السوقية بالاعتماد على سعر السهم في نفس يوم انعقاد الاجتماع.
- 2 - اختيار أول أربعين مؤسسة من حيث سرعة حركة أسهمها: يتم تحديد الأربعين مؤسسة الأولى وفقا للترتيب الذي ينتج عن تطبيق العلاقة التالية:
سرعة حركة السهم = مجموع حجم التداول اليومي لمدة 12 شهر الأخيرة

كيفية حساب المؤشر³:

منذ 1 ديسمبر 2003 أصبح المؤشر والمؤشرات العالمية الكبرى تعتمد نظام التعويم الحر، الذي يأخذ في الحسبان بالإضافة إلى الرسملة البورصية للمؤسسات المكونة له عدد أسهم المتاحة فعلا في السوق، وهذا القرار أتخذ من طرف المجلس العلمي لمؤشرات أورونكست باريس، مما يسمح بتأمين أكثر اتساق بين الواقع البورصي للمؤسسات وترجمة هذا الواقع بالمؤشرات، والحد من ظواهر التقلب الناتج من التشويه الكبير بين وزن القيمة في المؤشر وحصه رأس المال المعوم المتاحة في السوق.

¹ - صديقي صافية، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع تطبيق على سوق باريس، مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة 2012، ص 148.

² - شربي عماد الدين، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في مؤشر كاك40، مذكرة ماجستير، جامعة قسنطينة، 2011، ص 93-94،

³ - عبد الوهاب دادن وحورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة حالة المؤشر cac40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و2009، مجلة الباحث العدد 10، ص 226.

ويقصد بالرسمة البورصية المعممة أو التعويم، ذلك الجزء من رأس مال المؤسسة المملوك من قبل جمهور المستثمرين، وطبقا للتعديل على منهجية حساب المؤشر فإن تقييم أوزان القيم المركبة لهذا المؤشر، تأخذ في الحسبان نسبة المال المحتجز (المملوك) من قبل جمهور المستثمرين بدلا من رأس المال الإجمالي الصادر عن المؤسسات.

الحساب المرجح بالرسمة البورصية: ويتم حساب مؤشره السعري وفق العلاقة التالية:

$$I_t = 1000 \left(\sum_{i=0}^n Q_{it} C_{it} / B_0 K_T \right)$$

حيث: t يوم الحساب، n عدد القيم في العينة؛ Q_{it} عدد الأسهم (الأوراق المالية) المستخدمة في المؤسسة i في التاريخ t ؛ C_{it} سعر السهم (القيمة) i في التاريخ t B_0 الرسمة البورصية في يوم الأساس 1987/12/31، K_T المعامل المعدل في التاريخ t للرسمة القاعدية ($k_0=1$).

المبحث الثاني: اختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة

المطلب الأول: نتائج الدراسة

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى عرض النتائج المستخرجة من برنامج 4 EViews وبالاستعانة ببرنامج EXCEL والقيام بتحليلها
أولاً: تحليل الارتباط

الجدول (1-1): مصفوفة معاملات الارتباط للمتغيرات

	E		E
E	1	S20	0.71
S1	0.2	S21	0.01
S2	0.54	S22	-0.12
S3	-0.31	S23	0.33
S4	0.28	S24	0.78
S5	0.34	S25	0.25
S6	0.51	S26	0.06
S7	0.52	S27	-0.26
S9	0.61	S28	0.47
S10	0.15	S29	0.65
S11	0.34	S30	-0.08
S12	0.74	S31	0.57
S13	-0.35	S32	0.47
S14	0.55	S33	-0.17
S15	0.54	S34	0.14
S16	0.74	S35	0.3
S18	0.71	S36	0.67
S19	-0.67	S38	0.12

نلاحظ من خلال مصفوفة الارتباط الواردة أعلاه أن معاملات الارتباط أخذت عدة قيم، من موجب وسالب، وقوي وضعيف، حيث بلغ أقصاه حوالي 79% بين سهم من قطاع الصناعة (mt) ، وبلغ أدنى قيمة له ب(-0.67) بين سهم من قطاع التكنولوجيا (gto).
الجدول (2-1): معاملات الارتباط الخاصة بالقطاعات

القطاع	الصحة	العمومي	المواد الأساسية	التكنولوجيا	المالي	الخدمات	السلع	الصناعة
معامل الارتباط	-0.35	0.72	0.26	0.18	0.49	0.16	0.4	0.29

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات البرنامج EViews4 و
 الاستعانة EXCEL

نلاحظ من الدول أعلاه أن العمومي هو أكثر القطاعات تأثراً لتغيرات أسعار الفائدة بقدرة تفسيرية عالية قدرت ب 72% وذلك راجع لعدت اعتبارات منها عدد الشركات المتضمنة فيه قليلة (شركتان) ، وكانت معاملات ارتباطها كانت كبيرة.

ثم يليه القطاع المالي بدرجة ارتباط قدرها 49%، أما بالنسبة للقطاع الصحة فقد سجل أقل معامل ارتباط بعلاقة عكسية بلغت 35%.

ثانياً: تحليل الانحدار الخاص بالقطاعات

نقوم هنا بتحليل الانحدار الخاصة بالقطاعات لتحديد أثر التغيرات على كل قطاع

أولاً قطاع الصحة الجدول (3-1): نتائج الاختبار التشتت

السهم	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std, Dev	Skewness	Kurtosis	Jarque-Bera
S1	33,61552	35,03000	48,16000	8,760000	8,049237	0,529196	2,763981	46,59497

من خلال الجدول نلاحظ أن تشتت القيم بلغ 33,61 بينما بلغ متوسط الأسعار 35 حيث بلغت أعلى قيمة عند مستوى 48 ومستوى أدنى قيمة عند 8، بينما بلغ اختبار (Std, Dev) 8 أي أن قيم أسعار المؤشر أقل تشتت، بينما يلتوي شكل التوزيع الإحصائي لأسعار أسهم قطاع الصحة جهة اليسار وذلك حسب مؤشر (Skewness) الذي يقيس درجة الالتواء عن التوزيع الطبيعي، أما مقياس (Kurtosis) فيدل على الأسعار أن الأسعار تتصف بتفطح زائد، مما سبق نستنتج أن أسعار الأسهم لا تتبع التوزيع الطبيعي وهو ما تشير إليه إحصائية (Jarque-Bera) والتي كانت ذو دلالة إحصائية عند مستوى 99%.

الجدول (4-1): نتائج تقدير المعاملات

السهم	constant	t-Statistic	e	t-Statistic	Adjusted R2	F-statistic	DW stat
S13	54,01538	116,2428	5,212556	30,49658	0,373103	930,0411	0,060498

تشير نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة ثقة 99% حسب احتمال إحصائية فيشر، وهو ذو قدرة تفسيرية عالية قدرت ب 37% وكل المتغيرات تختلف معنويًا عن الصفر، أي أن تأثيرها على قيم المؤسسة ذو دلالة إحصائية، وأن أسعار الفائدة تفسر قيمة المؤسسة بحوالي 38% ومن خلال اختبار (DW stat) نلاحظ أنها أقل من الصفر مما يدل على وجود ارتباط ذاتي موجب.

من الجدول أعلاه نلاحظ وجود علاقة عكسية بين تغيرات أسعار الفائدة وقيمة سهم المؤسسة وهذا ما نستنتجه من الإشارة السالبة ل (e).

ثانياً: القطاع العمومي:

الجدول (5-1): نتائج الاختبار التشتت

السهم	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std, Dev,	Skewness	Kurtosis	Jarque-Bera
S12	40,05916	34,69000	66,94000	0,000000	12,22856	0,478957	2,057724	71,54223
S18	23,68858	23,29000	32,32000	0,000000	3,255279	0,008036	5,227168	196,5612

من خلال الجدول نلاحظ أن متوسط تشتت القيم بلغ 32 بينما بلغ متوسط الأسعار 28,5 حيث بلغت أعلى قيمة عند مستوى 66 ومستوى أدنى قيمة عند 0، بينما بلغ اختبار (Std, Dev) ما بين 3 إلى 12 أي أن قيم أسعار المؤشر أقل تشتت، بينما يلتوي شكل التوزيع الإحصائي لأسعار أسهم قطاع الصحة جهة اليمين وذلك حسب مؤشر (Skewness) الذي يقيس درجة الالتواء عن التوزيع الطبيعي، أما مقياس (Kurtosis) فيدل على الأسعار أن الأسعار تتصف بتفطح زائد، مما سبق نستنتج أن أسعار الأسهم لا تتبع التوزيع الطبيعي وهو ما تشير إليه إحصائية (Jarque-Bera) والتي كانت ذو دلالة إحصائية عند مستوى 99%.

الجدول (6-1): نتائج تقدير المعاملات

السهم	constant	t-Statistic	e	t-Statistic	Adjusted R2	F-statistic	DW stat
s12	17,84057	52,31782	6,706683	53,67453	0,650256	2880,955	0,132462
s18	18,38739	175,6524	1,651015	43,00180	0,543550	1849,155	0,140679

حسب نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة ثقة 99% حسب احتمال إحصائية فيشر، وهو ذو قدرة تفسيرية عالية تراوحت (54% - 65%) وكل المتغيرات تختلف معنويًا عن الصفر، أي أن تأثيرها على قيم المؤسسة ذو دلالة إحصائية، وأن أسعار الفائدة تفسر قيمة المؤسسة بحوالي 41% في السهم S18 و 55% في السهم S12، ومن خلال اختبار (DW stat) نلاحظ أنها أقل من الصفر مما يدل على وجود ارتباط ذاتي موجب في كلا السهمين.

و نلاحظ أن جميع المتغيرات ذو إشارة موجبة أي وجود علاقة طردية بين تغيرات أسعار الفائدة وقيمة سهم المؤسسة.

ثالثًا: قطاع المواد الأساسية:

الجدول (7-1): نتائج الاختبار التشتت

السهم	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std, Dev,	Skewness	Kurtosis	Jarque-Bera
S15	35,39715	35,11000	46,05000	25,15000	4,159637	0,213750	2,257593	29,08181
S34	43,38717	46,57000	60,67000	15,53000	10,91462	0,956101	2,870349	145,5554
S38	30,23583	31,69000	76,16000	10,68000	11,12066	1,334384	7,016186	921,3632

من خلال الجدول نلاحظ أن متوسط تشتت القيم بلغ 36 بينما بلغ متوسط الأسعار 38 حيث بلغت أعلى قيمة عند مستوى 76 ومستوى أدنى قيمة عند 46، بينما بلغ اختبار (Std, Dev) ما بين 4 إلى 11 أي أن قيم أسعار المؤشر أقل تشتت، بينما يلتوي شكل التوزيع الإحصائي لأسعار أسهم قطاع الصحة جهة اليسار واليمين وذلك حسب مؤشر (Skewness) الذي يقيس درجة الالتواء عن التوزيع الطبيعي، أما مقياس (Kurtosis) فيدل على الأسعار أن الأسعار تتصف بتقلطح زائد، مما سبق نستنتج أن أسعار الأسهم

لا تتبع التوزيع الطبيعي وهو ما تشير إليه إحصائية (Jarque-Bera) والتي كانت ذو دلالة إحصائية عند مستوى 99%.

الجدول (8-1): نتائج تقدير المعاملات

السهم	constant	t-Statistic	e	t-Statistic	Adjusted R2	F-statistic	DW stat
S15	33,65059	247,7409	0,802791	16,06791	0,141448	258,1776	0,041970
S34	64,12202	97,63350	-4,364209	-18,06547	0,172481	326,3611	0,020978
S38	45,36953	63,21070	-2,626166	-9,947188	0,059041	98,94655	0,011099

أظهرت نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة ثقة 99% حسب احتمال إحصائية فيشر، وهو ذو قدرة تفسيرية منخفضة تراوحت من 5% إلى 17% وكل المتغيرات تختلف معنويًا عن الصفر، أي أن تأثيرها على قيم المؤسسة ذو دلالة إحصائية. وأن أسعار الفائدة تفسر قيمة المؤسسة بحوالي 16% في السهمين S15، S34 و 6% في السهم S38، وأن أسعار الفائدة تفسر قيمة المؤسسة بحوالي 38% ومن خلال اختبار (DW stat) نلاحظ أنها أقل من الصفر مما يدل على وجود ارتباط ذاتي موجب في كلا الأسهم.

نلاحظ من الجدول أعلاه على وجود علاقة عكسية بين تغيرات أسعار الفائدة وقيمة سهم المؤسسة بالنسبة لأسهم الشركتين S34 و S38 وهذا ما حسب الإشارة السالبة. أما بالنسبة إلى سهم الشركة S15 فنلاحظ وجود علاقة طردية بين تغيرات أسعار الفائدة وقيمة سهم المؤسسة وهذا ما حسب الإشارة الموجبة.

رابعاً: قطاع التكنولوجيا:

الجدول (9-1): نتائج الاختبار التشتت

السهم	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std, Dev,	Skewness	Kurtosis	Jarque-Bera
S8	32,54983	32,47000	48,38000	19,28000	6,981164	0,266641	2,488748	21,62609
S16	12,64001	12,53000	16,25000	10,78000	1,066926	0,888645	3,819374	151,7690
S19	22,94279	21,41000	33,21000	15,35000	5,054106	0,454651	1,787463	91,02160
S32	6,260641	5,390000	11,27000	0,000000	2,389438	0,786349	2,435472	110,6359

من خلال الجدول نلاحظ أن متوسط تشتت القيم بلغ حوالي 18,75 بينما بلغ متوسط الأسعار 17,75 حيث بلغت أعلى قيمة عند مستوى 48,38 ومستوى أدنى قيمة عند 11,27، بينما بلغ اختبار (Std, Dev) ما بين 1 إلى 6 أي أن قيم أسعار المؤشر أقل تشتت، بينما يلتوي شكل التوزيع الإحصائي لأسعار أسهم قطاع الصحة جهة اليمين وذلك حسب مؤشر (Skewness) الذي يقيس درجة الالتواء عن التوزيع الطبيعي، أما مقياس (Kurtosis) فيدل على الأسعار أن الأسعار تتصف بتفطح زائد، مما سبق نستنتج أن أسعار الأسهم لا تتبع التوزيع الطبيعي وهو ما تشير إليه إحصائية (Jarque-Bera) والتي كانت ذو دلالة إحصائية عند مستوى 99%.

الجدول (10-1): نتائج تقدير المعاملات

السهم	constant	t-Statistic	e	t-Statistic	Adjusted R2	F-statistic	DW stat
S8	29,96234	125,3764	1,002055	11,39944	0,076303	129,9473	0,020771
S16	10,91436	218,7991	0,501592	27,33695	0,323454	747,3088	0,054304
S19	41,68010	97,99689	-5,127426	-32,77440	0,407402	1074,162	0,051598
S32	4,516851	61,55022	0,618056	22,97745	0,253718	527,9634	0,041602

تشير نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة ثقة 99% حسب احتمال إحصائية فيشر وهو ذو قدرة تفسيرية عالية تراوحت من 25% إلى 76% عدا سهم الشركة S8 فهو ذو قدرة تفسيرية قدرت ب 1% وكل المتغيرات تختلف معنويًا عن الصفر، أي أن تأثيرها على قيم المؤسسة ذو دلالة إحصائية، وأن أسعار الفائدة تفسر قيمة المؤسسة بحوالي 33%، ومن خلال اختبار (DW stat) نلاحظ أنها أقل من الصفر مما يدل على وجود ارتباط ذاتي موجب في كلا الأسهم.

و نلاحظ أن جميع المتغيرات التابعة ذو إشارة موجبة أي وجود علاقة طردية بين تغيرات أسعار الفائدة وقيمة سهم المؤسسة عدا سهم الشركة S19 فهو ذو إشارة سالبة أي وجود علاقة عكسية بين تغيرات أسعار الفائدة وقيمة سهم المؤسسة.

خامسا: القطاع المالي:

الجدول (11-1): نتائج الاختبار التشتت

السهم	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std, Dev,	Skewness	Kurtosis	Jarque-Bera
S2	14,34989	12,10000	26,41000	5,320000	6,020848	0,624699	1,985957	102,6002
S6	51,22956	50,84000	75,76000	18,62000	12,40311	0,377605	2,925664	22,81880
S9	14,14393	13,87000	19,92000	4,670000	3,128305	0,283125	2,558289	20,43648
S17	63,42695	50,41000	135,9100	17,55000	32,21084	0,788670	2,205995	123,5683
S35	130,0533	131,5600	196,4500	77,76000	24,18614	0,270800	2,819986	12,90729

من خلال الجدول نلاحظ أن متوسط تشتت القيم بلغ 54,6 بينما بلغ متوسط الأسعار 51,75 حيث بلغت أعلى قيمة عند مستوى 196,4 ومستوى أدنى قيمة عند 4,6، بينما بلغ اختبار (Std, Dev) ما بين 3 إلى 24 أي أن قيم أسعار المؤشر أقل تشتت بينما يلتوي شكل التوزيع الإحصائي لأسعار أسهم قطاع الصحة جهة اليسار واليمين وذلك حسب مؤشر (Skewness) الذي يقيس درجة الالتواء عن التوزيع الطبيعي، أما مقياس (Kurtosis) فيدل على الأسعار أن الأسعار تتصف بتفطح زائد، مما سبق نستنتج أن أسعار الأسهم لا تتبع التوزيع الطبيعي وهو ما تشير إليه إحصائية (Jarque-Bera) والتي كانت ذو دلالة إحصائية عند مستوى 99%.

الجدول (12-1): نتائج تقدير المعاملات

السهم	constant	t-Statistic	e	t-Statistic	Adjusted R2	F-statistic	DW stat
S2	6,386321	34,25948	2,409842	35,14556	0,441545	1235,210	0,057685
S6	37,21813	90,18627	4,349957	28,65647	0,344446	821,1933	0,048909
S9	10,30298	113,9926	1,217862	36,63228	0,462081	1341,924	0,086212
S17	23,81886	25,99650	12,35125	36,64854	0,462302	1343,116	0,062354
S35	133,5617	152,1860	0,429025	1,329008	0,000491	1,766262	0,015766

تشير نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة ثقة 99% حسب احتمال إحصائية فيشر، وهو ذو قدرة تفسيرية عالية تراوحت من 34% إلى 46% عدا سهم الشركة S35 فهو ذو قدرة تفسيرية قدرت ب 0,1% وكل المتغيرات تختلف معنويا

عن الصفر، أي أن تأثيرها على قيم المؤسسة ذو دلالة إحصائية، وأن أسعار الفائدة تفسر قيمة المؤسسة بحوالي 44%، ومن خلال اختبار (DW stat) نلاحظ أنها أقل من الصفر مما يدل على وجود ارتباط ذاتي موجب في كلا الأسهم.

و نلاحظ أن جميع المتغيرات ذو إشارة موجبة أي وجود علاقة طردية بين تغيرات أسعار الفائدة وقيمة سهم المؤسسة.

سادسا: قطاع الخدمات:

الجدول (13-1): نتائج الاختبار التشتت

السهم	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std, Dev,	Skewness	Kurtosis	Jarque-Bera
S1	23,37126	23,91000	31,09000	15,04000	3,421355	0,350552	2,230844	42,91968
S7	32,81197	30,97000	46,47000	19,10000	7,028887	0,232403	1,770474	68,46317
S22	64,80325	66,91000	91,51000	35,06000	12,63292	0,404470	2,536256	34,45165
S26	74,81780	75,59000	110,3800	27,02000	21,57555	0,362872	2,102213	52,80931
S27	24,46560	24,31000	33,77000	14,24000	5,100457	0,003067	1,788329	58,17677
S37	16,17199	15,62000	20,19000	12,22000	2,190950	0,243902	1,635121	83,24603

من خلال الجدول نلاحظ أن متوسط تشتت القيم بلغ حوالي 39,4 بينما بلغ متوسط الأسعار 39,55 حيث بلغت أعلى قيمة عند مستوى 110,4 ومستوى أدنى قيمة عند 12,2، بينما بلغ اختبار (Std, Dev) ما بين 2 إلى 21 أي أن قيم أسعار المؤشر أقل تشتت، بينما يلتوي شكل التوزيع الإحصائي لأسعار أسهم قطاع الصحة جهة اليسار واليمين وذلك حسب مؤشر (Skewness) الذي يقيس درجة الالتواء عن التوزيع الطبيعي، أما مقياس (Kurtosis) فيدل على الأسعار أن الأسعار تتصف بتفطح زائد، مما سبق نستنتج أن أسعار الأسهم لا تتبع التوزيع الطبيعي وهو ما تشير إليه إحصائية (Jarque-Bera) والتي كانت ذو دلالة إحصائية عند مستوى 99%.

الجدول (14-1): نتائج تقدير المعاملات

السهم	constan t	t- Statistic	e	t-Statistic	Adjusted R2	F- statistic	DW stat
S1	24,75559	161,3850	-0,160119	-2,837819	0,004498	8,053217	0,022422
S7	21,50339	74,92255	3,227021	30,56746	0,374191	934,3695	0,046924
S22	102,3631	112,3940	-8,561967	-25,55790	0,294688	653,2061	0,034573
S26	103,0991	104,3973	-6,016915	-16,56381	0,149022	274,3597	0,017651
S27	35,08400	137,9993	-2,649100	-28,32815	0,339255	802,4839	0,041302
S37	14,14078	220,6789	0,748842	31,77093	0,392463	1009,392	0,071959

تبين نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة ثقة 99% حسب احتمال إحصائية فيشر، وهو ذو قدرة تفسيرية عالية تراوحت من 14% إلى 39% عدا سهم الشركة S1 فهو ذو قدرة تفسيرية قدرت ب 0,1% وكل المتغيرات تختلف معنوياً عن الصفر، أي أن تأثيرها على قيم المؤسسة ذو دلالة إحصائية، وأن أسعار الفائدة تفسر قيمة المؤسسة بحوالي 35%، ومن خلال اختبار (DW stat) نلاحظ أنها أقل من الصفر مما يدل على وجود ارتباط ذاتي موجب في كل الأسهم.

نلاحظ من الجدول أعلاه على وجود علاقة عكسية بين تغيرات أسعار الفائدة وقيمة سهم المؤسسة بالنسبة لأسهم الشركات (S1 S22 S26 S27) وهذا ما حسب الإشارة السالبة، أما بالنسبة لباقي أسهم الشركات (S7 و S37) فنلاحظ وجود علاقة طردية بين تغيرات أسعار الفائدة وقيمة سهم المؤسسة وهذا ما حسب الإشارة الموجبة.

سابعاً: قطاع السلع:

الجدول (15-1): نتائج الاختبار التشتت

السهم	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std, Dev,	Skewness	Kurtosis	Jarque- Bera
S5	39,99728	39,78000	55,86000	23,66000	7,989822	0,276009	2,424561	25,19568
S23	52,10672	50,49000	88,63000	20,70000	15,31054	0,387758	2,587120	30,58629
S25	66,72009	69,50000	87,49000	42,20000	10,39318	0,466781	2,315575	53,09650
S28	57,52772	58,38000	73,47000	36,87000	9,961378	0,357058	1,960373	63,03497
S29	50,11759	35,16000	107,5700	10,10000	27,23804	0,441006	1,815073	86,46161

من خلال الجدول نلاحظ أن متوسط تشتت القيم بلغ حوالي 53,3 بينما بلغ متوسط الأسعار 50,65 حيث بلغت أعلى قيمة عند مستوى 107,6 ومستوى أدنى قيمة عند 20,7، بينما بلغ اختبار (Std, Dev) ما بين 7,9 إلى 27,2 أي أن قيم أسعار المؤشر أقل تشتت، بينما يلتوي شكل التوزيع الإحصائي لأسعار أسهم قطاع الصحة جهة اليسار واليمين وذلك حسب مؤشر (Skewness) الذي يقيس درجة الالتواء عن التوزيع الطبيعي، أما مقياس (Kurtosis) فيدل على الأسعار أن الأسعار تتصف بتفطح زائد، مما سبق نستنتج أن أسعار الأسهم لا تتبع التوزيع الطبيعي وهو ما تشير إليه إحصائية (Jarque-Bera) والتي كانت ذو دلالة إحصائية عند مستوى 99%.

الجدول (16-1): نتائج تقدير المعاملات

السهم	constant	t-Statistic	e	t-Statistic	Adjusted R2	F-statistic	DW stat
S5	42,87194	144,1073	-0,077916	-0,712023	-0,000316	0,506976	0,016840
S23	50,04572	98,41912	1,371215	7,331114	0,032685	53,74524	0,012386
S25	77,90220	156,1144	-2,100408	-11,44324	0,076849	130,9477	0,014783
S28	64,35450	135,3230	-0,763187	-4,362905	0,011421	19,03494	0,008960
S29	25,31612	37,11187	8,938590	35,62350	0,448222	1269,034	0,059599

دلت نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة ثقة 99% حسب احتمال إحصائية فيشر، وهو ذو قدرة تفسيرية عالية قدرت ب 45% أما بالنسبة إلى باقي النموذج تراوحت من 1,1% إلى 7,6% عدا سهم الشركة S5 فهو ذو قدرة تفسيرية سالبة قدرت ب (70%)، وكل المتغيرات تختلف معنوياً عن الصفر، أي أن تأثيرها على قيم المؤسسة ذو دلالة إحصائية، ومن خلال اختبار (DW stat) نلاحظ أنها أقل من الصفر مما يدل على وجود ارتباط ذاتي موجب في كلا الأسهم.

نلاحظ من الجدول أعلاه على وجود علاقة عكسية بين تغيرات أسعار الفائدة وقيمة سهم المؤسسة بالنسبة لأسهم الشركات (S28 و S25 S5) وهذا ما حسب الإشارة السالبة. أما بالنسبة لباقي أسهم الشركات (S29 و S23) فنلاحظ وجود علاقة طردية بين تغيرات أسعار الفائدة وقيمة سهم المؤسسة وهذا ما حسب الإشارة الموجبة.

ثامنا: قطاع الصناعة:

الجدول (17-1): نتائج الاختبار التشتت

السهم	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std, Dev,	Skewness	Kurtosis	Jarque-Bera
S3	46,04781	47,96000	69,53000	19,88000	11,39155	-0,801941	3,503203	111,9663
S4	44,15391	42,40000	72,71000	0,000000	10,61196	0,714347	3,057752	81,01335
S10	31,04983	31,63000	46,13000	17,60000	6,937107	-0,003720	2,121757	30,56539
S11	15,66553	14,48000	24,59000	0,000000	4,192114	0,412332	2,189340	52,98811
S14	31,49874	29,52000	48,10000	16,54000	8,051715	0,363350	2,057761	56,10531
S20	68,76156	57,12000	116,0200	26,70000	27,06195	0,137258	1,396238	104,9037
S21	20,07906	20,19000	27,59000	0,000000	4,513171	-0,323945	2,107058	48,22783
S24	28,83123	18,85000	56,84000	0,000000	12,60392	0,454188	1,713907	98,23767
S30	12,91054	12,09000	22,36000	6,120000	3,694615	0,403421	2,401843	39,97313
S31	39,40326	33,67000	70,07000	15,13000	14,87822	0,584234	2,016135	92,45737
S33	14,78275	15,31000	21,19000	7,700000	3,129275	0,315258	2,274472	36,61120
S36	28,46516	21,81000	50,57000	12,18000	12,14883	0,387919	1,513318	111,4315

من خلال الجدول نلاحظ أن متوسط تشتت القيم بلغ حوالي 31,8 بينما بلغ متوسط الأسعار 28,57 حيث بلغت أعلى قيمة عند مستوى 72,7 ومستوى أدنى قيمة عند 0، بينما بلغ اختبار (Std, Dev) ما بين 3,1 إلى 14,8 أي أن قيم أسعار المؤشر أقل تشتت، ومن خلال اختبار (Skewness) نلاحظ وجود التواء جهة اليمين وجهة اليسار لدى الأسهم (S3، S10، S21 و S33)، أما مقياس (Kurtosis) تتصف بتفطح زائد، مما سبق نستنتج أن أسعار الأسهم لا تتبع التوزيع الطبيعي وهو ما تشير إليه إحصائية (Jarque-Bera) والتي كانت ذو دلالة إحصائية عند مستوى 99%.

الجدول (18-1): نتائج تقدير المعاملات

السهم	constant	t-Statistic	e	t-Statistic	Adjusted R2	F-statistic	DW stat
S3	73,29358	119,8550	-6,822001	-30,32870	0,370521	919,8298	0,046934
S4	32,05902	81,15947	3,263902	22,54272	0,246539	508,1741	0,057839
S10	32,08363	135,6706	0,002042	0,023471	-0,000641	0,000551	0,022782
S11	20,34822	90,85770	-0,775097	-9,442166	0,053813	89,15450	0,026171
S14	21,22725	88,86555	3,191353	36,39143	0,459757	1324,336	0,070370
S20	31,07565	45,39454	11,99096	47,57454	0,591254	2263,336	0,104728
S21	25,38815	128,2607	-1,149266	-15,84030	0,138848	250,9152	0,037933
S24	13,16730	27,88141	5,492218	39,24782	0,618381	1540,391	0,167949
S30	22,23925	92,57352	-2,124401	-24,04114	0,269870	577,9763	0,030616
S31	27,43533	68,21590	4,402797	29,76158	0,361750	885,7514	0,046160
S33	31,66780	71,77278	-3,956199	-24,37653	0,275374	594,2153	0,032126
S36	10,57846	32,21179	5,576819	46,16692	0,577123	2131,384	0,097663

تشير نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة ثقة 99% حسب احتمال إحصائية فيشر، وهو ذو قدرة تفسيرية عالية تراوحت من 13% إلى 61% عدا سهم الشركة S11 فهو ذو قدرة تفسيرية قدرت ب 5% أما بالنسبة إلى سهم الشركة S10 فهو ذو قدرة تفسيرية سالبة قدرت ب (0,01%)، وكل المتغيرات تختلف معنويًا عن الصفر، أي أن تأثيرها على قيم المؤسسة ذو دلالة إحصائية، ومن خلال اختبار (DW stat) نلاحظ أنها أقل من الصفر مما يدل على وجود ارتباط ذاتي موجب.

نلاحظ من الجدول أعلاه على وجود علاقة عكسية بين تغيرات أسعار الفائدة وقيمة سهم المؤسسة بالنسبة لأسهم الشركات (S3، S11، S30، S21 و S33) وهذا حسب الإشارة السالبة، أما بالنسبة لباقي أسهم الشركات (S4، S10، S14، S20، S24، S31 و S36) فنلاحظ وجود علاقة طردية بين تغيرات أسعار الفائدة وقيمة سهم المؤسسة وهذا حسب الإشارة الموجبة.

الاستنتاجات و التوصيات

الاستنتاجات:

من خلال التحليل السابق يمكن أن نستنتج :

أن هناك تأثير سلبي على قيمة المؤسسة عند مستوى دلالة إحصائية 99% بقدرة تفسيرية تجاوزت 37% أي أن تغيرات أسعار الفائدة تفسر 37% من قيمة المؤسسة في قطاع الصحة، تعتبر هذه النتيجة الميدانية مشابهة لنتيجة دراسة حمامي رشيد (2012) والتي توصلت إلى أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغيرات الحاصلة في معدلات الفائدة والتي كانت عكسية بينها وبين التغيرات الحاصلة في نمو المؤسسات ص و م .

أما في القطاع المالي فقد أظهرت النتائج وجود تأثير ايجابي على قيمة المؤسسة عند مستوى دلالة إحصائية 99% بقدرة تفسيرية تجاوزت 40%.

كذا الحال بالنسبة لقطاع الخدمات العمومية فقد بينت النتائج أن هناك تأثير ايجابي على قيمة المؤسسة عند مستوى دلالة إحصائية 99% بقدرة تفسيرية تجاوزت 40%.

هذه النتيجة الميدانية مطابقة لنتيجة دراسة Nicolas Moumni (2006) والتي توصلت إلى أنه توجد علاقة ايجابية بين سعر الفائدة الاسمي وبين حركة سعر الأسهم.

ويمكن القول بأنه من الطبيعي أن تكون هناك علاقة طردية بين تغيرات أسعار الفائدة وحركة الأسهم في القطاع المالي عموماً، (والبنوك خصوصاً)، إذ أنها تعتمد على التجارة في الأموال من خلال الاقتراض والإقراض بمعدل فائدة موجب لتحقيق هامش ربح، لذلك فإن العلاقة الطردية تعني بأن هذه المؤسسات تعتبر سعر الفائدة كمعدل ربح

أما في قطاع الصناعة دلت النتائج الدراسة أن النموذج الإحصائي المقدر ذو دلالة إحصائية و أن هناك تأثير ايجابي على قيمة المؤسسة عند مستوى دلالة إحصائية 99% بقدرة تفسيرية تراوحت بين 13% إلى 61% وقد لوحظ أيضاً أن هناك بعض قيم أسهم المؤسسات ضمن نفس القطاع قد اثبت وجود تأثير سلبي، تعتبر هذه النتيجة الميدانية مطابقة لنتيجة دراسة على بن الضب (2010) والتي توصلت إلى أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الإقراض (يوريبور) وبين أسعار أسهم الدول الناشئة في الاتجاهين.

أما بالنسبة لقطاع التكنولوجيا فأظهرت النتائج وجود تأثير ايجابي اكبر.

أما بالنسبة لباقي القطاعات فقد أظهرت نتائج النماذج الإحصائية المقدرتها فيها أنها ذو دلالة إحصائية وان هناك تأثير سلبي اكبر في قطاعات الخدمات السلع والمواد الأساسية

يمكن أن ذلك راجع إلى الأزمة الاقتصادية التي وقعت حيث تدنت أسعار الفائدة أدنى مستوى مما يعني عدم جدوى السياسة النقدية لأن المضاربين سيحتفظون بأي كمية من النقود تقع في حوزتهم على شكل أرصدة نقدية عاطلة (فخ السيولة).

التوصيات:

في ضوء النتائج المتوصل إليها من خلال هذا البحث يمكن تقديم بعض التوصيات والمتمثلة في:

- دراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية على مؤسسات كاك 40؛
 - دراسة اثر تغيرات أسعار الصرف على مؤسسات التصدير والاستيراد في الأسواق العربية والناشئة؛
 - اختبار تأثير كل من أسعار الصرف وأسعار الفائدة على قيمة مؤسسات كاك40؛
 - دراسة اثر تقلبات أسعار الفائدة على أسعار أسهم في الأسواق العربية؛
 - دراسة اثر تقلبات أسعار الفائدة على أسعار أسهم الأسواق الناشئة؛
- ومن خلال الأزمة السابقة ذهب الكثير من المحللين الاقتصاديين أن سعر الفائدة هو السبب الرئيسي لهذه الأزمة من هذا المنطلق فيمكن اقتراح :
- صيغ التمويل الإسلامي وأثرها على قيمة المؤسسات البنكية؛
 - آليات صيغ التمويل الإسلامي في رفع من قيمة المؤسسات.

خلاصة الفصل

تعد سوق باريس للأوراق المالية من بين أحد أهم الأسواق العالمية، ومن خلال نتائج الدراسة تبين أن القطاع العمومي هو أكثر القطاعات تأثراً لتغيرات أسعار الفائدة بقدرة تفسيرية عالية قدرت بـ 72%، ثم يليه القطاع المالي بدرجة ارتباط قدرها 49%، أما بالنسبة للقطاع الصحة فقد سجل أقل معامل ارتباط بعلاقة عكسية بلغت 35%.

من خلال ذلك نستنتج إلى أن تأثير تغيرات سعر الفائدة على أسعار الأسهم (قيمة المؤسسة) هو ذو دلالة معنوية إحصائية وأن التأثير يكون على حسب القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة.

الخاتمة العامة

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، إذ يتم في هذه الأسواق تداول العديد من الأدوات المالية منها التقليدية كالأسهم والسندات ومنها الحديثة التي تم ابتكرها تماشياً مع المستجدات والتطورات في القطاع المالي، لذلك تسعى المؤسسات إلى رفع قيمتها للمحافظة على تواجدتها في السوق، من خلال تداول أسهمها.

تناولت هذه الدراسة موضوع أثر تقلبات أسعار الفائدة على قيمة المؤسسة المسعرة لعينة تتكون من 40 شركة متضمنة في مؤشر كاك 40 بسوق باريس للأوراق المالية، حيث خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج:

- تباين آراء مختلف المدارس والنظريات الاقتصادية في فعالية معدل الفائدة حيث اعتبر نقطة اختلاف بين الاقتصاديين، حيث أن تفسيرهم كان وليدة الظروف السائدة وبالتالي نجد أن كل الاستنتاجات كانت صالحة للزمان والمكان والظروف السائدة، وهذا ما تطرق إليه دراسة بلعزوز علي، وبناءً على هذا نكون قد أجبنا على الإشكالية الأولى وعليه نقبل الفرضية الأولى.

- دلت نتائج الدراسة في قطاع الصناعة توصلنا إلى وجود تأثير إيجابي على قيمة المؤسسة عند مستوى دلالة إحصائية 90% بقدرة تفسيرية تراوحت بين 13% إلى 61% وقد لوحظ أيضاً أن هناك بعض قيم أسهم المؤسسات ضمن نفس القطاع قد اثبت وجود تأثير سلبي تعتبر هذه النتيجة الميدانية مطابقة لنتيجة دراسة على بن الضب والتي توصلت إلى أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الإقراض (يوريبور) وبين أسعار أسهم الدول الناشئة في الاتجاهين، وبناءً ومنه نكون قد أجبنا على الإشكالية الثانية وهذه الإجابة تؤكد صحة الفرضية الثانية.

- تم التوصل إلى أن طبيعة نشاط المؤسسة له دور هام في تحديد نوع العلاقة التي تنجر عن تغيرات أسعار الفائدة، فمثلاً لاحظنا وجود علاقة طردية بين تغيرات أسعار الفائدة وبين تغيرات أسعار أسهم المؤسسات المدرجة ضمن القطاع المالي عند مستوى دلالة إحصائية 99% بقدرة تفسيرية تجاوزت 40%، أما في قطاع الصحة فكانت هناك علاقة عكسية بين تغيرات أسعار الفائدة وبين تغيرات أسعار أسهم المؤسسات المدرجة ضمن نفس القطاع عند مستوى دلالة إحصائية 99% بقدرة تفسيرية تجاوزت 37%، تعتبر هذه النتيجة الميدانية مطابقة لنتيجة دراسة Bento J Lobo والتي توصلت إلى أنه توجد علاقة عكسية بين تغيرات أسعار الفائدة وأسعار الأسهم، وبناءً على هذا فقد تمت الإجابة على الإشكالية الثالثة، ومنه نقبل الفرضية الثالثة.

تؤثر البنوك المركزية بصورة مباشرة في أسواق الأسهم والسندات وذلك من خلال قدرتها على رفع وخفض أسعار الفائدة، فإذا قامت البنوك المركزية بخفض أسعار الفائدة فإن ذلك يدفع المدخرين إلى سحب أموالهم المدخرة واستثمارها حيثما وجد العائد المرتفع نسبياً

كما هو الحال في أسواق الأسهم والسندات، وهذا ما يؤثر على أسعار الأسهم والذي بدوره يؤثر على تكلفة التمويل بالأسهم.

وتم التوصل إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تغيرات سعر الفائدة وأسعار الأسهم، وهذا ما يدل على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تغيرات سعر الفائدة وتكلفة التمويل، وبناء على هذا فقد تمت الإجابة على الإشكالية الرابعة، وهذا يثبت صحة الفرضية الرابعة.

خلص نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة بين تغيرات أسعار الفائدة وأسعار الأسهم، وتمثل تكلفة التمويل من أهم القيود المحدد للهيكل المالي والمشاريع الاستثمارية، وتتأثر تكلفة التمويل بالأسهم العادية بالعديد من العوامل من بينها سعر الفائدة السائد في السوق، وتبين وجود علاقة ذات دلالة بين تغيرات أسعار الفائدة وتكلفة التمويل، من خلال ذلك نتوصل إلى وجود علاقة طردية بين تغيرات أسعار الفائدة وتكلفة التمويل، ذلك أن ارتفاع أسعار الفائدة يعني ارتفاع العائد المتولد عن السندات وبذلك يتوجه المساهمين إلى تفضيل السندات على الأسهم، لذلك ترفع المؤسسة من العائد على الأسهم، وبناء على ذلك فقد تم الإجابة على الإشكالية الخامسة، ومنه نقبل صحة الفرضية الخامسة.

قائمة المراجع و المصادر

الكتب

1. أحمد زكريا صيام, مبادئ الاستثمار, دار المناهج, الطبعة الثانية 2003
 2. عبد الغفار حني, رسيمة قرياقص, أساسيات الاستثمار و التمويل, مؤسسا شباب الجامعة, 2000
 3. فاخر عبد الستار حيدر, التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي, دار المريخ النشر, 2002.
 4. منير إبراهيم هندي, الفكر الحديث في الاستثمار, دار المعرفة الجامعية, الطبعة الثالثة 2010.
5. Jacqueline DELAHAAYE et florence DELAHAYE, finance d'entreprise, 2^e édition, DUNOD ,paris, 2009.

المجلات

6. بن الضب على, سيدي محمد عياد, تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء, مجلة أداء المؤسسات الجزائرية العدد 2012/02
7. ددان عبد الوهاب و حورية بدبدة, تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة – حالة المؤشر خلال الفترة الممتدة بين ما بين 2007 و 2009, مجلة الباحث, العدد 2012 /10.
8. عبد الغني دادن, قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل, مجلة الباحث عدد 2008/06.

المذكرات

9. بلعروز بن على, أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية حالة الجزائر, مذكرة دكتوراه, جامعة الجزائر, 2004.
10. بن الضب على, دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة, مذكرة ماجستير, جامعة ورقلة, 2009

11. شربي عماد الدين، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في مؤشر كاك40، مذكرة ماجستير، جامعة قسنطينة.

12. صديقي صفية، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع تطبيق على سوق باريس، مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة 2012

الملتقيات

13. بن الضب على، دراسة أثر سياسة الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا على أسعار الأسهم في السوق المالية الناشئة، الملتقي الدولي حول السياسة النقدية والمؤسسات المالية، 2010.

14. البشير عبد الكريم، معدل الربح كبديل لمعدل الفائدة في علاج الأزمة المالية و الاقتصادية – دراسة نظرية و قياسية.

15. Bento J Lobo , Interest Rate Surprises and stock prices The University of Louisiana at Lafayette Dept. of Economics and Finance 2002. PDF.

16. Cifter, Atilla and Ozun, Alper, _Estimating the Effects of Interest Causality Test in Emerging Rateson Share Prices Using Multi-scale Markets Evidence from Turkey M, armara University, 2007. PDF.

17. Nicolas Moumni , Taux d'intérêt et cours des actions : une approche empirique de la Bourse de Paris de 1995 à 2005 Maître de conférences (HDR)- CRIISEA, Faculté d'Economie et de Gestion, UPJV, Amiens 03/01/2006 PDF.

المواقع

[/http://ar.wikipedia.org/wiki](http://ar.wikipedia.org/wiki)

18. موسوعة ويكيبيديا،

[/http://arabic.onefinancialmarkets.com/market-library/euribor](http://arabic.onefinancialmarkets.com/market-library/euribor)

19. موقع اليوريبور

II	الإهداء
III	الشكر
IV	الملخص
V	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
IX	قائمة الاختصارات والرموز
أ	المقدمة
	الفصل الأول: أثر تغيرات أسعار الفائدة على قيمة المؤسسة المسعرة
2	تمهيد
3	المبحث الأول: أسعار الفائدة و تكلفة رأس المال
3	المطلب الأول: أسعار الفائدة
4	أولاً: تعريف
4	ثانياً: تحليل العلاقة بين تغيرات أسعار الفائدة وأسعار الأسهم
4	أ/ فرضية العلاقة العكسية
5	ب/ فرضية العلاقة الطردية
5	ثالثاً: أسعار الأسهم والسوق الكفاء
6	المطلب الثاني: تكلفة التمويل
6	أولاً: مفهوم
7	ثانياً: حساب تكلفة التمويل

7	أ/ تكلفة الأسهم الممتازة
7	ب/ تكلفة الأسهم العادية
8	ج/ تكلفة الأسهم المحتجزة
8	المطلب الثالث: علاقة سعر الفائدة بتكلفة التمويل
9	المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية حول الموضوع
13	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: دراسة تطبيقية لأثر تغير معدل يوريبور على أسعار أسهم شركات CAC40
15	تمهيد
16	المبحث الأول: تعريف متغيرات الدراسة
16	المطلب الأول: ماهية بيوريبور EURIBOR
16	المطلب الثاني: تعريف بعينة شركات كاك40
19	المبحث الثاني: اختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة
19	المطلب الأول: نتائج الدراسة
31	المطلب الثاني: الاستنتاجات و التوصيات
33	خلاصة الفصل
35	الخاتمة
37	قائمة المراجع والمصادر
39	الفهرس
41	الملاحق

ymbo l	Name	Symbol	Name
<u>AC.P</u> <u>A</u>	Accor SA	<u>MC.PA</u>	LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton
<u>ACA.</u> <u>PA</u>	Credit Agricole S.A.	<u>ML.PA</u>	Compagnie Generale DES Etablissements Michelin SCA
<u>ALPA</u>	L'Air Liquide SA	<u>MT.PA</u>	ARCELORMITTAL REG
<u>ALO.</u> <u>PA</u>	Alstom SA	<u>OR.PA</u>	L'Oreal SA
<u>BN.P</u> <u>A</u>	Danone	<u>PP.PA</u>	PPR SA.
<u>BNP.</u> <u>PA</u>	BNP Paribas SA	<u>PUB.PA</u>	Publicis Groupe SA
<u>CA.P</u> <u>A</u>	Carrefour SA	<u>RI.PA</u>	Pernod-Ricard SA
<u>CAP.</u> <u>PA</u>	Cap Gemini S.A.	<u>RNO.PA</u>	Renault Soci
<u>CS.P</u> <u>A</u>	AXA Group		
<u>DG.P</u> <u>A</u>	VINCI S.A.		
<u>EAD.</u> <u>PA</u>	European Aeronautic Defence and Space Company EADS N.V.	<u>SAF.PA</u>	Safran SA
<u>EDF.</u> <u>PA</u>	Electricite de France SA	<u>SAN.PA</u>	Sanofi
<u>EI.PA</u>	Essilor International SA	<u>SGO.PA</u>	Compagnie de Saint- Gobain
<u>EN.P</u> <u>A</u>	Bouygues SA	<u>SOLB.PA</u>	SOLVAY
<u>FP.PA</u>	Total SA	<u>STM.PA</u>	STMicroelectronics NV
<u>FTE.P</u> <u>A</u>	France T	<u>SU.PA</u>	Schneider Electric S.A.
<u>GLE.</u> <u>PA</u>	Societe Generale Group	<u>TEC.PA</u>	Technip
<u>GSZ.</u> <u>PA</u>	GDF Suez S.A.	<u>UL.PA</u>	Unibail-Rodamco SE
<u>GTO.</u> <u>PA</u>	Gemalto NV	<u>VIE.PA</u>	Veolia Environnement S.A.
<u>LG.P</u> <u>A</u>	Lafarge S.A.	<u>VIV.PA</u>	Vivendi Soci
<u>LR.P</u> <u>A</u>	Legrand	<u>VK.PA</u>	Vallourec SA

