جامعة قاصدي مرباح– ورقلة

كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي

الميدان : علوم اقتصادية، علوم التسيير و علوم تجارية

الشعبة : علوم مالية ومحاسبية

التخصص: التقنيات الكمية في المالية

من إعداد الطالب: محمد الأمين دودي

بعنوان :

أثر تقلبات سعر الفائدة على أسعار الأسهم

دراسة حالة بورصة باريس لسنة 2014

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 26 ماي 2015.

أمام اللجنة المكونة من السادة :

الدكتور/ بوبكر شماخي (أستاذ محاضر– جامعة قاصدي مرباح ورقلة)..... مشرفا.

الدكتور/ عبد الحفيظ بن ساسي (أستاذ محاضر– جامعة قاصدي مرباح ورقلة)..... رئيسا.

الدكتور/ إسماعيل بن قانة (أستاذ محاضر– جامعة قاصدي مرباح ورقلة)..... مناقشا.

السنة الجامعية :2015/2014

جامعة قاصدي مرباح– ورقلة

كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي

الميدان : علوم اقتصادية، علوم التسيير و علوم تجارية

الشعبة : علوم مالية ومحاسبية

التخصص: التقنيات الكمية في المالية

من إعداد الطالب: محمد الأمين دودي

بعنوان :

أثر تقلبات سعر الفائدة على أسعار الأسهم

دراسة حالة بورصة باريس لسنة 2014

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 26 ماي 2015.

أمام اللجنة المكونة من السادة :

الدكتور/ بوبكر شماخي (أستاذ محاضر– جامعة قاصدي مرباح ورقلة)..... مشرفا.

الدكتور/ عبد الحفيظ بن ساسي (أستاذ محاضر– جامعة قاصدي مرباح ورقلة)..... رئيسا.

الدكتور/ إسماعيل بن قانة (أستاذ محاضر– جامعة قاصدي مرباح ورقلة)..... مناقشا.

السنة الجامعية :2015/2014

الإهداء:

أهدي هذا العمل المتواضع إلى والدي الكريمين،

و أسأل الله أن يحفظهما لي.

إلى الذين تعلمت معهم كيف أعيش و تقاسمت معهم الحلوة

و المرة أخواتي الأعزاء كل باسمه.

إلى الأهل و الأصدقاء و كل من ذكرهم قلبي و نسيهم قلمي

من دون أن أنسى زملاء الدفعة سنة الثانية ماستر

التقنيات الكمية في المالية .

إليكم جميعا أهدي ثمرة جهدي.

الشكر:

بعد الحمد و الشكر للمولى عز و جل لتوفيقه لي لإتمام هذا العمل
، أتقدم بأسمى عبارات الشكر و التقدير
لأستاذي الفاضل الأستاذ : شماخي بوبكر على إشرافه
على هذا العمل، و ما أبداه من نصائح قيمة و توجيه ،
و نقد و نقاشات بناءة حول
الموضوع، و أرائه السديدة.
كما لا يفوتني شكر كل من ساعدني في هذا البحث
و أخص بالذكر الأستاذ: شيخي محمد،
شكر خاص للوالدين الكريمين على مساعدتهما و دعائهما لي،
أطال الله في عمرهما.
كما أشكر كل من ساهم من قريب أو من بعيد في إتمام هذا العمل.

دودي محمد الأمين

ملخص

يهدف هذا البحث إلى معرفة أثر تقلبات سعر الفائدة على أسعار الأسهم في بورصة باريس، حيث شملت الدراسة المؤسسات المتضمنة في مؤشر CAC40 بسوق باريس للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2014/01/01 إلى 2014/12/31 ، موزعة على ثماني قطاعات هي: الصحة، الخدمات العمومية، السلع، الصناعة، التكنولوجيا، المالي، الخدمات وذلك بالإعتماد على سببية GRANGER ونماذج الإنحدار الخطي البسيط.

خلصت الدراسة إلى أن أسعار الفائدة تؤثر سلبيا على أسعار الأسهم، وتبين وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تغيرات أسعار الفائدة وأسعار الأسهم، كما تبين أن أسعار الفائدة تتسبب في أسعار الأسهم وأسعار الأسهم لاتتسبب في أسعار الفائدة.

الكلمات المفتاحية: سعر الفائدة، أسعار الأسهم، أسواق المال.

Résumé

Le but de cette étude était de mesurer l'impact des fluctuations des taux d'intérêt sur la les cours des actions 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 1/1/2014 au 31/12/2014, 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 que les taux d'intérêt ont une incidence négative sur les prix d'achat d'actions, et de montrer une différence statistiquement significative entre les taux d'intérêt et des cours boursiers ne change rien, il se trouve que les taux d'intérêt entraînent les prix des actions et le prix des actions ne provoquent pas des taux d'intérêt

Mots clés: taux d'intérêt, les cours des actions , les marchés financier.

قائمة المحتويات

العنوان	الصفحة
الإهداء	III
شكر	VI
الملخص	VI
قائمة المحتويات	VI
قائمة الجداول	VI
قائمة الأشكال البيانية	VI
قائمة الملاحق	VI
مقدمة	أ
الفصل الأول : الأدبيات النظرية والتطبيقية	
تمهيد	2
المبحث الأول : مفاهيم حول الأسهم وأسعار الفائدة	3
المطلب الأول : مفاهيم حول الأسهم	3
المطلب الثاني : مفاهيم حول سعر الفائدة	8
المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية	12
المطلب الأول : دراسات سابقة عربية	12
المطلب الثاني : دراسات سابقة أجنبية	13
خلاصة الفصل الأول	14
الفصل الثاني : دراسة قياسية لأثر تقلبات سعر الفائدة على أسعار الأسهم في السوق المالي الفرنسي	
تمهيد	16
المبحث الأول : الطريقة والأدوات	17
المطلب الأول : الطريقة المستخدمة	17
المطلب الثاني : الأدوات المستخدمة	19
المبحث الثاني : النتائج والمناقشة	20
المطلب الأول : نتئج الدراسة	20
المطلب الثاني : مناقشة الدراسة	39

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(2 . 1)	بيانات إختبار ADF لسلسلة أسعار الفائدة	23
(2 . 2)	بيانات إختبار ADF لأسعار الأسهم	28
(2 .3)	إختبار Granger لسعر الفائدة وأسعار الأسهم	31
(2 . 4)	جدول يوضح المعادلات المقترحة	33
(2 . 5)	يوضح نتائج تقدير النموذج الأمثل للمتغير التابع	36

قائمة الأشكال البيانية

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(2. 1)	منحنى أسعار الفائدة على الودائع	20
(2 . 2)	التوزيع الطبيعي لسلسلة أسعار الفائدة	21
(2. 3)	دالة الإرتباط الذاتي لسلسلة أسعار الفائدة	22
(2 . 4)	منحنى لسلسلة أسعار الفائدة معدلة	24
(2 . 5)	منحنى أسعار الأسهم	25
(2 . 6)	التوزيع الطبيعي لأسعار الأسهم	25
(2 . 7)	دالة الإرتباط الذاتي لأسعار الأسهم	27
(2 . 8)	منحنى لسلسلة أسعار الأسهم مستقرة	29
(2 . 9)	يوضح التمثيل النقطي للمتغير التابع	32

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
الملحق 1	أسعار الفائدة على الودائع للبنك المركزي الفرنسي	50-48
الملحق 2	أسعار الأسهم	53-51
الملحق 3	مخرجات برنامج EVIEWS لتقدير المعادلات	56-54

المقدمة

توطئة :

لقد شهد الإستثمار المالي تطورا كبيرا من نواحي متعددة ، ومع ازدياد حركة رؤوس الاموال وتوسع الفرص الاستثمارية المتاحة والمتنوعة، ادئ ذلك الى زيادة اهتمام المستثمرين بالاوراق المالية المتداولة في الاسواق المالية ضمن وحدة استثمارية واحدة، حيث ظهرت نظريات عديدة تتناول هذا الموضوع، تهدف الى تعظيم العائد المتوقع من الاستثمار في ظل مستوى مقبول من المخاطرة، او تدنئة المخاطر غند مستويات مقبولة من العوائد .

والجدير بالذكر أن الاسواق المالية العالمية تتعرض الى العديد من المخاطر المالية واصبحت هذه الاسواق تنشط في ظل بيئات محفوفة بالمخاطر وخاصة بعد الانفتاح الحاصل ما بين الاسواق المالية العالمية، ومن ابرزها مخطر سعر الفائدة الذي يعد من المخاطر التي تؤثر على اسعار وقيمة الاصول المتداولة في الاسواق المالية وبالخصوص على اسعار الاسهم من خلال عوائد الشركات مما ينعكس على اداء محفظة الاوراق المالية.

ومن خلال ما تقدم يمكننا طرح اشكالية البحث في السؤال التالي:

الإشكالية الرئيسية :

- ما مدى تاثير المخاطر الناجمة عن تقلبات سعر الفائدة على أسعار الأسهم في بورصة باريس ؟

ومن خلال الطرح العام للاشكالية نطرح التساؤلات الجزئية التالية:

الإشكاليات الفرعية:

1- هل هناك علاقة سببية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم في بورصة باريس ؟

2- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم في بورصة باريس ؟

3- ماهية طبيعة العلاقة بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم ؟

4-كيف يؤثر سعر الفائدة على الودائع على أسعار الأسهم ؟

بهدف الاجابة على اشكالية البحث نحاول اختبار صحة الفرضيات التالية :

فرضيات الدراسة :

تأثر المخاطر الناجمة عن تقلبات سعر الفائدة على أسعار الأسهم لبورصة باريس

1- توجد علاقة سببية بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم ؛

2- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم ؛

3– توجد علاقة عكسية بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم ؛

4- يؤثر سعر الفائدة على الودائع بالسلب على أسعار الأسهم ؛

مبررات إختيار الموضوع: إن إختيار موضوع البحث جاء لاسباب موضوعية وأخرى ذاتية وهي:

الاسباب الموضوعية: تتمثل الأسباب الموضوعية في :

1– الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في عمليات التمويل التي تعد عجلة التنمية الإقتصادية .

2– قلة الدراسات العربية في هذا المجال خصوصا دراسة العلاقة بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم .

3– موضوع البحث يخدم مجال التخصص (مالية كمية) .

اسباب الذاتية:

فتتمثل في الرغبة الذاتية للسعي في التحكم في اكبر قدر ممكن من الطرق والتقنيات في مجال تسيير الحافظة المالية، والتحكم أكثر في مفاهيم الأسواق المالية.

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

- ✓ أهمية سعر الفائدة بالنسبة لأي دولة إذ يعتبر مؤشر مهم لتحقيق التوازن في الإقتصاد.
- ✓ أهمية أسعار الأسهم بالنسبة إلى المساهمين والمستثمرين.

أهداف البحث:

- ✓ محاولة إبراز أثر تقلبات سعر الفائدة ومدى تأثيرها على أسعاى الأسهم.
- ✓ محاولة معرفة مدى تطابق القوانين والقواعد النظرية لمحفظة الأوراق المالية مع الواقع التطبيقي.
- ✓ تحديد طبيعة العلاقة بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم.
- ✓ توضيح وإبراز الأثر الأيجابي أو السلبي لمخطر سعر الفائدة على أسعار الأسهم في بورصة باريس.
- ✓ السعي من خلال الدراسة إلى محاولة بناء نموذج في البيئة المدروسة.

حدود الدراسة :

تتمثل حدود الدراسة في الأسعار اليومية لأسهم مجموعة من الشركات المنتمية لمؤشر cac40، و المعبر عنها (سعر الإقفال المعدل) ومقسمة إلى ثمانية قطاعات، وتتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة من 2014/01/01 إلى غاية 2014/12/31،أما بالنسبة إلى الحدود المكانية فتتمثل في سوق باريس للأوراق المالية، والتي تعتبر من بين أهم الأسواق المالية

الأوروبية من حيث الرسملة البورصية، وحجم التداول، وعدد المؤسسات ووجود التنظيم والإستعمال المكثف لوسائل الإتصال الحديثة.

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 قيمة أسهم مجموعة من الشركات المنتمية للمؤشر العام للسوق خلال الفترة 2014/01/01 إلى غاية 2014/12/31، فبعد جمع بيانات الدراسة من المواقع الإلكترونية للبورصة المدروسة ،تمت معالجة هذه البيانات بإستخدام البرنامج الإحصائي EViews لتقدير معلمات النموذج ومعاملات الإرتباط، وإختبار الدلالة الإحصائية، وتم تقدير النموذج بإستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية لمعلمات النموذج ، كما تمت الإستعانة ببرنامج EXCEL في عرض النتائج .

تتمثل متغيرات الدراسة في :

المتغير المستقل : أسعار الفائدة على الودائع للبنك المركزي الفرنسي .

المتغير التابع : الأسعار اليومية لأسهم الشركات المدروسة لسنة 2014 .

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي والدراسات السابقة

تمهيد :

إرتبط تطور الأسواق المالية تاريخيا بالتطور الإقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسالية وقد جاء إنتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الإقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية. وكان التعامل بتلك الصكوك في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، ثم إستقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي لأصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية.

ففي فرنسا مثلا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام 1724 م بموجب أمر ملكي، وفي بريطانيا إستقرت أعمال بورصة الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه (ROYAL EXCHANGE)أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول بورصة للأسهم في عام 1821 م وفي الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه هذه التعاملات في السابق وهو وول ستريت.

وتبعا لذلك فقد شهد الإستثمار في الأوراق المالية تطورات كبيرة من نواحي متعددة، حيث ظهرت نظريات عديدة تتناول هذا الموضوع هدفت إلى تعظيم العائد المتوقع من الإستثمار وتخفيض المخاطر ألى مستويات مقبولة، وكان لهده النظريات أثر كبير في تغيير الطريقة التي يتم فيها إتخاذ القرار الإستثماري.

فنقسم هذا الفصل إلى مبحثين: سيتم في النبحث الأول التطرق إلى السوق المال، ثم نعرج على أسعار الأسهم من خلال مفهومها وأنواعها، وخصائصها وتقسيماتها وتصنيفاتها، وقيمها فكان التطرق إلى العناصر السابقة الذكر من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: مفاهيم حول أسعار الأسهم وأسعار الفائدة.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة للموضوع.

المبحث الأول : مفاهيم حول الأسهم وأسعار الفائدة

المطلب االأول : مفاهيم حول الأسهم

تعد بورصة القيم المنقولة أداة تفاعل و مكان إلتقاء لمختلف المتعاملين الإقتصاديين، و هي جزء من السوق المالية، بحيث تمثل الوسط الأنسب لتداول مختلف القيم المنقولة، بالإضافة إلى خلق قنوات إستثمارية لأصحاب الأموال من خلال توظيف هذه الأموال ضمن محافظ مالية.

الفرع الأول :تعريف بورصة القيمة المنقولة

تعر ف بورصة القيم المنقولة بعدة تعاريف نذكر أبرزها فيما يلي:

1- **التعريف الأول:** بورصة القيم المنقولة هي عبارة عن سوق تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع و شراء مختلف الأوراق المالية[1]

2- **التعريف الثاني:** كما نجد أن" ج. ديفوس وب. بالي، G-Defosse et P-Balley" قد عرفاها بأنها " سوق ثانوية متاحة لعموم الجمهور، وتكون منظمة بحيث يتم فيها تداول القيم المنقولة المسجلة في التسعيرة."

3- **التعريف الثالث:** وقد عرفت البورصة أيضا " بأنها سوق تتم فيها عمليات البيع والشراء، من خلال السماسرة لتبادل سلعة ما أو لأسهم وسندات وهي سوق مال طويل الأجل [2]"

ومن جملة التعاريف نستخلص تعريفا شاملا على أنها: " مكان – سوق ثانوي – منظم أو غير منظم يلتقي فيه دوريا مختصون معتمدون – سماسرة – لإبرام صفقات بيع أو شراء، لقيم منقولة (أسهم، سندات، وقيم مهجنة)، أو على عقود مرتبطة بتلك القيم (عمليات آجلة، مستقبليات وخيارات) لصالحهم أو لصالح زبائنهم، حيث أن كل هذا يحدث رقابة السلطات الوصية."

الفرع الثاني : أهم أدوار بورصة القيم المنقولة

تؤذي بورصة القيم المنقولة أدوار جد مهمة لأصحاب محافظ الأوراق المالية و المستثمرين والمتمثلة فيما يلي: [3]

1- تتوفر بورصة القيم المنقولة على منتجات متنوعة أوراق مالية (أسهم السندات، قيم مهجنة) أدوات مستحدثة (مشتقات)،حيث تسمح للمستثمرين بتكوين وتنويع محافظهم من خلال هذه المنتجات؛

2- تسمح لأصحاب محافظ الأوراق المالية بتسييل مكونات محافظهم في أي وقت، ببيعها و بالتالي فهي تقلل من مخطر سيولة هذه الأخيرة؛

3- توفر المعلومات والإفصاح كما وكيفا لأصحاب المحافظ المالية، لتمكينهم من إتخاذ قرارات رشيدة؛

---

[1]- د، عبد الغفار حنفي، **أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص :37 .

[2]- منية خرباش، **أثر مخطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية لعمان والسعودية**، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2011-2012 ، ص: 3 .

[3]- بخالد عائشة، **التنويع كأداة لتدنئة المخاطر غير النظامية في حافظة الأوراق المالية (دراسة حالة سوق دبي المالي لسنة 2007)**، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009-2010 ، ص : 5 .

4- تقوم بقياس وتقيم المستمر للأصول، مما يسمح لمدارء المحافظ بمراجعة محافظهم وتحديثها؛

5- تسمح لمتعامليها بتسيير الأخطار المالية؛

6- تعتبر أداة من خلال مؤشرا ت التي تعكس إتجاه أسعار مختلف الأوراق المالية المتداولة فيه وبالتالي تعطي لأصحاب المحافظ صورة عامة عن عائد السوق الذي يستعمل كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي تحققه محفظة؛

7- تتميز بورصة القيم بالتنظيم الأمر الذي يمكنها من حماية المستثمرين ومحافظهم المالية إذ يتوقف أداء بورصة القيم المنقولة للأدوار سالفة الذكر على أحسن وجه على مدى كفاءة هذه الأخيرة؛

الفرع الثالث : تعريف الأسهم

تعتبر الأسهم من أهم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وأكثرها شيوعا بين المستثمرين، والأصل في وجودها هو شركات المساهمة من حالة تجزئة رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة تثبت حقوق المساهمين في إمتلاك جزء من رأس مال الشركة، ومن خلال هذا العنصر سيتم تقديم تعريفا للسهم وقيمه مع ذكر أهم خصائصه وأنواعه.

التعريف الأول: السهم هو عبارة عن ورقة مالية تثبت إمتلاك حائزها لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الإستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن إمتلاك هذه الورقة .[4]

1- التعريف الثاني : ويتمثل في أنه جزء من رأس مال الشركة و بموجبه يصبح حامله شريكا في رأس المال و له الحق في استرجاع قيمة السهم نهاية المدة المحددة، مع الاستفادة من توزيع الأرباح أو تحمل الخسائر .[5]

2- التعريف الثالث :كما يعرف بأنه عبارة عن صك يمثل حصة من رأس مال الشركة، وقابل للتداول في سوق الأوراق المالية، ويضمن الحق في الحصول على حصة من الأرباح تناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم[6] .

3- التعريف الرابع: بالإضافة إلى أن الأسهم تشكل رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويجدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كل من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية التي إقتناها المستثمرون.[7]

من خلال التعاريف السابقة، يمكن القول بأن الأسهم عبارة أوراق مالية طويلة الأجل، تمكن حاملها من الحصول على حصة من رأس مال الشركة المصدرة لها، إضافة إلى جزء من التوزيعات من الأرباح التي تحققها، هذه الأوراق تكون قابلة للتداول

---

[4]- محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)** ، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر و التوزيع ، عمان، الأردن، ص : 99 ،100 .

[5]- منصوري الحاج موسى، **أثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية (حالة سوق دبي المالي)**، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجيستير في علوم التسيير ، غير منشورة ، جامعة ورقلة، الجزائر، 2007-2008 ، ص: 5 .

[6]- جابو سليم، **تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية (حالة سوق عمان المالي)**، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجيستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2011-2012 ، **ص** 14 .

[4]- جابو سليم، المرجع السابق، 2012 ، ص: 14 .

في سوق الأوراق المالية، وتعد هذه الأوراق أداة لتكوين رأس مال الشركة أو لرفع رأسمالها عند إحتياج المؤسسة للتمويل، كما تسمح هذه الورقة بالحصول على إمتيازات مثل العضوية في الجمعية العمومية للمساهمين.

الفرع الرابع : قيم الأسهم : يتميز السهم بعدة قيم منها :

1- القيمة الإسمية للسهم: وهي قيمة السهم عند إصداره في عقد التأسيس، وتعرفأيضا بأنها قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير إقتصادي لأداء الشركة على قيم السهم. وعلى الرغم من أن القيمة الإسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس، إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال مايسمى بإشتقاق الأسهم، الذي للمستثمر الحق في الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملا وربما أكثر، وذلك على كل سهم يملكها، وهو ما يترتب عليه زيادة في الأسهم المتداولة، وتحسب بقسمة إجمالي رأس مال المؤسسة على عدد الأسهم الإجمالية. [8]

2- القيمة الدفترية للسهم وتعبر عن قيمة السهم في دفاتر الشركة، وتمثل حقوق الملكية، وهي تعادل القيمة عند التصفية، ويمكن الوصول إليها إنطلاقا من العلاقة الآتية: [9]

3- القيمة الدفترية = إجمالي حقوق المساهمين / عددالأسهم = رأس المال +الإحتياطات +أرباح غير موزعة / عدد الأسهم

4- القيمة السوقية للسهم: وهي عبارة عن السعر الذي تتداول به الأسهم في سوق الأوراق المالية، ويتأثر سعر السهم في السوق بالعوامل المؤثرة في تحديد السعر مثل ظروف العرض والطلب، وربحية الشركة والقيمة الدفترية وقد تكون هذه القيمة أعلى أو أقل من القيمة الدفترية أو الإسمية، فإن كان آداء الشركة جيدا وتحقق أرباحا فمن المتوقع أن السعر السوقي للسهم سيكون أعلى من القيمة الدفترية أو الإسمية. [10]

5- القيمة الحقيقية للسهم: تتوقف على العائد الذي يتوقع تحقيقه من هذا السهم، ويتمثل العائد بالتوزيعات النقدية الأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر، وتعبر عن نصيب السهم في صافي أصول الشركة بعد إعادة تقييمها وفقا للأسعار الجارية والمعطيات والمؤشرات الحالية. [11]

6- القيمة العادلة للسهم: وتختلف حسب الظروف السائدة والظروف الإقتصادية من سنة لأخرى، فالقيمة العادلة تعكس القيمة الحقيقية للشركة من خلال قيمة موجوداتها وحجم مبيعاتها وأرباحها المحققة وخسائرها التي وقعت، وهي تختلف من سنة لأخرى، فقد تكون الشركة رابحة في سنة ما ولكنها تخسر في سنة أخرى مما يؤثر على قيمتها العادلة،كما تعرف على أنها ذلك المبلغ المعبر عنه نقدا أو بما يعادل النقد الذي يتم به إنتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتري راغب ويتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة، ولا يخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه، فهي تعكس تقديرات الأسواق للأوضاع الإقتصادية السائدة، تماما كما تعكس التغييرات في القيمة العادلة الآثلر الناجمة عن التغييرات الإقتصادية عند

[8]- محمدصالح الحناوي و نهال فريد مصطفى وجلال العبد، **الإستثمار في الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003 ،ص: 191 .

[9]- جابو سليم، مرجع سبق ذكره، 2012، ص: 15 .

[10]- بخالد عائشة، مرجع سبق ذكره، 2010،ص: 27 .

[11]- أحمد زكريا صيام، **مبادئ الإستثمار**، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص، 122 .

حدوثها، ذلك لأن العادلة تحدد عادة في سوق مفتوحة تعكس الحقائق الإقتصادية[12]،وبالتالي فإن مفهوم القيمة العادلة يستند إلى الأسعار المعلنة في سوق نشيطة (القيمة السوقية)، والمبلغ الذي يمكن بموجبه تبادل موجودات أو تأدية مطلوبات بين جهات مطلعة وراغبة في معاملة مباشرة.

7- قيمة السهم عند التصفية: وهي قيمة السهم الذي يحصل عليه المالك عند إنتهاء نشاط الشركة وتصفيتها.[13]

8- القيمة الإحلالية للسهم: تختلف عن القيمة عند التصفية، هذه الأخيرة تشير إلى صافي القيمة التي يباع بها الأصل أو الورقة المالية، بينما تشير القيمة الإحلالية إلى التكلفة المطلوبة للحصول على الأصل الحالي بنفس قدرته الإنتاجية بسعر اليوم، وعلى ذلك ففي حالة عدم وجود تكلفة معاملات (مثل عمولات البيع، ومصاريف تفكيك والتخلص من الأصل...إلخ)، فسوف تتعادل القيمة عند التصفية مع القيمة الإحلالية، أما إذا وجدت فإن القيمة الإحلالية تكون أكبر من القيمة عند التصفية.[14]

الفرع الخامس : خصائص وأنواع الأسهم :

1- خصائص الأسهم :

للأسهم عدة خصائص تميزها عن الأوراق المالية الأخرى منها:[15]

- صك ملكية فهو يمثل جزء من رأس مال الشركة.
- الحصول على جزء من الأرباح وعلى حصة من رأس المال في حالة التصفية.
- الإشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت، حيث إن أصحاب الأسهم يتمتعون بحق المشاركة في إدارة الشركة.
- أرباح السهم غير غير محددة مسبقا، وتعتمد على الموقف المالي للشركة.
- تتميز الأسهم بخاصية السيولة، حيث إنها قابلة للتحويل إلى سيولة نقدية بشكل أسرع من الإستثمارات الأخرى.
- تتساوى قيم الأسهم للشركة الواحدة، مما يوحي أن كل سهم يتساوى مع غيره في الحقوق.
- قابلية السهم للتداول، وهي ميزة تعطي لحملة الأسهم إمكانية التنازل عنها بسرعة.
- الإستفادة من حق التخصيص مجانا في حالة رأس المال تتناسب مع هذه الزيادة.

2- أنواع الأسهم :

يمكن تصنيفها إلى عدة أنواع، تختلف عن بعضها البعض حسب المعيار المستخدم في التصنيف، والتي منها ما يلي:

2-1- تصنيف الأسهم من حيث الشكل: وفقا لهذا المعيار يمكن تصنيف الأسهم العادية إلى ما يلي:

---

[12]- أحمد زكريا صيام، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 123 .

[13]- مجمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 165 .

[14]- محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، **تحليل وتقييم الأوراق المالية ، الدار الجامعية**، مصر، 2001 ، ص:211.

[15]- ضياء مجيد، الموسوي، **البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات**، مؤسسة شهاب الجامعية الإسكندرية، مصر، 2003 ، ص: 41- 44.

2-1-1- أسهم لحاملها: وهي أسهم تشبه النقود، ويكون مالك السهم هو الشخص الذي يحوزه، أي أن الملكية تنتقل بمجرد المناولة. ويصدر هذا النوع بشهادة لا تحمل إسم صاحبها، ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية ، إذ تكتسب ملكية السهم من هذا النوع بمجرد إستلامه، لكن من أهم عيوبه الأخطار التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياع، لذا تمنع معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.[16]

2-1-2- أسهم إسمية: وهي أسهم تحمل إسم صاحبها، وتنتقل ملكيتها بالقيد في دفاتر الشركة.[17]

2-1-3- أسهم لأمر: يصدر هذا السهم لأمر شخص معين، وتتم عملية تداوله عن طريق التظهير، دون إشتراط موافقة مسبقة من الشركة المصدرة، إلا أن الشركة تشترط عند الإصدار أن تكون هذه الأسهم كاملة الوفاء بدفع كل قيمتها الإسمية، بإعتبار أن الشركة المصدرة ليست قادرة على تعقب تداول الأسهم، ويذكر إسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن، وعليه يتم إنتقال ملكيته عن طريق التظهير وبدون حاجة للرجوع إلى الشركة.[18]

2-2- تصنيف الأسهم حسب الحصة المدفوعة من قبل المساهم: إستنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين:[19]

2-2-1- الأسهم النقدية: هي أسهم تمثل حصصا نقدية في رأس مال الشركة، إذ يدفع المكتتب قيمتها نقدا ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية.

2-2-2- الأسهم العينية: هي أسهم تمثل حصصا عينية من رأس مال شركة الأموال، وتصدر مقابل أصول عينية كعقار أو مصنع أو متجر أو موجودات الشركة، مصادق عليها من قبل الجمعية التأسيسية.

2-2-3- الأسهم المختلطة: وهي أسهم يتم الوفاء ببعض من قيمتها عند الإكتتاب نقدا والبعض الآخر عينا.

2-2-4- أسهم أو حصص التأسيس: هي أسهم تصدر من طرف الشركة لفائدة بعض الأشخاص لقاء ما قدموه من جهد وخدمات نادرة لإتمام إنشاء الشركة، هذه الأسهم قد تكون إسمية أو لحاملها تعطي لأصحابها الحق في الأرباح فقط دون حق الإشتراك في إدارة الشركة أو نصيب من أصولها عند التصفية ، كما لا تكون لها قيمة إسمية أي لا تدخل قي تكوين رأس مال الشركة لكن لها قيمة سوقية .

2-3- تصنيف الأسهم حسب الحق الذي يتمتع به صاحبها إستنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين :

2-3-1- الأسهم العادية: وهي النوع السائد والمألوف من الأسهم ويعتبر أصحابها أكثر الأطراف المرتبطة بالشركة استفادة في حالة نجاح الشركة، وفي نفس الوقت أكثر الأطراف التي تحمل الضرر والمحاطر في حالة فشل الشركة. [20]

---

[16]- محمد مطر وفايز تيم، **إدارة المحافظ الإستثمارية**، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الطبعة الأولى، 2005 ، ص: 78 .

[17]- طارق عبد العال حماد، **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2000، ص: 22 .

[18]- جابو سليم، مرجع سبق ذكره، 2012، ص:17 .

[4] – جابو سليم، المرجع السابق، 2012، ص: 17 .

[20]- هوشيار معروف، **الإستثمارات والأسواق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص: 109 .

2-3-2- الأسهم الممتازة: يمثل شهادة ملكية له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي، ويتمتع حاملها بحق الأولوية، سواء من حيث توزيعات الأرباح السنوية أو في الحصول على قيمة السهم عند التصفية ، ويعتبر هذا النوع من الأوراق المهجنة. [21]

2-3-3- أسهم التمتع وهي أسهم تمنح دون مقابل للمساهمين الأصليين في المؤسسة، بدل الأسهم التي تم تعويضهم عليها وفق استهلاك أو غير ذلك، فهذه الأسهم تظهر نتيجة إحتياطات تم تحويلها إلى رأس مال، ومنحها يتم في أغلب الأحيان عن طريق القرعة. [22]

المطلب الثاني : مفاهيم حول سعر الفائدة

الفرع الأول : تعريف سعر الفائدة

1- التعريف الأول :

يقصد بالفائدة في المعنى الجاري المبلغ الذي يدفعه المقترض إلى المقرض لقاء، قيام هذا الأخير بإقراضه مبلغا من النقود لفترة زمنية محددة، وهذا المبلغ إلى أصل مبلغ القرض بنسبة مؤوية معينة، فالقاعدة بعبارة أخرى هي ثمن أو مقابل إستخدام النقود.[23]

2- التعريف الثاني:

يعرف سعر الفائدة على أنه أجرة المال المقترض، أو ثمن إستخدام الأموال أو العائد على رأس المال المستثمر، ويقال أيضا أن سعر الفائدة هو عائد الزمن عند إقتراض الأموال مقابل تفضيل السيولة.[24]

3- التعريف الثالث:

يعرف سعر الفائدة على أنه أجر النقود الذي يلتزم المقترض بدفعه إلى المقرض مقابل التنازل مؤقتا له عن السيولة. [25]

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن سعر الفائدة هو ذلك المبلغ من المال الذي يتحصل عليه المقرض من المقترض لقاء التنازل عن مبلغ من المال، ويكون لديه صفة خاصة ليكون الرابط بين الأزمنة.

الفرع الثاني : أنواع سعر الفائدة:

يمكن تصنيف معدلات الفائدة إلى عدة تصنيفات مختلفة وفقا لأسس مختلفة فمثلا تقسم معدلات الفائدة:

1- حسب طول أجل الدين الذي يستحق عليه ، تقسم معدلات الفائدة إلى : [26]

1-1- معدل الفائدة قصير الأجل: وهو ذلك المعدل الذي يسري على الديون القصيرة الأجل مثل القروض قصيرة الأجل وأوراق الديون قصيرة الأجل كالسنددات قصيرة الأجل وأذونات الخزينة.

---

[21]- بخالد عائشة، مرجع سبق ذكره، 2010 ، ص: 5 .

[3]- منية خرباش، مرجع سبق ذكره، 2012 ، ص: 7 .

[23]- بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، غير منشورة، 2006، ص:45 .

[24]- بوكساني رشيد، المرجع السابق، ص: 45 .

[25]- منصوري الحاج موسى، مرجع سبق ذكره، 2008 ، ص: 44 .

[26]- منصوري الحاج موسى، المرجع السابق، 2008، ص: 45 .

1-2- معدل الفائدة طويل الأجل: ويسري على الديون طويلة الأجل مثل القروض طويلة الأجل وأوراق الدين طويلة الأجل كالسندات طويلة الأجل.

وعادة ماتكون معدلات الفائدة طويلة الأجل ، أعلى من معدلات الفائدة قصيرة الأجل إلا في حالات إستثنائية تحدث في الركود الإقتصادي حيث تسود توقعات المستثمرين بإنخفاض معدلات الفائدة في المستقبل لذا تصبح معدلات الفائدة قصيرة الأجل أعلى من معدلات الفائدة طويلة الأجل.

2- من حيث أسلوب إحتساب الفوائد على الديون، تقسم معدلات الفائدة إلى: [27]

2-1- معدل بسيط: وهو معدل الفائدة الذي يحتسب على أصل الدين أي المبلغ الأساسي فقط بدون فوائد.

2-2- معدل مركب: وذلك بإحتساب الفائدة على جملة أصل الدين وفوائده، لكن أكثر التصنيفات شيوعا لمعدلات الفائدة، هو ذلك التصنيف الذي يربطها بكل من أغراض المستثمر ومخاطر الإستثمار.

الفرع الثالث: أهمية سعر الفائدة في عمل الأسواق المالية: [28]

يرتبط التعامل بالأسواق المالية بسعر الفائدة بدرجة وثيقة جدا، بشكل مباشر، كما أسلفنا الذكر، نظرا لإرتباط سعر الفائدة بمعظم إن لم يكن بجميع أدوات التعامل في الأسواق المالية وبالتالي فأهمية سعر الفائدة تكمن في:

الفائدة هي ثمن رأس المال، أو المقابل لإستخدامه، وإنما تمثل ثمن مبادلة قيمة آنية بقيمة آجلة، أي ثمن مبادلة قيمة حالية بقيمة لاحقة، أو مستقبلية، وهي ثمن أو مقابل الإقتراض، وبهذا فإنها تمثل تكلفة الإقتراض من جانب، وعائدا من الجانب الآخر.

والإهتمام بسعر الفائدة، أي النسبة المؤية للفائدة يشكل محور الإهتمام الأساسي الخاص بمقدار مبلغ الفائدة ذاتها، ذلك لأن إرتفاع سعر الفائدة يرفع معه مقدار مبلغ الفائدة، وإنخفاض سعر الفائدة يخفض معه مقدار مبلغ الفائدة .

إن المستثمر في الغالب عند توجهه للإستثمار يقارن بين سعرالفائدة الذي يمكنه الحصول عليه من أمواله بشكل وديعة مصرفية وبين عائد إستخدام هذه الأموال بالإستثمار في شراء الأورا ق المالية والأدوات المالية التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق، فإذا كان العائد المتوقع تحقيقه أعلى من سعر الفائدة يتم إتخاذ القرار بالإستثمار فيها ، أما إذا كان أقل من سعر الفائدة يتم إتخاذ القرار بعدم الإستثمار، والتوجه نحو إيداع هذه الأموال في المصارف والحصول على الفائدة مقابل الوديعة، وهكذا فإن لسعر الفائدة علاقة بمعدل العائد المتوقع تحققه نتيجة الإستثمار في الأسواق المالية، وبالتالي فإنه العامل الأكثر أهمية في تحديد هذا الإستثمار.

الفرع الرابع : مخطر سعر الفائدة

1- مفهوم مخطر سعر الفائدة :

[27]- منصوري الحلج موسى ، مرجع سبق ذكره ، 2008 ، ص 46 .

[28]- فليح حسن خلف ، **الأسولق المالية والنقدية** ، أربد : عالم الكتاب الحديث ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2003 ، ص 168،169 .

تتمثل في المخاطر الناجمة عن إحتمال حدوث إختلاف بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب التغيرات في سعر الفائدة السوقي خلال المدة الإستثمارية، حيث يختلف تأثير مخطر تغير أسعار الفائدة حسب نوع الورقة المالية، إذ نجده أكبر في حالة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات و لأسهم الممتازة مقارنة بالأوراق المالية ذات الدخل المتغير كالأسهم العادية .[29]

2- قياس مخطر سعر الفائدة :

المخاطر بصفة عامة تعني الخسائر المتوقع حدوثها جراء عدم التأكد فإنه من الصعب حسابها نظرا لعدم إستقرار وثبات العوائد الحصول عليها، فأقرب مقياس لقياس المخاطرة للسهم الواحد هو التشتت **variance** حيث يقيس هذا المعيار مقدار تشتت العوائد عن المركز أو المعدل لهذه العوائد بالإضافة إلى أنه يمكن إستنتاج الإنحراف المعياري من التشتت **standard déviation** وهو عبارة الجذر التربيعي للتشتت، والمخاطر المنتظمة هي المخاطر العامة التي تقع على السوق ككل والتي يمكن قياسها بواسطة معامل بيتا **Beta** .[30]

3- **معامل بيتا Beta** : ويتمثل معامل بيتا **Beta** في المخاطر المنتظمة أو العامة أي المخاطر المتعلقة بالإقتصاد القومي ككل وهي التي تصيب السوق بصفة عامة ومن ثم يمكن قياس تلك المخاطر بمدى تغير عائد الإقتراح الإستثماري مع تغير عائد السوق ويقصد بعائد السوق، متوسط عائد الأسهم العادية المتداولة في سوق الأوراق المالية (عائد محفظة السوق .

ومنه معامل بيتا يحسب كالآتي :[31]

$$\mathbf{Bi} = \frac{\boldsymbol{COV(Ri.Rm)}}{\boldsymbol{V(Rm)}} = \frac{\boldsymbol{Pi.k(Ri-\bar{R}i)(Rm-\bar{R}m)}}{\boldsymbol{Pi(Rm-\bar{R}m)^2}}$$

M.: التباين المشترك بين معدل العائد على السهم ومعدل العائد على محفظة السوق.

(**Ri**.**Rm**) : تباين عائد محفظة السوق

var (**Rm**) :و عائد السوق

Pi.**k** : درجة الإرتباط بين عائد السهم

Ri: عائد السهم

Rm: عائد محفظة السوق

[29]- رستمية أحمد أبو موسى، **الأسواق المالية والنقدية**، دار النشر، عمان، الطبعة الأولى، 2005، ص: 208 .

[30]- غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الإستثمارية**، الطبعة الأولى دار المناهج، عمان الأردن، 2002 ، ص: 82 .

[31] -Pierre vernimen , pascal quiry, yann le fur, finance d'entreprise 9e edition, Dalloz paris,2011,p : 420 .

أصل مالي عن طريق معامل بيتا للمحفظة والذي هو عبارة عن المتوسط المرجح لبيتاN ومنه قياس خطر المحفظة المكونة من الأصول المشكلة للمحفظة ويعطى بالعلاقة التالية :[32]

$$\mathbf{n = \sum_{i=1}^{n} ai\ Bi\ Brp = a1\ B1 + a2\ B2 + \ldots\ldots + an\ B}$$

حيث :

المشكلة للمحفظة X1. X2. .....Xn.....هي نسب الأصول a1 .. an.....a2

على التوالي.....Xn X1.X2هي معاملات بيتا للأصول b2.1b.. ..... bn.

إذا في الحالة :[33]

- بيتا المحفظة يساوي الواحد تكون مخاطرها مساوية لمخاطر السوق.
- بيتا المحفظة أقل من الواحد فتكون مخاطرتها أقل من الواحد.
- بيتا المحفظة أكبر من الواحد فتكون مخاطرتها أكبر من مخاطر السوق.

المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية

المطلب الأول :الدراسات السابقة العربية

أولا– مذكر ة الطالب منصوري الحاج موسى 2009، بعنوان أثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق دبي المالي، مذكرة ماجستير، هدفت هذه الدراسة إلى كيفية تسيير مخطر سعر الفائدة الذي يعد من المخاطر النظامية، وقد إستعمل الطالب إختبار السببية لقرانجر لإثبات وجود علاقة سببية بين سعر الفائدة وآداء محفظة الأورق المالية وتكمن أوجه الإختلاف في أنه في دراستنا سنقوم بإستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية لمعرفة أثر التقلبات في سعر الفائدة على أسعار الأسهم .

ثانيا– مذكرة الطلب الهلي نور الدين 2013، بعنوان العلاقة بين التغيرات في أسعار الفائدة على قيمة المؤسسة المسعرة دراسة حالة مؤسسات مؤشر cac40 تمحورت هذه الدراسة حول آثار تغيرات أسعار الفائدة مابين البنوك الأوروبية على قيمة المؤسسة، مستخدما في ذلك طريقة المربعات الصغرى العادية والفرق بين هذه الدراسة ودراستنا هو أن هذا الأخير إستعمل سعر الفائدة بين البنوك لأوروبية أوريبور بينما إستعملنا في دراستنا سعر الفائدة على الودائع من البنك المركزي الفرنسي.

ثالثا– مذكرة الطالب بضياف عبد الباقي، بعنوان تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة دراسة قياسية على السوق المالي السعودي 2009–2012 وقد هدفت هذه الدراسة لبحث العلاقة بين المخاطرة المالية من جهة والآداء

[32] - jacqueline delahaye , florance delahaye , finance d éntreprise , corrigés du manuel ,les éditions DCG ,2e éditions, dunod, 2013 , p : 12 .
[33] Jérom Méric ,Flora sfez , gestion financiere des entreprises , hachette , 2013,p : 182 .

المالي للشركات المسعرة في السوق المالي من جهة أخرى وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية المخاطر النظامية وغير النظامية من جهة والآداء المالي من ثانية، وذلك من خلال تحليل العلاقة بين أدوات قياس المخاطر المالية ومؤشرات الآداء المالي، ويكمن الفرق بين هذه الدراسة ودراستنا هو أن الباحث قد إستعان بالمؤشرات المالية وهذا خلافا لدراستنا إذ إستعنا بأسعار الأسهم.

المطلب الثاني : الدراسات السابقة الأجنبية

أولا– دراسة bento j lobo (2002)، بعنوان interest rate surprises and stock prices تبحث هذه الدراسة تأثير تقلب أسعار الفائدة على الأوراق المالية، معتمدا على معطيات بنك الإحتياط الفدرالي في نيويورك للفترة (1990–2001) ومؤشر S&P وقد إستخدم منهجين في الدراسة الأول EGARCH وإعتمد 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 في تقلبات الأسهم في السوق من بينها طبيعة الإفصاح، وتختلف عن دراستنا في المنهج المستعمل حيث نستعمل طريقة المربعات الصغرى العادية.

ثانيا– دراسة nicolas moumni (2006) ، بعنوان

taux d intétet et course des actions une approche empirique de bourse

تمت الدراسة في سوق باريس على مجموعة مؤسسات cac40 خلال الفترة الممتدة بين 1995و2005 إستعان الباحث بإختبار السببية بمفهوم غرانجر، وتم تقدير معلمات النموذج وفق طريقة المربعات الصغرى العادية، حيث توصل الباحث إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية وأن القدرة التفسيرية كبيرة حوالي 44% خلال فترة ماي 2002 إلى جوان 2005 كما أن سعر الفائدة الإسمي يفسر في أفضل الأحوال 50% من حركة سعر السهم، و50% تتحكم فيها عوامل أخرى يمكن أن تفسر حركة السهم.

ثالثا – دراسة cifter atilla ozun alper (2007)

Estimatiing the effects of interest rateson share prices using multi-scale causality test in emerging marckets

تمت الدراسة بسوق تركيا خلال الفترة الممتدة (2003–2006)، تبحث هذه الورقة في آثار تغيرات أسعار الفائدة على عوائد الأسهم بإستخدام تحليل المويجات مع إحتبار السببية جرانجر وإختبار ديكي فولر المطور، حيث خلصت الدراسة إلى وجود علاقة سببية وأن آثار سعر الفائدة على عوائد الأسهم يزيد في فترات زمنية ،وأظهرت نتائج إختبار ديكي فولر المطور أن السلسلة الزمنية ثابتة.

ومن خلال عرض الدراسات السابقة نلاحظ أن جميع الباحثين ركزوا على بعض جوانب موضوع دراستنا، والتي تتمحور حول عوائد الأسهم، أسواق الأسهم، لهذا فإن دراستنا ستتمحور حول أثر تقلبات أسعار الفائدة على أسعار الأسهم.

خلاصة الفصل :

يتسم الإستثمار في الأسواق المالية بتعرضه لعدة أنواع من المخاطر المالية، ويختلف المستثمرون فيما بينهم في تحملهم للمخاطر أو تجنبها، لقد تناول هذا الفصل دراسة أهم المفاهيم المتعلقة ببورصة القيم المنقولة، بالإضافة إلى التطرق للمفاهيم المتعلقة بأسعار الأسهم، مفهومها وخصائصها، وتصنيفاتها وقيمها، كما تعرضنا للمفاهيم المتعلقة بسعر الفائدة، مفهومها وأنواعها، وأهمية سعر الفائدة في عمل الأسواق المالية، ومخطر سعر الفائدة حيث أن الهدف من الإستثمار هو تعظيم العائد وتدنئة المخاطر.

فالمستثمر في هذه الأسواق المالية يواجه مخاطر الإستثمار التي تنقسن إلى نوعين: مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، فالمخطر المنتظمة أو السوقية: هي المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بشكل عام، ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين، ومنها ظروف التضخم، الحروب، حالات الكساد ومعدلات الفائدة، وهذا الأخير هو عبارة عن المخاطر الناتجة عن إحتمال حدوث إختلاف بين العوائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في أسعار الفائدة السوقية خلال المدة الإستثمارية، فالأسهم تتأثر جميعها بهذا العامل بنفس الإتجاه ولكن بدرجات متفاوتة، والمستثمر عند إقدامه للإستثمار في الأوراق المالية يقارن بين سعر الفائدة الذي يمكن الحصول عليه منأمواله في شكل وديعة مصرفية وبين عائد هذه الأموال بالإستثمار في الأوراق المالية.

الفصل الثاني: دراسة قياسية على سوق باريس المالي لسنة 2014

تمهيد :

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

ومع إستمرار تطور الإقتصاد الرأس مالي وتعاظم قدراته الإنتاجية وإتساع تأثير المنافسة وآلية السوق وتزايد الإحتياجات لتعزيز فعالية الأدوات الإستثمارية وتعبئة المدخرات ورفع كفاءة التخصيص وإستخدام الموارد المتاحة ، فقد تزايدت أهمية الأسواق المالية وأصبحت تشكل أداة أساسية لتدعيم النمو الإقتصادي، وتحقيق نهوض شامل ومتسارع في كل جوانب الحياة.

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

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

المبحث الأول : الطريقة والأدوات

المطلب الأول : الطريقة المستخدمة في الدراسة

الفرع الأول – التعريف بمتغيرات الدراسة

1- سعر الفائدة :

ينظر لسعر الفائدة على أنه تارة عائد على الأموال المقترضة، وتارة أخرى على أنه تكلفة لها، أما بالنسبة للوحدات الإنفاقية المقترضة فيعتبر تكلفة لها، أما بالنسبة للبنوك فبما أنها على العوائد المصرفية فهي تكلفة، أما إذا إحتفظت الوحدات المدخرة بمدخراتها بشكل أرصدة نقدية فإن سعر الفائدة في هذه الحالة هو تكلفة الفرصة البديلة أي مقدار التضحية التي تتحملها هذه الوحدات نتيجة إحتفاظها بثروتها بشكل أرصدة نقدية وتنازلها عن العائد الذي يمكن الحصول عليه من عملية الإقراض.

ويكون السعر العائم في كثير من إتفاقيات مبادلات الفائدة هو سعرLondon Interban Office أو LIBOR وهو عبارة عن سعر الفائدة المطروح بواسطة البنوك على الودائع من البنوك الأخرى في أسواق العملة الأوروبية وسعر LIBOR لشهر واحد هو السعر المدفوع على ودائع الثلاثة شهور.

ويتم تحديد أسعار LIBOR بواسطة التداول الذي يتم بين البنوك ويتغير بإستمرلر مع تغير الظروف الإقتصادية، ومثلما يكون سعر الفائدة الأساسي خو سعر الفائدة المرجعي للقروض ذات الأسعار المتغيرة في السوق المالية المحلية، فإن سعر LIBOR يكون هو السعر المرجعي للقرض في الأسواق المالية.

ولفهم كيف يستخدم هذا السعر إفترض أنه تم تحديد سعر فائدة LIBOR لستة أشهر زائد 5 % سنويا، فإن عمر القرض سوف يقسم إلى فترات كل منها مدته 6أشهر، وبالنسبة لكل فترة يتم تحديد سعر الفائدة على أساس 5% سنويا إضافية على سعر LIBOR في بداية المدة، وتدفع الفائدة في نهاية المدة.

2- ماهية مؤشر CAC40

- تعريف بعينة شركات CAC40 : يعد مؤشر CAC40 من أكثر المؤشرات أهمية في سوق باريس إذ يمثل مؤشر الأسعار الأكثر تمثيلا ل40 مؤسسة من بين سوق القيم وهذا أول مؤشر يولد العقود الآجلة والخيارات.

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

3- تكوين مؤشرالسوق CAC40: خلال إجتماع المجلس يقوم الأعضاء بتحديث قائمة المؤسسات المكونة لمؤشر CAC40 وذلك حسب المراحل التالية:

- وضع قائمة لمائة أكبر مؤسسة فرنسية مسجلة في اليورو نكست من حيث القيمة السوقية: تحسب القيمة السوقية بالإعتماد على سعر السهم في يوم إنعقاد الإجتماع.

- إختيار 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.

4- كيفية حساب المؤشر: منذ ديسمبر 2003 أصبح المؤشر يعتمد نظام التعويم الحر، الذي يأخذ في الحسبان بالإضافة إلى الرسملة البورصية للمؤسسات المكونة له عدد الأسهم المتاحة فعلا في السوق، وهذا القرار أتخذ من طرف المجلس العلمي لمؤشرات أورونكست باريس، مما يسمح بتأمين أكثر إتساق بين الواقع البورصي للمؤسسات وترجمة هذا الواقع بالمؤشرات والحد من ظواهر التقلب الناتج من التشويه الكبير بين وزن القيمة في المؤشر وحصة رأس المال المعوم المتاحة في السوق.

ويقصد بالرسملة البورصية المعومة أو التعويم، ذلك الجزأ 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 من قبل جمهور المستثمرين بدلا من رأس المال الإجمالي الصادر عن المؤسسات.

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

$$It = 1000(\sum_{1=0}^{n} Qit\ CitT/B0KT)$$

حيث: t يوم الحساب، n عدد القيم في العينة، Qit عدد الأسهم المستخدمة في المؤسسة i في التاريخ t، Cit سعر السهم i في التاريخ t، B0 الرسملة البورصية في يوم الأساس 1987/12/31 ، KT المعامل المعدل في التاريخ t للرسملة القاعدية (K0=1) .

المطلب الثاني : الأدوات المستخدمة

الفرع الأول– جمع وتلخيص المعطيات :

لقد قمنا بجمع المعطيات الخاصة بالبحث والتي هي عبارة عن وحدات تشترك في نفس الصفة ألا وهي (الأسعار)، ويصنف المجتمع الإحصائي الذي إستقينا منه البيانات إلى مجتمع إحصائي محدود حيث أنه يمكن حصر وحداته أو مفرداته والمتمثلة في أسعار الأسهم وأسعار الفائدة، حيث إخترنا عينة من المجتمع الإحصائي من المفترض أنها تمثل المجتمع أحسن تمثيلا لأننا إخترنا الأسهم على أساس (قطاعي)، أي من كل قطاع أخذنا سهم واحد بحيث تكونت لدينا مجموعة من ثمانية أسهم وهو طول العينة وإخترنا الأسعار اليومية لسنة 2014 لأنها فترة ليست بالبعيدة وتعكس لنا حالة السوق في الوقت الراهن.

والصفة المدروسة في هذه العينة هي صفة أسعار الأسهم وهي صفة كمية أي أنها قابلة للقياس، وقد نهلنا معلوماتنا من مصادر غير رسمية والمتمثلة في النشرات التي تصدرها بورصة باريس على المواقع الإلكترونية حيث تتميز هذه المعلومات بالوفرة والدقة الشي الذي ساعدنا في جمع المعلومات ، وقد قمنا بمسح أي جمع الملاحظات عن طريق وحدات بحث كما هي على حالها دون تحكم.

أما بالنسبة لتلخيص البيانات والمعطيات المجمعة فقد إتبعنا في تلخيصنا لهذه البيانات والمعطيات مقياس من مقاييس النزعة المركزية والذي يعتبر مقياس اساسي من مقاييس النزعة المركزية، ألا وهو الوسط الحسابي أو المتوسط الحسابي الذي قمنا بحسابه لكل يوم بين الأسهم المختارة، وهذا لكي نتمكن من دراسة أثر سعر الفائدة على أسعار الأسهم.

الفرع الثاني – الأدوات المستخدمة في الدراسة: وقياس هذا الأثر يكون من خلال دراسة السببية أي دراسة أي المغيرين يسبب الآخر، بإستخدام تحليل السلاسل الزمنية لكلتا المتغيرين كخطوة أولى في الدراسة، ومن ثم إيجاد النموذج الأمثل للعلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم وهذا بإستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية وبعدها نقوم بإختبار الفرضيات وتحديد المعنوية، وقد إستخدمنا في دراستنا برامج إحصائية نذكر منها: برنامج Eviews8 وهو برنامج إحصائي معروف يستخدم تحديدا في تحليل المعطيات الإحصائية، وكذلك برنامج Microsoft Excel والذي لا يمكن الإستغناء عنه في مثل هكذا دراسات.

المبحث الثاني: النتائج والمناقشة

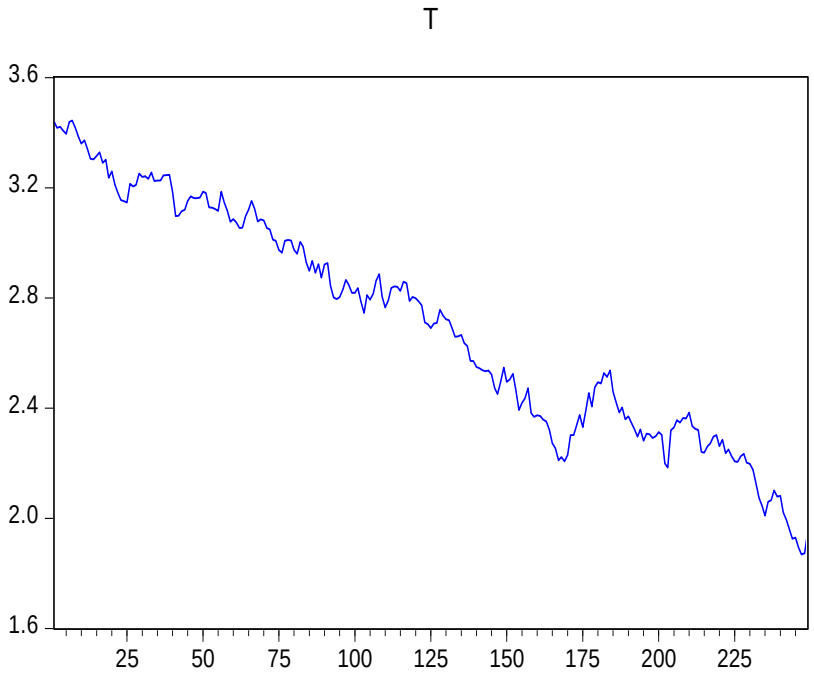
المطلب الأول: نتائج الدراسة

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى عرض النتائج المستخرجة من برنامج EVIEWS 8 وبالإستعانة ببرنامج EXCEL والقيام بتحليلها

الفرع الأول – تحليل سلسلة أسعار الفائدة على الودائع :

نحاول من خلال هذا الجزء تحليل سلسلة أسعار الفائدة على الودائع ، يومية لسنة 2014.

شكل رقم (1.2) : منحنى أسعار الفائدة على الودائع

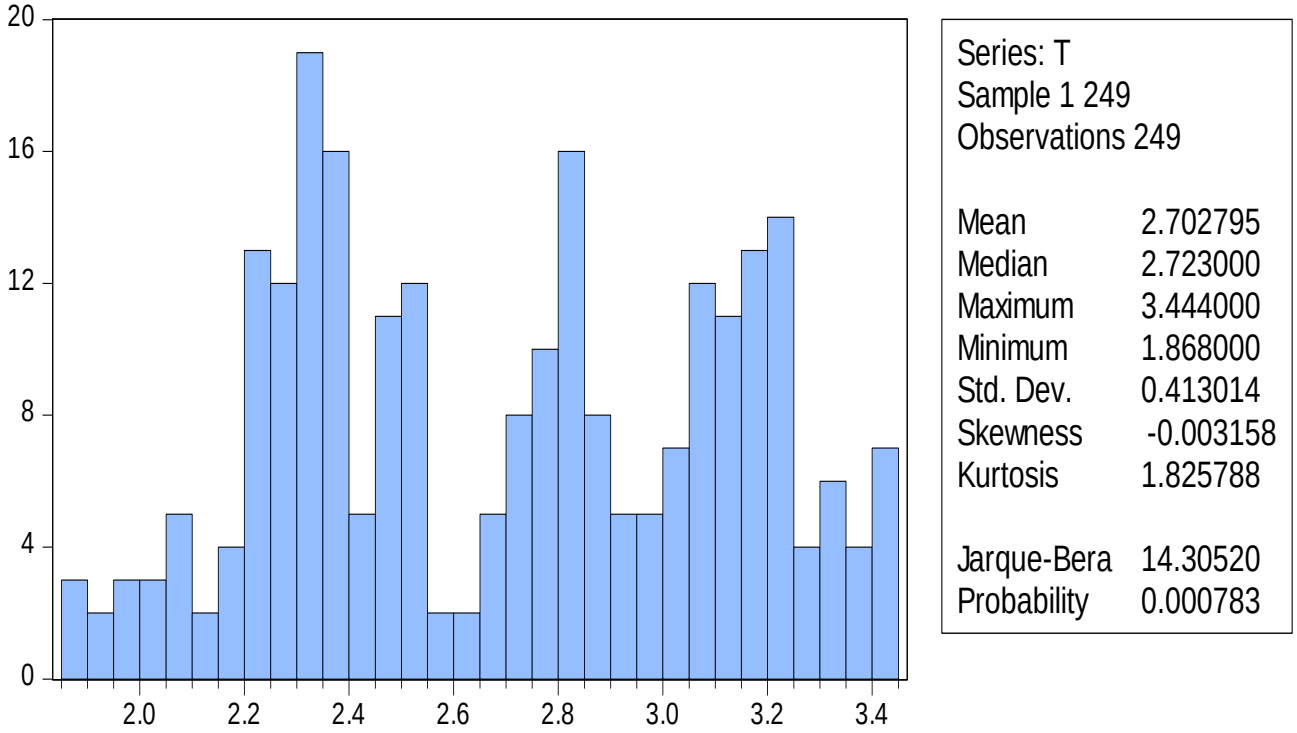


المصدر : برنامج Eviews 8 إنطلاقا من بيانات الملحق رقم (1)

من الشكل نلاحظ أن سعر الفائدة على الودائع يحتوي على تغيرات طويلة المدى وتتمثل في الإتجاه العام . كما أن السلسلة موسمية أي تحتوي على المركبة الموسمية .

1- دراسة أثر توزيع السلسلة :

شكل رقم (2.2) : التوزيع الطبيعي لسلسلة أسعار الفائدة



المصدر : برنامج Eviews إنطلاقا من بيانات الملحق رقم (01)

نحاول معرفة ماإذا كانت سلسلة أسعار الفائدة تحمل خصائص التوزيع الطبيعي، وبالتالي لدينا:

- إختبار Skewness : لإختبار فرضية العدم – فرضية التناظر –

من الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة $S = -0.003158 < 0$ ، ومنه فإن التوزيع مائل نحو اليسار فهو يعطي إشارة إلى وجود شكل غير خطي في الظاهرة وهو كذلك بما أننا أمام ظاهرة إقتصادية مالية.

- إختبار Kurtosis: لإختبار فرضية العدم – فرضية التفرطح –

وكذا القيمة المحسوبة لهذا الإختبار تبين $k=1.825788 < 3$ ، فالتوزيع توزيع مفرطح .

- إختبار Jarque – Berra : من الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة لهذا الإختبار تبين

$JB = 14.30520 > \chi^2_{0.05} = 5.99$ ومنه فالتوزيع غير طبيعي.

2- إختبار إستقرارية السلسلة:

دالة الإرتباط الذاتي : تكون السلسلة مستقرة إذا كان معاملات دالة الإرتباط الذاتي $\hat{p}$ k معدومة وتقع ضمن مجال الثقة من أجل كل قيمة لـ K <0 والشكل التالي يبين شكل دالة الإرتباط الذاتي لسلسلة أسعار الفائدة على الودائع.

شكل رقم (3.2) : دالة الإرتباط الذاتي لسلسلة أسعار الفائدة

Date: 05/14/15 Time: 12:16
Sample: 1 249
Included observations: 248

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.005	0.005	0.0068	0.934
		2	-0.084	-0.084	1.7996	0.407
		3	-0.042	-0.042	2.2523	0.522
		4	-0.008	-0.015	2.2705	0.686
		5	-0.067	-0.075	3.4111	0.637
		6	-0.032	-0.036	3.6748	0.721
		7	-0.074	-0.089	5.0794	0.650
		8	0.069	0.057	6.3147	0.612
		9	0.035	0.016	6.6310	0.675
		10	-0.059	-0.063	7.5415	0.674
		11	0.065	0.071	8.6606	0.653
		12	-0.038	-0.060	9.0490	0.699
		13	0.016	0.029	9.1131	0.764
		14	-0.056	-0.061	9.9429	0.766
		15	-0.122	-0.123	13.895	0.533
		16	-0.066	-0.070	15.044	0.521
		17	0.030	-0.017	15.289	0.575
		18	-0.034	-0.045	15.600	0.620
		19	-0.049	-0.085	16.250	0.641
		20	0.067	0.039	17.454	0.623
		21	0.029	-0.006	17.688	0.669
		22	0.116	0.098	21.386	0.497
		23	-0.071	-0.059	22.762	0.475
		24	-0.022	-0.010	22.895	0.526
		25	-0.045	-0.055	23.447	0.551
		26	-0.106	-0.126	26.577	0.432
		27	0.083	0.113	28.507	0.385
		28	0.022	-0.035	28.646	0.431
		29	-0.031	-0.034	28.917	0.469
		30	0.045	0.010	29.494	0.492

المصدر : برنامج Eviews 8 إنطلاقا من بيانات الملحق رقم(1)

3- إختبار جذر الوحدة

يهدف إختبار جذر الوحدة إلى فحص خواص السلسلة الزمنية – سلسلة أسعار الفائدة – خلال الفترة، والتأكد من مدى سكونها (إستقراريتها)، ولإختبار سكون السلسلة الزمنية لمتغيرات نموذج الدراسة فإن ذلك يتطلب إختبار جذر الوحدة ورغم تعدد إختبارات جذر الوحدة، إلا أننا سوف نستخدم إختبار ديكي فولر.

جدول رقم (1.2) : بيانات إختبار ADF لسلسلة أسعار الفائدة

Null Hypothesis: D(T) has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=15)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-15.38128	0.0000
Test critical values:	1% level		-3.456730	
	5% level		-2.873045	
	10% level		-2.572976	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(T,2)				
Method: Least Squares				
Date: 05/05/15 Time: 18:08				
Sample (adjusted): 3 249				
Included observations: 247 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(T(-1))	-0.994654	0.064667	-15.38128	0.0000
C	-0.005905	0.002208	-2.674534	0.0080
R-squared	0.491262	Mean dependent var		0.000405
Adjusted R-squared	0.489185	S.D. dependent var		0.047707
S.E. of regression	0.034097	Akaike info criterion		-3.911144
Sum squared resid	0.284840	Schwarz criterion		-3.882728
Log likelihood	485.0263	Hannan-Quinn criter.		-3.899704
F-statistic	236.5838	Durbin-Watson stat		1.972911
Prob(F-statistic)	0.000000			

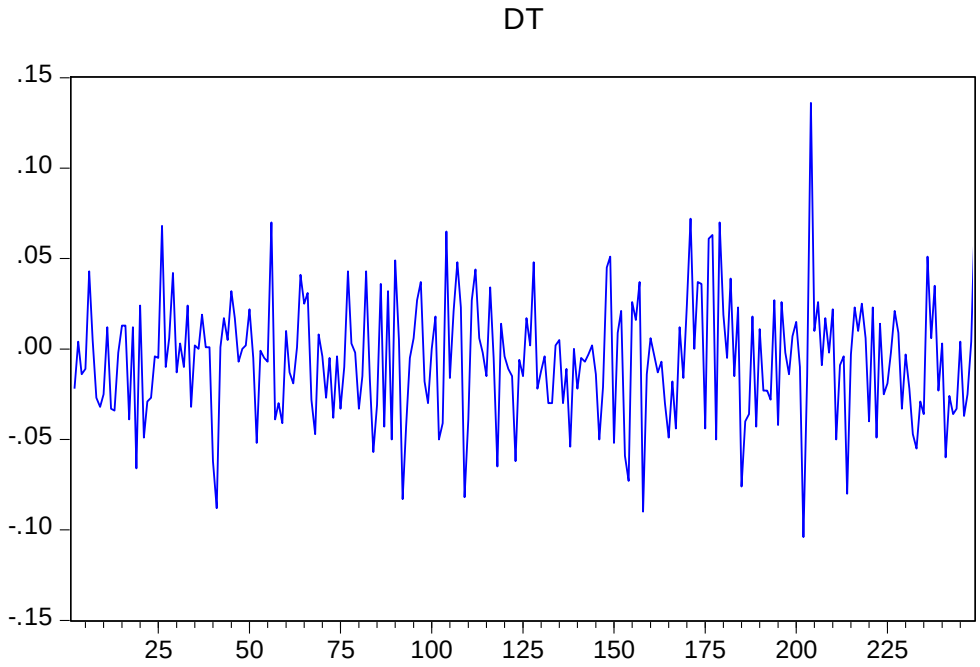
المصدر : برنامج EVIEWS إنطلاقا من بيانات الملحق رقم (1)

من بيانات الشكل نستنتج مايلي: من الجدول نلاحظ أن إحصائية ADF بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيم الحرجة لتوزيع Mackinnon عند مستوى معنوية 5%. وعليه السلسلة لا تحتوي على جذر وحدوي. ومنه السلسلة مستقرة بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى.

4- التمثيل البياني للسلسلة المستقرة :

نحاول إزالة عدم إستقرارية السلسلة من خلال الصيغة التالية : Dt=d(t) .

شكل رقم (4.2) : منحنى لسلسلة أسعار الفائدة معدلة .



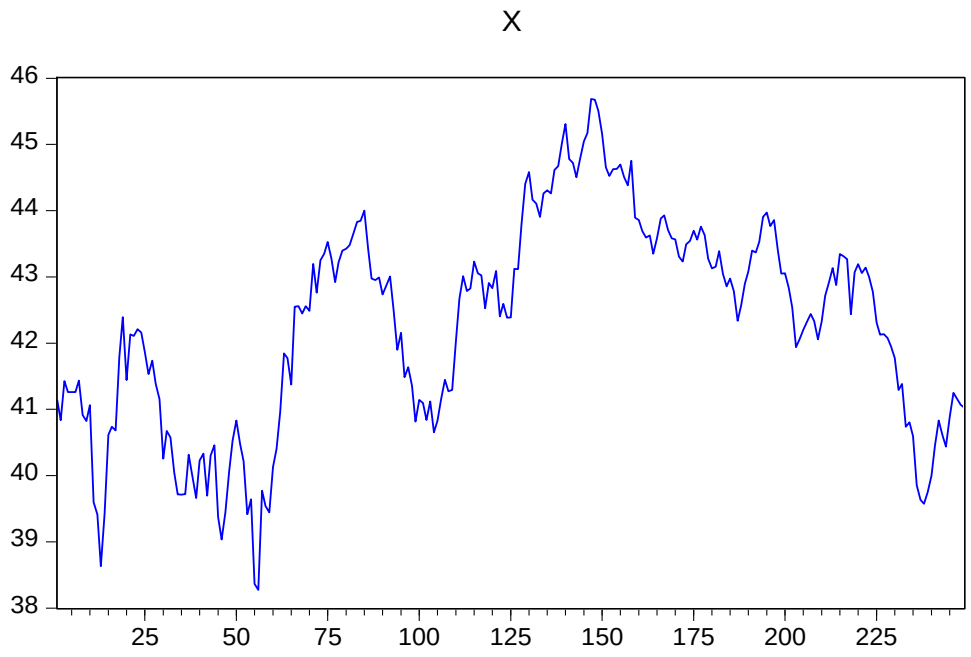
المصدر : برنامج EVIEWS 8 إنطلاقا من بيانات الملحق رقم

من الشكل نلاحظ أن قيم السلسلة تتمحور حول محور الفواصل ويتبين جليا أنها مستقرة .

الفرع الثاني : تحليل سلسلة أسعار الأسهم :

سلسلة لأسعار الأسهم يومية لسنة 2014 لمجموعة من الشركات المدرجة في بورصة باريس (مؤشر CAC40)

شكل رقم(5.2) : منحنى أسعار الأسهم

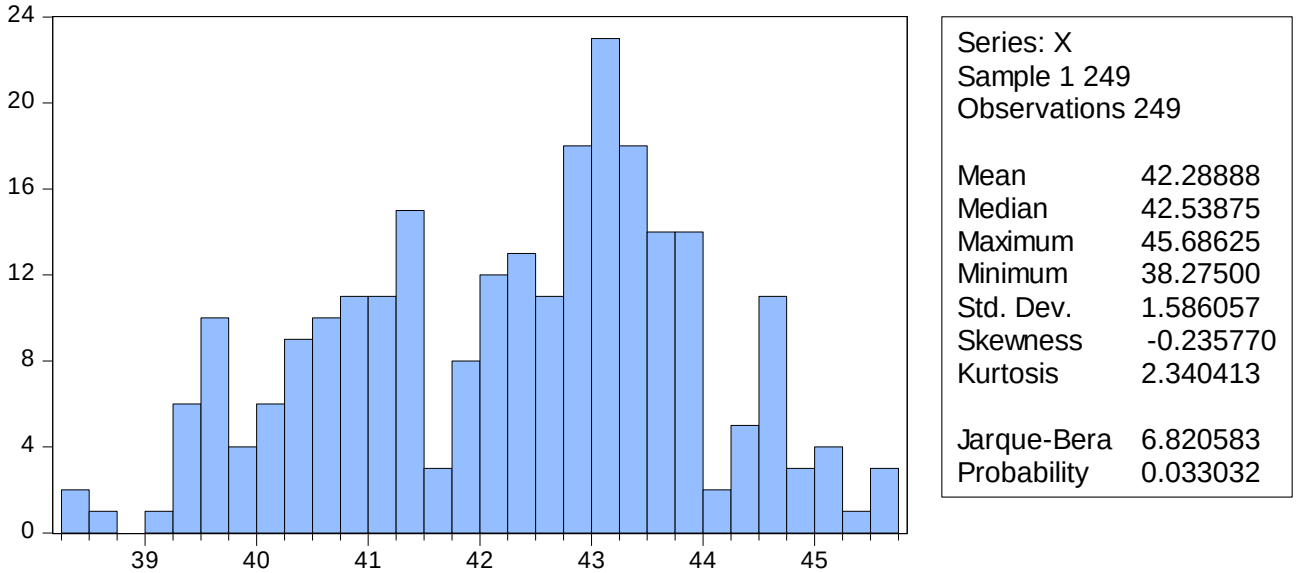


المصدر : برنامج EVIEWS8 إنطلاقا من بيانات الملحق رقم (2)

من الشكل نلاحظ أن أسعار الأسهم تحتوي على تغيرات طويلة المدى وتتمثل في الإتجاه العام . كما أن السلسلة موسمية أي تحتوي على المركبة الموسمية.

1- دراسة توزيع السلسلة :

شكل رقم (6.2) : التوزيع الطبيعي لأسعار الأسهم



المصدر : برنامج EVIEWS8 إنطلاقا من بيانات الملحق رقم (2)

لدينا :

– إختبار Skewness :لإختبار فرضية العدم – فرضية التناظر –

من الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة **S= – 0.2357 <0** ومنه فإن التوزيع مائل نحو اليسار .

– **إختبار** Kurtisis :لإختبار فرضية العجم – فرضية التفرطح –

القيمة المحتسبة لهذا الإختبار تبين **K= 2.3404 < 3** ، فالتوزيع توزيع مفرطح .

– إختبار Jaque-Berra :

أما إحصائية 5.99 =(2) $\chi^{2}_{0.05}$ <JB=6.8205

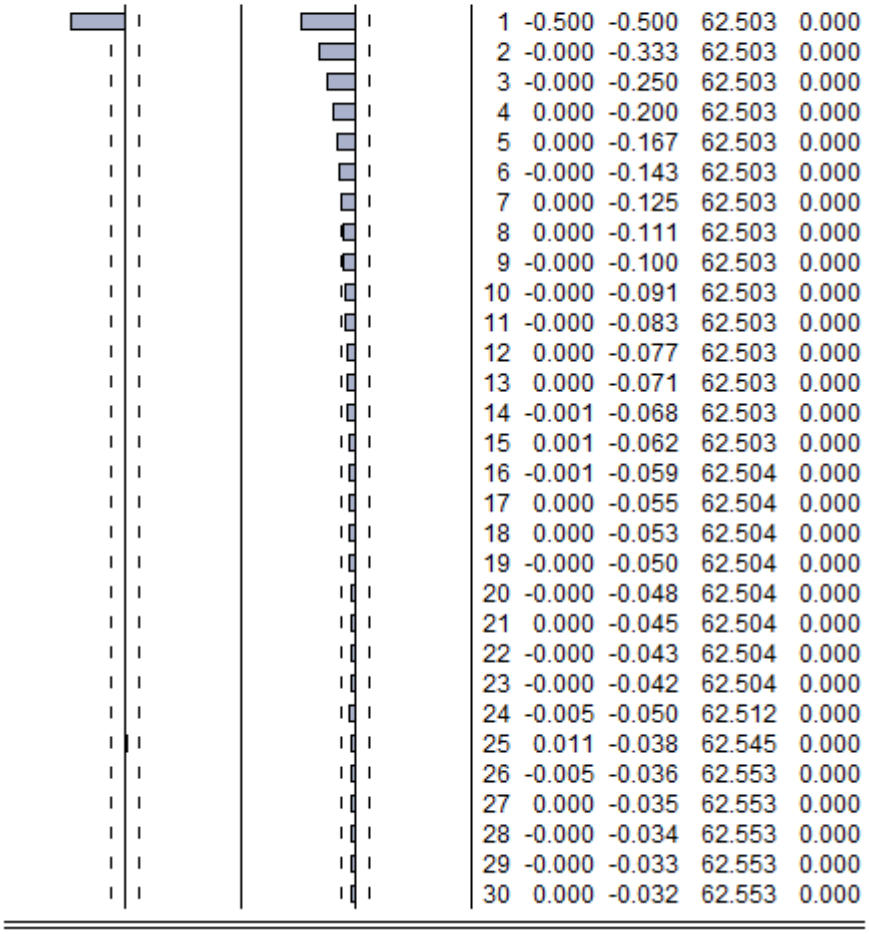
ومنه فالتوزيع غير طبيعي .

2- إختبار إستقرارية السلسلة :

دالة الإرتباط الذاتي :

شكل رقم (7.2) : دالة الإرتباط الذاتي لأسعار الأسهم

Date: 05/14/15 Time: 12:22
Sample: 1 249
Included observations: 247



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	-0.500	-0.500	62.503	0.000
		2	-0.000	-0.333	62.503	0.000
		3	-0.000	-0.250	62.503	0.000
		4	0.000	-0.200	62.503	0.000
		5	0.000	-0.167	62.503	0.000
		6	-0.000	-0.143	62.503	0.000
		7	0.000	-0.125	62.503	0.000
		8	0.000	-0.111	62.503	0.000
		9	-0.000	-0.100	62.503	0.000
		10	-0.000	-0.091	62.503	0.000
		11	-0.000	-0.083	62.503	0.000
		12	0.000	-0.077	62.503	0.000
		13	0.000	-0.071	62.503	0.000
		14	-0.001	-0.068	62.503	0.000
		15	0.001	-0.062	62.503	0.000
		16	-0.001	-0.059	62.504	0.000
		17	0.000	-0.055	62.504	0.000
		18	0.000	-0.053	62.504	0.000
		19	-0.000	-0.050	62.504	0.000
		20	-0.000	-0.048	62.504	0.000
		21	0.000	-0.045	62.504	0.000
		22	-0.000	-0.043	62.504	0.000
		23	-0.000	-0.042	62.504	0.000
		24	-0.005	-0.050	62.512	0.000
		25	0.011	-0.038	62.545	0.000
		26	-0.005	-0.036	62.553	0.000
		27	0.000	-0.035	62.553	0.000
		28	-0.000	-0.034	62.553	0.000
		29	-0.000	-0.033	62.553	0.000
		30	0.000	-0.032	62.553	0.000

المصدر : برنامج EVIEWS8 إنطلاقامن بيانات الملحق رقم (2)

3- إختبار جذر الوحدة :

جدول رقم (2.2) : بيانات إختبار ADF لأسعار الأسهم

Null Hypothesis: D(X) has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=15)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-15.61390	0.0000
Test critical values:	1% level		-3.456730	
	5% level		-2.873045	
	10% level		-2.572976	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(X,2)				
Method: Least Squares				
Date: 05/06/15 Time: 15:54				
Sample (adjusted): 3 249				
Included observations: 247 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(X(-1))	-0.996367	0.063813	-15.61390	0.0000
C	0.000770	0.025705	0.029967	0.9761
R-squared	0.498766	Mean dependent var		0.001063
Adjusted R-squared	0.496720	S.D. dependent var		0.569450
S.E. of regression	0.403980	Akaike info criterion		1.033163
Sum squared resid	39.98402	Schwarz criterion		1.061579
Log likelihood	-125.5956	Hannan-Quinn criter.		1.044604
F-statistic	243.7938	Durbin-Watson stat		1.981631
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : برنامج EVIEWS8 إنطلاقا من بيانات الملحق رقم (2) .

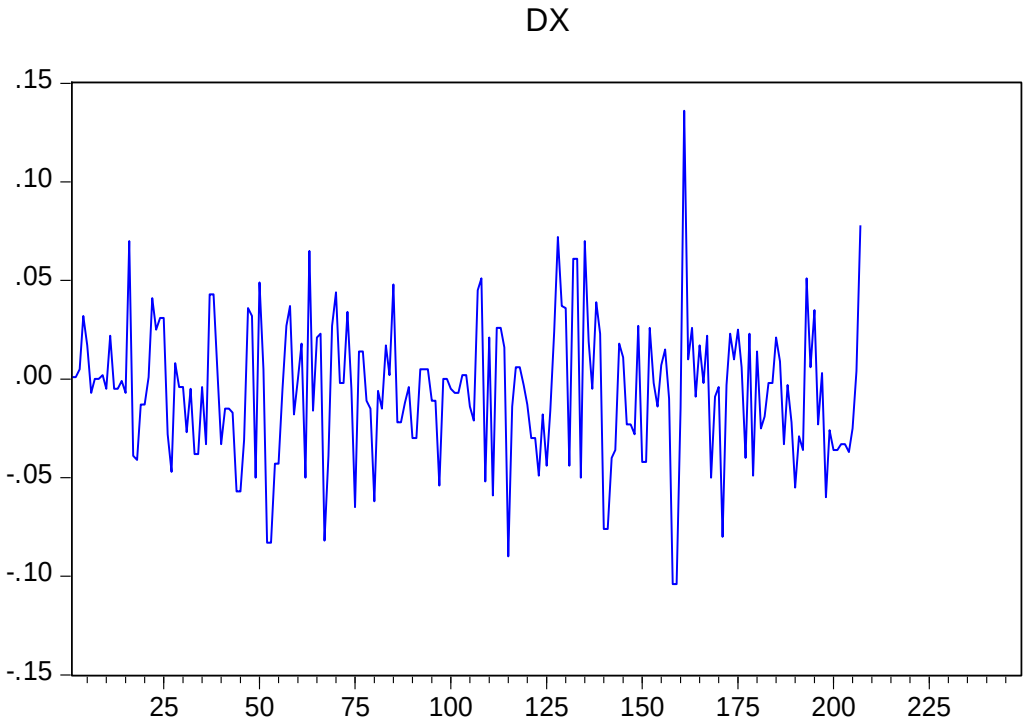
من الخدول نلاحظ أن إحصائية ADF أكبر تماما من القيم الحرجة لتوزيع Mackinnon عند مستوى معنوية 5% .

وعليه السلسلة لا تحتوي على جذر وحدوي. ومنه السلسلة مستقرة بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى.

4- التمثيل البياني للسلسلة المستقرة :

نحاول إزالة عدم إستقرارية السلسلة من خلال الصيغة التالية : DX=d(x)

شكل رقم (8.2) : منحنى لسلسلة أسعار الأسهم مستقرة



المصدر : برنامج Eviews8 إنطلاقا من الملحق رقم(2) .

من الشكل نلاحظ أن قيم السلسلة تتمحور حول محور الفواصل ويتبين جليا أنها مستقرة.

الفرع الثالث- إختبار العلاقة السببية ل Granger ومدى إستجابة أسعار الأسهم لتقلبات أسعار الفائدة :

إن تحديد العلاقات بين المتغيرات الإقتصادية يسمح بتحديد نوع العلاقة مابين المتغيرات في المدى القصير، وهذا مايتيح لنا معلومات تمكننا من الفهم النظري الجيد للظواهر الإقتصادية، وبالتالي أصبحت المعرفة السببية كشرط ضروري لتأسيس جيد للسياسة الإقتصادية.

عموما يمكن القول أن المتغير x يتسبب في المتغير y إذا كان توقع y الذي يعتمد بشكل كبير على معرفة ماضي المتغيرين x و y هو أحسن من توقع y الذي يعتمد فقط على ماضي y.

لإختبار العلاقة السببية سوف نستعمل الفرضيتين العديمتين التاليين:

$$H0 : \phi_x = 0$$

$$H0 : \phi_y = 0$$

3- إذا لم نرفض أي من هاتين الفرضيتين، فإن المتغيرين المدروسين x و y مستقلين عن بعضهما البعض، أما إذا تم رفضهما معا فهناك علاقة سببية في الإتجاهين (x يسسب y و y يسبب x).

4- إذا تم رفض الأولى وقبول الثانية، فإن العلاقة السببية تكون من المتغير x إلى المتغير y، أما إذا تم قبول الفرضية الأولى ورفض الثانية فإن العلاقة السببية تكون من المتغير y إلى المتغير x .

لإختبار هاتين الفرضيتين نقوم بإختبار أن المعنوية الإجمالية لمعالم النموذج السابق ليست جميعها مساوية للصفر وخاصة المعلمتين، Φ، β وهذا بإستعمال إختبار معياري بسيط لتوزيع فيشر. ويتم حسلب إحصائية فيشر وفق القانون التالي: Φ وX

$$F^* = \frac{(SCRR - SCRU)/C}{SCRU/(N-K-1)}$$

حيث أن: SCRR : هو مجموع بواقي المربعات في المعادلة المختزلة .

SCRU : هو مجموع بواقي المربعات في المعادلة غير المختزلة .

C : هو عدد المعاملات المختزلة ، والتي على أساسها يتم وضع الفرضيات العديمة .

K : هو عدد المتغيرات الأصلية (بدون إختزال) في المعادلة .

n : هو عدد المشاهدات المستخدمة لتقدير المعادلة غير المختزلة .

إذا كانت :

F^* إحصائية فيشر المحسوبة أكبر من إحصائية فيشر المجدولة فإننا نرفض الفرضية العديمة، أي وجود علاقة سببية، أما إذا كانت F^* المحسوبة أصغر من إحصائية فيشر المجدولة فإننا نقبل الفرضية العديمة أي وجود علاقة سببية.

الجدول رقم (2. 3) : إختبار Granger لسعر الفائدة وأسعار الأسهم

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 0 5/10/15 Time: 14:16			
Sample: 1 249			
Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DT does not Granger Cause DX	245	4.62532	0.0425
DX does not Granger Cause DT		2.27517	0.1050

المصدر : برنامج EVIEWS8 إنطلاقا من بيانات الملحق رقم (2و3) .

من الجدول نلاحظ مايلي :

أن أسعر الأسهم ليست سببا في تغيرات سعر الفائدة باعتبار أن إحصائية فيشر والتي تساوي 2.27517 أقل تماما من القيمة المجدولة لتوزيع فيشر بدرجتي (2 ، 245).

وهذا ما نلاحظه من خلال نسبة الإحتمال 0.1050 فهي أكبر تماما من 0.05 إدن نقبل H_0 ونرفض H_1 .

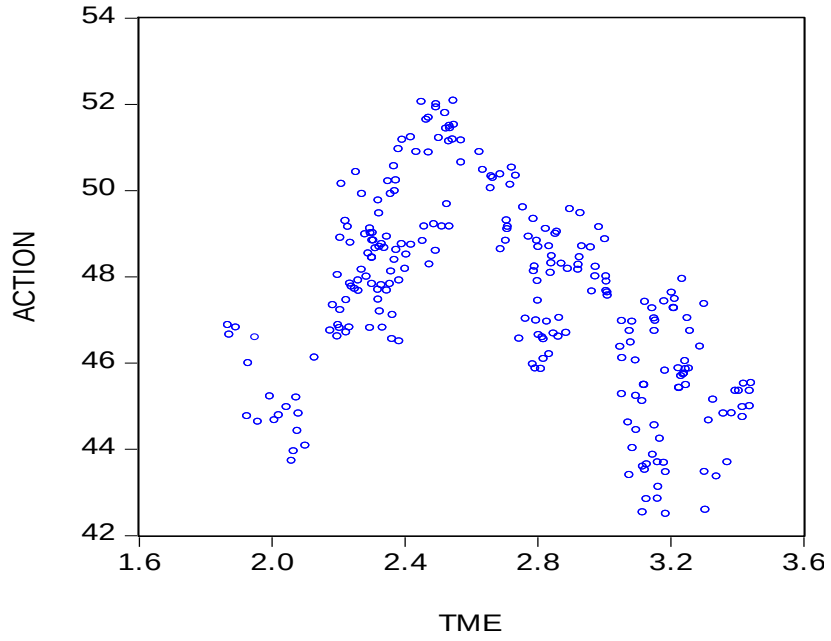
أما من الجهة المقابلة، نلاحظ أن أسعار الفائدة تتسبب في تغيرات أسعار الأسهم باعتبار أن إحصائية فيشر 4.62532أكبر تماما من القيمة المجدولة لتوزيع فيشر بدرجتي (2 ، 245) والتي تقدر ب 3.04 .

وهذا ما نلاحظه من خلال نسبة الإحتمال 0.0425 أقل تماما من 0.05 إذن نقبل H_1 ونرفض H_0 .

1- إيجاد نموذج الدراسة :

إنطلاقا من معطيات العينة موضوع الدراسة، سنعتمد في صياغة العلاقة مابين أسعار الأسهم كمتغير تابع وسعر الفائدة كمتغير مستقل، إعتمادا على الملاحق. حيث نهدف من خلال ذلك إلى إيجاد المعادلة الرياضية الأفضل التي يمكن لها أن تمثل العلاقة بين أسعار الأسهم، وسعر الفائدة على الودائع وفي سبيل ذلك يعتمد القياسيون على التمثيل النقطي للمتغير التابع action بدلالة المتغير المستقل tdd ويوضح الشكل أدناه التمثيل النقطي للمتغير التابع Action بدلالة المتغير المستقل tdd .

الشكل رقم (2 .9) : يوضح التمثيل النقطي للمتغير التابع Action بدلالة المتغير المستقل tdd



المصدر :من إعداد الطالب بإستخدام برنامج Eviews8

يساعدنا التمثيل النقطي للمتغير التابع Action بدلالة المتغير المستقل tdd على صياغة العلاقة وذلك من خلال ملاحظة شكل الإنتشارللنقاط، فإذا كان هذا الإنتشار على شكل معادلة خط مستقيم تكون العلاقة خطية، وإذا كان الإنتشار على شكل قطع مكافئ تكون العلاقة أسية.

وسنلجأ كذلك إلى تقدير أكبر عدد من النماذج، ثم نختار النموذج الأحسن بناءا على عدة معايير إحصائية هي: [34]

- معنوية المعالم المقدرة (وجود دلالة إحصائية لمعاملات المعادلة) .
- المعنوية الكلية للنموذج (وجود دلالة إحصائية للمعادلة) .
- معامل التحديد R^2 (أحسن جودة توفيق) .
- معيار Akaike (أقل قيمة لمعامل التفضيل) .
- معيار Schwarz (أقل قيمة لمعامل التفضيل) .
- قيمة Durbin watson .

والجدول التالي يلخص أهم المعادلات التي يمكن أن تمثل العلاقة بين المتغير التابع Action والمتغير المستقل tdd

[34]- بالضياف عبد الباقي، **تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة**، دراسة على السوق المالي السعودي، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجيستير في العلوم التجارية، جامعة ورقلة، الجزائر، 2014 ، ص: 59 .

الجدول رقم (2 .4) : جدول يوضح المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين Action والمتغير المستقل tdd

رقم المعادلة	المعادلة المقدرة	معنوية المعالم		معنوية النموذج	R^2	AKAIKE	Schwarz	DW
		prob β0	prob β1	prob				
1	Action = β0 + β1 tdd	0.000	0.000	0.000	0.153011	3.606352	3.63460	0.076
2	Action = β1 tdd	-	0.000	-	-19.334637	6.776713	6.790839	0.009
3	Ln(Action) = β0 +β1 tdd	0.000	0.000	0.000	0.154014	-3.872410	-3.844157	0.078
4	Ln(Action) = β1 tdd	-	0.000	-	-236.4216	1.756648	1.770775	0.006
5	Action = β0 +β1 ln(tdd)	0.000	0.000	0.000	0.121074	3.643365	3.671617	0.073
6	Action = β1 ln(tdd)	-	0.000	-	-20.24539	6.820527	6.834653	0.009
7	Ln(Action)=β0 +β1 ln(tdd)	0.000	0.000	0.000	0.122033	-3.8553	-3.80705	0.076
8	Ln(Action) = β1 ln(tdd)	-	0.000	-	-251.5638	1.818475	1.818475	0.0074

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الملحق رقم (3) .

إستنادا إلى المعايير التالة :

وجود أحسن دلالة إحصائية للمعالم .

وجود أحسن دلالة إحصائية للنموذج .

أقل قيمة لمعيار akaike .

أقل قيمة لمعيار schwarz .

أكبر قيمة لمعامل التحديد .

يتبين لنا أن النموذج الأمثل لتمثيل علاقة أسعار الأسهم Action بدلالة سعر الفائدة على الودائع هو النموذج رقم **3** والممثل بالمعادلة التالية :

$$\ln(action)= \beta_0 +\beta_1 \text{ Taux des dépôts}$$

2- صياغة النموذج الأمثل للعلاقة بين Action و Taux des dépôts :

من خلال الجدول تكون الصيغة الخطية المثلى للعلاقة من الشكل :

$$\text{Ln(Action)} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Taux des dépôts} \quad _____ \quad (1)$$

حيث : ln هو اللوغاريتم النيبيري :

ومنه يمكن إستنتاج النموذج غير الخطي الأصلي الممثل للعلاقة بإدخال الدالة الأسية على طرفي المعادلة :

$$e^{\ln(Action)} = e^{\beta 0+\beta 1 \text{ Taux des dépôts}}$$

$$\text{Action} = e^{\beta 0+\beta 1 \text{ Taux des dépôts}} \quad _____ \quad (2)$$

3- تقدير النموذج Action بدلالة Taux des dépôts:

في هذا الجانب سنحاول تقدير معالم النمودج للعلاقة :

حيث يكون المطلوب هنا هو إيجاد أحسن تقديرات للمعالم ،β_0 ، β_1 ، وأحسن طريقة لذلك هي طريقة المربعات الصغرى العادية حيث تشترط هذه الطريقة خطية العلاقة ومن أجل ذلك ندخل على طرفي المعادلة الوغاريتم النيبيري :

$$(1) \Longrightarrow \text{Ln(Action)} = \ln(e^{\beta 0+\beta 1 \text{Taux des dépôts}})$$

$$= \ln\ e^{\beta 0+\beta 1 \text{Taux des dépôts}}$$

$$\text{Ln (Action)} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Taux des dépôts } + \varepsilon \quad \text{(*)}$$

المعادلة(*) هي معادلة من شكل خطي حيث يكون المتغير التابع فيها هو ln(Action) والمتغير المستقل هو Taux des dépôtsوقد أضفنا حد الخطأ ε لعدة إعتبارات :

1- إمكانية إغفال المتغيرات المستقلة الأخرى .
2- حدوث أخطاء في البيانات .
3- إمكانية الخطأ في الصياغة .

أخذا بعين الإعتبار المشاهدات ال 30 يمكن كتابة المعادلة بالشكل التالي:

$$\text{Ln(Action)} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Taux des dépôts } + \varepsilon \quad (3)$$

الجدول التالي يبين الناتج الإجمالي للتقدير الأمثل للمتغير التابع Action

الجدول رقم (2–5): يوضح نتائج تقدير النموذج الأمثل للمتغير التابع

Dependent Variable: LOG(X)				
Method: Least Squares				
Date: 05/07/15 Time: 20:55				
Sample: 1 249				
Included observations: 249				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.840694	0.014614	262.8161	0.0000
T	-0.035843	0.005345	-6.705743	0.0000
R-squared	0.154014	Mean dependent var		3.743818
Adjusted R-squared	0.150589	S.D. dependent var		0.037721
S.E. of regression	0.034765	Akaike info criterion		-3.872410
Sum squared resid	0.298526	Schwarz criterion		-3.844157
Log likelihood	484.1150	Hannan-Quinn criter.		-3.861038
F-statistic	44.96699	Durbin-Watson stat		0.078872
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : من إعداد الطالب بالإعتماد على برنامج Eviews 8

من خلال الجدول أعلاه يمكن إستنتاج النموذج القياسي الأمثل لأسعار الأسهم بدلالة أسعار الفائدة من الشكل الخطي:

$\ln(Action) = \beta 0 + \beta 1$ Taux des dépôts

$\ln(Action) = 3.840694 - 0.035843$ Taux des dépôts

4- تفسير العلاقة وإختبار الفرضيات :

النموذج الأمثل الذي يمثل العلاقة بين أسعار الأسهم وسعر الفائدة هو النموذج التالي:

$$Ln(Action)= \beta0 + \beta1\ Taux\ des\ dépôts$$

β0: هي القيمة المقدرة للمتغير التابع ln(Action) عند إنعدام المتغير المستقل Taux des dépôtsفإن القيمة المقدرة ل ln(Action) هي: **β0 = 3.840694** .

أي أن أسعار الأسهم تساوي **3.840694** ، وتعبر عن الآداء المثالي الذي يمكن أن تبلغه أسعار الأسهم، وهاته الحالة لا وجود لها في الواقع .

β1 : هي التغير المقدر في المتغير التابع عند زيادة سعر الفائدة بوحدة واحدة، وبما أن الدالة اللوغارتمية دالة متزايدة فإن إشارة β1 السالبة أو الموجبة تبين العلاقة العكسية أو الطردية بين أسعار الأسهم وسعر الفائدة .

أي أنه كلما يزيد سعر الفائدة بوحدة واحدة فإن أسعار الأسهم تنخفض بمقدار **0.035843 –** .

وهذا ما يثبت وجود علاقة عكسية واضحة بين تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الأسهم .

ويفسر ذلك إقتصاديا على أن المخاطر الناجمة عن تقلبات أسعار الفائدة تؤثر سلبا على أسعار الأسهم في حالة إرتفاع سعر الفائدة على الودائع .

5- تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المقدر :

في هذا الجانب سنحاول دراسة القوة الإحصائية للنموذج المعطى كمرحلة ضرورية في النمذجة القياسية وهذا عبر النقاط التالية:

- معنوية المعالم المقدرة :

نختبر الدلالة الإحصائية لكل من المعاملات المقدرة في المعادلة :

المعنوية الإحصائية β0

$$H0 : \beta0 = 0$$

$$H1 : \beta1 \neq 0$$

من خلال الجدول السابق نجد أن القيمة الإجمالية للإختبار 0.05 prob > 0.000 (مستوى المعنوية)، ومنه نرفض H0 ونقبل H1 أي أن المعلمة المقدرة β0 لا تختلف معنويا في الواقع عن الصفر وأن قيمتها المقدرة لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5% .

المعنوية الإحصائية β1

$$H0 : \beta 1 = 0$$

$$H1 : \beta 1 \neq 0$$

(مستوى المعنوية)، ومنه: 0.05prob > 0.000 من خلال الجدول السابق نجد أن القيمة الإجمالية للإختبار

نرفض H0 ونقبل H1 أي أن العلاقة بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5% .

- المعنوية الكلية للنموذج :

في الإختبار نختبر الدلالة الإحصائية للمعاملات بشكل إجمالي وفق الفرضيتين :

$$H0 : \beta 0 = \beta 1 = 0$$

$$H1: \text{aumois } (\beta j \neq 0) = 1.2$$

من خلال الجدول أعلاه نجد أن القيمة الإجمالية للإختبار(F_stat) prob 0.05 ومنه نرفض H0، ونقبل H1، بمعنى أنه يوجد على الأقل معلمة تختلف معنويا عن الصفر أي وجود دلالة إحصائية للمعادلة المقدرة وبقيمة R^2 بمستوى معنوية 5% .

- جودة التوفيق :

يمكن أن نلاحظ جودة التوفيق للمعادلة المقترحة من خلال قيمة R^2 معاملا للتحديد الذي يساوي 0.156، بمعنى أن المعادلة المعطات تفسر لنا 15.6% من التغيرات الإجمالية لأسعار الأسهم وهي تعبر عن نسبة جيدة لتفسير العلاقة بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم.

من خلال ما سبق يمكننا أن نلاحظ القوة الإحصائية الجيدة للمعادلة المقترحة في تفسير العلاقة المدروسة ومن ثم مصداقية النتائج المستخلصة منها

ملاحضة: بالإضافة إلى ذلك يمكن إستخدام النموذج المقدر للتنبؤ بأسعار الأسهم وذلك بإعطاء قيمة لسعر الفائدة.

المطلب الثاني : مناقشة الدراسة

من خلال ما سبق يمكن أن نستنتج :

أنه هناك علاقة سببية بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم في إتجاه واحد أي أن سعر الفائدة يسبب أسعار الأسهم عند مستوى دلالة إحصائية 5% حيث كانت قيمة إحصائية فيشر المحسوبة 4.62532 أكبر تماما من القيمة المجدولة لإحصائية فيشر بدرجتي (2 .245)، والتي تقدر ب 3.04، كما تؤكد هذه النتيجة نسبة الإحتمال والتي تساوي إلى 0.0425 وهي أقل تماما من مستوى المعنوية 0.05 .

ومن الجهة المقابلة لاتوجد علاقة سببية بين أسعار الأسهم وسعر الفائدة بإعتبار أن القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر تساوي 2.27517 أقل تماما من القيمة المجدولة لإحصائية فيشر بدرجتي (2 ، 245) ، والتي تقدر ب3.04 ، كما تؤكد ذلك نسبة الإحتمال والتي تساوي إلى 0.1050 وهي أقل تماما من مستوى المعنوية 0.05 .

كما تعتبر هذه النتيجة الميدانية مشابهة لنتيجة دراسة منصوري الحاج موسى (2008) والتي توصلت إلى أنه توجد علاقة سببية بين التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم والتقلبات الحاصلة في سعر الفائدة على مستوى سوق دبي المالي والتي خلصت إلى أن سعر الفائدة يسبب أسعار الأسهم .

كما وقد أظهرت الدراسة بأنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغيرات الحاصلة على مستوى سعر الفائدة والتغيرات الحاصلة على مستوى أسعار الأسهم أي أنه يوجد تأثير سلبي على أسعار الأسهم عند مستوى دلالة 5% بقدرة تفسيرية تجاوزت 15% أي أن تقلبات أسعار الفائدة تفسر 15% من تقلبات أسعار الأسهم وتعتبرهذه النتيجة الميدانية مشابهة لنتيجة الهلي نور الدين (2013)، والتي توصلت إلى أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التقلبات الحاصلة في معدلات الفائدة وأسعار الأسهم.

وقد كشفت الدراسة على وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة على الودائع وأسعار الأسهم، أي وجود تأثير سلبي على أسعار الأسهم عند مستوى دلالة إحصائية 5%، وهذه النتيجة الميدانية جاءت معاكسة لنتيجة دراسةNicolas Moumni (2006) والتي توصلت إلى أنه توجد علاقة إيجابية بين سعر الفائدة الإسمي وبين حركة سعر السهم .

كما أظهرت الدراسة كذلك أن سعر الفائدة على الودائع يؤثر بالسلب على أسعار الأسهم وهذا إنطلاقا من الإشارة السالبة على معامل المتغير المستقل (سعر الفائدة) ففي حالة إرتفاع سعر الفائدة على الودائع تنخفض أسعار الأسهم، وفي حالة إنخفاضه ترتفع أسعار الأسهم لذلك نقول أن سعر الفائدة على الودائع يؤثر سلبا على أسعار الأسهم.

أما بالنسبة لأثر تقلبات سعر الفائدة على أسعار الأسهم فقد كان هناك أثر لتقلبات أسعار الفائدة على أسعار الأسهم فتمثل ذلك في إنخفاض أسعار الأوراق المالية (الأسهم) ومن خلال بحثنا عن مدى تأثير أسعار الفائدة على أسعار الأسهم إستنتجنا أن هناك أسبابا أخرى لإنخفاض أسعار الأسهم نذكر منها، سعر الصرف والذي بدوره يؤثر على أسعار الأسهم من خلال الخسائر المحتملة من جراء تغيرات تكافئ الصرف بين عملة محلية وعملة أجنبية ويتوقف مخطر سعر الصرف على عاملين أساسيين هما:

- تعلق ثمن العملة الصعبة بالسلعة أو الخدمة التي يتم إستيرادها أو تصديرها؛
- مبلغ المعاملة التجارية أو الصفة المقررة بهذا الثمن وعليه فإن مخطر سعر الصرف مرتبط بالتجارة الدولية؛

وكذلك التضخم بحيث يؤدي التضخم إلى انتشار ظاهرة المضاربة في جميع الأسواق (أسواق المنتجات والأراضي والعقارات والموجودات والأوراق المالية والتجارية... إلخ) بهدف تحقيق أرباح سريعة ومجزية بالقياس إلى الأرباح التي يمكن تحقيقها في المجالات الإنتاجية.

خلاصة الفصل :

تعد سوق باريس للأوراق المالية من بين أحد أهم الأسواق المالية، ومن خلال نتائج الدراسة تبين أن تقلبات سعر الفائدة تؤثر على أسعار الأسهم حيث وجدنا بعد أن قمنا بتحليل أسعار الفائدة وأسعار الأسهم أنه توجد علاقة سببية بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم، من ثم حاولنا إيجاد النموذج الأمثل للعلاقة بين أسعار الأسهم وسعر الفائدة إنطلاقا من إستخدامنا لطريقة المربعات الصغرى العادية لتحديد أثر تقلبات سعر الفائدة على أسعار الأسهم.

وقد قمنا بإختبار الفرضيات وكانت النتائج المتوصل لها كالتالي، بحيث وجدنا النموذج الأمثل الممثل للعلاقة بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم وإنطلاقا منه قمنا بتفسير العلاقة وإختبار الفرضيات حيث وجدنا أنه للنموذج معنوية إحصائية، وكذلك معالم النموذج كانت لها معنوية إحصائية وكذا القدرة التفسيرية للنموذج جائت نسبة جيدة بإعتبار أن المتغير (سعر الفائدة) ليس هم المتغير الوحيد الذي يدخل في تفسير أسعار الأسهم لأنه هناك العديد من المتغيرات التي تدخل في تفسير هذا الأخير.

خاتمة

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

تناولت هذه الدراسة موضوع أثر تقلبات أسعار الفائدة على أسعار الأسهم لعينة تتكون من 8 شركات متضمنة في مؤشر Cac40 بسوق باريس للأوراق المالية، حيث خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج.

دلت نتائج الدراسة التي توصلنا إليها إلى وجود علاقة سببية بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم في بورصة باريس وذلك في إتجاه واحد أي أن سعر الفائدة يسبب أسعار الأسهم وتعتبر هذه النتيجة الميدانية مطابقة لنتيجة دراسة منصوري الحاج موسى والتي توصلت إلى وجود علاقة سببية بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم في بورصة دبي، وبناءا على ذلك نكون قد أجبنا على الإشكالية الأولى وعليه نقبل الفرضية الأولى.

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 وإستثمارها حيثما وجد العائد المرتفع نسبيا كما هو الحال في أسواق الأسهم والسندات، وهذا مايؤثر على أسعار الأسهم.

حيث تم التوصل في دراستنا إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تغيرات سعر الفائدة وأسعار الأسهم، وهذه النتيجة الميدانية مشابهة لنتيجة دراسة الهلي نور الدين (2013)، والتي توصلت إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تغيرات سعر الفائدة وقيمة المؤسسة، وبناءا على هذا فقد تمت الإجابة على الإشكالية الثانية وعليه نقبل الفرضية الثانية.

وتم التوصل أيضا إلى وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم، وذلك من خلال الإشارة السالبة لمعامل سعر الفائدة بحيث أنه كلما إرتفع سعر الفائدة تنخفض أسعار الأسهم، وهذه النتيجة الميدانية مطابقة لنتيجة دراسة bento j lobo (2002)، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين تغيرات أسعار الفائدة وأسعار الأسهم،كما أنه توجد عوامل أخرى تتحكم في تقلبات الأسهم في السوق من بينها طبيعة الإفصاح، وبناءا على ذلك نكون قد أجبنا على الإشكالية الثالثة وعليه نقبل الفرضية الثالثة .

وتوصلنا من خلال دراستنا إلى وجود تأثير سلبي وفي إتجاه واحد على أسعار الأسهم عند مستوى دلالة إحصائية 5% بقدرة تفسيرية 15.4%، وهذه النتيجة الميدانية مشابهة لنتيجة دراسة بالضياف عبد الباقي والتي توصلت إلى أنه يوجد تأثير سلبي بين كل من المؤشرات المالية والآداء المالي، وبناءا على ذلك نكون قد أجبنا على الإشكالية الرابعة وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الرابعة.

التوصيات :

إكتفى الطالب في هذه الدراسة بالبحث عن تأثير سعر الفائدة على أسعار الأسهم في بورصة باريس ، إلا أن نتائج الدراسة أظهرت من خلال القوة التفسيرية لأسعار الفائدة على أسعار الأسهم ليست قوية لذلك يوصي بإعادة الدراسة مع إضافة متغيرات أخرى تؤثر على أسعار الأسهم ، كالتضخم وسعر الصرف .....؛

آفاق الدراسة :

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

- دراسة تأثير المتغيرات الإقتصادية الكلية على أسعار الأسهم CAC40؛
- دراسة أثر تقلبات أسعار الصرف على أسعار الأسهم في في الأسواق العربية ؛
- دراسة أثر التضخم على أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة ؛
- دراسة أثر تقلبات أسعار الفائدة على أسعار أسهم الأسواق الناشئة ؛
- دراسة أثر تقلبات لأسعار الأسهم في الأسواق العربية ؛

ومن خلال الأزمة السابقة ذهب الكثير من المحللين الإقتصاديين أن سعر الفائدة هو السبب الرئيسي لهذه الأزمة من هذا المنطلق يمكن إقتراح مايلي:

- صيغ التمويل الإسلامي وأثرها على أسهم المؤسسات البنكية ؛

قائمة المصادر والمراجع :

الكتب بالغة العربية :

1. أحمد زكريا صيام، **مبادئ الإستثمار**، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2003 .
2. د. عبد الغفار حنفي، **أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005 .
3. ضياء مجيد، الموسوي، البورصات: **أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات**، مؤسسة شهاب الجامعية الإسكندرية، مصر، 2003 .
4. طارق عبد العال حماد، **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، القاهرة، مصر،2000 .
5. فليح حسن خلف، الأسولق المالية والنقدية، أربد: عالم الكتاب الحديث، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2003.
6. محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، **تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية**، مصر، 2001.
7. محمد مطر وفايز تيم، **إدارة المحافظ الإستثمارية**، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الطبعة الأولى، 2005 .
8. محمدصالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال العبد، **الإستثمار في الأوراق المالية** ،الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003 .
9. محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية (مؤسسات– أوراق– بورصات)**، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
10. هوشيار معروف، **الإستثمارات والأسواق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع ، الأردن، 2003.
11. رستمية أحمد أبو موسى ، الأسواق المالية والنقدية ، دار النشر ، عمان ، الطبعة الأولى ، 2005 .
12. غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الإستثمارية ، الطبعة الأولى دار المناهج ، عمان الأردن ، 2002 .
13. jacqueline delahaye , florance delahaye , finance d éntreprise , corrigés du manuel ,les éditions DCG ,2e éditions, dunod, 2013 .
14. Jérom Méric ,Flora sfez , gestion financiere des entreprises , hachette , 2013 .
15. Pierre vernimen , pascal quiry, yann le fur, finance d'entreprise 9e edition, Dalloz paris,2011 .

البحوث الجامعية :

1. بالضياف عبد الباقي، **تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة**، دراسة على السوق المالي السعودي، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجيستير في العلوم التجارية، جامعة ورقلة، الجزائر، 2014.

2. بخالد عائشة، **التنويع كأداة لتدنئة المخاطر غير النظامية في حافظة الأوراق المالية** (دراسة حالة سوق دبي المالي لسنة 2007)، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009،2010 .

3. بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، غير منشورة، 2006.

4. جابو سليم، **تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية (حالة سوق عمان المالي)**، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجيستير في علوم التسيير، **غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر**، 2011،2012.

5. منصوري الحاج موسى، **أثر مخطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية (حالة سوق دبي المالي**)،مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجيستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2007،2008 .

6. منية خرباش، **أثر مخطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية لعمان والسعودية**، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2011-2012 .

7. الهلي نور الدين، **العلاقة بين التغيرات في أسعار الفائدة على قيمة المؤسسة المسعرة**، دراسة حالة مؤسسات مؤشر cac40، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2013 .

ملتقيات :

1. **Bento j lobo ، interest rate surprises and stock prices** the university of louisiana at lafayette dept .of economics and finance 2002 .
2. **Cifter Atilla and Ozun alper _Estimating the effects of interest** causality test in Emerging Ratson Share Prices Using Multi-scale Markets Evidence from turkey . armara university .2007 .
3. **Nicolas Moumni . Taux dintéret et cours des action :** une approche empirique de la bourse de paris de 1995 a 2005 Maitre de conférence (HDR)-CRIISE .faculté d economie et de Gestion . UPJV . Amiens 03/01/2006 .

المواقع :

1. **https://fr.finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EFCHI** .
2. **https://www.banque-france.fr/economie-estatistiques/changes et-taux/les-indices-obligataires.html** .

الملحق رقم (1) : أسعار الفائدة على الودائع للبنك المركزي الفرنسي

la date	tdd	la date	tdd	la date	tdd
31 déc. 2014	3,439	5 sept. 2014	2,929	13 mai 2014	2,21
30 déc. 2014	3,417	4 sept. 2014	2,898	12 mai 2014	2,222
29 déc. 2014	3,421	3 sept. 2014	2,934	9 mai 2014	2,206
26 déc. 2014	3,407	2 sept. 2014	2,891	8 mai 2014	2,23
25 déc. 2014	3,396	1 sept. 2014	2,923	7 mai 2014	2,302
24 déc. 2014	3,439	29 août 2014	2,873	6 mai 2014	2,302
23 déc. 2014	3,444	28 août 2014	2,922	5 mai 2014	2,339
22 déc. 2014	3,417	27 août 2014	2,927	2 mai 2014	2,375
19 déc. 2014	3,385	26 août 2014	2,844	1 mai 2014	2,331
18 déc. 2014	3,36	25 août 2014	2,801	30 avr. 2014	2,392
17 déc. 2014	3,372	22 août 2014	2,796	29 avr. 2014	2,455
16 déc. 2014	3,339	21 août 2014	2,802	28 avr. 2014	2,405
15 déc. 2014	3,305	20 août 2014	2,829	25 avr. 2014	2,475
12 déc. 2014	3,303	19 août 2014	2,866	24 avr. 2014	2,494
11 déc. 2014	3,316	18 août 2014	2,848	23 avr. 2014	2,489
10 déc. 2014	3,329	15 août 2014	2,818	22 avr. 2014	2,528
9 déc. 2014	3,29	14 août 2014	2,818	21 avr. 2014	2,513
8 déc. 2014	3,302	13 août 2014	2,836	18 avr. 2014	2,536
5 déc. 2014	3,236	12-août-14	2,786	17 avr. 2014	2,46
4 déc. 2014	3,26	11 août 2014	2,745	16 avr. 2014	2,42
3 déc. 2014	3,211	8 août 2014	2,81	15 avr. 2014	2,384
2 déc. 2014	3,182	7 août 2014	2,794	14 avr. 2014	2,402
1 déc. 2014	3,155	6 août 2014	2,815	11 avr. 2014	2,359
28 nov. 2014	3,151	5 août 2014	2,863	10 avr. 2014	2,37
27 nov. 2014	3,146	4 août 2014	2,886	9 avr. 2014	2,347
26 nov. 2014	3,214	1 août 2014	2,804	8 avr. 2014	2,324
25 nov. 2014	3,204	31 juil. 2014	2,765	7 avr. 2014	2,296

تابع الملحق رقم : (1)

24 nov. 2014	3,21	30 juil. 2014	2,792	4 avr. 2014	2,323
21 nov. 2014	3,252	29 juil. 2014	2,836	3 avr. 2014	2,281
20 nov. 2014	3,239	28 juil. 2014	2,842	2 avr. 2014	2,307
19 nov. 2014	3,242	25 juil. 2014	2,84	1 avr. 2014	2,305
18 nov. 2014	3,232	24 juil. 2014	2,825	31 mars 2014	2,291
17 nov. 2014	3,256	23 juil. 2014	2,859	28 mars 2014	2,298
14 nov. 2014	3,224	22 juil. 2014	2,854	27-mars-14	2,313
13 nov. 2014	3,226	21 juil. 2014	2,789	26 mars 2014	2,303
12 nov. 2014	3,226	18 juil. 2014	2,803	25 mars 2014	2,199
11 nov. 2014	3,245	17 juil. 2014	2,799	24 mars 2014	2,184
10 nov. 2014	3,246	16 juil. 2014	2,788	21 mars 2014	2,32
7 nov. 2014	3,247	15 juil. 2014	2,773	20 mars 2014	2,33
6 nov. 2014	3,185	14 juil. 2014	2,711	19 mars 2014	2,356
5 nov. 2014	3,097	11 juil. 2014	2,705	18 mars 2014	2,347
4 nov. 2014	3,098	10 juil. 2014	2,69	17-mars-14	2,364
3 nov. 2014	3,115	9 juil. 2014	2,707	14-mars-14	2,362
31 oct. 2014	3,12	8 juil. 2014	2,709	13-mars-14	2,384
30 oct. 2014	3,152	7 juil. 2014	2,757	12-mars-14	2,334
29 oct. 2014	3,169	4 juil. 2014	2,735	11 mars 2014	2,325
28 oct. 2014	3,162	3 juil. 2014	2,723	10 mars 2014	2,321
27 oct. 2014	3,162	2 juil. 2014	2,719	7 mars 2014	2,241
24 oct. 2014	3,164	1 juil. 2014	2,689	6 mars 2014	2,238
23 oct. 2014	3,186	30-juin-14	2,659	5 mars 2014	2,261
22 oct. 2014	3,181	27-juin-14	2,661	4 mars 2014	2,271
21 oct. 2014	3,129	26 juin 2014	2,666	3 mars 2014	2,296
20 oct. 2014	3,128	25-juin-14	2,636	28 févr. 2014	2,302
17 oct. 2014	3,123	24 juin 2014	2,625	27 févr. 2014	2,262
16 oct. 2014	3,116	23 juin 2014	2,571	26 févr. 2014	2,285

تابع الملحق رقم : (1)

15 oct. 2014	3,186	20 juin 2014	2,571	25 févr. 2014	2,236
14 oct. 2014	3,147	19-juin-14	2,549	24 févr. 2014	2,25
13 oct. 2014	3,117	18 juin 2014	2,544	21 févr. 2014	2,225
10 oct. 2014	3,076	17 juin 2014	2,537	20 févr. 2014	2,206
9 oct. 2014	3,086	16 juin 2014	2,534	19 févr. 2014	2,204
8 oct. 2014	3,073	13 juin 2014	2,536	18 févr. 2014	2,225
7 oct. 2014	3,054	12 juin 2014	2,522	17 févr. 2014	2,234
6 oct. 2014	3,055	11 juin 2014	2,472	14 févr. 2014	2,201
3 oct. 2014	3,096	10 juin 2014	2,451	13 févr. 2014	2,198
2 oct. 2014	3,121	9 juin 2014	2,496	12 févr. 2014	2,176
1 oct. 2014	3,152	6 juin 2014	2,547	11 févr. 2014	2,129
30 sept. 2014	3,124	5 juin 2014	2,495	10 févr. 2014	2,074
29 sept. 2014	3,077	4 juin 2014	2,504	7 févr. 2014	2,045
26 sept. 2014	3,085	03-juin-14	2,525	6 févr. 2014	2,009
25 sept. 2014	3,081	2 juin 2014	2,466	5 févr. 2014	2,06
24 sept. 2014	3,054	30 mai 2014	2,393	4 févr. 2014	2,066
23 sept. 2014	3,049	29 mai 2014	2,419	3 févr. 2014	2,101
22 sept. 2014	3,011	28 mai 2014	2,435	31 janv. 2014	2,078
19 sept. 2014	3,007	27 mai 2014	2,472	30 janv. 2014	2,081
18 sept. 2014	2,974	26 mai 2014	2,382	29 janv. 2014	2,021
17 sept. 2014	2,964	23 mai 2014	2,368	28 janv. 2014	1,995
16 sept. 2014	3,007	22 mai 2014	2,374	27 janv. 2014	1,959
15 sept. 2014	3,01	21 mai 2014	2,371	24 janv. 2014	1,926
12 sept. 2014	3,008	20 mai 2014	2,358	23 janv. 2014	1,93
11 sept. 2014	2,975	19 mai 2014	2,351	22 janv. 2014	1,893
10 sept. 2014	2,96	16 mai 2014	2,321	21 janv. 2014	1,868
9 sept. 2014	3,003	15 mai 2014	2,272	20 janv. 2014	1,872
8 sept. 2014	2,986	14 mai 2014	2,254	17 janv. 2014	1,95

الملحق رقم: (2) أسعار الأسهم لمجموعة من الشركات المدرجة في مؤشر CAC40

La date	Action	La date	Action	La date	Action
31 déc. 2014	41,1425	8 sept. 2014	43,8825	15 mai 2014	43,70875
30 déc. 2014	40,83375	5 sept. 2014	43,9275	14 mai 2014	43,5825
29 déc. 2014	41,42625	4 sept. 2014	43,62625	13 mai 2014	43,5675
26 déc. 2014	41,26	3 sept. 2014	43,35	12 mai 2014	43,305
25 déc. 2014	41,26	2 sept. 2014	43,5875	9 mai 2014	43,2325
24 déc. 2014	41,26	1 sept. 2014	43,99875	8 mai 2014	43,49125
23 déc. 2014	41,43375	29 août 2014	43,43	7 mai 2014	43,54125
22 déc. 2014	40,915	28 août 2014	42,975	6 mai 2014	43,695
19 déc. 2014	40,825	27 août 2014	42,95125	5 mai 2014	43,56375
18 déc. 2014	41,06375	26 août 2014	42,99	2 mai 2014	43,76125
17 déc. 2014	39,59875	25 août 2014	42,73375	1 mai 2014	43,63
16 déc. 2014	39,4125	22 août 2014	42,87	30 avr. 2014	43,275
15 déc. 2014	38,63375	21 août 2014	43,00875	29 avr. 2014	43,13
12 déc. 2014	39,425	20 août 2014	42,51125	28 avr. 2014	43,1525
11 déc. 2014	40,615	19 août 2014	41,89875	25 avr. 2014	43,3875
10 déc. 2014	40,73625	18 août 2014	42,15375	24 avr. 2014	43,045
9 déc. 2014	40,68375	15 août 2014	41,485	23 avr. 2014	42,8575
8 déc. 2014	41,79	14 août 2014	41,635	22 avr. 2014	42,97625
5 déc. 2014	42,39375	13 août 2014	41,35375	21 avr. 2014	42,78375
4 déc. 2014	41,44125	12-août-14	40,8175	18 avr. 2014	42,33625
3 déc. 2014	42,13375	11 août 2014	41,14125	17 avr. 2014	42,56625
2 déc. 2014	42,1075	8 août 2014	41,09625	16 avr. 2014	42,89625
1 déc. 2014	42,21125	7 août 2014	40,8375	15 avr. 2014	43,08375
28 nov. 2014	42,16125	6 août 2014	41,11875	14 avr. 2014	43,39625
27 nov. 2014	41,8675	5 août 2014	40,65375	11 avr. 2014	43,36875
26 nov. 2014	41,53125	4 août 2014	40,82625	10 avr. 2014	43,5325
25 nov. 2014	41,7325	1 août 2014	41,1575	9 avr. 2014	43,90625

تابع الملحق رقم: (2)

24 nov. 2014	41,38375	31 juil. 2014	41,4475	8 avr. 2014	43,97125
21 nov. 2014	41,155	30 juil. 2014	41,27125	7 avr. 2014	43,76875
20 nov. 2014	40,25625	29 juil. 2014	41,2925	4 avr. 2014	43,85625
19 nov. 2014	40,67375	28 juil. 2014	42,03	3 avr. 2014	43,40875
18 nov. 2014	40,575	25 juil. 2014	42,67375	2 avr. 2014	43,05
17 nov. 2014	40,04875	24 juil. 2014	43,01125	1 avr. 2014	43,05375
14 nov. 2014	39,71625	23 juil. 2014	42,7875	31 mars 2014	42,8325
13 nov. 2014	39,71125	22 juil. 2014	42,825	28 mars 2014	42,53875
12 nov. 2014	39,71875	21 juil. 2014	43,23125	27-mars-14	41,94
11 nov. 2014	40,31625	18 juil. 2014	43,0525	26 mars 2014	42,06375
10 nov. 2014	39,98375	17 juil. 2014	43,02125	25 mars 2014	42,19875
7 nov. 2014	39,6625	16 juil. 2014	42,5275	24 mars 2014	42,32
6 nov. 2014	40,23	15 juil. 2014	42,90875	21 mars 2014	42,43875
5 nov. 2014	40,33	14 juil. 2014	42,83125	20 mars 2014	42,3325
4 nov. 2014	39,69625	11 juil. 2014	43,09125	19 mars 2014	42,05625
3 nov. 2014	40,3025	10 juil. 2014	42,4025	18 mars 2014	42,3275
31 oct. 2014	40,4575	9 juil. 2014	42,59375	17-mars-14	42,71375
30 oct. 2014	39,3725	8 juil. 2014	42,3825	14-mars-14	42,91625
29 oct. 2014	39,035	7 juil. 2014	42,38875	13-mars-14	43,1325
28 oct. 2014	39,44125	4 juil. 2014	43,12	12-mars-14	42,8775
27 oct. 2014	40,06	3 juil. 2014	43,1175	11 mars 2014	43,3475
24 oct. 2014	40,53	2 juil. 2014	43,795	10 mars 2014	43,31
23 oct. 2014	40,83	1 juil. 2014	44,405	7 mars 2014	43,26625
22 oct. 2014	40,475	30-juin-14	44,58375	6 mars 2014	42,43375
21 oct. 2014	40,21625	27-juin-14	44,16375	5 mars 2014	43,07
20 oct. 2014	39,41625	26 juin 2014	44,10625	4 mars 2014	43,19375
17 oct. 2014	39,64	25-juin-14	43,905	3 mars 2014	43,05625
16 oct. 2014	38,36375	24 juin 2014	44,25875	28 févr. 2014	43,1425

تابع الملحق رقم: (2)

15 oct. 2014	38,275	23 juin 2014	44,30625	27 févr. 2014	43
14 oct. 2014	39,77	20 juin 2014	44,25875	26 févr. 2014	42,77625
13 oct. 2014	39,54	19-juin-14	44,615	25 févr. 2014	42,31125
10 oct. 2014	39,4425	18 juin 2014	44,6725	24 févr. 2014	42,1275
9 oct. 2014	40,13	17 juin 2014	45,025	21 févr. 2014	42,1375
8 oct. 2014	40,4025	16 juin 2014	45,3075	20 févr. 2014	42,07625
7 oct. 2014	40,97	13 juin 2014	44,77875	19 févr. 2014	41,95125
6 oct. 2014	41,8425	12 juin 2014	44,72125	18 févr. 2014	41,775
3 oct. 2014	41,7725	11 juin 2014	44,505	17 févr. 2014	41,29125
2 oct. 2014	41,375	10 juin 2014	44,7875	14 févr. 2014	41,385
1 oct. 2014	42,55	9 juin 2014	45,0475	13 févr. 2014	40,73875
30 sept. 2014	42,5575	6 juin 2014	45,17125	12 févr. 2014	40,80375
29 sept. 2014	42,44875	5 juin 2014	45,68625	11 févr. 2014	40,59625
26 sept. 2014	42,5575	4 juin 2014	45,67375	10 févr. 2014	39,855
25 sept. 2014	42,4875	03-juin-14	45,50625	7 févr. 2014	39,635
24 sept. 2014	43,195	2 juin 2014	45,15875	6 févr. 2014	39,57625
23 sept. 2014	42,7625	30 mai 2014	44,655	5 févr. 2014	39,75
22 sept. 2014	43,25	29 mai 2014	44,525	4 févr. 2014	40
19 sept. 2014	43,34875	28 mai 2014	44,6275	3 févr. 2014	40,45375
18 sept. 2014	43,52875	27 mai 2014	44,63	31 janv. 2014	40,83125
17 sept. 2014	43,27875	26 mai 2014	44,69625	30 janv. 2014	40,61125
16 sept. 2014	42,91875	23 mai 2014	44,50875	29 janv. 2014	40,43875
15 sept. 2014	43,225	22 mai 2014	44,3825	28 janv. 2014	40,88375
12 sept. 2014	43,39875	21 mai 2014	44,7542857	27 janv. 2014	41,24875
11 sept. 2014	43,42375	20 mai 2014	43,895	24 janv. 2014	41,16375
10 sept. 2014	43,48	19 mai 2014	43,85625	23 janv. 2014	41,07
9 sept. 2014	43,65125	16 mai 2014	43,6925	22 janv. 2014	41,02375

الملحق رقم(3): مخرجات برنامج EVIEWS8 لتقدير المعادلات

Dependent Variable: X
Method: Least Squares
Date: 05/16/15 Time: 16:48
Sample: 1 249
Included observations: 249

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	15.25659	0.165780	92.02921	0.0000

R-squared	-19.334637	Mean dependent var	42.28888
Adjusted R-squared	-19.334637	S.D. dependent var	1.586057
S.E. of regression	7.152157	Akaike info criterion	6.776713
Sum squared resid	12686.03	Schwarz criterion	6.790839
Log likelihood	-842.7008	Hannan-Quinn criter.	6.782399
Durbin-Watson stat	0.009022		

Dependent Variable: X
Method: Least Squares
Date: 05/16/15 Time: 16:47
Sample: 1 249
Included observations: 249

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	46.34891	0.614823	75.38575	0.0000
T	-1.502157	0.224877	-6.679910	0.0000

R-squared	0.153011	Mean dependent var	42.28888
Adjusted R-squared	0.149582	S.D. dependent var	1.586057
S.E. of regression	1.462632	Akaike info criterion	3.606352
Sum squared resid	528.4053	Schwarz criterion	3.634605
Log likelihood	-446.9908	Hannan-Quinn criter.	3.617724
F-statistic	44.62120	Durbin-Watson stat	0.076002
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: LOG(X)
Method: Least Squares
Date: 05/16/15 Time: 16:50
Sample: 1 249
Included observations: 249

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.840694	0.014614	262.8161	0.0000
T	-0.035843	0.005345	-6.705743	0.0000

R-squared	0.154014	Mean dependent var	3.743818
Adjusted R-squared	0.150589	S.D. dependent var	0.037721
S.E. of regression	0.034765	Akaike info criterion	-3.872410
Sum squared resid	0.298526	Schwarz criterion	-3.844157
Log likelihood	484.1150	Hannan-Quinn criter.	-3.861038
F-statistic	44.96699	Durbin-Watson stat	0.078872
Prob(F-statistic)	0.000000		

تابع الملحق رقم:(3)

Dependent Variable: LOG(X)
Method: Least Squares
Date: 05/16/15 Time: 16:51
Sample: 1 249
Included observations: 249

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	1.352868	0.013472	100.4192	0.0000

R-squared	-236.4216...	Mean dependent var	3.743818
Adjusted R-squared	-236.4216...	S.D. dependent var	0.037721
S.E. of regression	0.581224	Akaike info criterion	1.756648
Sum squared resid	83.77980	Schwarz criterion	1.770775
Log likelihood	-217.7027	Hannan-Quinn criter.	1.762334
Durbin-Watson stat	0.006855		

Dependent Variable: X
Method: Least Squares
Date: 05/16/15 Time: 16:53
Sample: 1 249
Included observations: 249

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(T)	41.91201	0.465813	89.97598	0.0000

R-squared	-20.245390	Mean dependent var	42.28888
Adjusted R-squared	-20.245390	S.D. dependent var	1.586057
S.E. of regression	7.310569	Akaike info criterion	6.820527
Sum squared resid	13254.21	Schwarz criterion	6.834653
Log likelihood	-848.1556	Hannan-Quinn criter.	6.826213
Durbin-Watson stat	0.009519		

Dependent Variable: X
Method: Least Squares
Date: 05/16/15 Time: 16:52
Sample: 1 249
Included observations: 249

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	45.77501	0.605060	75.65370	0.0000
LOG(T)	-3.548597	0.608357	-5.833081	0.0000

R-squared	0.121074	Mean dependent var	42.28888
Adjusted R-squared	0.117516	S.D. dependent var	1.586057
S.E. of regression	1.489952	Akaike info criterion	3.643365
Sum squared resid	548.3294	Schwarz criterion	3.671617
Log likelihood	-451.5989	Hannan-Quinn criter.	3.654737
F-statistic	34.02483	Durbin-Watson stat	0.073255
Prob(F-statistic)	0.000000		

تابع الملحق رقم: (3)

Dependent Variable: LOG(X)
Method: Least Squares
Date: 05/16/15 Time: 16:54
Sample: 1 249
Included observations: 249

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.827056	0.014382	266.0963	0.0000
LOG(T)	-0.084730	0.014461	-5.859336	0.0000

R-squared	0.122033	Mean dependent var	3.743818
Adjusted R-squared	0.118479	S.D. dependent var	0.037721
S.E. of regression	0.035416	Akaike info criterion	-3.835304
Sum squared resid	0.309811	Schwarz criterion	-3.807051
Log likelihood	479.4953	Hannan-Quinn criter.	-3.823932
F-statistic	34.33182	Durbin-Watson stat	0.076015
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: LOG(X)
Method: Least Squares
Date: 05/16/15 Time: 16:55
Sample: 1 249
Included observations: 249

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(T)	3.716041	0.038197	97.28604	0.0000

R-squared	-251.5638...	Mean dependent var	3.743818
Adjusted R-squared	-251.5638...	S.D. dependent var	0.037721
S.E. of regression	0.599472	Akaike info criterion	1.818475
Sum squared resid	89.12307	Schwarz criterion	1.832601
Log likelihood	-225.4001	Hannan-Quinn criter.	1.824161
Durbin-Watson stat	0.007486		

العنوان	الصفحة
إهداء	III
شكر	59
الملخص	59
الفهرس	59
قائمة الجداول	59
قائمة الأشكال البيانية	59
قائمة الملاحق	59
مقدمة	أ
الفصل الأول : الإطار المفاهيمي والدراسات السابقة	
تمهيد	2
المبحث الأول: مفاهيم حول الأسهم وأسعار الفائدة	3
المطلب الأول: مفاهيم حول الأسهم	3
الفرع الأول: تعريف بورصة القيم المنقولة	3
الفرع الثاني: أهم أدوار بورصة القيم المنقولة	3
الفرع الثالث: تعريف الأسهم	4
الفرع الرابع: قيم الأسهم	5
الفرع الخامس: خصائص و أنواع الأسهم	6
المطلب الثاني: مفاهيم حول سعر الفائدة	8
الفرع الأول: تعريف سعر الفائدة	8
الفرع الثاني : أنواع سعر الفائدة	9
الفرع الثالث: أهمية سعر الفائدة	9
الفرع الرابع: مخطر سعر الفائدة	10
المبحث الثاني: الدراسات السابقة	12
المطلب الأول: دراسات سابقة عربية	12
المطلب الثاني: دراسات سابقة أجنبية	13
خلاصة الفصل الأول	14

الفصل الثاني : دراسة قياسية لأثر تقلبات سعر الفائدة على أسعار الأسهم في السوق المالي الفرنسي	
تمهيد :	**16**
المبحث الأول: الطريقة والأدوات	**17**
المطلب الأول: الطريقة المستخدمة	**17**
الفرع الأول: التعريف بمتغيرات الدراسة	**17**
المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة	**19**
الفرع الأول: جمع وتلخيص البيانات	**19**
الفرع الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة	**19**
المبحث الثاني: النتائج والمناقشة	**20**
المطلب الأول: نتائج الدراسة	**20**
الفرع الأول: تحليل سلسلة أسعار الفائدة على الودائع	**20**
الفرع الثاني: تحليل سلسلة أسعار الأسهم	**25**
الفرع الثالث: اختبار العلاقة السببية	**29**
المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة	**39**
خاتمة	**43**
المراجع	**45**
الملاحق	**55–47**