



الجمهورية العربية السورية
جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم المصارف والتأمين
ماجستير أسواق مالية

أثر العوامل الاقتصادية في تطورات أسعار الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي

"إمكانية الاستفادة منها في سوريا"
بحث مقدم لنيل درجة الماجستير في الأسواق المالية

إعداد الطالب
حسين عطيه الضعيف

إشراف الدكتور
علي كنعان

الأستاذ في قسم المصارف والتأمين

2016/2015
1436/1437

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ رَبَّنَا لَا تُؤَاخِذنَا إِن نَّسِيْنَا أَوْ أَخْطَأْنَا رَبَّنَا وَلَا
تَحْمِلْنَا عَلَيْنَا إِصْرًا كَمَا حَمَلْنَاهُ عَلَى الَّذِينَ مِنْ
قَبْلِنَا رَبَّنَا وَلَا تُحَمِّلْنَا مَا لَا طَاقَةَ لَنَا بِهِ وَاعْفُ
عَنَا وَاغْفِرْ لَنَا وَارْحَمْنَا أَنْتَ مَوْلَانَا فَانصُرْنَا
عَلَى الْقَوْمِ الْكَافِرِينَ ﴾

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

(سورة البقرة الآية 286)

سُكْرٌ وَلِقَاءُ فَرَّارٍ

ربِّي أوزعني أشكر نعمتك التي أنعمت علي و على والدي وأن أعمل صالحاً ترضاه.

الحمد لله و الشكر لله، الحمد لله الذي وفقني لهذا العمل، فما كان لشيء أن يجري في ملکه إلا بمشيئته جل شأنه.

و لا يسعني و أنا في هذا المقام إلا أن أتقدم بشكري و تقديرني و عرفاني و امتناني إلى الأستاذ المشرف الدكتور على كنعان و الذي لم يدخل علي بارشاداته و نصائحه و توجيهاته السديدة، و كذلك صبره وسعة صدره و حرصه على إتمام هذا العمل في أحسن الظروف، كما أحبي فيه روح التواضع و المعاملة الجيدة فجزاه الله عن كل الخير.

و لا يفوتي أن أتقدم بالشكر و العرفان إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة الأستاذ الدكتور أكرم حوراني والأستاذ الدكتور المساعد عادل قضماني لتكريمهما بتخصيص جزء من وقتهم لقراءة و مناقشة هذا العمل.

وأشكر أيضاً كل من جامعة الفرات وآخر في كلية الاقتصاد، قسم العلوم المالية والمصرفية، وكذلك اتوجه بالشكر الجزيل لكلية الاقتصاد بجامعة دمشق وآخر في قسم المصارف والتأمين لتقاضيهم بقبول إتمام دراستي والحصول على درجتي الماجستير والدكتوراه، وكذلك اتوجه بالشكر الجزيل لكل من أمنني بيد المساعدة من قريب أو من بعيد في إنجاز هذه الدراسة و لم يتسرن لي ذكر اسمه.

لِحَافَّةِ الْمَسْرَى

إلى من منحني كل شيء ولم يأخذ مني شيء

إلى من رباني بحبات العرق وماء العيون

إلى من له الفضل الأول في كل نجاح نلتة

إلى من أنار لي درب الحياة بنور الحب والحكمة

والذي رحمه الله

إلى من استمد منها الدفء والحنان

إلى من ربتي على العفة والكرامة والشرف

إلى من غرس في حب العلم منذ نعومة أظافري

إلى من تعجز الكلمات عن وصفها

والذى الغالية

إلى عزوتى في الدنيا وعزي، إلى الذين كانوا رفاقى في هذه الحياة

أخوتى وأخواتى الأعزاء

إلى نور عيوني ومهجة قلبي، وشريكه حياتي

خطيبتى

إلى رفاق ال درب في مشواري، إلى الوفاء الذي ندر وجوده في هذه الدنيا

أصدقائي الأعزاء

لكم جميعاً اهدي هذا العمل المتواضع

الملخص

تؤدي الأسواق المالية دوراً هاماً في الاقتصاد لتشجيعها الاستثمار في الوحدات الإنتاجية وتوفير المصادر المالية اللازمة لتمويل الشركات، وتمتاز بكونها مؤشراً للأحوال الاقتصادية ومرآة عاكسة لما يتم داخل الاقتصاد، وانطلاقاً من أهمية الأسواق المالية، تم إنشاء السوق المالي السعودي وسوق أبوظبي المالي.

وهدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وأداء السوق المالي السعودي وسوق أبوظبي المالي، من خلال تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية (التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، الاستثمار) على مؤشرات سوق المال السعودي وسوق أبوظبي المالي، بالإضافة إلى تحليل أثر العوامل الخارجية - الاقتصادية والسياسية.

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: إن سلسلة المؤشر العام لأسعار الأسهم للسوق المالي السعودي ساكنة عند مستواها، وإن سلسلة المتغيرات الاقتصادية الكلية المتمثلة بـ (التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، والاستثمار) للسوق المالي السعودي ساكنة عند أخذ الفروق من الدرجة الأولى، وكذلك سلسلة المتغيرات (التضخم، الناتج المحلي الإجمالي) في سوق أبوظبي المالي مستقرة عند مستواها، في حين أن سلسلة متغير الاستثمار لسوق أبوظبي المالي ساكنة عند الفروق من الدرجة الثانية أما سلسلة المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق أبوظبي المالي ساكنة عند أخذ الفروق من الدرجة الأولى، وذلك من خلال استخدام اختبار Q-Test للتأكد من استقرارية متغيرات الدراسة.

وكذلك تخضع المتغيرات المستقلة والمتغير التابع للسوق المالي السعودي وسوق أبوظبي المالي للتوزيع الطبيعي عند أخذ الفروق الأولى وذلك باستخدام إحصائية (Jarque-Bear).

ومن النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة أيضاً أنه لا توجد علاقة ارتباط بين المتغيرات الاقتصادية الكلية (التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، والاستثمار)، وبين المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المال السعودي وهذه العلاقة غير دالة إحصائياً. ويعزو الباحث عدم معنوية العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية (المتغيرات المستقلة) والمتغير التابع (المؤشر العام

لأسعار الأسهم السعودي) إلى وجود سيولة فائضة في السوق المالي السعودي، وذلك كون السعودية دولة ريعية، وكذلك دخول استثمارات أجنبية للمضاربة بالسوق المالي السعودي.

وذلك توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط طردية بين متغيرات الدراسة المستقلة والمتمثلة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية (التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، والاستثمار)، وبين المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق أبوظبي المالي، وهذه العلاقة دالة إحصائياً. وانخفاض المؤشر العام لأسعار الأسهم في دولة الإمارات العربية عام 2008م، بنسبة بلغت 57.6% ليصل إلى 2552.2 نقطة، وذلك نتيجة لبواحد الأزمة المالية العالمية والتي بدأت في النصف الثاني من عام 2008م.

ومن أهم التوصيات عدم السماح بدخول رأس المال الأجنبي لسوق المال السعودي بغرض المضاربة، لأن السعودية بلد نفطي ولديه سيولة كبيرة، وإدخال رأسمال أجنبي يزيد السيولة وترتفع الأسعار أكثر مما يجب. والعمل على تشجيع الاستثمار المحلي والأجنبي الإنتاجي لتطوير الاقتصاد والانتقال من اقتصاد ريعي إلى اقتصاد حقيقي، وتأسيس شركات مساهمة جديدة في قطاعات صناعية وزراعية لتطوير الاقتصاد السعودي.

أ	آية قرآنية
ب	شكر وتقدير
ت	الإهداء
ث	ملخص الدراسة بالعربية
ح	فهرس المحتويات
س	فهرس الجداول
ص	فهرس الأشكال
ض	فهرس الملاحق
رقم الصفحة	العنوان
الإطار العام للدراسة	
1	أولاً: مقدمة
2	ثانياً: مشكلة البحث
2	ثالثاً: أهمية البحث
3	رابعاً: أهداف البحث
3	خامساً: فرضيات الدراسة
4	سادساً: منهج البحث
4	سابعاً: عينة البحث
4	ثامناً: المدة الزمنية
5	تاسعاً: مصادر جمع البيانات
5	عاشرأ: المتغيرات
6	حادي عشر: الدراسات السابقة
12	ثاني عشر: اختلاف الدراسة عن الدراسات السابقة
الفصل الأول: أدوات وآليات سوق الأوراق المالية	
13	تمهيد
	المبحث الأول: طبيعة وخصائص الأسواق المالية
14	1- ماذا يقصد بالأوراق المالية
15	2- خصائص الأوراق المالية
16	3- أنواع الأوراق المالية

16	1-3 الأسهم العادي
17	1-1-3 تعريف السهم العادي
17	1-2-3 مزايا حقوق حملة الأسهم العادي
16	1-3-3 مساوى حقوق حملة الأسهم العادي
18	2-3 الأسهم الممتازة
18	1-2-3 تعريف السهم الممتاز
18	2-2-3 مزايا التمويل بالأسهم الممتازة
19	3-2-3 عيوب التمويل بالأسهم الممتازة
19	3-3-3 الفرق بين الأسهم الممتازة والأسهم العادي
20	3-3 السنادات
20	1-3-3 مفهوم السنادات
20	2-3-3 تعريف السند
21	3-3-3 عناصر السنادات
21	4-3-3 خصائص السنادات
23	5-3-3 أنواع السنادات
25	4-3 المشتقات المالية
25	1-4-3 مفهوم المشتقات المالية
25	2-4-3 تعريف المشتقات المالية
26	3-4-3 أهمية استخدام عقود المشتقات المالية
27	4-4-3 أهم أنواع المشتقات المالية
27	أولاً: عقود الاختيار
31	ثانياً: العقود المستقبلية
32	ثالثاً: العقود الآجلة
32	رابعاً: المقايسة
	المبحث الثاني: تقسيم الأسواق المالية
35	1- أجزاء النظام المالي
38	2- أهمية الأسواق المالية
39	3- أنواع الأسواق المالية

39	1-3 أسواق رأس المال
39	1-1-3 مفهوم سوق الأوراق المالية
45	2-1-3 الوظائف الاقتصادية لسوق رأس المال
49	3-1-3 أهداف أسواق رأس المال
50	4-1-3 أدوات سوق رأس المال
53	2-3 مفهوم سوق النقد
53	1-2-3 تعریف سوق النقد
53	2-2-3 مكونات سوق النقد
54	3-2-3 أهمية السوق النقدية
55	4-2-3 الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد
	المبحث الثالث: الكفاءة
60	1- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
62	2- مقومات السوق الكفاءة
63	3- خصائص السوق الكفاءة
64	4- فرضية كفاءة الأسواق المالية
65	5- الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية
66	6- كفاءة السوق المالي وفرضية السير العشوائي
	الفصل الثاني: التحليل الأساسي والتحليل الفني
69	تمهيد
	المبحث الأول: التحليل الأساسي
70	تمهيد
70	1- تعريف التحليل الأساسي
71	2- تحليل بسيط قبل الاستثمار في الأسهم
73	3- أهداف التحليل الأساسي
73	4- مراحل التحليل الأساسي
73	1-4 تحليل الظروف الاقتصادية العامة
74	1-1-4 السياسة المالية
75	2-1-4 السياسة النقدية

77	3-1-4 السياسة الضريبية
81	2-4 تحليل ظروف الصناعة
81	1-2-4 أهمية تحليل ظروف الصناعة
82	3-4 تحليل الشركة
85	1-3-4 معايير تصنيف الشركات
87	5-تقييم الأوراق المالية
87	1-5 تأثير المعلومات على تقييم المستثمرين
88	2-5 تأثير الإنترنت على تقييم الأوراق المالية
89	3-5 أثر التمويل السلوكي على تقييم الأوراق المالية
	المبحث الثاني: التحليل الفني
90	تمهيد
91	1-تعريف التحليل الفني
92	2-مدخل التحليل الفني
94	3-مؤشرات السوق
94	1-3 نظرية داو
96	2-3 مؤشر الحجم والاتساع
97	4- أدوات التحليل الفني
98	1-4 أدوات التحليل الفني لأسعار السوق
101	2-4 أدوات التحليل الفني لأسهم المنشأة
102	5-أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي
	الفصل الثالث: الاستثمار، التضخم، الناتج المحلي الإجمالي
105	تمهيد
	المبحث الأول: الاستثمار
106	1-مفهوم الاستثمار
107	2-أدوات الاستثمار
109	3-أنواع الاستثمار الأجنبي
110	1-3 الاستثمار الأجنبي المباشر
110	1-1-3 تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر

112	2-3 الاستثمار الأجنبي غير المباشر
113	1-2-3 تعريف الاستثمار الأجنبي غير المباشر
114	2-2-3 أدوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر
114	4- علاقة الادخار والاستثمار بأسواق المال
	المبحث الثاني: التضخم
118	1- مفهوم التضخم
119	2- أنواع التضخم
121	3- العوامل المسببة للتضخم
122	4- فرضية فيشر وتطبيقاتها في سوق الأسهم
124	5- الأسهم والتحوط ضد مخاطر التضخم
125	6- فرضية فاما
127	7- التضخم والانكماس
127	8- التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي
	المبحث الثالث: الناتج المحلي الإجمالي
129	1- تعريف الناتج المحلي الإجمالي
129	2- إجمالي الدخل والإنتاج
130	3- القيم الحقيقة والقيم الاسمية للناتج المحلي الإجمالي
131	4- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي
132	5- الأسواق المالية والاقتصاد
134	6- نمو المؤشرات الاقتصادية للإمارات العربية المتحدة
136	7- تنويع الاقتصاد في المملكة العربية السعودية
137	8- الناتج المحلي الإجمالي السعودي خلال الربع الثالث من عامي (2015 - 2014)
الفصل الرابع: الدراسة العلمية	
140	تمهيد
141	1- توصيف العلاقة
141	2- منهج البحث
141	3- المدة الزمنية



141	4- المتغيرات
142	أولاً- المؤشر
142	ثانياً- استخدامات المؤشر وعلاقته بالحالة الاقتصادية
143	ثالثاً- الجانب التحليلي لمؤشر سوق الرياض للأوراق المالية
144	1-3 سوق الرياض للأوراق المالية (خلفية تاريخية)
146	2-3 مؤشر سوق الرياض للأوراق المالية
147	3-3 تطورات سوق الأسهم السعودي خلال عام 2014
155	3-4 الدراسة الإحصائية لسوق المال السعودي
169	رابعاً- الجانب التحليلي لمؤشر سوق أبوظبي للأوراق المالية
169	1-4 سوق أبوظبي للأوراق المالية (خلفية تاريخية)
169	2-4 تطورات الأسواق المالية في الإمارات العربية المتحدة (2005-2010)
172	3-4 تطورات الأسواق المالية في الإمارات العربية المتحدة (سوق أبوظبي - 2014)
174	4-4 الدراسة الإحصائية لسوق أبوظبي المالي
184	خامساً- أوجه الاستفادة من التجربة السعودية والإماراتية في سوق دمشق للأوراق المالية
189	النتائج
191	التوصيات
192	المراجع
202	الملاحق
	ملخص باللغة الإنجليزية

فهرس الجداول		
الصفحة	موضوع الجدول	رقم الجدول
19	الفرق بين الأسهم العادي والأسهم الممتازة	جدول (1-1)
52	أدوات سوق رأس المال	جدول (2-1)
59	أدوات سوق النقد	جدول (3-1)
72	مراحل التحليل الأساسي	جدول (1-2)
80	تأثير بعض المؤشرات الاقتصادية في سوق الأسهم	جدول (2-2)
83	الإطار العام للتحليل غير المالي للشركات	جدول (3-2)
103	أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني	جدول (4-2)
116	الادخار الإجمالي (الم المحلي والقومي)	جدول (1-3)
117	إجمالي التكوير الرأسمالي الثابت بالأسعار الجارية	جدول (2-3)
127	اختلاف العوائد خلال فترات النمو والتضخم	جدول(3-3)
128	الرقم القياسي لأسعار المستهلكين ونسبة التضخم	جدول (4-3)
135	المتغيرات الاقتصادية للإمارات العربية المتحدة (2010-2005)	جدول (5-3)
136	النمو الاقتصادي في دولة الإمارات العربية المتحدة	جدول (6-3)
137	الناتج المحلي الإجمالي السعودي خلال الرابع الثالث من عامي 2014-2015	جدول (7-3)
145	تطور سوق الرياض للأوراق المالية بين عامي (2001-2014)	جدول (1-4)
148	مؤشرات سوق الأسهم السعودي	جدول (2-4)
149	عمليات بيع وشراء الأسهم السعودية عن طريق الإنترنت	جدول (3-4)
150	عدد العملاء المسجلين في نظام التداول والمشتركين في خدمة التداول عن طريق الإنترنت في سوق المال السعودي	جدول (4-4)
152	نشاط سوق الأسهم السعودية حسب القطاعات	جدول (5-4)
153	الشركات السعودية المساهمة الثلاث الأكثر نشاطاً خلال عام 2014	جدول (6-4)
154	الشركات الجديدة التي تم طرحها في سوق الأسهم السعودي عام 2014	جدول (7-4)
155	عدد المكتبيين حسب قنوات الاكتتاب في عمليات الطرح العام في سوق المال السعودي	جدول (8-4)
157	نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة التضخم عند مستواها (سوق المال السعودي)	جدول (9-4)
157	نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة التضخم عند الفروق الأولى (سوق المال السعودي)	جدول (10-4)
158	نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة الناتج المحلي الإجمالي عند مستواها (سوق المال السعودي)	جدول (11-4)
159	نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة الناتج المحلي الإجمالي عند الفروق الأولى (سوق	جدول (12-4)

	(المال السعودي)	
160	نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة الاستثمار عند مستواها (سوق المال السعودي)	جدول (13-4)
161	نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة الاستثمار عند الفروق الأولى (سوق المال السعودي)	جدول (14-4)
162	نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة المؤشر العام لأسعار الأسهم عند مستواها (سوق المال السعودي)	جدول (15-4)
163	نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة متغيرات الدراسة ككل عند الفروق الأولى (سوق المال السعودي)	جدول (16-4)
164	التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة (سوق المال السعودي)	جدول (17-4)
165	معامل الارتباط بين التضخم والمؤشر العام لأسعار الأسهم (سوق المال السعودي)	جدول (18-4)
165	الانحدار البسيط بين التضخم والمؤشر العام لأسعار الأسهم (سوق المال السعودي)	جدول (19-4)
166	معامل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي والمؤشر العام لأسعار الأسهم (سوق المال السعودي)	جدول (20-4)
167	الانحدار البسيط بين الناتج المحلي الإجمالي والمؤشر العام لأسعار الأسهم (سوق المال السعودي)	جدول (21-4)
168	معامل الارتباط بين الاستثمار والمؤشر العام لأسعار الأسهم (سوق المال السعودي)	جدول (22-4)
168	الانحدار البسيط بين الاستثمار والمؤشر العام لأسعار الأسهم (سوق المال السعودي)	جدول (23-4)
170	تطورات الأسواق المالية في الإمارات لعامي (2005-2010)	جدول (24-4)
172	سوق الأوراق المالية بدولة الإمارات العربية المتحدة (2014)	جدول (25-4)
173	تطورات سوق الأسهم بدولة الإمارات العربية المتحدة (سوق أبوظبي - 2014)	جدول (26-4)
175	نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة التضخم عند مستواها (سوق أبوظبي المالي)	جدول (27-4)
176	نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة الناتج المحلي الإجمالي عند مستواها (سوق أبوظبي المالي)	جدول (28-4)
177	نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة الاستثمار عند مستواها (سوق أبو ظبي)	جدول (29-4)
177	نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة الاستثمار عند الفروق الأولى (سوق أبو ظبي)	جدول (30-4)
178	نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة الاستثمار عند الفروق الثانية (سوق أبو ظبي)	جدول (31-4)
179	نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة المؤشر العام لأسعار الأسهم عند مستواها (سوق أبوظبي)	جدول (32-4)
180	نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة المؤشر العام لأسعار الأسهم عند الفروق الأولى	جدول (33-4)

قائمة المحتويات

	في سوق أبوظبي المالي	
181	نتائج اختبار Q-Stat لسلسل متغيرات الدراسة كمجموعة عند الفروق الأولى (سوق أبو ظبي)	جدول (34-4)
182	التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة (سوق أبو ظبي)	جدول (35-4)
183	نتائج الانحدار المتعدد بين التضخم والناتج المحلي الإجمالي والاستثمار والمؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق أبوظبي المالي	جدول (36-4)
185	أداء سوق دمشق للأوراق المالية خلال عام 2014	جدول (37-4)

فهرس الأشكال		
الصفحة	دلالة الشكل	رقم الشكل
37	تقسيمات الأسواق المالية	الشكل (1-1)
48	وظيفة الأسواق المالية	الشكل (2-1)
88	استخدام المعلومات لاتخاذ القرارات الاستثمارية	الشكل (1-2)
116	إجمالي التكowin الرأسمالي الثابت بالأسعار الجارية	الشكل (1-3)
133	العلاقة بين الاقتصاد والأسواق المالية	الشكل (2-3)
138	الناتج المحلي الإجمالي السعودي خلال الربع الثالث من عامي (2015-2014)	الشكل (3-3)
171	تطورات الأسواق المالية في الإمارات لعامي (2010-2005)	الشكل (1-4)

فهرس الملاحق		
الصفحة	دلالة الملحق	رقم الملحق
202	بيانات المملكة العربية السعودية المستخدمة في الدراسة العملية	جدول (م-1)
203	بيانات الإمارات العربية المتحدة المستخدمة في الدراسة العملية	جدول (م-2)

الإطار العام

للدراسة

أولاً - المقدمة:

أصبح موضوع الأسواق المالية في السنوات الأخيرة من الموضوعات المهمة، والتي نالت اهتمام كل من الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء، حيث أن زيادة هذا الاهتمام بالأسواق المالية بكل تأكيد لم يكن بعرض الصدفة، فهناك مجموعة من العوامل التي تقف وراء زيادة هذا الاهتمام، بالإضافة إلى أن الأسواق المالية تعد أدلة مهمة في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في مجالات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من رفاهية المواطنين، لذلك كان انحصار الملكية العامة وزيادة توسيع القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي والتقدم التكنولوجي في مجال المعلومات والاتصالات، والتحرر بالعديد من الدول شكلت في مجموعها عاملًا مؤثراً في ظهور ونمو الأسواق المالية في العديد من دول العالم.

ويعتبر الاستثمار في الأوراق المالية، أحد أهم أدوات الاستثمار غير المباشر في الاقتصاد الحديث وتزايد أهمية بورصات الأوراق المالية في العالم يوماً بعد يوم نتيجة زيادة الاتجاه إلى تحرير الأسواق المالية والاعتماد على القطاع الخاص في قيادة مسيرة التنمية. ونظراً لهذه الأهمية المتزايدة، فقد بدأت البورصات العربية عامة والخليجية خاصة في تطوير إمكانياتها وقدراتها لتوسيع هذه المعطيات عن طريق التوافق مع المعايير العالمية للبورصات المتقدمة. والاستثمار في الأوراق المالية ما هو إلا تخصيص جزء من الأموال لتوظيفها في أصول مالية لفترة من الزمن للحصول على تدفقات نقدية مستقبلًا، وتتأثر هذه الأسواق بالعوامل والمتغيرات الاقتصادية الكلية (معدلات التضخم، الاستثمار، الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود، أسعار الصرف، أسعار الفائدة... الخ)، بالإضافة إلى العوامل غير الاقتصادية (السياسية والنفسية)، وتختلف الدول المتقدمة عن الدول النامية في هذا المجال.

و تمثل سوق الأوراق المالية بأحد وجهيها المناخ الاستثماري لحركة رأس المال كما يمثل وجهها الآخر فعاليات وحجم الإنتاج وتطور نشاط المشاريع الخاصة والمختلطة وهي من أجهزة الادخار والاستثمار المهمة، وفيها تُستثمر أموال الأفراد والمصارف وشركات الاستثمار والتأمين والشركات المالية الوسيطة ويتم تداول الأوراق المالية التي تمثل حصصاً في رؤوس

أموال المنشآت، وبذلك فإن السوق المالي تُهيئ للمقترض ائتماناً متوسط وطويل الأجل وللمقترض وجهاً لتوظيف أمواله بيسر وسهولة وعائد مناسب.

ويركز هذا البحث على أن النظرية التقليدية لأسعار الأسهم (Conventional Theory) والتي تشير إلى أن السبب الأساسي في حركة أو تغير أسعار الأسهم يمكن في التغيير المتوقع في عوائد الشركات. وبالتالي فإن كل العوامل الأساسية التي من شأنها أن تؤثر على عوائد الشركات ستؤثر لاحقاً على مقسم الأرباح (Dividends) ومن ثم على أسعار الأسهم. وهذه العوامل تتضمن العديد من المتغيرات الاقتصادية مثل التضخم، عرض النقد، أسعار الفائدة، مستوى النشاط الاقتصادي... إلخ. لذلك فإن كل العوامل المؤثرة في عوائد الشركات يمكن اعتبارها مؤثرة في أسعار الأسهم.

ثانياً - مشكلة البحث:

إن النظرية التقليدية لأسعار الأسهم تشير إلى أن جميع العوامل الأساسية (الكلية) المؤثرة على أسعار الأسهم تأتي من خارج السوق، متمثلة في دراستنا بـ الاستثمار ومعدلات التضخم والناتج المحلي الإجمالي. وقد تم اختيار هذه العوامل الثلاثة من بين العوامل الاقتصادية الكلية لما لها من تأثير في اقتصادات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وفي ظل هذه المعطيات أصبح من الضروري اختبار العلاقة بين العوامل الاقتصادية وتطورات أسعار الأسهم. وعليه يمكن صياغة مشكلة البحث من خلال التساؤل التالي:

هل هناك علاقة بين العوامل الاقتصادية وتطورات أسعار الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي؟ وما هي طبيعة هذه العلاقة؟

ثالثاً - أهمية البحث:

تظهر أهمية البحث من خلال أهمية العوامل الاقتصادية وتأثيرها في تطورات أسعار الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي وإمكانية الاستفادة منها في سوريا، ونظراً لضخامة حجم التداول في أسواق دول الخليج العربي وذلك لكونها دول ريعية تعتمد بشكل كبير على عوائد

ال الصادرات النفطية والدور الكبير الذي تلعبه هذه العوائد النفطية في تنشيط سوق الأوراق المالية في هذه الدول.

رابعاً - أهداف البحث:

يسعى هذا البحث إلى تحقيق مجموعة من الأهداف يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

(1) التعرف على آثار المتغيرات الاقتصادية الكلية وخاصة معدلات التضخم والاستثمار والناتج المحلي الإجمالي على مؤشرات أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي.

(2) تسلیط الضوء على الآثار المتبادلة بين السوقين النقدي والرأسمالي، عن طريق دراسة أثر العوامل الاقتصادية الكلية متمثلة في معدلات التضخم، والناتج المحلي الإجمالي والاستثمار على أسعار الأسهم.

(3) وضع صيغة إحصائية لدراسة الارتباط بين العوامل الاقتصادية الممثلة في المتغيرات الاقتصادية الكلية آنفة الذكر وأسعار الأسهم وتحديد اتجاه العلاقة.

خامساً - فرضيات الدراسة:

الفرضية الرئيسية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العوامل الاقتصادية ممثلة بـ (معدل التضخم، الناتج الإجمالي المحلي، والاستثمار)، وبين المؤشر العام لأسعار الأسهم.

ويترفع عن هذه الفرضية الرئيسية ثلاثة فرضيات فرعية :

1- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم والمؤشر العام لأسعار الأسهم.

2- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الناتج الإجمالي المحلي والمؤشر العام لأسعار الأسهم.

3- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار والمؤشر العام لأسعار الأسهم.

سادساً- منهج البحث:

انسجاماً مع أهداف وفرضيات الدراسة فقد اتبع الباحث المنهج الوصفي والمنهج التحليل الكمي في إعداد هذه الدراسة، حيث تم الاعتماد على المنهج الوصفي الذي يقوم على جمع المعلومات وتصنيفها وعرضها وتفسيرها، بعرض عرض الجانب النظري للدراسة من خلال الاستعانة بالكتب والنشرات والتقارير الدورية والأبحاث والدراسات السابقة التي تناولت موضوع الدراسة بشكل مباشر أو غير مباشر، كما تم الاعتماد على المنهج التحليل الكمي لتحديد اتجاه وقوة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وذلك من خلال استخدام برنامج التحليل الاحصائي (Eviews8) وبرنامج (SPSS).

سابعاً- عينة البحث:

اختار الباحث دولتين من دول الخليج العربي هما (السعودية والإمارات)، كنطاق للبحث المختار وذلك لضخامة التداول فيها. وقد تضمنت الدراسة جانبين، الجانب الأول (الإطار النظري) والذي تضمن ثلاثة فصول، حيث تم التطرق في الفصل الأول إلى آليات وعمل الأسواق المالية، في حين تم التطرق في الفصل الثاني إلى التحليل الأساسي والفنى، وأخيراً الفصل الثالث الذي تطرق إلى الاستثمار، التضخم، و الناتج المحلي الإجمالي. في حين تضمن الجانب الثاني من هذه الدراسة التقدير الإحصائي والتحليل الاقتصادي لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية والمتمثلة بالمتغيرات التالية: (التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، والاستثمار)، على المؤشرات الرئيسية للأسوق المالية في دول الخليج العربي، من خلال تحليل أثر المؤشرات الاقتصادية الكلية آنفة الذكر في أسواق المال لدول الخليج العربي(سوق الأوراق المالية السعودي وسوق أبوظبي المالي).

ثامناً- المدة الزمنية:

تضمنت الدراسة سلسلة زمنية مداها أربعة عشر سنة من عام (2001 - 2014)، فقد تم دراسة تأثير كلّ من المتغيرات المستقلة التالية (التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، والاستثمار)، على المتغير التابع والمتمثل بمؤشرات أداء الأسواق المالية (السوق السعودي وسوق أبو ظبي) خلال فترة الدراسة.

تاسعاً - مصادر جمع البيانات:

اعتمدت الدراسة على المصادر الأولية حيث تم جمع البيانات الأساسية المتعلقة بمتغيرات الدراسة وال المتعلقة بالمؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق أبوظبي المالي والسوق المالي السعودي من التقارير الصادرة عن البنك المركزي الإماراتي وتقارير مؤسسة النقد العربي السعودي، في حين تمثل المصادر الثانوية بالمراجع والكتب والدوريات والتقارير والأبحاث والرسائل العلمية وموقع الإنترنت التي لها صلة بموضوع الدراسة، بالإضافة إلى الأنظمة والقوانين الصادرة والتي تحكم عمل البورصة في (سوق أبوظبي المالي والسوق المالي السعودي).

بالإضافة إلى البيانات من واقع عمل سوق أبوظبي المالي والسوق المالي السعودي التي سيتم إجراء التحليل الإحصائي المناسب عليها، وذلك بهدف إيصال العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة.

عاشرأً - المتغيرات:

أولاً - **المتغيرات المستقلة:** وتمثلت بالمتغيرات التالية:

- 1 - الناتج المحلي الإجمالي (GDP): وتمثل بالناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية.
- 2 - الاستثمار (INV): وتمثل بالتكوين الرأسمالي الثابت بالأسعار الجارية.
- 3 - التضخم (INF): تم استخدام الرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI) للتعبير عن معدلات التضخم.

ثانياً - **المتغيرات التابعة:** وتمثلت بمتغير واحد هو:

المؤشر العام لأسعار الأسهم (IND): والذي يعبر عن الأداء الكلي للسوق السعودي وسوق أبوظبي للأوراق المالية، وهذا المؤشر يمثل الشركات المدرجة في السوق المالية النظمية.

أحد عشر - الدراسات السابقة:

أولاً: الدراسات العربية:

1- دراسة (قاسم، 2013) بعنوان: الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية.

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على ماهية السوق المالية وأدواتها ومؤشراتها، وكذلك بيان أثر سوق العراق للأوراق المالية على النشاط الاقتصادي وقياس هذا الأثر من خلال مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية وربطها بالناتج المحلي. وتوصلت الدراسة إلى جملة من الاستنتاجات وأهمها عدم وجود علاقة بين سوق العراق للأوراق المالية وتحقيق أي معدل نمو اقتصادي يذكر لهذا السوق، وهذا ما اثبته نموذج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين المتغير التابع المتمثل بالناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات المستقلة(المؤشر العام للسوق، مؤشر القيمة السوقية، مؤشر حجم التداول، وعدد الشركات) باستثناء عدد الأسهم الذي يساهم بمفرده بما نسبته 89.83 % من إجمالي المتغيرات الحاصلة في المتغير التابع.

2- دراسة (شجاع، 2012) بعنوان: أثر زيادة الكتلة النقدية في سوق الأوراق المالية، دراسة عملية لسوق دمشق للأوراق المالية.

حيث هدفت هذه الدراسة إلى إعطاء صورة واضحة عن عناصر الكتلة النقدية ودور الأسواق المالية في الاقتصاد الوطني، ومحاولة الوصول إلى تحليل واقعي ودقيق لدور الكتلة النقدية وتأثيرها على أسعار الأسهم والناتج المحلي الإجمالي والإدخار والاستثمار. وكان من أهم النتائج التي توصل إليها الباحث وجود علاقة طردية بين كل من الكتلة النقدية والناتج المحلي الإجمالي، وإن زيادة الكتلة النقدية تؤدي إلى زيادة المستوى العام للأسعار، وكذلك كانت معدلات نمو الكتلة النقدية أعلى من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، وأيضاً توصل الباحث من خلال دراسته إلى وجود علاقة طردية بين العرض النقدي وأسعار الأسهم.

3- دراسة (دبي، 2012) بعنوان: دراسة حول تأثير المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم (دراسة تطبيقية على سوق الأسهم السعودي).

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أهم العوامل الاقتصادية المؤثرة على القيم السوقية للأسهم، وبيان أكثر العوامل تأثيراً على هذه القيم السوقية، واستخدامها للتنبؤ بتلك القيم.

وذلك من خلال دراسة جميع أسهم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية والتي بلغ عددها 148 شركة خلال الفترة من 2002 – 2010، ومن أهم النتائج التي تم التوصل إليها:

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانكماش، الناتج المحلي الإجمالي، أسعار الصرف، أسعار الفائدة، وأسعار النفط وبين القيم السوقية للأسهم. وكذلك توصلت الدراسة بأنه لا توجد علاقة بين كل من المعروض النقدي، التضخم، والإنفاق الحكومي وبين القيم السوقية للأسهم. وأن أسعار النفط والانكماش أكثرها تأثيراً على القيم السوقية للأسهم في السوق المالي السعودي.

4- دراسة (الهيتي، ومحمد، 2011) بعنوان: أثر التقلبات النفطية في مؤشرات الاقتصاد الكلي وأداء أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي.

حيث هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر التقلبات النفطية في مؤشرات الاقتصاد الكلي وأداء أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي (السعودية والإمارات)، خلال الفترة (1980 – 2006)، ونظرًا لحداثة الأسواق المالية في دول الخليج العربي ولعدم توفر البيانات السنوية خلال الفترة المذكورة، فقد اعتمد الباحثان على سلسلة زمنية ربعية مداها خمس وعشرون ربع من عام (2000-2006)، فقد تم التركيز على أسعار الصرف وعرض النقد ومعدل التضخم وعوائد أسواق النفط كمتغيرات مستقلة في تأثيرها على مؤشرات أداء الأسواق المالية لدول الخليج العربي. حيث استخدم الباحثان أسلوب الربط بين الاتجاهين الوصفي أولًا، من خلال الاستناد إلى الدراسات النظرية من جانب تقلبات أسواق النفط والمتغيرات الكلية من جهة، والتركيز على المتغيرات الكلية (من ضمنها عوائد أسواق النفط) وأداء الأسواق المالية من جهة أخرى، والكمي ثانياً وذلك بالاعتماد على ثلاثة معادلات رئيسية لمؤشرات أسواق الأوراق المالية (القيمة السوقية وحجم التداول والمؤشر العام لأسعار الأسهم). ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة إن العوامل الخارجية (خارج الأسواق المالية) سواء كانت اقتصادية أم سياسية، تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر في أداء

سوق الأوراق المالية، ويتباين تأثير هذه العوامل في أدائها. وأظهرت عوائد أسواق النفط تأثيراً معرفياً موجباً في أداء الأسواق المالية الخليجية، وإن ارتفاع أسعار النفط الخام ومن ثم عوائده يترك أثراً موجباً على المتغيرات الاقتصادية الكلية وعلى أداء الأسواق المالية.

5- دراسة (الشرجي و تاج الدين، 2008): بعنوان علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية " دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية":

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية، وقد استخدم الباحثان أسلوب القيمة في بناء المؤشر، حيث حاول الباحثان من خلال هذه الدراسة الإجابة على التساؤل حول إمكانية المؤشر في عكس أداء السوق ومن ثم الحالة الاقتصادية في البلد. ولتعطية الجوانب المتعلقة بموضوع البحث فقد تناول الباحثان البحث من جانبيين، أولهما: الجانب المفاهيمي، إذ عرضت العديد من المفاهيم المتعلقة بالمؤشر واستخداماته وكيفية بنائه، مع تسليط الضوء على عدد من المؤشرات المالية العالمية، أما الجانب الثاني تمثل بالجانب التحليلي الذي اعتمد البيانات اليومية والشهرية للعام 2006، ومن أهم النتائج التي توصل إليها الباحثان أن المؤشر لا يعكس حالة السوق، ومن ثم الأداء الاقتصادي للبلد، وذلك لأن هناك تبايناً كبيراً على المستوى القطاعي، وكذلك على مستوى الشركات المدرجة من حيث مساهمتها في إجمالي القيمة السوقية التي تعد أحد الركائز الأساسية في بناء المؤشر.

6- دراسة (الغمام، 2003) بعنوان: تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر أسعار الأسهم في المملكة العربية السعودية باستخدام منهجة بوكس جينكينز (Box-Jenkins) .(Method

حيث هدفت هذه الدراسة إلى تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر أسعار الأسهم العام في المملكة العربية السعودية وذلك للفترة من شهر مارس 1985 م إلى شهر يونيو 2002 م، حيث يتم التعرف على نمط تغير المؤشر من أجل بناء نموذج يساعد على التنبؤ بقيم المؤشر في الأجل القصير. وقد تم تطبيق الأساليب الإحصائية المتعلقة بالسلسلة الزمنية حيث تم إجراء اختبارات السكون باستخدام اختبار ديكى - فولر الموسع (ADF) وكذلك

باستخدام معاملات دالة الارتباط الذاتي (ACF)، وتبين أن السلسلة الزمنية للمشاهدات الأصلية غير ساكنة مما تطلب استخدام السلسلة الزمنية في صورة لوغاریتم للتقليل من التقلبات الكبيرة ومن أجل استقرار الارتباط . كما تطلب أيضاً استخدام الفرق الأول (Box Jenkins) وذلك باستخدام بعض المعايير الإحصائية لاختبار النموذج المناسب مثل اختبار سكون الباقي وتطبيق معايير (Akaike) و (Schwarz) وخطأ التنبؤ. وتوصلت الدراسة إلى أن أفضل نموذج ينطبق على بيانات المؤشر العام لأسعار الأسهم هو نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى بدون أي تأثيرات موسمية في النموذج.

ثانياً- الدراسات الأجنبية:

1- دراسة (Hayat and Ahmed, 2014) بعنوان:

Impact of Inflation on Stock Exchange Market Returns.

الهدف من هذه الدراسة هو دراسة تأثير التضخم على عوائد الأسهم. حيث تم تطبيق هذه الدراسة على سوق الأسهم في باكستان، واستخدم الباحثان اختبار ديكي فولر الموسع أو المطمر (ADF) واختبار جذر الوحدة للعنور على مستوى ثابت من البيانات لمعرفة هل البيانات ساكنة أم لا. وأهم ما توصلت إليه هذه الدراسة، أن كلاً من المتغيرات هي ثابتة في الفرق الأول. حيث أن مستوى التكامل هو نفسه، وتم تطبيق اختبار جوهانسن و اختبار التكامل المشترك. وخلصا إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية سلبية وطويلة المدى بين عوائد الأسهم و التضخم وأن أي زيادة في التضخم سوف تؤثر سلباً على أسعار الأسهم التي تقود نحو سوق الأسهم ككل.

2- دراسة (Faiza, Lariba and Bisma, 2013) بعنوان:

أثر التضخم على مؤشر البورصة في باكستان KSE-100.

حيث هدفت هذه الدراسة إلى التحقق من وجود علاقة سلبية وطويلة المدى بين التضخم ومؤشر 100-KSE. حيث استخدمت هذه الدراسة اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)، لمعرفة أهمية المتغيرات (وطبيعة العلاقة)، واستخدمت هذه الدراسة أيضاً تقنية جوهانسن، التكامل المشترك واختبارات جرانجر السببية. ومن أهم النتائج التي توصلت

إليها هذه الدراسة أن أي حركة تصاعدية في معدلات التضخم في باكستان سوف تؤثر وبشكل سلبي على البلد ككل، وكذلك على أسعار الأسهم التي من شأنها أن تؤثر في النهاية المطاف على عوائد الأسهم.

3- دراسة (Daferighe and Charlie, 2012): حيث هدفت هذه الدراسة إلى التتحقق من تأثير التضخم على مقاييس مختلفة من أداء سوق الأسهم مثل القيمة السوقية، والتغير في مؤشر جميع الأسهم ونسبة قيمة التداول الإجمالية في نيجيريا. ولهذا الغرض استخدموا عينة من البيانات لمدة عشرين عاماً، وهي من عام 1991 إلى عام 2010. وبعد العثور على أهمية المتغير، طبقوا أسلوب تحليل الانحدار، وتبين أن جميع هذه المقاييس ترتبط سلباً مع التضخم.

4- دراسة (Geetha et al, 2011): حيث تم تطبيق اختبار تقنية جوهانسن واختبار التكامل المشترك للعثور على علاقة طويلة المدى بين التضخم (على حد سواء المتوقعة وغير المتوقعة) وعوائد الأسهم من ثلاثة دول: ماليزيا والولايات المتحدة والصين. ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة أن هناك علاقة طويلة المدى بين التضخم وعوائد الأسهم في كلٍّ من ماليزيا والولايات المتحدة الأمريكية. وهكذا فإن المستثمرين الذين يسعون للاستثمار في الأوراق المالية من هذه الدول قد لا يحصلون على أي فائدة من تنويع المحفظة لأن التضخم سوف يؤثر على أسعار الأسهم. ونتيجة لهذا، فإن انخفاض عوائد الأسهم سوف يؤثر في النهاية في سوق الأسهم ككل.

5- دراسة (D. Michael, J. Michael and Dueker, 2008): حيث استخدمت هذه الدراسة متوجه الانحدار متعدد المتغيرات (VAR)، وذلك للعثور على أثر للتضخم ومتغيرات الاقتصاد الكلي الأخرى على مؤشر سوق الأسهم في باكستان، وتبيّن أن معدلات التضخم وأسعار الفائدة لها تأثير سلبي طويل المدى على مؤشر سوق الأوراق المالية، بصرف النظر عن تأثيرها على أسعار الأسهم الحقيقة.

6- دراسة (Brahmasrene and Jiranyakul, 2007) بعنوان:

Cointegration and Causality Between Stock Index and Macroeconomic Variables in An Emerging Market.

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين مؤشر سوق الأوراق المالية والمتغيرات الاقتصادية الكلية المحددة (قبل الأزمة المالية) وبعد الأزمة المالية في تايلند. حيث أجريت اختبارات جذر

الوحدة، التكامل المشترك واختبارات جرanger السببية. وأظهرت النتائج بعد الأزمة المالية أن مؤشر سوق الأوراق المالية، مؤشر الإنتاج الصناعي، عرض النقود، أسعار الصرف، وأسعار النفط العالمية تخضع لجذر الوحدة. وبعد ذلك تم تطبيق اختبار جوهانسن وختبار التكامل المشترك. وأظهرت النتائج وجود تكامل مشترك أو وجود علاقة طويلة المدى بين مؤشر سوق الأوراق المالية، ومجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية. وكان عرض النقود هو المتغير الوحيد الذي يؤثر إيجاباً على مؤشر سوق الأسهم في حين أن مؤشر الإنتاج الصناعي، أسعار الصرف وأسعار النفط لها تأثير سلبي على مؤشر سوق الأسهم.

7- دراسة (Saryal, 2007) بعنوان: أثر التضخم على ثقبات سوق الأسهم باستخدام سلسلة عوائد الأسهم الاسمية.

وهدفت هذه الدراسة إلى التحقق من العلاقة بين متغيرات مختلفة مع معدل مختلف للتضخم في تركيا وكندا. ولغرض المقارنة تم اختيار هذه الدول لأن تركيا تعتبر من الأسواق الناشئة ذات معدل تضخم مرتفع، في حين تعد كندا بلد متقدم مع معدل تضخم منخفض. ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة أن أي زيادة في التضخم تؤدي إلى زيادة في عوائد الأسهم الاسمية.

8- دراسة (Cooper, How and Hamzah, 2004) بعنوان:

Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices.

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي، أسعار الفائدة، ومستويات الأسعار، وأسعار الصرف، وعرض النقود، ومؤشرات سوق رأس المال في سنغافورة، مؤشر قطاع التمويل، ومؤشر قطاع العقارات، ومؤشر قطاع الفنادق، ومدى أثر علاقة هذه المتغيرات في الاستثمار في سوق الأسهم، وبقي القطاعات الاقتصادية الأخرى، استخدم الباحثون طريقة جوهانسن للتكميل المشترك، لتفسير توازن العلاقة بين المتغيرات في المدى الطويل، وقد خلصت دراستهم إلى وجود علاقة بين مؤشرات سوق الأسهم في سنغافورة، ومؤشر قطاع العقار، والرقم القياسي العام، وأسعار الفائدة طويلة الأجل والإنتاج الصناعي،

وعرض النقود، وأسعار الصرف، وأن هذه العلاقة تكون أوضح في المدة الزمنية القصيرة، وبين الباحث، أنه يجب على الدولة توخي الحذر عند محاولتها إحداث تغيرات في الاقتصاد من شأنها أن تؤثر في متغيرات الاقتصاد الكلي مثل النقود، وأسعار الفائدة، وسعر الصرف، لغاية إجراء عمليات التصحيف الاقتصادية.

ثاني عشر - اختلاف الدراسة عن الدراسات السابقة:

بالنسبة لموقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة فيمكن القول بأن هناك إضافة جوهرية على ما تم إنجازه في هذه المجال، وتمثل هذه الإضافة في عدة نقاط وهي:

- 1- اختبرت الدراسة الحالية العلاقة بين مجموعة من المتغيرات المستقلة المتمثلة بـ (الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، والاستثمار) وبين المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي السعودي وسوق أبوظبي المالي.
- 2- ومن جهة أخرى تختلف هذه الدراسة عن الدراسات السابقة من حيث مكان وزمان التطبيق، حيث تم تطبيق هذه الدراسة خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام (2001-2014)، أما بالنسبة لمكان التطبيق فقد تم تطبيق هذه الدراسة في سوق أبوظبي المالي والسوق المالي السعودي.
- 3- تخلل هذه الدراسة الأزمة المالية للرهن العقاري عام 2008م.

الفصل الأول

أدوات وآليات

سوق الأوراق

المالية

تمهيد:

بعد رأس المال المحرك الأساسي لعجلة الإنتاج، فهو الركيزة الأساسية للاستثمار، لذلك تهتم كل دول العالم على اختلاف درجة تقديمها بإقامة نظام مالي قوي ومتكملاً يمكن وحدات العجز المالي من الحصول على التمويل اللازم والمناسب لاحتياجاتها من جهة، وإتاحة الفرصة لأصحاب الفائض المالي لاستثمار مدخراتهم من جهة أخرى، فالسوق المالي بشقيه النقدي والرأسمالي يشكل مكاناً للقاء الطرفين، ويخلق الآية التي يلتقي من خلالها أصحاب العجز بأصحاب الفائض المالي بهدف تلبية حاجاتهم، ضمن مجموعة من القواعد والشروط الملزمة للطرفين، بهدف توفير أكبر قدر ممكن من الضمان والأمان والفعالية، لذلك سيتم دراسة الأسواق المالية بمختلف أنواعها وطبيعة وتحليل البورصات ومتطلبات كفاعتتها ضمن ثلاثة

مباحث:

المبحث الأول: طبيعة وخصائص الأسواق المالية.

المبحث الثاني: تقسيم الأسواق المالية.

المبحث الثالث: الكفاءة.

المبحث الأول: طبيعة وخصائص الأسواق المالية

1- ماذا يقصد بالأوراق المالية:

الأوراق المالية عبارة عن أدوات تمويلية طويلة وقصيرة الأجل، يتم تداولها في إطار منظم يعرف بسوق الأوراق المالية، بمعنى أنها أدوات استثمار مالي، تعد أصولاً مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي صكوك أو مستندات، تعطي حاملها أو صاحبها الحق في الحصول على عائد محدد مسبقاً، كما أنها تعطي الحق لمالكها في استرداد القيمة الأصلية في نهاية مدة معينة، أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية للشركة في ظروف معينة، وكذلك الحق في التصرف في الورقة ذاتها في أي وقت.

وتمثل الأوراق المالية مستند ملكية في الشركة. وبعض الشركات تفضل إصدار الأوراق المالية بدلاً من سندات الدين عند حاجتها إلى أموال، وذلك لأنها قد لا تكون لديها مقدرة مالية على تسديد مدفوعات الفائدة الدورية المتربطة على سندات الدين¹.

وتُعرف الأوراق المالية بأنها مطلوبات على الدخل أو الأصول في المستقبل للمقترض. وأن الأوراق المالية هي أصول للشخص الذي يشتري هذه الأوراق ولكن تترتب عليه مطلوبات (التزامات) للفرد أو الشركة التي تتبع (الإصدارات) له².

وكذلك يمكن تعريف الورقة المالية على أنها حق قابل للبيع للحصول على سلسلة من الدفعات المستقبلية³.

مما سبق يمكن تعريف الورقة المالية: بأنها صك تعطي لحامليها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق وأن اقرضه لطرف آخر.

¹ Madura, J., Financial Markets and Institutions, 10th Edition, 2012, p4.

² Mishkin, F. S., The economics of money, banking, and financial markets (7th ed). The Addison-Wesley series in economics, 2004, p24.

³ Bradfield, J., Introduction to the Economics of Financial Markets, university oxford, 2007, p19.

2- خصائص الأوراق المالية:

تتبادر الأدوات المالية التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية، من حيث خصائصها ووظائفها وأهدافها. و من أهم خصائص الأصول المالية:

1- قابلية التحويل إلى نقود:

تُستخدم بعض الأصول المالية كوسيلة للتداول ولتسوية المدفوعات، مما يجعلها ترقى لكون نقوداً، وهي تمثل السيولة الحالية أو الفورية. فمثلاً حامل السهم يستطيع خلال ساعات أو يوم واحد من بيعه في السوق والحصول على السيولة.

2- القابلية للتجزئة أو التقسيم حسب فئات الإصدار:

ترتبط هذه الخاصية بالأثر على مستوى تسهيل الأصل المالي أو تحويله إلى نقود، أي إمكانية التدرج في فئات إصدار الأصل المالي إلى وحدات نقدية، فتزيد رغبة المستثمرين في طلب الأصل المالي كلما زادت درجة قابليته للتجزئة⁴.

مثال: مستثمر يملك 1000 سهم يستطيع بيع نصفها 500 سهم أو 100 سهم إذا احتاج إلى المال و لا تكون كالبضاعة كثلة واحدة.

3- تكلفة إعادة بيع الأصل المالي:

ويقصد بها التكلفة المصاحبة لعملية الاستثمار في الأدوات المالية، ثم إعادة بيعه أو التخلص منه بتحويله إلى نقدية ثانية. وهذه الخاصية تتطلب على تكاليف يتحملها المتعاملون في أسواق الأوراق المالية، التي تأخذ صورة عمولة السوق، عمولة السمسار، الضرائب، إضافة إلى تسليم الأصل المالي والتي يعود تقديرها إلى صانع السوق، بحسب الخطر المتعلق بالورقة المالية، وهو بدوره يرتبط بعاملين أساسيين هما مدى تغير أو تقلب السعر والذي يقاس بمدى درجة تشتت العائد بمرور الوقت والتكلفة.

4- فترة الاستحقاق:

⁴ هندي، منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، ط١، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص322.

وهو الوقت المستغرق بين تاريخ افتتاح الورقة المالية وأجل سداد المدفوعات النهائية، أو تاريخ طلب مالك الأصل المالي لتسبيله، وتتنوع آجال استحقاق الأوراق المالية من أربعة وعشرون ساعة إلى عدة عقود إلى ما لا نهاية، وتخالف حسب الأصل المالي من سندات تستحق في تاريخ معين وأسهم إلى آجال غير محددة، وقد يحدث تسويتها قبل آجالها المحددة.

5-تأثير المالك في إدارة الشركة المساهمة:

حيث يحق لمالك الورقة المالية الترشح والانتخابات، ويحق له أن يصبح عضواً في مجلس الإدارة، و يؤثر في القرارات في حين أن مالك السند لا يحق له هذه الميزة.

3-أنواع الأوراق المالية :**Classes of Securities**

تصنف الأوراق المالية إلى أربع فئات:

1-الأسهم العادية .Common Stocks

2-الأسهم الممتازة Preferred Stocks

3-السندات Bonds

4-الأوراق المالية المشتقة Derived Securities

وسنت دراسة كل منها بالتفصيل

1-الأسهم العادية

تُعد الأسهم العادية من أكثر الأوراق المالية انتشاراً فهي لا ترتقي على الشركة المصدرة لها أي التزام كما هو الحال في السندات مثلاً، فالمساهم لا يحصل على نصيبه من التوزيعات إلا إذا تحقق أرباح وتقرر توزيعها.

وللأسهم العادي ثلاثة قيم هي قيمة اسمية، قيمة دفترية، وقيمة سوقية، حيث أن القيمة الاسمية تمثل في القيمة المدونة على قسمية السهم وعادةً ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس أو التشريعات المالية للبلد، حيث يحدد المشرع في نص قانوني القيمة الاسمية للورقة المالية، فمثلاً واحد دولار أمريكي، واحد دينار أردني، واحد ريال سعودي، جنيه مصرى وفي سوريا حددها النص القانوني بـ 100 ليرة سورية، أما القيمة الدفترية هي عبارة عن حقوق الملكية

(الاحتياطيات، الأرباح المحتجزة و الأسهم العادي) مقسمة على عدد الأسهم العادي المصدرة، أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يُباع بها السهم في سوق رأس المال وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية.

1-1-3 تعريف السهم العادي:

يُعرف السهم على أنه المشاركة في الملكية كونه يمثل حصة محدودة في ملكية مؤسسة أو شركة مساهمة مثبتة بصفتها قانونية يمكن تداولها بيعاً وشراء في الأسواق المالية⁵.

كما يُعرف السهم العادي: بأنه حق قابل للبيع في الحصول على سلسلة طويلة إلى أجل غير مسمى من الدفعات المستقبلية⁶.

و يُعرف السهم العادي أيضاً: بأنه عبارة عن صك ملكية في رأس مال شركة مساهمة، ويأتي في مقدمة الأوراق المالية التي تتداول في أسواق رأس المال⁷. ولحملة الأسهم العادي مزايا ومساوئ من أهمها ما يلي:

2-1-3 مزايا حقوق حملة الأسهم العادي:

1- حق الحصول على الأرباح السنوية الموزعة أو الحصول على أسهم مجانية (مقابل الأرباح)⁸.

2- حق اختيار مراجع الحسابات.

3- حق لصاحب السهم العادي نقل ملكيته عن طريق التداول في البورصة على هذا السهم بالبيع أو التأجير أو بأي طريقة أخرى⁹.

4- لصاحب السهم العادي الحق في التصويت والترشح في الجمعية العمومية للمساهمين.

5- مسؤولية صاحب السهم العادي محدودة بمقدار حصته في رأس المال.

⁵ الشمرى، ناظم محمد نوري، وأخرون: الأوراق المالية وأسواق المال، ط1، دار وائل للنشر، عمان،الأردن، 1999، ص208.

⁶ Bradfield, J., Introduction to the Economics of Financial Markets, university oxford, 2007, p21.

⁷ مجید، ضياء: البورصات (أسواق المال وأدواتها ، الأسهم والسنادات)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008، ص38.

⁸ النجار، فريد: البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص151.

⁹ حنفى، عبد الغفار، وقرياقص، رسمي: أسواق المال (بنوك تجارية – أسواق الأوراق المالية – شركات تأمين – شركات استثمار)، الدار الجامعية، 2000، ص243.

3-1-3 مساوى حملة الأسهم العادي:

1- لا يجوز لحامل السهم العادي الرجوع على المنشأة المصدرة لاسترداد قيمته، وإذا

أراد التخلص من السهم فليس أمامه سوى عرضه للبيع في سوق الأوراق المالية.

2- في حالة الإفلاس ليس هناك ما يضمن لحامل السهم العادي أن يسترد القيمة التي

سبق أن دفعها لشراء الأسهم، بل قد لا يسترد شيئاً منها على الإطلاق.

3- ليس من حق حامل السهم العادي المطالبة بنصيبه من الأرباح إذا لم تتحقق الشركة

أرباحاً وتقرر توزيعها¹⁰.

2-3 الأسهم الممتازة :Refereed Stocks

تكون أهمية الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية، فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذلك الحال عند التصفية.

1-3 تعريف الأسهم الممتازة:

هو مستند ملكية في رأس المال الشركة المساهمة يعطي لصاحبها بعض الامتيازات عن حملة الأسهم العادية، ومنها أسبقية حملة الأسهم الممتازة في الحصول على نسبة محددة سلفاً من أرباح الشركة والأولوية في الحصول على حقوقهم عند تصفية الشركة.

كما تُعرف الأسهم الممتازة بأنها "حقوق ملكية في الشركات التي تصدرها ولكن يشارك أصحابها في الأرباح الزائدة عن النسبة المقررة"¹¹. كما لا يحق لحملة الأسهم الممتازة المشاركة في إدارة الشركة.

وللأسهم الممتازة أيضاً مزاياً متساوية كـما هو الحال بالنسبة لحملة الأسهم العادية ونوجزها كما يلي:

2-2-3 مزايا التمويل بالأسهم الممتازة:

¹⁰ حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية، مرجع سبق ذكره، 2000، ص ص246-247.
¹¹ النجار، فريد: البورصات والهندسة المالية ، مرجع سبق ذكره، 1999، ص 151.

1- حق الحصول على الأرباح سنوياً حتى ولو لم تقم الشركة المساهمة بتوزيع الأرباح على حملة الأسهم العادية.

2- الحصول على القيمة في حال الخسارة قبل حملة الأسهم العادية (أي لها ميزة عند تصفية الشركة في الحصول على قيمتها قبل غيرهم).

3- تجمع بين الأسهم والسنادات ومن ثم تكون نسبة الخطر منخفضة.

3-2-3 عيوب التمويل بالأسهم الممتازة:

1- ارتفاع تكلفتها نسبياً، فتكلفة التمويل بالأسهم يفوق التمويل بالاقتراض، وذلك لأن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد لا تخصم من وعاء الضريبة وبالتالي لا يتحقق منها وفر ضريبي.

2- يتعرض حملة الأسهم الممتازة لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقرضين وبالتالي يطلبون عائداً أعلى مما يشكل عبء على الشركة.

3- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت وبالتالي التدخل في الإدارة.

3-3-3 الفرق بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية: يتضح الفرق بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية كما هو موضح بالجدول رقم (1-1).

جدول رقم (1-1)

الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت وبالتالي التدخل في الإدارة	يحق لحملة الأسهم العادية التصويت وبالتالي التدخل في الإدارة وحضور الاجتماعات ¹² .
يحق لحملة الأسهم الممتازة الحصول على حقوقهم قبل حملة الأسهم العادية.	لا يحق لهم المطالبة على دخل الشركة وأصولها إلا بعد حصول جميع الدائنين وجميع حاملي الأسهم الممتازة على حقوقهم ¹³ .
حق الحصول على الأرباح سنوياً حتى ولو لم تقم الشركة المساهمة بتوزيع الأرباح على حملة الأسهم العادية.	لا يحق لحملة الأسهم العادية الحصول على أرباح سنوية ما لم تقرر الشركة توزيع أرباح.

المصدر: من إعداد الباحث.

¹² Davidson, A., How the Global Financial Markets Really Work, 2009, p 39.

¹³ Levinson, M., Guid to Financial Markets, fourth edition, 2005, P132-133.

Bonds 3-3 السندات

1-3-3 مفهوم السندات:

تمثل السندات مصدراً من مصادر التمويل وأداة من الأدوات المالية، التي تجأ إليها الشركات المساهمة والحكومات المركزية والمحلية، لسد احتياجاتها المالية الكبيرة، وذلك في ظل وجود أسواق أوراق مالية نشطة، تمتض كل الإصدارات التي يتم إصدارها.

تصدر العديد من منشآت الأعمال سندات لضمان زيادة الحصيلة التمويلية لها بهدف تمويل مشاريعها أو التوسيع في حال إنتاج سلع جديدة. وهي بمثابة عقد بين المستثمر المقرض والمنشأة (المقترض) تتعهد فيه المنشأة برد أصل المبلغ والفوائد في تواريخ محددة. وتمتد تواريخ استحقاق السندات لفترة قصيرة الأجل أقل من سنة أو متوسطة الأجل تمتد من سنة واحدة إلى أقل من خمس سنوات، أو طويلة الأجل وتمتد حوالي عشرين سنة أو أكثر.

2-3-3 تعريف السند:

السند هو حق قابل للبيع للحصول على سلسلة محددة من المدفووعات المضمونة¹⁴.

وكذلك يُعرف السند بأنه وعد لإجراء سلسلة من الدفعات وفق تواريخ محددة مستقبلاً. حيث يتتعهد بموجبه المقرض، أو البائع، بإعطاء المقرض، أو المشتري، عائداً يمثل بالفائدة مقابل مبلغ من المال¹⁵.

وبشكل عام يمكن تعريف السند:

بأنه أصل مالي يستطيع حامله الحصول على العائد (سعر الفائدة) وتداله في السوق المالية في الانتقال إلى استثمارات أخرى، ويساهم في تمويل الشركات المساهمة وتطوير برامجها الإنتاجية والخدمية.

¹⁴ Bradfield, J., Op.Cit, 2007, p19.

¹⁵ Cecchetti, G. S and . Schoenholtz, K. L., Money, Banking, and Financial Markets, 4 ed, 2015, P88.

وهناك نوعان من السندات، سند لحامنه يمكن تداوله في السوق بالبيع والشراء والتنازل، وهناك السند المسجل باسم صاحبه، ويكون غير قابل للتداول ويهدف ذلك إلى تحقيق الأمان والحماية لصاحبها ولكن كلاهما يصدر بковبون لتحصيل الفائدة.

ويعتبر السند مصدر تمويل طويل الأجل تجأ الحكومة أو الشركات أو المؤسسات إليه للحصول على احتياجاتها من خلال الاقتراض العام عن طريق سوق رأس المال.

3-3-3 عناصر السند: وتشمل السندات على:

1- الكوبون: وهو ذلك الدخل الذي يحصل عليه حامل السند ويتحدد معدله بأسعار الفائدة السائدة في سوق السندات.

2- تاريخ الاستحقاق: وهو الموعد الذي يسترد فيه حامل السند القيمة الإسمية للسند.

3- القيمة الإسمية: وهي القيمة المكتوبة على السند ويلتزم مصدر السند بردها إلى حامل السند في موعد الاستحقاق.

4- شروط نقل الملكية: لا يتم نقل ملكية السند القابل للتداول إلا من خلال إجراءات معينة لنقل القيد والتسجيل في سجلات الشركة حتى يتم معرفة الدائنين الجدد.

3-4 خصائص السندات: للسندات خصائص عامة وأخرى منفردة، وهي كما يلي:

أ- الخصائص العامة:

1- السند أداة دين: ينشأ لمالك السند حق دائنية على الشركة المصدرة، مقارنة بالأسماء، لذا يعطى لحامل السند الأولوية في تصفية حقوقه سواء من أرباح الشركة، أو من أصولها قبل حاملي الأسهم في حالة الإفلاس أو تصفية الشركة¹⁶.

2- السندات أدلة استثمار ثابتة الدخل: يحصل حامل السند على دخل ثابت ممثلاً في الفائدة، بعض النظر من النتيجة المحققة للشركة ربحاً أم خسارة، وفي حال عدم تسديد هذه الفوائد في آجالها، له الحق في اتخاذ الإجراءات القانونية الازمة.

¹⁶ مطر، محمد: إدارة الاستثمارات، ط 3، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ص 221.

3- القابلية للتداول: يحق لحامل السند تداوله في الأسواق الثانوية كالأسهم، خاصة وأنها تساهم في توفير السيولة اللازمة للسندات طويلة الأجل، مما يجعلها من الأوراق المالية التي تتبع المحفظة الاستثمارية أيضاً.

4- محدودية الأجل: يصدر السند بأجل استحقاق محدد بتاريخ حلوله، تتراوح مدته غالباً بين سنة و30 سنة، مصري به في عقد الإصدار ويعتبر عنصراً هاماً في تحديد معدل الفائدة، وكذلك سعره السوفي.

5- يمكن أن تعزز الكفاءة الاقتصادية من خلال تنظيم التبادلات بين الأشخاص الذين لديهم تحمل مختلف للخطر والتخفيف من حدة المشاكل بين المساهمين ومديريين الشركات.¹⁷

6- السند أداة تمويلية: حيث تصدرها كل من الحكومات والشركات لتمويل مشاريعها المختلفة¹⁸، عندما يتذرع الحصول على الأموال بالطرق الأخرى، فيتم تجزئة القرض إلى أجزاء صغيرة متساوية، وتتصدر عن كل جزء سند، يحمل قيمة اسمية متساوية لذلك الجزء، بحيث يمثل مجموع أجزاء هذه السندات مجموع المال الذي تزيد جمعه من إصدار السندات.

ب - الخصائص المنفردة:

1- قابلية الاستدعاء: يحق للجهة المصدرة للسند استدعاء السند قبل تاريخ استحقاقه، بسعر محدد يسمى سعر الاستدعاء، وذلك في وجود بند في عقد الإصدار ينص على ذلك، وإما بتحديده مستقبلاً، مع إخبار مسبق بفترة معينة مثل شهر واحد، وفي كل الحالات سيفقد حامل السند، أي عوائد مستقبلية سيجنيها من ارتفاع قيمة السند.

2- قابلية التحويل إلى أسهم: أي قد تقوم الشركة المساهمة بزيادة رأس المال فتعطي حملة السندات الحق في تحويلها إلى أسهم عادي، والتي تسمح لحاملي السندات بالاستفادة من فروقات العوائد والامتيازات، التي يمكن أن يحصلوا عليها من

¹⁷ Bradfield, J., Op.Cit, 2007, P430.

¹⁸ Bradfield, J., Op.Cit, 2007, P430.

عملية التحويل هذه، هذا وقد يعود بعض الفوائد على الجهات المصدرة، إذ أن قابلية تحويل السندات إلى أسهم تحفز المستثمرين على شرائها مما يزيد الطلب عليها، ومن جهة أخرى أن عملية التحويل ستقلل من مدفوّعات الفوائد المستحقة لحملة السندات المعنية.

3- خاصية الإطفاء: تعطي هذه الخاصية الجهة المصدرة للسندات الحق في استرداد السندات التي حل موعد إطفاءها، عادة بالقيمة الإسمية، وتنم هذه العملية بإنشاء الجهة المصدرة لصناديق الإطفاء واسترداد السندات بطريقة اليانصيب، أو انتظار الوقت المناسب عند انخفاض سعره وشرائه من السوق، مما يضمن لحملة السندات من استرداد أموالهم.

3-3-5 أنواع السندات

1- السندات الحكومية:

تعتبر السندات التي تصدرها حكومات الدول المتقدمة حالياً من المخاطر. والسندات الحكومية هي أكثر سيولة من سندات الشركات، ويعود تداولها أكثر نشاطاً. وفي أعقاب الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري) من 2007-2009، لجأ المستثمرون إلى الاستثمار في السندات الحكومية كملازم آمن لأموالهم. وفي المملكة المتحدة تصدر السندات الحكومية من قبل مكتب إدارة الديون، من قبل وزارة الخزانة، لجمع المال بحيث يمكن للحكومة أن تمول متطلبات إنفاقها السنوي¹⁹.

وتعد أكثر ميزانيات دول العالم في حالة عجز، لذلك تلجأ الحكومات إلى التمويل عن طريق السندات، وعادة ما يكون سعر الفائدة على السندات الحكومية منخفضاً، مقابل السندات على الشركات المساهمة. لكن نسبة الخطر تكاد تكون معدومة مقارنة مع الأصول المالية الأخرى، فالمصارف وكبار المستثمرين يوظفون جزءاً من سيولتهم في السندات الحكومية وذلك لضمان تسبيلها في ظروف الحاجة.

¹⁹ Cecchetti, G. S and Schoenholtz, K. L., Op.Cit, 2015, P63.

فإذا قارن المستثمر بين العائد والمخاطر نستطيع القول: بأن المستثمر يقبل بالعائد المتدنى مقابل انعدام الخطر.

2- سندات الشركات:

هي أدوات دين تصدرها الشركات المساهمة لتمويل مشاريعها الإنتاجية أو الخدمية. مثل إنتاج سلع جديدة أو تطوير أنظمة التسويق أو خدمات ما بعد البيع، وتعتمد عليها الشركات إذا كانت أسعار فائدتها أقل من القروض المصرفية، أو في حال عدم إمكانية الشركة الحصول على القروض من المصارف.

ويحقق صاحبها مزايا متعددة كما ذكرنا، وتحقق الشركات مزايا أخرى بمقابل وتنشط السندات سوق الأوراق المالية. وفي حال استحقاقها تقوم المصارف بتحصيلها من الشركات المدينة. وسندات الشركات لديها مخاطر تختلف عن السداد أعلى بقليل من مخاطر السندات الحكومية، ومقابل ذلك يحصل حاملي سندات الشركات على فائدة أعلى من تلك التي يحصل عليها حاملي السندات الحكومية.²⁰

3- السندات الدولية:

حيث يوجد في لندن سوق كبيرة لتداول سندات الديون الدولية، والتي تشمل سندات اليورو أو سندات اليورو دولار والسندات الأجنبية. وسندات اليورو هي السندات القابلة للتداول والتي تستحق خلال مدة سنتين على الأقل، والمقومة بعملة غير عملة الدولة المصدرة لها، وهي مدرجة في البورصة، الأمر الذي يميزها عن القرض. ويقوم بإصدار هذا النوع من السندات الشركات الكبيرة وكذلك البنوك والحكومات والوكالات المالية لسهولة الاقتراض في الأسواق الخارجية. وتحتاج الجهات المصدرة للسندات الأوروبية إلى تصنيفات ائتمانية جيدة²¹. ولا يستطيع أن يستثمر في هذه الأدوات إلا الشركات الكبيرة أو كبار المستثمرين، لأن مبالغها

²⁰ Cecchetti, G. S and Schoenholtz, K. L., Op.Cit, 2015, P64.

²¹ Cecchetti, G. S and Schoenholtz, K. L., Op.Cit, 2015, P65.

كبيرة. مثل سند بمليون دولار أو بمليون يورو، فلا يستطيع صغار المستثمرين الشراء أو التعامل بهذه السندات.

4-3 المشتقات المالية:

هي مجموعة من الأدوات المالية التي تمثل ترتيبات تعاقدية "تشتق" أو تعتمد قيمتها على أداء أصل معين أو أداة من أدوات أسواق المال أو الأسواق السلعية.

4-1 مفهوم المشتقات المالية:

تُعد المشتقات المالية حديثة العهد نسبياً مقارنةً مع الأسهم والسندات، حيث أعطت الكثير من الحلول والخيارات للمتعاملين في الأوراق المالية في المستقبل من حيث السعر أو الكمية أو المدة. وتعتبر المشتقات إحدى أدوات التعامل في أسواق رأس المال المستقبلية، وقد بدأ التعامل في هذه الأدوات في أوائل السبعينيات واتسع التعامل بها في التسعينيات. وقد ظهرت المنتجات المشتقة في البداية كأدوات تحوط ضد التقلبات في أسعار السلع الأساسية والمشتقات المرتبطة بالسلع²².

4-2 تعريف المشتقات المالية:

تعرف المشتقات بأنها أدوات مالية يعتمد العائد منها على أدوات مالية أخرى، أي مشتقة من أدوات مالية أخرى²³.

كما تُعرف المشتقات المالية أيضاً: بأنها أداة مالية تعتمد قيمتها على قيمة المتغيرات الأساسية (السلع، الأسهم، السندات، العملات الأجنبية)²⁴.

ويمكن تعريفها أيضاً بأنها مجموعة الأدوات أو الأصول المالية التي تُقدم عن طريق عقد أجل سواء كان عقد شراء أو عقد بيع لكمية معينة من الأصول المالية في تاريخ محدد وبسعر محدد عند بداية الاتفاق²⁵.

²² Satchell, S., Forecasting Expected Returns in the Financial Markets, First edition, 2007, p117.

²³ النجار، فريد راغب: المشتقات و الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 19.

²⁴ Franke, J and Karl Härdle. W., Statistics of Financial Markets, Third Edition, 2011, P3.

²⁵ Descamps, C. and Saïchet, J., Gestion Financier international, Litec, 1995, P 45

فالمشتق هو منتج قيمته مشتقة من واحد أو أكثر من المتغيرات الأساسية (أصول أساسية، مؤشر، ... الخ) بطريقة تعاقدية²⁶.

فالمشتقات المالية تمثل أوراقاً وصكوكاً قابلة للتداول ضمن البورصات الدولية. وتتجدر الإشارة إلى أن هذا النوع من الاستثمار يعتبر محدوداً للغاية في المنطقة العربية نظراً لندرة التعامل عليه دولياً من قبل المستثمرين الأجانب في البورصات العربية، واقتصره في معظم الدول العربية التي تسمح تشريعاتها بالتعامل في مثل هذه الأدوات، على التعاملات المحلية فقط.

3-4-3 أهمية استخدام عقود المشتقات المالية:

لم يكن ظهور عقود المشتقات، وليد الصدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة، بل كان حاجة وضرورة اقتضتها الحالة الاقتصادية، وتبرز الأهمية الاقتصادية لعقود المشتقات من خلال:

1- استخدام المشتقات في إدارة المخاطر:

تستخدم هذه الأدوات بغرض تقليل مخاطر الاستثمار أو زیادتها. فمن يشتري في السوق الآنية الحاضرة ويباع آجلاً في سوق العقود المستقبلية أو الخيارات إنما بغرض تقليل المخاطرة التي يمكن أن يتعرض لها²⁷.

2- أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر:

تُعد أسواق عقود المشتقات، سوق مهمة لتزويد المتعاملين بالمعلومات مما سيكون عليه سعر الأصل في المستقبل، الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر، لذا يُقال أنها أداة جيدة لاستكشاف السعر، أي تحديد المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.

3- إتاحة فرص استثمارية للمضاربين:

توفر أسواق المشتقات، مكاناً بديلاً للمضاربة في أسعار الأسهم والسنادات، فقد أصبح بوسع أيّاً من المحترفين أو المتعاملين في هذه الأسواق، أن يدخل السوق مضارباً من خلال عقود

²⁶ Vihar, P., financial Markets, first Edition, part-1, 2007, p7.

²⁷ حماد، طارق عبد العال، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003 ، ص.8.

المشتقات، برأسمال منخفض بغرض تحقيق الربح، وليس بغرض تأمين تملك الأصل، على أساس أن تأمين الأصل يهم من يرغب في تملك الورقة المالية بغرض تحقيق عوائد مستقبلية²⁸.

4- تحقيق كفاءة السوق:

هناك ارتباط بين الأسعار الحاضرة وأسعار المشتقات، فالنکاليف المنخفضة وسهولة التعامل تساعده في التأثير على سيولة السوق، مما يجعل السوق أكثر كفاءة، ويتتيح بذلك فرصة أفضل لإبرام العقود بسعر قريب من السعر العادل.

4-4-3 أهم أنواع المشتقات المالية:

أولاً: عقود الاختيار Option

تمثل عقود الاختيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة، فهي توفر للمستثمر فرصة الحد من المخاطر المحتملة التي تحيط به، وعلى وجه الخصوص، مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يفكر في شرائها أو بيعها مستقبلاً. وتسمى هذه العقود حقوق اختيار نظراً لأنها تعطي لمشتري العقد الحق وليس الالتزام في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه.

1- ماهية عقود الاختيار: ويقصد بعقود الاختيار أو الخيار اتفاقاً شخصياً بموجب عقد لتنفيذ أو عدم تنفيذ عملية شراء أو بيع لمقدار محدد من أصل مالي في المستقبل بسعر يحدد وقت الاتفاق، وذلك نظير عمولة للبائع عند التعاقد، ويحصل البائع على العمولة سواء تم تنفيذ العملية أو لم تنفذ.

2- أنواع عقود الاختيارات: هناك نوعان من عقود الخيارات المتداولة في أسواق المشتقات المالية، وهي عقود الخيارات العادية وعقود الخيارات غير العادية:

2-1 عقود الخيارات العادية : (Plain Vanilla Options)

تعتبر عقود الخيارات العادية من أبسط أنواع عقود الخيارات وهي عبارة عن عقد يعطي حامله أو مشتري الخيار حق خيار شراء أو بيع ورقة (أو أوراق مالية أو أصول نقدية أو

²⁸ هندي، منير إبراهيم: الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، ج 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص 20.

سلعية) في تاريخ محدد في المستقبل بسعر يتم تحديده وقت التعاقد ويسمى سعر التنفيذ أو الممارسة مقابل علاوة نقدية تحصل عليها جهة إصدار العقد أو بائع العقد على أن يتم سريان تنفيذ العقد خلال الفترة بين تاريخ التعاقد وحتى تاريخ انتهاء العقد إذا كان الخيار أمريكيًّا، أما إذا كان الخيار أوربيًّا يتم تنفيذه في التاريخ المحدد لانتهاء العقد.

وهناك نوعان رئيسيان من عقود الخيارات العادية، وهما:

أ- خيار الشراء (Call Option):

والذي يعطى حامله خيار (وليس الالتزام) شراء كمية معلومة من الأصول كالأوراق المالية أو السلع النقدية بسعر محدد في (أو) قبل تاريخ مستقبلي محدد²⁹، مقابل عمولة تدفع للجهة التي تصدر العقد. وعادة يصطلح بأن بائع خيار الشراء يأخذ مركز قصير الأجل (Short Position) لأنه يتوقع انخفاض سعر الورقة المالية أو السلع موضع عقد الخيار، بينما مشتري خيار الشراء يأخذ مركز طويل الأجل (Long Position) لأنه يتوقع ارتفاع سعر الورقة المالية.

ويُعرف خيار الشراء بأنه الحق، وليس الالتزام، لشراء ورقة مالية معينة بسعر ثابت عن طريق دفع سعر التنفيذ قبل تاريخ محدد.³⁰

مثال: لنفترض أن خيار الشراء على الأسهم العادية لشركة IBM بسعر ممارسة يساوي 90 \$ وتاريخ انتهاء الصلاحية هو 30 سبتمبر 2014. فإن المستثمرون الذين يملكون هذا الخيار لهم الحق، ولكن ليس الالتزام، لشراء 100 سهم من أسهم شركة IBM العادية في أو قبل 30 سبتمبر 2014، عن طريق دفع 90 \$ للسهم الواحد.

ب- خيار البيع (Put Option):

يُعطي حامله خيار بيع كمية محددة من الأوراق المالية أو أصول نقدية أو سلعية بسعر تنفيذ محدد في عقد الخيار خلال فترة العقد (بالنسبة للخيار الأمريكي) أو عند انتهاء فترة العقد

²⁹ Vihar, P., Op.Cit, 2007, p8.

³⁰ Bradfield, J., Op.Cit, 2007, P25.

(بالنسبة للخيار الأوروبي). و الخيار البيع يعطى للمشتري الحق، ولكن ليس التزام لبيع كمية معينة من الأصول الأساسية بسعر معين في أو قبل تاريخ معين³¹.

وهناك نوعان من خيارات البيع والشراء هما الخيارات الأمريكية والأوروبية، حيث يمكن تنفيذ الخيارات الأمريكية في أي وقت قبل تاريخ استحقاقها. ونتيجة لذلك و قبل تاريخ الاستحقاق، يكون لحامل الخيار الأمريكي ثلاثة خيارات³²:

- الاستمرار في عقد الخيار.
- بيع الخيار لشخص آخر.
- ممارسة الخيار على الفور.

أما الخيارات الأوروبية: هي خيارات لا يمكن تنفيذها إلا في تاريخ الاستحقاق. وهكذا، فإن صاحب الخيار الأوروبي لديه خيارات قبل تاريخ الاستحقاق بما: بيع الخيار أو الاحتفاظ به حتى تاريخ الاستحقاق. والغالبية العظمى من الخيارات المتداولة في الولايات المتحدة الأمريكية هي خيارات أمريكية³³.

2-2 عقود الخيارات غير العادية (Exotic Options)

نتيجة لتعدد احتياجات المستثمرين وتعقد وتتنوع المخاطر المالية التي تواجه المستثمرين في العديد من الأسواق المالية خاصة المتطرفة منها أصبح من الضروري استحداث أنواع جديدة من الخيارات تلبي احتياجات المستثمرين المختلفة.

ومن أهم أنواع الخيارات غير عادية ما يلي:

A- عقود الخيارات الآجلة (Options Forward)

العقد الآجل هو اتفاق بين طرفين حيث يتخذ أحد الأطراف مركزاً طويلاً للأجل في حين يتخذ الطرف الآخر مركزاً قصيراً للأجل³⁴. ويشرط هذا النوع من عقود الخيارات بأن يدفع مشتري عقد الخيار عمولة شراء العقد لحظة إبرام العقد، بحيث يؤجل بدء سريان العقد إلى

³¹ Vihar, P., financial Markets, first Edition, part-1, 2007, p8

³² Cecchetti, G. S and Schoenholtz, K. L., Op.Cit, 2015, P223.

³³ Cecchetti, G. S and Schoenholtz, K. L., Op.Cit, 2015, P223.

³⁴ Franke, J and Karl Härdle. W., Statistics of Financial Markets, Third Edition, 2011, P3.

تاريخ معلوم في المستقبل، ويؤجل سعر تنفيذ الخيار أيضاً في المستقبل. لذلك هذا النوع من العقود يتضمن ثلاثة معلومات أساسية وهي: تاريخ التعاقد، تاريخ بدء سريان العقد وتاريخ انتهاء صلاحية العقد (Expiration Date).

بــ عقود الخيارات الآسيوية (Options Asian).

يختلف عقد الخيار الآسيوي عن الخيارات الأمريكية والأوروبية في تحديده لسعر التنفيذ، إذ يتم تحديد سعر التنفيذ في عقد الخيار الآسيوي بناءً على متوسط أسعار الأصل المضمن في العقد منذ إبرام العقد وحتى تاريخ انتهاء العقد أو ما يسمى بالمتوسط السعري³⁵.

جــ عقود الخيارات الثنائية (Binary Options):

في هذا النوع من العقود تدفع مستحقات العقد بناءً على شروط من ضمنها:

دفع قيمة سعر التنفيذ نقداً (في حال تنفيذ الخيار) أو دفع قيمة السعر التنفيذي عينياً (في حال تنفيذ الخيار) حسب الأصل المحدد في عقد الخيار.

دــ عقود الخيارات بالسعر التفضيلي (Look back Options):

بالنسبة لعقود الخيارات الأخرى يتم تنفيذ الخيار بناءً على السعر السوقي للأصل عند تنفيذ العقد وليس لأفضل الأسعار خلال فترة سريان العقد، لكن بالنسبة لعقود الخيارات بالسعر التفضيلي يسمح بتنفيذ العقد بناءً على أفضل الأسعار خلال فترة سريان العقد. لذلك بالنسبة لعقد خيار بيع بسعر تفضيلي يمثل سعر التنفيذ أعلى سعر للأصل خلال فترة صلاحية العقد. أما بالنسبة لعقد خيار شراء بسعر تفضيلي يعتبر سعر التنفيذ أدنى سعر سبق أن وصل إليه الأصل في السوق خلال فترة العقد.

³⁵ Franke, J and Karl Härdle. W., Op.Cit, 2011, P165.

ثانياً: العقود المستقبلية **Futures**

تُعطى العقود المستقبلية الحق لمشتريها في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق وغالباً ما يُنذر تسليم الأصل محل التعاقد، وإنما تتم التسوية على أساس فروق الأسعار.

ويُعرف العقد المستقبلي بأنه اتفاق يوافق بموجبه طرف على تسليم كمية محددة من سلعة لطرف ثانٍ في وقت محدد في المستقبل في مقابل السعر الذي تم تحديده عند إبراء العقد³⁶.

وكما عُرِفت أَيْضًا بأنها اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع الأصول في وقت معين في المستقبل بسعر معين³⁷.

ويجري التعامل بالعقود المستقبلية، من خلال أحد الأسواق المنظمة وهي سوق الأوراق المالية.

1 - أنواع العقود المستقبلية: تتبع العقود المستقبلية طبقاً للشيء محل التعاقد إلى:

- ❖ العقود المستقبلية على السلع: وهي العقود المستقبلية على سلع حقيقة لها سوق نشطة مثل البن والسكر والقطن والنفط والمعادن الثمينة.

- ❖ العقود المستقبلية المالية: وهي العقود المستقبلية على أصول مالية كالأسهم والسندات أو أصول نقدية مثل الودائع.

- ❖ العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم: وتعقد على مؤشرات الأسهم العالمية، التي تعد بمثابة التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للطرف الآخر مبلغًا من النقود يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه، وهو اليوم المسمى بيوم التسليم، وبين المبلغ المتفق عليه، وهو المسمى بثمن الشراء.

وتختلف العقود المستقبلية عن عقود الاختيار في أن العقود المستقبلية لابد أن تنفذ، في حين أن عقود الاختيار تعطي الحق في إلغاء العقد أو تتفاذه. كما أنه لا يجوز استرداد قيمة العلاوة المدفوعة في حالة عقد الاختيار، بينما يسترد الهامش المبدئي عند تنفيذ العقد المستقبلي.

³⁶ Bradfield, J., Introduction to the Economics of Financial Markets, university oxford, 2007, P415.

³⁷ Vihar, P., Op.Cit, 2007, p8.

والعقود المستقبلية تشبه العقود الآجلة، في حين أن الأخيرة لا يترتب عليها أي مدفوعات أخرى حتى تاريخ الاستحقاق، وب مجرد التوقيع على الاتفاق، يتم تداول العقود المستقبلية في البورصة وتميز في السوق على أساس يومي³⁸.

ثالثاً: العقود الآجلة Forward Contracts

عقود تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً. وذلك مثل عقود الاستيراد والتصدير وهي عقود يتفق الطرفان على شروطها وفقاً لظروف العقد.

أ - ماهية العقود الآجلة: من أهم التعريفات في شأن العقود الآجلة، نجد:

العقد الآجل: هو عقد تخصيص بين كيانين، حيث تجري التسوية في تاريخ محدد في المستقبل بسعر متفق عليه مسبقاً اليوم³⁹.

وتعرف أسواق العقود الآجلة أيضاً بأنها تلك الأسواق التي يتفق المشاركون فيها اليوم لشراء أو بيع أحد الأصول في وقت ما في المستقبل⁴⁰.

وكذلك عُرف السوق الآجل: بأنه السوق الذي يتم الاتفاق فيه بين المشترين والبائعين للعقد لحظة التعاقد على أن يتم الدفع والتسليم في تاريخ محدد في المستقبل⁴¹.

ب - التعامل بالعقود الآجلة: ويتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزاً طويلاً الآجل، وهو الطرف الذي يقبل بشراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد تم الاتفاق عليه، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزاً قصيراً آجل ويقبل هو الآخر على بيع الأصل في نفس التاريخ المستقبلي مقابل نفس السعر.

رابعاً: المقايسة (المبادلات) Swaps

³⁸ Franke, J and Karl Härdle. W., Op.Cit, 2011, P3.

³⁹ Franke, J and Karl Härdle. W., Op.Cit, 2011, p8

⁴⁰ Gress, J., Financial Markets and Institutions, 2005, p145.

⁴¹ Davidson, P., Financial Markets, Money and the Real World, University of Tennessee, 2002, p71.

أ - ماهية عقود المبادلات (المقاييسات):

ال المقايضة مثل غيرها من المشتقات المالية، وهي عبارة عن عقود تتيح للتجار نقل المخاطر.⁴²

و تُعرف المقايضة أيضاً بأنها: اتفاقيات خاصة بين طرفين لتبادل التدفقات النقدية في المستقبل وفقاً لصيغة تم ترتيبها مسبقاً.⁴³

و تمثل عقود المبادلات أحد أدوات نقل المخاطر، من طرف إلى آخر سواء بقصد التحوط أو لأسباب المضاربة.

وكذلك تُعرف عقود المبادلة بأنها "سلسلة من العقود الآجلة، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، نصف سنوية...)، وعقد المبادلة ملزم لكلا طرف في العقد"، حيث الأرباح والخسائر لا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العقود المستقبلية، كما لا يتم تسويتها مرة واحدة كما هو الحال في العقود الآجلة.⁴⁴

ب - أشكال عقود المبادلات:

تنوع عقود المبادلات المتعامل بها في الأسواق المالية إلى أنواع عديدة، وهي نوعان أساسيان من المبادلات النمطية، والتي يجري التعامل عليها يومياً من خلال أغلب صناع السوق وهم: مبادلات أسعار الفائدة ومبادلات العملات، وأقل درجة مبادلات الأسهم ومبادلات السلع.

- ✓ **مبادلات أسعار الفائدة:** تُعرف مبادلات أسعار الفائدة بأنها اتفاقيات بين طرفين يوافقان بمحاجتها على تبادل مدفوعات الفائدة وفقاً لصيغ معينة.
- ✓ **مبادلات العملات:** وهي مبادلات تقوم على أصول افتراضية يوافق فيها الطرفان على تبادل العملاتتين، في شراء إدراهما وبيع الأخرى عند سعر الصرف الحالي مقابل سعر الصرف اللاحق.

⁴² Cecchetti, G. S and Schoenholtz, K.. L., Money, Banking, and Financial Markets Fourth Edition, 2015, P230.

⁴³ Vihar, P., Op.Cit, 2007, p9.

⁴⁴ حناوي، محمد صالح وأخرون: الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 371.

المبحث الثاني: تقسيم الأسواق المالية

تهدف الأنظمة الاقتصادية الحديثة إلى توجيه مؤسساتها سواء كانت قطاعاً عاماً أو قطاعاً خاصاً إلى تجميع الأرصدة النقدية الازمة لتمويل الأعباء المتزايدة لخطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وهو ما يُظهر مدى تشعب الأسواق المالية وتشابكها مع مختلف الأنشطة داخل النظام الاقتصادي.

عادة ما ينصرف سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية، وهذا هو المفهوم الضيق لسوق المال، وهناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في الإقراض طويل الأجل فقط. غير أن المفهوم المقبول لسوق المال هو الذي يتضمن أيضاً جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد.

وتُعرف الأسواق المالية بأنها أسواق لتحويل الأموال من أولئك الذين لديهم فائض في الأموال إلى أولئك الذين يحتاجون الأموال. حيث أنها تمكن طلاب الجامعات للحصول على القروض الطلابية والأسر للحصول على قروض الرهن العقاري، و الشركات لتمويل نموها، والحكومات لتمويل العديد من نفقاتها. وكثيراً من الأسر والشركات تستثمر الأموال الفائضة في الأسواق المالية للحصول على عائد مقابل هذه الأموال المستثمرة. وإذا لم تزود وحدات الفائض من الأموال وحدات العجز، فإن الأسواق المالية لن تكون قادرة على تحويل الأموال إلى أولئك الذين في حاجة إليها.⁴⁵

فالأسواق المالية هي النقل الفعال للموارد من الجهات التي لديها موارد معطلة لآخرين الذين لديهم الحاجة الملحة لهذه الموارد. وتتوفر الأسواق المالية قنوات توزيع للمدخرات بغرض الاستثمار، حيث توفر هذه مجموعة متنوعة من الأصول للمدخرين فضلاً عن الأشكال المختلفة التي تمكن المستثمرين من جمع الأموال⁴⁶.

⁴⁵ Madura, J., Financial Markets and Institutions, 10th Edition, 2012, p3.

⁴⁶ Vihar, P., financial Markets, first Edition, part-1, 2007, p2.

ويُعرف السوق المالي "على أنه تنظيم يجمع بين المقرضين والمساهمين والمفترضين (المستثمرين)، بما يوفر الموارد المالية اللازمة للمنشآت للتوسيع في المشاريع والحكومات عند سعر معين، ويحقق للمقرضين والمساهمين فرصة الحصول على عائد (ربح أو فائدة) مقابل التنازل عن نقودهم".⁴⁷

وذلك تُعرف الأسواق المالية بأنها أماكن يتم من خلالها شراء وبيع الأدوات المالية.⁴⁸

1- أجزاء النظام المالي:

يتكون النظام المالي من ستة أجزاء، كل منها يلعب دوراً أساسياً في الاقتصاد. وتلك الأجزاء هي النظام النقدي، الأدوات المالية، الأسواق المالية، المؤسسات المالية والوكالات التنظيمية الحكومية، البنوك المركزية.

حيث يستخدم الجزء النقدي من النظام المالي، لدفع ثمن المشتريات، والاحتفاظ بالثروة. في حين يستخدم الجزء الثاني والمتمثل بالأدوات المالية الأولية، لنقل الموارد من المدخرين إلى المستثمرين ونقل المخاطر إلى أولئك الذين هم أكثر استعداداً لتحمل ذلك. و الأسهم، والرهون العقارية، وبوالص التأمين خير أمثلة على الأدوات المالية. ويتمثل الجزء الثالث من نظامنا المالي بالأسواق المالية والتي تسمح لنا بشراء وبيع الأدوات المالية الأولية بسرعة وبتكليف زهيدة وبورصة نيويورك للأوراق المالية هو خير مثال على السوق المالية. والمؤسسات المالية هي الجزء الرابع من النظام المالي، وتتوفر عدد لا يُحصى من الخدمات، بما في ذلك الوصول إلى الأسواق المالية الأولية وجمع المعلومات عن المفترضين المحتملين لضمان أن تكون الجداره الائتمانية أفضل ما يمكن. فالبنوك وشركات الأوراق المالية، وشركات التأمين هي أمثلة على المؤسسات المالية. في حين تشكل الوكلالات التنظيمية الحكومية الجزء الخامس من النظام المالي، وهي مسؤولة عن التأكد من أن عناصر النظام المالي بما في ذلك الأدوات المالية، الأسواق المالية والمؤسسات المالية، تعمل بطريقة آمنة وموثوقة بها. وأخيراً، البنوك المركزية وهي تشكل الجزء السادس من النظام المالي وتتركز مهمتها بمراقبة واستقرار

⁴⁷ البنا، محمد: أسواق النقد والمال، الأسس النظرية والعملية، زهراء الشرق، مصر، 1996، ص100.

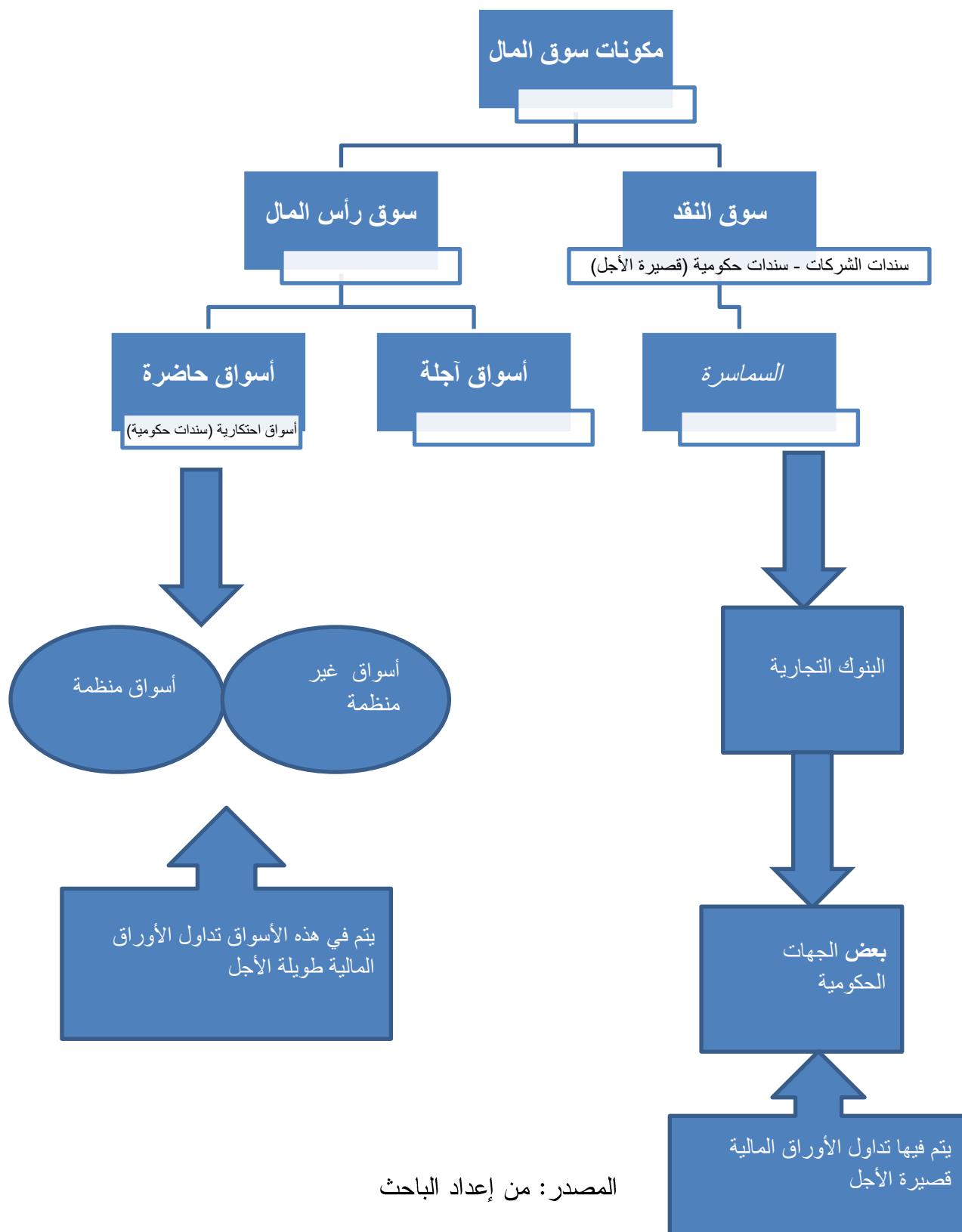
⁴⁸ Cecchetti, G. S and Schoenholtz, K . L., Money, Banking, and Financial Markets Fourth Edition, 2015, P54.

الاقتصاد. وخير مثال على ذلك نظام الاحتياطي الفيدرالي والذي يمثل البنك المركزي للولايات المتحدة الأمريكية⁴⁹.

وفيما يلي شكلًا يوضح تقسيمات أسواق المال:

⁴⁹ Cecchetti, G. S and Schoenholtz, K . L., 2015, P3.

الشكل رقم (1-1) تفسيمات الأسواق المالية



2- أهمية الأسواق المالية:

تزداد أهمية الأسواق المالية في العصر الحديث من خلال زيادة الطلب على الأموال للقيام بإنشاء المشاريع الاستثمارية في المجتمع، ويمكن تلخيص أهمية الأسواق المالية في المجتمع بالعناصر التالية:

1- تجميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الاستثمار العام والخاص وتنشيط الاقتصاد القومي ككل.

2- إيجاد منافذ نظامية للمدخرات لنقل ممتلكاتهم لغيرهم.

3- تكوين تراكم رأسمالي لآجال قصيرة أو طويلة.

4- تعتبر سوق الأوراق المالية أحد القطاعات المهمة في رأس المال الذي يعمل على تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات، بمعنى أنها الجهاز الذي يتم عن طريقه تمويل رأس المال الممثل في تحويل الأوراق المالية إلى نقود جاهزة والعكس في سهولة ويسر⁵⁰.

5- الاحتفاظ بالمدخرات القائمة بتوفير منافذ الاستثمار النظامية.

6- الأسواق المالية هي عامل رئيسي في رفع النمو الاقتصادي⁵¹.

7- تحقيق كفاءة اقتصادية أكبر من خلال توجيه الأموال من الناس الذين لديهم فائض من الأموال و لا تتوفر لديهم فرص استخدام هذه الأموال لأولئك الذين هم بحاجة لاستثمار هذه الأموال ولديهم فرصة استثمارية⁵².

8- الأسواق المالية أيضا لها آثار مباشرة على الثروة الشخصية، وسلوك كلاً من الشركات والمستهلكين، وأداء دوره الاقتصاد⁵³.

وبالتالي فإن الدور الرئيسي للأسواق المالية دائماً هو تحويل الأموال بين الموردين الذين لديهم الأموال الفائضة ومستخدميها. ويشمل مستخدمي الأموال الشركات التي تنتج السلع والخدمات

⁵⁰ حسن، أمين عبد العزيز: الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007، ص14.

⁵¹ Mishkin, F. S., The economics of money, banking, and financial markets (7th ed). The Addison-Wesley series in economics, 2004, p3.

⁵² Mishkin, F. S., Op.Cit, 2004, p3.

⁵³ Mishkin, F. S., Op.Cit, 2004, p3.

في الاقتصاد، والأسر التي تتطلب الرهن العقاري والقروض الاستهلاكية، والحكومات التي تبني الطرق والمدارس وغيرها، والمؤسسات المالية، وغيرها الكثير⁵⁴.

3- أنواع الأسواق المالية:

1-3 أسواق رأس المال: مما لا شك فيه أن المال يُعتبر من الاحتياجات الأساسية في الحياة اليومية مثل غيره من الحاجات التي تمثل في سلعة أو خدمة. ويُعتبر المال عصب الحياة لأي منظمة أعمال باعتباره المحرك الأساسي للوظائف الهامة داخل المنظمة، وعلى هذا لابد أن يتتوفر في الوقت المناسب والحجم المناسب، وللتلبية هذه الحاجة لابد من توافر أسواق المال المختلفة.

ويُعتبر سوق الأوراق المالية من أهم مكونات سوق المال في أي دولة، وذلك لما لها من دور بالغ الأهمية في التطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم وخاصة الدول الرأسمالية، وما يترب على ذلك من استحداث أدوات مالية جديدة من أسهم وسندات تهدف إلى الوفاء باحتياجات العاملين في هذه السوق من مدخرين ومستثمرين.

1-1-3 مفهوم سوق الأوراق المالية:

تُعرف الأسواق المالية بأنها تلك الأسواق التي يتم فيها تحويل الأموال من الأشخاص الذين لديهم فائض من الأموال ولا يملكون فرص استثمارية لتوظيفها للأشخاص الذين لديهم فرص استثمارية ولا تتوفر لديهم الأموال⁵⁵.

وأيضاً يُعرف سوق الأوراق المالية، بأنه سوق الأسهم الذي يتم فيه تداول أسهم الشركات المصدرة بغرض الحصول على أرباح الشركات⁵⁶.

أما سوق رأس المال هو عبارة عن سوق للاستثمارات المالية التي هي مطالبات مباشرة أو غير مباشرة على المال. وهو أوسع من سوق الأوراق المالية ويشمل جميع أشكال الإقراض والاقتراض. ويضم سوق رأس المال العديد من المؤسسات والآليات التي من خلالها يتم

⁵⁴ Dubil, R., An Arbitrage Guide to Financial Markets, 2004, P18.

⁵⁵ Mishkin, F. S., Op.Cit, 2004, p3.

⁵⁶ Mishkin, F. S., Op.Cit, 2004, p5.

تجميع الأموال على المدى المتوسط وطويل الأجل، والتي تناح لرجال الأعمال، الحكومة والأفراد⁵⁷.

ويُعرف أيضاً سوق رأس المال: بأنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال⁵⁸.

وكذلك يمكن تعريف السوق المالي: بأنه السوق الذي يتم فيه تداول أدوات وحقوق ملكية على المدى الطويل (عموماً تلك التي تستحق خلال سنة واحدة أو أكثر)⁵⁹.

ونظراً لعدد المعايير التي تحكم في أسواق رأس المال فإن الاقتصاديين يقسمونها إلى عدة أقسام وفقاً للمعايير التي تحكم فيها، وذلك على النحو التالي:

أ- التصنيف وفق نوعية وطبيعة الأصل المالي:

تنقسم أسواق رأس المال من حيث المعاملات وفقاً لنوعية وطبيعة رأس المال إلى قسمين رئيسيين هما:

1- معاملات متوسطة وطويلة الأجل عن طريق الأوراق المالية والتي ترتبط بنظم وقواعد العمل والتشريعات والقوانين الخاصة بها، لما لها من أشكال محددة متعارف عليها والتمثلة في الأسهم والسندات.

2- معاملات متوسطة وطويلة الأجل عن غير طريق الأوراق المالية (سوق القروض طويلة الأجل)، وتمثل في القروض التي تقدمها مؤسسات التمويل التي تتمثل في المؤسسات المصرفية، والتي تضم البنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار والأعمال، بالإضافة إلى المؤسسات غير المصرفية كشركات التأمين ومؤسسات التأمين

⁵⁷ Vihar, P., financial Markets, first Edition, part-1, 2007, p2.

⁵⁸ حنفي، عبد الغفار، قرياقس، رسمية: أسواق رأس المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الإبراهيمية، 2005، ص. 7.

⁵⁹ Mishkin, F. S., The economics of money, banking, and financial markets (9th ed). The Addison-Wesley series in economics, 2009, p27.

الاجتماعي، وصناديق التأمين والادخار، وذلك لتدعم القدرة على إقامة المشروعات، أو القيام بعمليات التوسيع والإحلال في حالة المشروعات القائمة.

بـ- التصنيف وفقاً للتعامل على الأصول المالية:

يعتمد هذا التصنيف من ناحية على ما إذا كان التعامل على الورقة المالية للمرة الأولى أم للمرة الثانية، ومن ناحية أخرى على طبيعة هذا التعامل من حيث كونه إصدار أم تعاملًا وتبعاً لذلك تُقسم إلى⁶⁰:

1- السوق الأولى: هو السوق الذي يتم فيه طرح إصدارات جديدة من الأوراق المالية، مثل السندات والأسهم.⁶¹

وكذلك عُرفت الأسواق الأولية: بأنها تلك الأسواق التي تُباع فيها الأوراق المالية الصادرة حديثاً⁶². وتُباع للمشترين لأول مرة من قبل المصرف التجاري أو شركة أو وكالة حكومية بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل نشاطاتها. وإن الأسواق الأولية للأوراق المالية ليست معروفة جيداً للجمهور لأن بيع الأوراق المالية للمشترين في هذه الأسواق غالباً ما يحدث وراء الأبواب المغلقة. وحيث تقوم المؤسسات المالية بدور مهم فإنها تساعد في بيع الإصدارات من الأوراق المالية في السوق الأولية عن طريق بنوك الاستثمار أو المصارف التجارية. وذلك من خلال الاكتتاب على الأوراق المالية وفقاً للسعر الذي تحدده الجهة المصدرة للأوراق المالية في نظامها المالي وعادة ما يكون حسب التشريعات التجارية في كل دولة، ومن ثم إعادة بيعها للجمهور عن طريق السوق الثانوية⁶³.

ويرتبط العمل بالسوق الأولي أو سوق الإصدار باحتياج مؤسسات الأعمال أو الحكومات إلى الأرصدة النقدية لتمويل عملياتها الاستثمارية، ومن ثم تلجأ إلى إصدار أصول مالية تمثل التزاماً على الدخل المستقبلي لها، وقد يكون هذا الالتزام في شكل مساهمة يكون لصاحب الحق

⁶⁰ النقي، عاطف: الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 87 ، 1994 ، ص19.

⁶¹ Mishkin, F. S., The economics of money, banking, and financial markets (9th ed). The Addison-Wesley series in economics, 2009, p27.

⁶² Cecchetti, G. S and Schoenholtz, K. L, Money, Banking, and Financial Markets Fourth Edition, 2015, P55.

⁶³ Mishkin, F. S., Op.Cit, 2009, p26.

في نتائج أعمال الجهة المصدرة، مع الحق في أصولها (الأسهم)، وفي شكل قرض يكون لصاحب الحق في قيمته وفقاً لتاريخ الاستحقاق بالإضافة إلى مبلغ محدد يرتبط بمدة القرض (السنوات).

حيث يوفر السوق الأولي وهو المصارف التجارية فنوات لبيع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، وذلك لجمع الأموال بغرض الاستثمار أو الوفاء ببعض الالتزامات⁶⁴.

2- السوق الثاني أو سوق التداول: هو السوق المالي الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها سابقاً (في السوق الأولي) بهدف إعادة بيعها⁶⁵.

وذلك عرفت الأسواق الثانوية: بأنها تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية القائمة⁶⁶. وفيه يتم التعامل بالأوراق المالية القديمة المصدرة سابقاً، التي تُطرح للاكتتاب للجمهور من خلال سوق الإصدار، ويوفر هذا السوق السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من السوق الأول. و يكون الهدف من السوق الثانوية بيع الأوراق المالية وذلك بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية بديلة، و يحصل المشترون للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية⁶⁷. و يتم التعامل في السوق الثانوية على صفقات الأوراق المالية التي سبق إصدارها. حيث تتمكن الأسواق الثانوية حاملو الأوراق المالية ضبط ممتلكاتهم عن طريق التوازن بين العائد والمخاطر والحصول على السيولة النقدية لسد احتياجاتهم⁶⁸.

وتعتبر بورصة نيويورك والبورصة الأمريكية well Street وبورصة لندن، التي يتم تداول الأسهم المصدرة فيها مسبقاً، هي أفضل الأمثلة المعروفة عن الأسواق الثانوية.

ج- التصنيف وفقاً لتوقيت التعامل على الأصل المالي: وتُقسم حسب هذا التصنيف إلى أسواق حاضرة وأسواق مستقبلية:

⁶⁴ Vihar, P., Financial Markets, first Edition, part-1, 2007, p2

⁶⁵ Mishkin, F. S. Op.Cit, 2009, p26.

⁶⁶ Cecchetti, G. S and Schoenholtz, K. L., Op.Cit, 2015, P55.

⁶⁷ السيسى، صلاح الدين حسن: (بورصات الأوراق المالية) الأهمية – الأهداف – السبل – مقررات النجاح، عالم الكتب للنشر والتوزيع وطباعة، ط1، القاهرة، 2003، ص16.

⁶⁸ Vihar, P., Op.Cit, 2007, p2.

1 - أسواق حاضرة Spot Cash Markets: وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) وأحياناً يطلق عليها **أسواق الأوراق المالية Security Markets**، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها.

ويقصد بالسوق الحاضر (السوق الفورية) السوق الذي يتم فيها تداول الأوراق المالية على أن يتم الدفع والتسليم بشكل فوري⁶⁹.

وتعرف الأسواق الفورية أيضاً بأنها الأسواق التي يتم فيها شراء الأصول أو بيعها على أن يتم التسليم على الفور، أو في غضون بضعة أيام⁷⁰.

وكذلك يمكن تعريف السوق الفورية: بأنها السوق الذي يكون فيه المشترين والبائعين على استعداد للدفع والتسليم الفوري في لحظة إبرام العقد⁷¹.

2 - الأسواق المستقبلية: يرتبط التعامل في الأسواق المستقبلية بتوقيت الحاجة إلى محل التعاقد، والتكلفة المرتبطة بتوفيرها، ويمكن القول بأن محور الأسواق المستقبلية يدور حول تقاضي التقلبات في أسعار السلع محل التعاقد، حتى يحين موعد التسليم، ويرتبط العمل بنوعين رئيسيين من العقود، أولهما يُعرف بالعقود الآجلة وثانيهما العقود المستقبلية وما يحكم التفرقة بينهما نية (غرض) طرفي التعاقد.

ج- التصنيف وفقاً لتنظيم السوق: إن الأسواق الثانوية تنقسم بدورها إلى: **أسواق منظمة يحكم التعامل فيه قوانين وإجراءات رسمية، أو أسواق غير منظمة يقوم بإدارتها مجموعة من الوسطاء يتداولون المعلومات، و يحددون الأسعار وفقاً للعرض والطلب**⁷².

ووفق هذا التصنيف يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى:

⁶⁹ Mishkin, F. S., Op.Cit, 2004, p27.

⁷⁰ Gress, J. Financial Markets and Institutions, 2005, p145.

⁷¹ Davidson, P., Financial Markets, Money and the Real World, University of Tennessee, 2002, p71.

⁷² نوفل، صبري حسن: الاستثمار في الأوراق المالية مقدمة للتحليل الفني و الأساسي، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 100، مايو 1996، ص81.

أ- السوق المالية المنظمة:

الأسواق المنظمة حيث المشترين والبائعين للأوراق المالية (أو وكلائهم أو الوسطاء) يجتمعون في موقع مركزي واحد لإجراء الصفقات. ومن الأمثلة على البورصات المنظمة البورصات الأمريكية للأوراق المالية للأوراق المالية ⁷³.

فهي الأسواق الثانوية حيث يلتقي التجار في موقع محدد، يُدعى البورصة⁷⁴. وتُعتبر بورصة نيويورك خير مثال للسوق المنظم حيث يتجمع كل المتداولون في مكان واحد لشراء وبيع الأوراق المالية، ويقوم بتنفيذ عمليات التداول عادة عضو في البورصة نيابةً عن المستثمرين، وتقوم سلطات البورصة بوقف التداول في بعض الحالات من أجل إعادة التوازن إلى السوق.

ب- السوق غير منظم:

هي عمليات تداول تتم خارج البورصة من خلال شبكات الاتصال المتعددة، والتي تربط بين السمسرة والتجار من جهة والمستثمرين من جهة أخرى. و لا يملك السوق غير منظم آلية لوقف الارتفاع أو الانخفاض الحاد في أسعار الأوراق المالية، أو إعادة التوازن في أسعار الأوراق المالية، كما هو الحال في سوق نازداك.

وتُعرف الأسواق غير المنظمة: بأنها تلك الأسواق التي يتم التعامل فيها بين المشترين والبائعين عن طريق شبكة الإنترنت، بحيث يتواجد البائعين والمشترين في أماكن مختلفة ولديهم استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية وفق الأسعار المعلنة بما يعرف (OTC)⁷⁵.

وكذلك يُعرف السوق غير المنظم بأنه أحد الأسواق الثانوية اللامركزية حيث يكون التجار على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية إلكترونياً⁷⁶.

⁷³ Mishkin, F. S., Op.Cit, 2004, p27.

⁷⁴ Cecchetti, G. S and Schoenholtz, K. L., Op.Cit, 2015, P55.

⁷⁵ Mishkin, F. S., Op.Cit, 2004, p27.

⁷⁶ Cecchetti, G. S and Schoenholtz, K. L., Op.Cit, 2015, P55.

ومن أهم ما تتصف به هذه السوق هو عدم خضوعها لتنظيمات محددة، ولا تتوفر فيها كفاءة التداول من حيث عدالة الأسعار، حيث تخضع السوق لسلوكيات الوسطاء، السمسرة ، المستثمرين والمضاربين الذين لهم دور فعال ومؤثر في تحديد وتحريك الأسعار، من خلال التأثير المباشر في العرض و الطلب.

3-1-3 الوظائف الاقتصادية لسوق رأس المال:

يقوم سوق رأس المال بالعديد من الوظائف التي ترتبط بتنشيط ونمو الاستثمار، حيث أن طبيعة الوظائف مرتبطة بنمو الاستثمارات، ومن شأنها تهيئة المناخ الاستثماري، والوفاء بمتطلبات العملية الاستثمارية، من حيث توفير التمويل اللازم لإنشاء المشروعات الجديدة، أو التوسع في المشروعات القائمة في الوقت المناسب، بأساليب وأدوات متعددة، وتيسير حرية الاختيار والتنوع بين مختلف الأنشطة الاستثمارية، بما يتناسب ودرجات المخاطرة، والمنافسة القائمة على آلية السوق.

ومن أهم وظائف سوق رأس المال تعبئة المدخرات، زيادة الثروة، توفير السيولة، توفير التمويل اللازم، تخفيض المخاطر وإرشاد المستثمر، تحقيق الاستقرار الاقتصادي وكفاءة تخصيص الموارد.

1 - تعبئة المدخرات:

تقوم سوق رأس المال بتعبئة المدخرات من خلال الأدوات المالية التي توفرها للمدخرين مثل الأسهم والسنادات إلى جانب إتاحة فرص الربح للمستثمر وللمدخر الذي يعمل على زيادة المدخرات، وينعكس ذلك على ارتفاع النمو الاقتصادي وتحسين مستوى المعيشة.

2 - الاحتفاظ بالثروة:

تعمل سوق رأس المال من خلال الأدوات المالية التي توفرها على القيام بدور مخزن للقيمة، أو مخزن للثروة، وذلك لأن المدخر يقارن بين أساليب الأدخار المختلفة على أساس عدة معايير توفر له الربح والأمان وزيادة الثروة، وتتسم الأدوات المالية التي توفرها سوق رأس المال مثل السنادات والأسهم بأنها لا تتعرض للتلف أو السرقة، كما إنها تولد دخلاً خلال فترة

الاحتفاظ بها، وزيادة قدرة سوق رأس المال على تعبئة المدخرات وزيادة العائد على الأصول المالية يعنيان زيادة الثروة في الاقتصاد وبالتالي زيادة الاستثمار.

3- توفير السيولة:

من أهم الوظائف التي توفرها سوق رأس المال هي توفير السيولة، بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية بسهولة وسرعة إلى نقدية سائلة في حالة رغبة مالكها بالسعر السائد في السوق، ومن ثم حرية الانتقال من استثمار قد يكون غير مجزٍ من وجهة نظر مالك الأصل المالي إلى استثمار آخر عن طريق البيع وفقاً لنظم وقواعد السوق وتتوفر للشركات السيولة اللازمة لتمويل استثماراتها الجديدة أو التوسيع في الأنشطة القائمة.

4- تمويل الاستثمار:

تعمل سوق رأس المال على توفير التمويل اللازم للاستثمار من خلال إمكانية طرح المنشآت للأوراق المالية والحصول على التمويل اللازم للاستثمار أو للتوسيع، ويتميز التمويل الذي توفره سوق رأس المال بأنه تمويل طويل الأجل، كما أن المنشأة غير ملتزمة قانونياً باسترداد الأدوات المالية التي تصدرها من أصحابها ولكن يقوم صاحب الأداة المالية ببيعها في سوق رأس المال لفرد آخر. ومن خلال هذه الأموال تمول الشركة مشاريعها وتوسيعاتها بهدف زيادة الأرباح.

5- تخفيض المخاطر وإرشاد المستثمر:

تعمل سوق رأس المال على تخفيض المخاطر من خلال فرص التنويع التي توفرها، حيث تتمكن سوق رأس المال من بناء محفظة تضم أوراقاً مالية لقطاعات مختلفة ومشروعات متعددة، مما يعمل على تخفيض المخاطر، ويكون التنويع على المستوى الدولي والمحلي، مما يتتيح فرصة أكبر لخفض المخاطر.

6- تحقيق الاستقرار الاقتصادي:

تعد سوق رأس المال أدلة مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية لتدبي الحكومة مهامها في الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي، وتجنب التضخم أو الكساد، وذلك من خلال التأثير في معدلات الفائدة، وبالتالي تغير مستويات الاقتراض والاستثمار في الاقتصاد.

7 - كفاءة تخصيص الموارد:

إن التخصيص الكفاءة للموارد يتوقف على مدى توفر سمات الكفاءة في سوق رأس المال، ويتوقع أن يتحسن التخصيص الأمثل للاستثمارات مع زيادة توافر المعلومات في سوق رأس المال حيث يتحدد العائد والمخاطر بكفاءة. وإن من الوظائف الاقتصادية للسوق المالي هو زيادة الكفاءة التي تمكن الأفراد من تبادل المنفعة الاقتصادية خلال وقت زمني قصير مع أفراد آخرين⁷⁷.

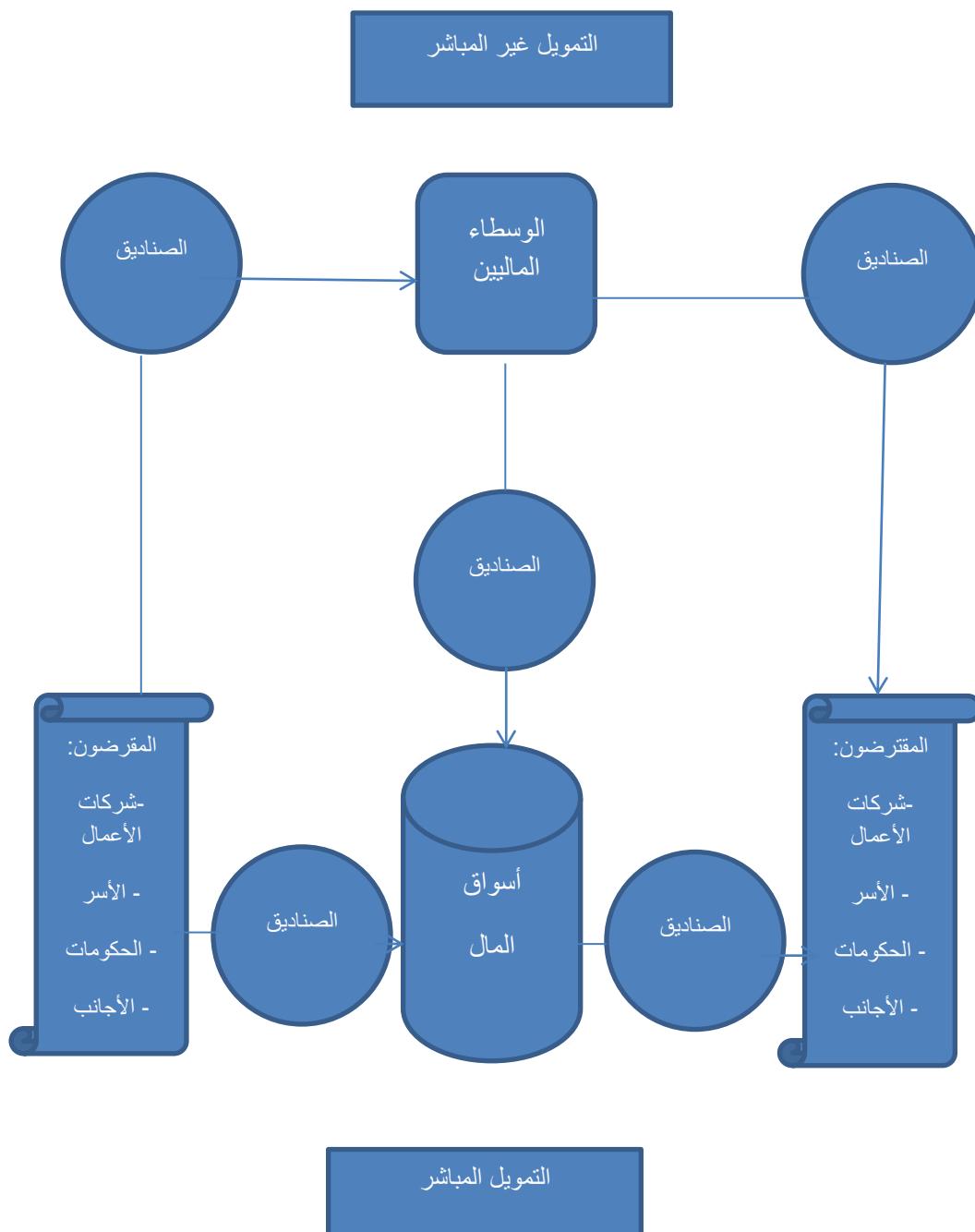
والتجزيع الكفاءة يعني توجيه الموارد نحو الاستثمار الناجح والتخلص من الاستثمارات الخاسرة، وتحقيق التوظيف الكفاءة للأموال في الاقتصاد الوطني، وبذلك تضطر الحكومة لإقامة قطاع مساهم رابح بدلاً من القطاع العام الخاسر.

وتتمثل الوظيفة الاقتصادية الأساسية للأسواق المالية في توجيه الأموال من الأسر والشركات والحكومات التي لديها أموال فائضة نتيجة لعملية الإنفاق الأقل من دخولها إلى تلك التي لديها نقص في الأموال ولديهم الرغبة في استثمار تلك الأموال الفائضة⁷⁸. وتظهر وظيفة الأسواق المالية كما في الشكل رقم (2-1):

⁷⁷ Bradfield, J., Introduction to the Economics of Financial Markets, university oxford, 2007, p3.

⁷⁸ Mishkin, F. S., The economics of money, banking, and financial markets (7th ed). The Addison-Wesley series in economics, 2004, p24.

الشكل رقم (1-2) وظيفة الأسواق المالية



المصدر : من إعداد الباحث اعتماداً على Frederic S. Mishkin، 2004، ص24.

حيث يبين الشكل أولئك الذين بحوزتهم صناديق الإقراض المدخرین (المقرضين) في الجهة اليسرى، ممثلين بـ (شركات الأعمال، الأسر، الحكومات والأجانب)، في حين تظهر الفئة المقترضة في الجهة اليمنى من الشكل وتتمثل أيضاً بـ (شركات الأعمال، الأسر، الحكومات والأجانب). ويتمثل أهم المقترضين بشركات الأعمال والحكومات (وخاصة الحكومة الفيدرالية)، ولكن الأسر والأجانب أيضاً يقترضون لتمويل مشترياتهم من السيارات، والأناث، والمنازل. وتظهر الأسهم التي تتداوى الأموال عبرها من المقترضين (المدخرین) إلى المقترضين (المنفقين) عبر طريقين هما: عن طريق التمويل المباشر (كما يظهر في الجزء السفلي من الشكل)، والمقترضين الذي يقترضون الأموال مباشرة من المقترضين في الأسواق المالية من خلال بيعها الأوراق المالية (والتي تسمى أيضاً صكوك مالية).

على سبيل المثال، إذا احتاجت شركة جنرال موتورز افتراض أموال لدفع ثمن مصنع جديد لتصنيع السيارات الكهربائية، قد تفترض الأموال من المدخرین من خلال بيعها السندات والأوراق المالية حيث يتربّ على الشركة ديون تتمثل بالمدفوّعات الدورية لفترة محددة من الوقت.

4-1-3 أهداف أسواق رأس المال:

تهدّف أسواق رأس المال إلى تحقيق ما يلي⁷⁹:

- 1- سهولة إكمال العمليات المالية بين البائع والمشتري لأصول مالية مما يساعد على تشجع الادخار والاستثمار.
- 2- توفير التمويل المتوسط والطويل للمستثمرين والشركات بتكلفة أقل من تكاليف الاقتراض من البنوك.
- 3- تشجيع المستثمرين على توظيف مدخراتهم في مجالات يصاحبها أقل درجة من المخاطر وفي أوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل يمكن تحويلها لسيولة مالية ونقدية حاضرة في أي وقت.

⁷⁹ حسن، أمين عبد العزيز: الأسواق المالية ، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007، ص 15.

4- إتاحة الفرص أمام الشركات التي تتداول أوراقها المالية في السوق المالي من بيع وشراء في هذه الأوراق، وانتقال ملكيتها من مشترٍ لأخر دون الحاجة لبيع حق الملكية، أو التأثير على حقوق الملكية في الشركات المقيدة بالسوق المالي.

5- يمثل السوق المالي وسيطاً مالياً بين الأفراد والمؤسسات المالية وشركات الأعمال والخدمات ولذلك يمثل مرحلة من مراحل نمو النظام المصرفي.

6- تشجيع تدفق الأموال والاستثمارات الخارجية إذ ما تحول السوق المالي لسوق إقليمي دولي.

7- تحديد أسعار مناسبة للأوراق المالية مثل: الأسهم والسنادات في ضوء الموقف المالي وربحية الشركات والأحوال الاقتصادية الخاصة بالصناعة والدولة.

3-1-5 أدوات سوق رأس المال:

أدوات سوق المال: هي أدوات دين و أدوات حقوق ملكية ذات آجال استحقاق أكبر من سنة. وتتعرض أدوات سوق المال لتقلبات في الأسعار على نطاق أوسع بكثير من أدوات سوق النقد وتعتبر الاستثمارات فيها محفوفة بالمخاطر إلى حد ما. وينظر الجدول رقم (1-2) الأدوات الرئيسية المدرجة في سوق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية والمبلغ المستحق في نهاية عام 1970، 1980، 1990، 2000، 2002، 2008.⁸⁰

1- **الأسهم:** الأسهم هي مطلوبات على صافي الدخل وأصول الشركة. وكانت قيمة هذه الأسهم 11.734 تريليون \$ في نهاية عام 2002 كما هو موضح في الجدول رقم (1-2) حيث تتجاوز قيمتها قيمة أي نوع آخر من الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال. وعادة ما تكون قيمة الإصدارات الجديدة من الأسهم في أي سنة صغيرة لا تتجاوز 1% من قيمة الأسهم المتداولة. ويمتلك الأفراد في جميع أنحاء العالم نصف قيمة الأسهم المتداولة في حين النصف المتبقى يكون مملوك من قبل صناديق التقاعد، صناديق الاستثمار المشترك، و شركات التأمين.⁸¹.

⁸⁰ Mishkin, F. S., Op.Cit, 2004, p85.

⁸¹ Mishkin, F. S., Op.Cit, 2004, p86.

2- الرهن العقارية: هي قروض تعطى للأسر أو الشركات لشراء المساكن والأراضي، أو هيكل حقيقة أخرى، حيث تعتبر هذه الأرضي والهيكل ضماناً لسداد هذه القروض. ويعد سوق الرهن العقاري أكبر سوق ديون في الولايات المتحدة، وإن الكمية المخصصة للرهن العقارية السكنية (التي تستخدم لشراء المساكن) هي أكبر بأربعة أضعاف من الكمية المخصصة للرهن العقارية التجارية والزراعية. وتمول غالبية القروض العقارية، التجارية والزراعية من قبل البنوك التجارية وشركات التأمين على الحياة.⁸²

3- سندات الشركات: هي سندات طويلة الأجل تصدرها شركات ذات تصنيف ائتماني قوي. وتستحق على هذه السندات فائدة مرتبين في السنة في حين تسدد القيمة الاسمية لهذه السندات في تاريخ الاستحقاق. وبعض سندات الشركات، تتمتع بقابلية التحويل إلى أسهم، حيث يحق لحامليها بتحويل عدد محدد منها إلى أسهم في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق. هذه الميزة تجعل هذه السندات القابلة للتحويل مرغوبة أكثر من قبل المشترين المحتملين أكثر من أنواع السندات الأخرى.⁸³

4- الأوراق المالية الحكومية الأمريكية: وهي أدوات دين طويلة الأجل تصدرها خزانة الولايات المتحدة لتمويل عجز الحكومة الاتحادية. وتُعد أكثر السندات المتداولة وعلى نطاق واسع في الولايات المتحدة (حيث تجاوز حجم المعاملات في المتوسط 100 مليار \$ يومياً)، فهي أكثر الأوراق المالية سيولة من بين الأوراق المتداولة في سوق رأس المال، و يتم تداولها من قبل مجلس الاحتياطي الاتحادي والبنوك والأسر، والأجانب.⁸⁴

5- سندات الولايات والحكومة المحلية، وتسمى أيضا سندات البلدية: هي أدوات دين طويلة الأجل تصدرها حكومات الولايات والحكومات المحلية لتمويل الإنفاق على المدارس والطرق والبرامج الكبيرة الأخرى. ومن أهم سمات هذه السندات هي أن مدفوعات الفائدة معفاة من ضريبة الدخل للاحتياطي الفيدرالي و عموماً من الضرائب

⁸² Mishkin, F. S., Op.Cit, 2004, p86.

⁸³ Mishkin, F. S., Op.Cit, 2004, p87.

⁸⁴ Mishkin, F. S., Op.Cit, 2004, p87.

المستحقة للدولة في الدولة المصدرة. وتُعد البنوك التجارية أكبر مشترٍ لهذه الأوراق المالية، وتمتلك أكثر من نصف إجمالي المبلغ المستحق. وتعتبر البنوك التجارية المجموعة الأكبر في امتلاك الثروة من بين الشركات والأفراد وتليها شركات التأمين⁸⁵.

6- قروض البنك التجاري للمستهلكين: وهي قروض مقدمة أساساً للمستهلكين والشركات من قبل البنوك، ولكن هناك قروض استهلاكية أيضاً مقدمة من قبل مؤسسات مالية. غالباً ما تكون هناك أسواق ثانوية لمثل هذه القروض، مما يجعلها أقل أدوات سوق رأس المال سيولة⁸⁶، كما هو موضح في الجدول رقم (2-1).

يبين الجدول أدناه الأدوات الرئيسية لسوق رأس المال حسب حسابات تدفقات صناديق البنك الاحتياطي الفيدرالي.

(2-1) الجدول رقم (2-1)

المبلغ غير المسدد (مليار دولار، في نهاية السنة)

نوع الأداة	1970	1980	1990	2000	2002	2008
أسهم الشركة (القيمة السوقية)	906	1,601	4,146	17,627	11,734	19,648
قروض الرهن العقاري السكني	355	1,106	2,886	5,463	6,930	12,033
سندات الشركات	167	366	1,008	2,230	2,699	3,703
الأوراق المالية الحكومية الأمريكية	160	407	1,653	2,184	2,169	3,621
أوراق وكالة الحكومة الأمريكية (طويلة الأجل)	51	193	435	1,616	2,305	8,073
سندات الدولة والحكومة المحلية	146	310	870	1,192	1,442	2,225
قروض البنوك التجارية	152	459	818	1,591	1,345	1,605
القروض الاستهلاكية	134	355	813	536	1,757	871
الرهون العقارية التجارية والزراعية	116	352	829	1,214	1,461	2,526

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على (Frederic S. Mishkin)، 2004، 2010، ص30، ص85.

⁸⁵ Mishkin, F. S., Op.Cit, 2004, p87.

⁸⁶ Mishkin, F. S., Op.Cit, 2004, p87.

2-3 مفهوم سوق النقد :Money Markets

إن مصطلح "سوق النقد" يشير إلى شبكة من الشركات والمؤسسات المالية والمستثمرين والحكومات التي تتعامل مع تدفق رأس المال على المدى القصير. عندما تحتاج شركات الأعمال إلى دفع نقدية كبيرة لبضعة أشهر، أو عندما يريد أحد البنوك استثمار أموال المودعين التي قد تُسحب في أي لحظة، أو عندما تحاول الحكومة تلبية الرواتب في مواجهة التقلبات الموسمية الكبيرة في الإيرادات الضريبية، تحدث معاملات السيولة قصيرة الأجل في سوق النقد⁸⁷.

ويشير سوق النقد إلى السوق الذي يتداول فيه المقترضين والمقرضين الأموال خلال فترة قصيرة لحل احتياجاتهم من السيولة⁸⁸.

1-2-3 تعريف سوق النقد:

سوق النقد هو السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الدين قصيرة الأجل فقط (عموماً تلك التي تستحق خلال أقل من سنة واحدة)⁸⁹.

وبمعنى آخر فإن السوق النقدية هي: "مجموعة المؤسسات أو الوكالات والأفراد الذين يتعاملون في النقود إقراضًا واقتراضًا لأغراض قصيرة الأجل"⁹⁰.

فسوق النقد هو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية قصيرة الأجل، حيث يتولى الجهاز المصرفي في الغالب القيام بهذه المعاملات، وأهم مؤسسات هذه السوق البنك المركزية، والبنوك التجارية، وبيوت الصرافة.

2-2-3 مكونات سوق النقد:

وينقسم سوق النقد إلى فرعين، على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منها وهما :

⁸⁷ Levinson, M., Guide to Financial Markets, 4th edition, 2005, P37.

⁸⁸ Vihar, P., financial Markets, first Edition, part-1, 2007, p2.

⁸⁹ Mishkin, F. S., The economics of money, banking, and financial markets (7th ed). The Addison-Wesley series in economics, 2004, p27.

⁹⁰ البنا، محمد، مرجع سبق ذكره، ص101.

أ - سوق الخصم أو السوق ما بين البنوك: ويعد السوق الذي يتم فيه خصم الأدوات المالية قصيرة الأجل، ومن أمثلتها الأوراق التجارية العادية، القبولات المصرفية، أذون الخزانة.

ب - سوق القروض قصيرة الأجل: وتشتمل هذه السوق على العروض والطلبات على جميع القروض قصيرة الأجل، التي تتراوح فترة استحقاقها بين أربعة وعشرين ساعة لتصل حتى سنة كاملة. ويعامل فيها بشكل أساسي كل من أصحاب الشركات أو الأفراد من ناحية، والبنوك التجارية وبعض مؤسسات المالية المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى.

3-2-3 أهمية السوق النقدية:

تكتسب السوق النقدية أهمية بالغة في توفير الائتمان قصير الأجل، وتكون هذه الأهمية في:

أ - تأمين السيولة النقدية وأدوات الدفع الأخرى، لاحتياجات الأنشطة الاقتصادية للمشروعات القائمة من التمويل قصير الأجل، كما توفر احتياجات الأفراد من الائتمان الاستهلاكي.

ب - مواجهة زيادات الإنفاق الحكومي عن الإيرادات بطرح أذون الخزانة للاكتتاب.

ج - تمكن البنك المركزي من ممارسة وظيفة الرقابة على الائتمان، وتسمح بتوظيف الموارد النقدية الفائضة لدى البنوك التجارية.

أما بالنسبة للأدوات المالية قصيرة الأجل فتعتبر أصول سائلة، حيث يمكن تحويلها إلى نقدية بسهولة وبأقل خسارة ممكنة، أو دون تحقيق خسارة نظراً لقصر أجل استحقاقها من ناحية، فضلاً عن التغير الطفيف في أسعارها ارتباطاً بالتغير في أسعار الفائدة من ناحية أخرى، وهذه الميزات أو الخصائص للأوراق المالية قصيرة الأجل، تتيح للمستثمر البيع قبل آجال الاستحقاق بأسعار تقترب كثيراً من أسعار شرائها وتمثل الأدوات المالية المتداولة في أسواق النقد، في شهادات الإيداع، السندات الحكومية قصيرة الأجل (أذون الخزانة)، الأوراق التجارية، الاحتياطيات النقدية في البنوك..... وت تكون أطراف التعامل في السوق النقدية من ثلاثة

عناصر :

✓ **المؤسسات الوسيطة المالية والنقدية:** مثل البنوك المركزية التي تلعب دوراً هاماً في تنظيمها من خلال السياسات والتشريعات خاصة منها المتعلقة بأسعار الفائدة، ونسب الاحتياطات النقدية كما نجد البنوك التجارية، شركات التأمين والمؤسسات المالية غير المصرفية.

✓ **أصحاب الفوائض المالية:** الذين يبحثون عن توظيف قصير الأجل يحقق لهم اعتبارات السيولة والعائد وقلة المخاطرة.

✓ **وحدات العجز المالي:** التي تحتاج إلى سيولة أو ائتمان قصير الأجل، لسداد التزامات عاجلة دون الحاجة إلى تحمل أعباء عالية، مثل التجار المضاربين والسماسرة والمستهلكين، إضافة إلى الحكومة والمنشآت.

4-2-3 الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد:

سوق النقد: هو السوق الذي يتم فيه تداول أدوات دين ذات تاريخ استحقاق قصير، وبالتالي تكون فيه تقلبات الأسعار منخفضة وكذلك تكون المخاطر المصاحبة للاستثمارات منخفضة أيضاً⁹¹. وقد شهدت أسواق النقد تغيرات كبيرة في العقود الأربع الماضية، مع نمو بعض الأدوات المالية نمواً بمعدل سريع أكثر بكثير من غيرها. ومن أبرز أنواع هذه الأوراق شهادات الإيداع، والكمبيالات المصرفية، والأوراق التجارية واتفاقيات شراء فائض الاحتياط الإلزامي، وقرض الدولار الأوربي واتفاقيات إعادة الشراء، ويضاف إلى ذلك أدوات الخزانة وشهادات المديونية التي تصدره الحكومة⁹².

1- شهادات الإيداع القابلة للتداول:

شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول: هي أداة دين، يبيعها البنك للمودعين، ويتربّ على هذا النوع من الشهادات فائدة سنوية تدفع خلال المدة المحددة لها وعند تاريخ الاستحقاق يسدد المبلغ الأصلي المترتبة عليها. قبل عام 1961، كانت شهادات الإيداع المصرفية غير قابلة للتفاوض. وهذا يعني أنه لا يمكن بيعها لشخص آخر، ولا يمكن للمستثمرين شراؤها من البنك قبل تاريخ الاستحقاق دون دفع غرامات كبيرة. وفي عام 1961 لجعل شهادات الإيداع

⁹¹ Mishkin, F. S., Op.Cit, 2004, p44.

⁹² هندي، منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص.52.

المصرفية أكثر سيولة وأكثر جاذبية للمستثمرين، قدم سيتي بنك أول شهادات إيداع قابلة للتفاوض ذات فئات كبيرة (أكثر من \$ 100,000) التي يمكن بيعها في السوق الثانوية. يتم إصدار هذا الصك الآن تقريباً من قبل جميع البنوك التجارية الكبرى، وكانت ناجحة للغاية، مع مبلغ مستحق في عام 2004 نحو 1.2 تريليون \$، وتشكل شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتفاوض مصدراً هاماً للغاية من الأموال للبنوك التجارية من الشركات، والمؤسسات الخيرية، والهيئات الحكومية.⁹³.

- 2 - الكمبيات المصرفية:

تُمثل الكمبيات المصرفية Banker acceptances تعهد كتابي بإعادة مبلغ افترضه شخص ما من أحد البنوك. ويمكن للبنك الاحتفاظ بالتعهد حتى تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعه لشخص آخر، ببيعه بدوره لطرف ثالث وهكذا. وفي تاريخ الاستحقاق يحق لحامل التعهد استرداد قيمته من محرره (المقرض الأصلي)، وإذا ما فشل في ذلك يمكنه حينئذ الرجوع على البنك الذي قبل التعهد من البداية. والقبول المصرفني هو كمبيالة صادرة عن شركة غير مالية لأحد البنوك في مقابل دفع مبلغ محدد⁹⁴. والقبول عادة ما يكون تاريخ استحقاقه أقل من ستة أشهر.

- 3 - الأوراق التجارية:

هي أداة دين قصيرة الأجل تصدرها البنوك الكبيرة والشركات المعروفة، مثل جنرال موتورز. قبل عام 1960 كانت الشركات عادة ما تفترض في الأجل القصير من البنوك، لكن منذ ذلك الحين أصبحت تعتمد بشكل أكبر على بيع الأوراق التجارية إلى الوسطاء والمؤسسات المالية الأخرى لتلبية احتياجاتهم من خلال الاقتراض المباشرة. وكان نمو سوق الأوراق التجارية كبيراً حيث ازدادت كمية الأوراق التجارية المستحقة بأكثر من 3900% (من 33 مليار \$ إلى 1.3 تريليون \$) خلال 1970-2002⁹⁵، لتصل في عام 2008 إلى 1.732 تريليون \$.

⁹³ Mishkin, F. S., Op.Cit, 2004, , p44-45 .

⁹⁴ Levinson, M., Op.Cit, 2005, P45.

⁹⁵ Mishkin, F. S. Op.Cit, 2004, p45.

ويكون تاريخ استحقاق الورقة التجارية، أكبر من 90 يوم ولكن أقل من تسعة أشهر. وفي الولايات المتحدة الأمريكية، يجب تسجيل معظم الأوراق المالية الجديدة في البورصة المنظمة من قبل لجنة الأوراق المالية في البورصة، قبل إصدارها. ولكن الأوراق المالية والتي تستحق خلال 270 يوماً أو أقل تعفى من هذا الشرط⁹⁶.

4 - قرض فائض الاحتياطي الإلزامي:

هي القروض الممنوحة من بنك آخر. والعديد من هذه القروض هي عبر الحدود الدولية، وتستخدم من قبل المؤسسة الاقتراض لإعادة الإقراض للعملاء الخاصين بها. واعتباراً من مارس 2005م، كانت هناك ديون متأخرة للبنوك ما يعادل 12.6 مليار دولار في بلدان أخرى، مع تاريخ استحقاق تقريرياً سنة واحدة⁹⁷. ويمكن للبنوك التي يوجد لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي Surplus Reserve Requirement أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه. ولا تعتبر تلك القروض أوراقاً مالية بالمعنى المفهوم، وذلك كونها تمثل في تعهد غير مكتوب مضمون من البنك المركزي أو مؤسسة النقد التي تدير ذلك الاحتياطي، يلتزم فيه البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوباً بفائدة تتحدد وفقاً لقانون العرض والطلب.

5 - قرض الدولار الأوروبي:

قرض الدولار الأوروبي عبارة عن شهادات مصرافية تصدرها فروع المصارف الأمريكية العاملة في أوربا، لها سعر فائدة أعلى من سعر الفائدة الأمريكية ولها تاريخ محدد للاستحقاق. وإن مصطلح الدولار الأوروبي Eurodollar يستخدم للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحفظ بها البنوك في خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص البنوك الأوروبية. ويكون سوق الدولار الأوروبي Eurodollar Market من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوروبية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار.

⁹⁶ Levinson, M., Op.Cit, 2005, P42.

⁹⁷ Levinson, M., Op.Cit, 2005, 48-49.

6 - اتفاقيات إعادة الشراء:

هي وسيلة إقراض واقتراض قصيرة الأجل جداً (عادة ما تستحق بأقل من أسبوعين)، ويتم استخدامها من قبل الجهات المختصة في بيع وشراء الأوراق المالية، ويتم بموجبها الاقتراض باللجوء إلى مستثمر لديه أموال فائضة عن حاجته ويرغب في إقراضها مقابل أوراق مالية لكن بصورة مؤقتة ويتم عقد إعادة شراء تلك الأوراق مع المستثمر نفسه وبسعر يفوق السعر الذي تم بيع الأوراق المالية به. واتفاقيات إعادة الشراء هي ابتكار حديث نسبياً في الأسواق المالية، حيث أدخلت إلى الأسواق المالية في عام 1969. وتشكل الآن مصدراً هاماً من مصادر أموال البنوك، والمقرضين الأكثر أهمية في هذه السوق هي الشركات الكبيرة⁹⁸.

7 - أدونات الخزينة:

أدون الخزانة، هي عبارة عن أوراق مالية تستحق خلال سنة واحدة أو أقل، ويتم إصدارها من قبل الحكومات الوطنية. وتعتبر أدون الخزانة التي تصدرها الحكومة في عملتها الخاصة عموماً أسلم من جميع الاستثمارات الممكنة في تلك العملة. وإن الحصة الأكبر من الأدوات المتداولة في سوق النقد يتمثل بأدون الخزانة⁹⁹. ولا يترتب على هذا النوع من السندات أي فوائد حيث تُباع بخصم أقل من المبلغ المحدد الواجب دفعه عند الاستحقاق وتدفع كاملة القيمة عند الاستحقاق. على سبيل المثال سندات خزانة لمدة سنة واحدة قيمتها في مايو عام 2004، \$9000 وفي شهر مايو من عام 2005 كانت قيمتها \$10000. أي هذه السندات تم بيعها في شهر مايو من عام 2004 بخصم ومقداره 10%.

وسندات الخزانة الأمريكية هي الأكثر سيولة بين جميع أدوات السوق المالي، لأنها الأكثر تداولاً كما أنها الأكثر أماناً لأن احتمالات العجز عن السداد تكاد تكون معدومة كونها مضمونة من قبل الحكومة¹⁰⁰.

ويمكن القول أن السوق النقدية تعمل على تحقيق توازن السيولة للوحدات الاقتصادية، وأن الأدوات المالية المتداولة فيه تؤخذ كمعيار للتفرقة بينه وبين سوق رأس المال.

⁹⁸ Mishkin, F. S., Op.Cit, 2004, pp 84-85.

⁹⁹ Levinson, M., Op.Cit, 2005, P45.

¹⁰⁰ Mishkin, F. S., Op.Cit, 2004, p44.

ويُظهر الجدول رقم (3-1) الأدوات الرئيسية المدرجة في سوق النقد في الولايات المتحدة الأمريكية والمبلغ المستحق في نهاية عام 1970، 1980، 1990، 2000، 2002، 2008.

الجدول رقم (3-1)

المبلغ غير المسدد (مليار دولار، في نهاية السنة)

نوع الأداة	1970	1980	1990	2000	2002	2008
سندات الخزانة الأمريكية	81	216	527	647	888	1060
شهادات الإيداع المصرفية (الفئات الكبيرة)	55	317	543	1053	1,177	2385
الأوراق التجارية	33	122	557	1619	1,321	1732
القبولات المصرفية	7	42	52	–	9	–
اتفاقيات إعادة الشراء	3	57	144	768.2	470	211.801
صناديق الاستثمار الفيدرالي	16	18	61	–	29	–
اليورو دولار	2	55	92	–	213	–

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على (Frederic S. Mishkin)، 2004، 2010، ص30، ص83.

المبحث الثالث: الكفاءة

1- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

يتصف السوق الكفاءة باستجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها أطراف السوق مما يؤدي إلى تحديد القرارات الاستثمارية بناءً على هذه المعلومات، أي تعكس أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المعروفة وهي المعلومات التاريخية مثل: سلسلة المعلومات التاريخية، والمعلومات الجارية وهي المعلومات المعلنة العامة، كما تعكس المعلومات التي يحصل عليها أطراف السوق من خلال تحليل ومعالجة المعلومات التاريخية والجارية ومنه يمكن تعريفها "سوق الأوراق المالية الكفاءة التكافيسية أي تتحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها وفقاً لقوى العرض والطلب ويتسم سلوك المتعاملين فيها بالرشادة مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين وتتحدد بالتالي القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات"¹⁰¹.

وتعكس كفاءة السوق عادة وجهة نظر كل من المستثمر أو من ينوب عنه، من سماحة الأوراق المالية وال محللين الماليين، ومن جهة نظر السوق نفسه بالإضافة إلى وجهة نظر المجتمع بالنسبة لدرجة فعالية السوق، وتتبع أهمية كفاءة السوق من حيث أنها¹⁰².

1- تؤدي إلى تحقيق التوازن في أسعار الاستثمارات حيث إنه في السوق الكفاءة، يتم تسخير الاستثمارات في ضوء المعلومات المتاحة، فيتقل السعر من سعر توازن آخر حسب المعلومات المتوفرة وحركة السوق، وذلك يؤدي إلى إثراء وتنمية العمل داخل هذه الأسواق .

2- تؤدي إلى تجميع المصادر المناسبة من الاستثمارات على مستوى الاقتصاد ككل، وقد عبر عن ذلك Beaver¹⁰³ بقوله: ((إنه في ضوء الاقتصاد الواسع والسوق الكفاءة يتم تجميع المصادر المثلثة للثروة القومية)). ويتم قياس الزيادة في الثروة القومية بالزيادة في

¹⁰¹ Bodie Z. Kane et Marcus A “essentials of investments”, times Minor higher education group, INC Chicago USA,1995, P 54.

¹⁰² Dychman, Thomas R., David H. Downes and Rebert P . Magee, " Efficient Capital Markets and Accounting: A Critical Analysis" , (Prantice – Hall , N.J., 1978), PP. 84-86.

¹⁰³ Beaver, William H., "The Behavior of Security Price" , The Accounting Review, (Supplement 1972), P407.

ثروات الوحدات الاقتصادية التي يتم تقويم أصولها بقيمتها الحقيقة في ضوء سوق كفاءة السوق.

3- تؤدي كفاءة السوق إلى ظهور وتنمية مصادر المعلومات البديلة، وإعطاء المستثمر الحق في اختيار ما يناسبه منها وذلك في ضوء مقارنة التكلفة بالعائد، حيث تمثل تكاليف أي مصدر بتكليف تجميع البيانات وتخزينها وتشغيلها ثم توصيل المعلومات لمستخدميها، بينما يتمثل العائد بزيادة في ثروة المستخدم نتيجة استخدام هذه المعلومات.

وقد عرف Fama السوق الكفاءة بأنه " ذلك السوق الذي يشتمل على أعداد كبيرة من المتعاملين الراشدين اقتصادياً والراغبين في تعظيم أرباحهم، وإن أسعار الأوراق المالية به تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية والجارية والمتوقعة حدوثها في المستقبل".¹⁰⁴

كما عرف ضياء مجید السوق الكفاءة: بأنه ذلك السوق الذي يحقق تخصصاً كفأاً للموارد المتاحة.¹⁰⁵

ويمكن تعريف كفاءة السوق المالي: "تتسم سوق الأوراق المالية الكفاءة بالتفاسية أي تتحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها وفقاً لقوى العرض والطلب وتتسم سلوك المتعاملين بالرشادة مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين وتتحدد وبالتالي القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات".¹⁰⁶

للسوق الكفاءة دورين هما¹⁰⁷:

1- الدور المباشر: حيث عندما يشتري المستثمرين أسهم منشأة ما فإنهم يشترون عوائد مستقبلية مما يمكن المنشأة من بيع الأسهم الجديدة بسعر مناسب وبالتالي زيادة حصيلة الأسهم وانخفاض تكلفة الأموال بالتبعية.

¹⁰⁴ Fama, Equene, "Efficient Capital Market : A Review of Theory and Empirical Work", Journal of Finance, (May 1970), P.384.

¹⁰⁵ مجید، ضياء، البورصات: أسواق المال وأدواتها، الأسهم والسنادات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008، ص.8.

¹⁰⁶ Bodie Z. Kane et Marcus . A., Op.Cit, 1995, P 54.

¹⁰⁷ حنفي، عبد الغفار: البورصات (أسهم - سنادات - صناديق الاستثمار)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ص178.

2-دور غير مباشر: فِيقال المستثمرين على شراء أسهم المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقرضين مما يمكن المنشأة من الحصول على مزيد من الأموال بتكلفة منخفضة.

2- مقومات السوق الكفاءة:

هناك ثلاثة مقومات أساسية للسوق الكفاءة حسب رأي (Reilly، 1985) هي:

1- دقة وسرعة وصول المعلومات.

2- كفاءة التشغيل والسعير.

3- السيولة.

ويضيف (Bemstien، 1987) سمة رابعة وهي عدالة السوق.

2-1 دقة وسرعة وصول المعلومات:

إن دقة وسرعة وصول المعلومات في سوق الأوراق المالية تعمل على زيادة كفاءة تخصص الموارد في الاقتصاد بتوجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة أو القطاعات ذات المزايا النسبية، وهو ما يعني تحقيق كفاءة السوق وبدورها تؤدي إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية¹⁰⁸.

2-2 كفاءة التشغيل والسعير:

يطلق على كفاءة التشغيل Operational Efficiency بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكدس المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة Brokerage ودون أن يتأخّر للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح Bid Market Makers Asked Spread مغالٍ فيه¹⁰⁹.

أما كفاءة السعير يقصد بها بالكفاءة الخارجية، وهي المعلومات الجديدة التي تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم صورة تعكس كافة المعلومات المتاحة وذلك دون أن يتحمل المتعاملين تكاليف مرتفعة مما يعني إتاحة الفرصة لجميع.

¹⁰⁸ الهندي، منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص411.

¹⁰⁹ عبد الغفار حنفي، البورصات: أسهم – سندات – صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ص154.

3- السيولة:

يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية. وإن للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وذلك أن المعلومات المتاحة تعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة، وفي حالة عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق يعني هذا أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق توفر سمة الانتظام أي استقرار الأسعار وعدم تعرضها للتغيرات كبيرة من صفة إلى أخرى¹¹⁰.

4- عدالة السوق:

تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.

3- خصائص السوق الكفاءة: يتسم السوق الكفاءة بالخصائص التالية¹¹¹:

- 1- أن كفاءة السوق تعني تساوي القيمة الحقيقة للاستثمارات مع سعرها في السوق.
- 2- في ضوء كفاءة السوق يكون السعر الحالي للورقة المالية هو أفضل قيمة لها في فترة معينة.
- 3- يكون السوق الكفاءة دائماً في حالة توازن مستمر.
- 4- تعكس المعلومات بسرعة وبطريقة عشوائية غير متحيزه في أسعار الاستثمار.

¹¹⁰ الهندي، منير إبراهيم، مرجع سبق ذكره، 2006، ص411

¹¹¹ العربي، عصام فهد العربي: الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا، سوريا- دمشق، 2008، ص47

5- في ضوء كفاءة السوق لا يكون من السهل تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات المتاحة في السوق لأن هذه المعلومات تكون قد انعكست فعلاً في السعر.

4- فرضية كفاءة الأسواق المالية: الشكل الضعيف والمتوسط والقوي:

يقصد بفرضية كفاءة الأسواق المالية، أن السعر الحالي لكل ورقة مالية يعكس بدقة كافية المعلومات التي تعبّر اليوم عن سلسلة من الدفعات المستقبلية التي من شأنها أن تعود على المستثمر الذي يملك هذه الورقة المالية¹¹².

وفقاً لفاما عام 1972 كانت فرضية كفاءة الأسواق تُقسم إلى ثلاثة أشكال متسلسلة هي: فرضية الشكل الضعيف، فرضية الشكل شبه القوي، وفرضية الشكل القوي. وقد تم تعريف كل فرضية وفقاً لمجموعة محددة من المعلومات¹¹³.

1-4 فرضية الشكل الضعيف:

حيث اقتصر الشكل الضعيف من فرضية كفاءة الأسواق المالية على المعلومات التاريخية حول أسعار الأوراق المالية والكميات التي تم تداولها من تلك الأوراق. وفقاً للشكل الضعيف لفرضية الكفاءة أن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس تماماً جميع المعلومات الواردة عن تاريخ أسعار وأحجام التداول. ونتيجة لذلك، فإن صافي المنفعة الحدية للمستثمر لجمع المعلومات من الأسعار السابقة وأحجام التداول لغرض التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأوراق المالية هو صفر¹¹⁴. وينص الشكل الضعيف من EMH على أن جميع المعلومات الواردة عن الأوراق المالية في الماضي سوف تتعكس بشكل كامل على تحركات الأسعار في السوق الحالية¹¹⁵.

2-4 فرضية الشكل شبه القوي لكفاءة الأسواق:

¹¹² Bradfield, J., Introduction to the Economics of Financial Markets; university oxford, 2007, p40.

¹¹³ Bradfield, J., Op.Cit, 2007, P259.

¹¹⁴ Bradfield, J., Op.Cit, 2007, P259.

¹¹⁵ Gress, J., Financial Markets and Institutions, 2005, p162.

و تنص على أن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس تماماً المعلومات العامة حول القيم المستقبلية لتلك الأسعار. وتشمل المعلومات العامة كل ما يمكن للمرء أن يتعلمُه حول أسعار السوق من قراءة الصحافة العامة وحضور المجتمعات التي تكون متاحة للجمهور. والآثار المترتبة على الشكل شبه القوي من فرضية الكفاءة مماثل للآثار المترتبة على الشكل الضعيف، أي أن المنفعة الحدية من تحليل المعلومات العامة في محاولة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية للأوراق المالية هو صفر¹¹⁶.

3- فرضية الشكل القوي لفاء الأسواق المالية:

ووفقاً للشكل القوي لفرضية كفاءة الأسواق المالية أن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس بشكل كامل جميع المعلومات حول القيم المستقبلية لتلك الأوراق المالية.¹¹⁷ سواء المتاحة للجمهور أو التي يملكونها القطاع الخاص. ووفقاً لهذا الشكل من فرضية الكفاءة سيجد المطبعين على السوق أنه من المستحيل كسب عوائد مرتفعة بشكل غير طبيعي¹¹⁸. على سبيل المثال، محاضر مجالس الإدارة التي تستخدمها شركات الأدوية هي جزء من مجموعة المعلومات الخاصة. وتُظهر العديد من الدراسات التجريبية وبشكل قاطع أن المطبعين في الشركات لا يملكون معلومات جوهرية حول مستقبل أسعار الأوراق المالية، وبالتالي فإن هؤلاء المطبعين لا يمكنهم المتاجرة على تلك المعلومات.

5- الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية:

تتأثر كفاءة السوق المالي بسرعة وصول المعلومات إلى المستثمرين وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

من خلال ما سبق يمكن القول بأن السوق كفء حيث لا يوجد فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق و اتخاذ القرارات الاستثمارية بشأن سعر السهم، و بذلك يتغير صعوداً

¹¹⁶ Bradfield, J., Op.Cit, 2007, P259.

¹¹⁷ Bradfield, J., Op.Cit, 2007, P259-260.

¹¹⁸ Gress, J., Op.Cit, 2005, p166.

أو هبوطاً اعتماداً على ما إذا كانت نتائج تحليل هذه المعلومات سارة أم لا، و ينطبق هذا التعريف على مفهوم الكفاءة الكاملة للسوق.

و يطلق مفهوم الكفاءة الكاملة على السوق عندما توفر الشروط التالية:

- 1-توفر المعلومات التامة حول حالة السوق¹¹⁹.
- 2-تماثل توقعات المستثمرين، نظراً لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.
- 3-يتمتع المستثمرين بحرية تامة داخل السوق، نظراً لانعدام وجود أي قيود على التعامل داخل السوق.
- 4-يفترض توفر حالة الرشد عند المستثمرين، أي أنهم يسعون إلى تحقيق أكبر ربح ممكن من صفقات البيع والشراء داخل السوق.
- 5-لا توجد أي قيود على المتعامل، بمعنى عدم وجود تكاليف للمعاملات أو الضرائب وعدم وجود قيود على الكميات المباعة أو المشترات.
- 6-إن العدد الكبير من المستثمرين المتعاملين بالأوراق المالية يجعل منهم متلقى أسعار (Price Taker) وبالتالي ينعدم تأثير قراراتهم الاستثمارية على حركة الأسعار.
- 7-يتصف المستثمر في البورصات بالرشد والعقلانية، و يهدف كغيره من المستثمرين إلى تعظيم الربح وتجنب الخسارة.

- الكفاءة الاقتصادية (Economically Efficient Market)

الكفاءة الاقتصادية هي المعيار الذي يستخدمه الاقتصاديون لتقييم توزيع معين للموارد¹²⁰. في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق و حتى تتعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت على الأقل¹²¹.

6- كفاءة السوق المالي وفرضية السير العشوائي:

¹¹⁹ مجید، ضياء: مرجع سبق ذكره، 2008، ص.9.

¹²⁰ Bradfield, J., Op.Cit, 2007, P8.

¹²¹ هندي، متير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص497.

إن فرضية السير العشوائي تعني أن أسعار الأسهم الحالية أو الماضية لا تساعد في التنبؤ بالأسعار المستقبلية، وبالتالي فإن حقيقة أن سعر السهم قد ارتفع (أو انخفض) لا يعني أن حركتها المقبلة من المرجح أن تكون للأعلى (أو للأسفل). والعديد من التغيرات في الأسعار ليس لها سبب محدد، وتعكس ببساطة رغبات اثنين من المستثمرين في لحظة معينة. ولكن هناك أيضاً تغيرات الأسعار التي يمكن أن تُعزى إلى وصول معلومات جديدة في السوق. على سبيل المثال، البيان الصحفي الذي أعلن أن الشركة المصنعة للطائرة قد حققت نجاح كبير، الأمر الذي سوف يرفع أسعار أسهمها، ولكن ارتفاع الأسعار قد لا يدوم. حيث أن فرضية كفاءة السوق تتضمن أن المستثمرين لا يمكن لهم الحصول على أرباح غير طبيعية بالاعتماد على التقارير الإخبارية والإعلامية الأخرى، لأنها تعكس المعلومات عن أسعار الأسهم في أقرب وقت كما هو معروف¹²².

¹²² Levinson, M. (2005). Guide to Financial Markets, 4th edition, p144.

هناك العديد من الأوراق المالية التي يتم طرحها من قبل الشركات والحكومات والتي يتم تداولها في أسواق المال (كالأسهم والسنادات،...إلخ)، حيث تختلف هذه الأوراق فيما بينها من حيث المدة، فمنها طويلة الأجل، ومتوسطة الأجل، وقصيرة الأجل.

وأسواق رأس المال تتبع تنظيم معين تمكن حامل الورقة المالية من الاستثمار وتمكن الشركات من الحصول على الأموال اللازمة لتطورها واستمرارها، وتتقسم هذه الأسواق بدورها إلى أسواق فورية وأسواق العقود المستقبلية بناءً على تاريخ إبرام الصفقة وإتمام عملية تسليم الأصل المتفق عليه بموجب العقد.

أما كفاءة السوق المالي فهي مدى استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات الواردة إلى السوق، والتي أيضاً تقسم بدورها إلى كفاءة كاملة وكفاءة اقتصادية، حيث وفقاً للكفاءة الكاملة لا يوجد فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وتغير مستوى الأسعار، أما وفقاً للكفاءة الاقتصادية يوجد فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وتغير مستوى الأسعار.

وقد صنف الاقتصاديون الكفاءة وفقاً لآرائهم إلى ثلاثة أشكال أو ثلاثة صيغ وهي: فرضية الصيغة الضعيفة وتكون الأسعار الحالية للأوراق المالية وفقاً لهذه الصيغة مستقلة تماماً عن أسعارها في الماضي، في حين وفقاً لفرضية الصيغة شبه القوية تعكس الأسعار الحالية للأوراق المالية المعلومات العامة والتاريخية عن الأسعار وحجم المبادلات، وأخيراً فرضية الصيغة القوية وفقاً لها تعكس أسعار الأوراق المالية كل المعلومات العامة والخاصة.

الفصل الثاني

التحليل الأساسي

والتحليل الفني

تمهيد:

يعتبر اختيار الأسهم التي يجب تضمينها في المحفظة من أهم خطوات الاستثمار في البورصة وأصعبها، فهي مهمة لأنها الأساس في الحصول على عائد مجزي بأقل مخاطرة ممكنة وصعبة بسبب تعدد أساليب التحليل وطرق التقييم واختلافها عن بعضها، لذلك يجب على المستثمر أن يكون مطلعاً عليها وملماً بها. أما أشهرها وأكثرها انتشاراً فهي التحليل الأساسي والتحليل الفني، وهما مدخلين مختلفين تماماً إن لم نقل متعاكسين من حيث أساليب التحليل، الأهداف و استراتيجيات الاستثمار. فال الأول يبحث في إيجاد القيمة الحقيقية للأسهم أما الثاني فيسعى إلى التنبؤ بمستقبل الأسعار. وأساس هذا الخلاف القائم بين أكبر أسلوبين من أساليب الاستثمار في الأسهم هو موضوع كفاءة الأسواق، حيث يعتبر رواد التحليل الأساسي أن الكفاءة شرط مهم يجب تتحقق لتحديد القيمة العادلة للسهم، في حين يرفض التحليل الفني فكرة الكفاءة ويعتبر السوق أحسن قاعدة لبناء الاستراتيجيات الاستثمارية اعتماداً على معطيات الماضي، وفي هذا الإطار جاء الفصل الثاني ليناقش العناصر التالية:

المبحث الأول: التحليل الأساسي.

المبحث الثاني: التحليل الفني.

المبحث الأول: التحليل الأساسي

تمهيد:

يخصص هذا المبحث لعرض التحليل الأساسي عن طريق دراسة الظروف المؤثرة على الشركة ومستوى أدائها و بالتالي الأرباح التي تتحققها، و يتم ذلك حسب تسلسل منطقي سواء كان من العام إلى الخاص وهو ما يطلق عليه اسم التحليل الكلي فالجزئي (Macro-micro approach) أو التحليل من أعلى إلى أسفل (Top-down analysis)، في حين يُعرف الأسلوب الثاني باسم التحليل الجزئي فالكلي (Micro-macro approach) أو التحليل من الأسفل إلى أعلى (Bottom-up analysis) ، وفي كلتا الحالتين (التحليل من أعلى إلى أسفل أو التحليل من الأسفل إلى أعلى) فإن التحليل الأساسي هو أسلوب دراسة يجمع عدداً من التقنيات كالتحليل الاستراتيجي والتحليل المالي و يهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للسهم عن طريق دراسة وضعية الشركة المصدرة له وتحليل كل المعلومات المتعلقة بها و بالصناعة التي تتنمي إليها والاقتصاد الذي تنشط به. كما أن المحلل الأساسي المحترف يجب أن يهتم بكل العوامل التي يمكن أن تؤثر على أداء الشركة فلا يكتفي بالأوضاع الاقتصادية المحلية بل يتسع تحليله إلى المتغيرات الاقتصادية الدولية والسياسية والثقافية ... إلخ. وتتجدر الإشارة إلى أن التعرض للتحليل الأساسي في هذا الفصل سبقتصر على متغيرات أساسية وهي الظروف الاقتصادية العامة، و تحليل ظروف الصناعة وتحليل وضع الشركة، و ذلك بالاعتماد على مدخل التحليل من أعلى إلى أسفل. ويركز المحلل الأساسي في سوق الأوراق المالية على ديناميكية أسواق معينة و توصيات التداول والاستثمار. وكما يركز على الأرقام المحاسبية والنسب، استناداً إلى البيانات المالية، وعلى الأرقام المتوقعة¹.

1-تعريف التحليل الأساسي:

ويُعرف التحليل الأساسي على أنه: أسلوب قائم على تحليل القيم التاريخية بناءً على تقييم دقيق لكل من أساسيات الاقتصاد والصناعة والشركة². والمحلل الأساسي لا يهتم بما

¹ Davidson, A . How the Global Financial Markets Really Work, 2009, P223.

²Vihar, P . financial Markets, first Edition, part-1, 2007, p274.

يحدث في يوم معين في البورصات. هو يهتم فقط بالوضع الاقتصادي العام، ويعمل على تقييم الصناعة، وأخيراً يقوم بتحليل غير متعمق، للجوانب المالية وغير المالية، للشركة التي يختارها³. وعلى مستوى الشركات، التحليل الأساسي قد ينطوي على دراسة البيانات المالية، الإدارية، مفهوم الأعمال التجارية والمنافسة. في حين على مستوى الصناعة، قد يكون هناك فحص قوى العرض والطلب على المنتجات. وبالنسبة للاقتصاد المحلي، يركز التحليل الأساسي على البيانات الاقتصادية لتقييم النمو الحالي والمستقبل للاقتصاد، وتوقعات أسعار الأسهم في المستقبل. والتحليل الأساسي يجمع الاقتصاد، الصناعة، وتحليل الشركة وذلك لاستخلاص القيمة العادلة للسهم والتي تدعى القيمة الجوهرية. إذ إن القيمة العادلة ليست مساوية لسعر الحالي للسهم، ويعتقد محللون الأساسي أن المخزون هو إما فوق أو تحت موضع التقدير. كما فإن سعر السوق الحالي ينجذب في نهاية المطاف نحو القيمة العادلة، وتشير التقديرات إلى أنه يجب أن تكون القيمة العادلة هي التي تقرر ما إذا كنت تزيد شراء الأوراق المالية أم لا، من خلال الاعتقاد بأن الأسعار لا تعكس جميع المعلومات المتاحة بدقة، فإن التحليل الأساسي يسعى للاستفادة من تنافضات السعر المادية.

ومما سبق نستنتج أن التحليل الأساسي هو وسيلة لتقييم الأوراق المالية من خلال محاولة لقياس القيمة الجوهرية من خلال دراسة تتعلق بالعوامل الاقتصادية والمالية وغيرها من العوامل النوعية والعوامل الكمية.

ويحاول المحللون الأساسي دراسة كل شيء يمكن أن يؤثر على قيمة الأوراق المالية، بما في ذلك العوامل الاقتصادية الكلية مثل الاقتصاد الكلي والصناعة والعوامل المحددة الفردية (مثل الوضع المالي وإدارة الشركات).

2- تحليل بسيط قبل الاستثمار في الأسهم:

يتوجب على المحلل الأساسي أن يدرس بعناية الشركة بماذا كانت مهتمة، والصناعة التي

³ Vihar, P. Op.Cit, 2007, p274.

تنتمي إليها، فضلاً عن الحالة العامة للاقتصاد. وعادة عندما تكون الحالة الاقتصادية مزدهرة فإن أسواق الأوراق المالية هي أيضاً تكون في حالة ازدهار. والعكس صحيح عندما يكون الاقتصاد في حالة ركود فإن الأسواق المالية تكون أيضاً في حالة ركود والتداول ضعيف.⁴ ومن ناحية أخرى إذا كانت صناعة معينة في حالة جيدة، فإن العديد من الشركات المسجلة في هذه الصناعة سوف تحقق مكاسب مجزية، وذلك بسبب ارتفاع أسعار أسهمها. ومن ناحية أخرى، إذا كانت صناعة ما تواجه مشاكل خطيرة، فإن الشركات المسجلة في هذه الصناعة سوف تسجل انخفاضاً في أسعار أسهمها. وبشكل عام فإن المستثمر يهدف من التحليل الأساسي للأسهم العادي الإجابة على التساؤلات التالية⁵:

- ما هي الاتجاهات الحالية للاقتصاد ككل؟
- كيف هو أداء الصناعات المختارة؟
- ما هو الأداء الحالي لشركة معينة؟

ويبين الجدول رقم (1-2) التحليل الأساسي على ثلاثة مراحل

جدول (1-2)

الآدوات والتقييمات	الغرض من التحليل	طبيعة التحليل	الحالة أو المرحلة
المؤشرات الاقتصادية القيادية ومؤشرات مختارة بطريقة عشوائية.	لتقييم الوضع الاقتصادي العام محلياً ودولياً.	تحليل الحالة الاقتصادية	الأولى
مؤشرات الأداء، إجمالي العرض والطلب الكلي، المنافسة الداخلية والخارجية، وسياسات الحكومة.	استعراض الأوضاع السايدة في صناعة معينة وفروعها.	تحليل الصناعة	الثانية
تحليل الجوانب غير المالية مثل الترويج، جودة المنتج، الإدارية، صورة الشركة، والموقع، إلخ. تحليل الجوانب المالية مثل ربحية السهم،	تحليل الجوانب المالية وغير المالية للشركة لتحديد ما إذا كان لشراء أو بيع أو الاحتفاظ بأسهم شركة معينة مجيء أم لا.	تحليل الشركة	الثالثة

⁴ Vihar, P. Op.Cit, 2007, p273.

⁵ Vihar, P. Op.Cit, 2007, p273.

المبيعات، الربحية، سجل الأرباح، ونمو الأصول، إلخ.			
---	--	--	--

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على (Preet Vihar)، 2007، ص273.

3- أهداف التحليل الأساسي: يهدف التحليل الأساسي إلى تحقيق ما يلي⁶:

- ❖ توقع اتجاه الاقتصاد الوطني بسبب النشاط الاقتصادي والذي يؤثر بدوره على أرباح الشركات، موافق المستثمر وتوقع أسعار الأوراق المالية في نهاية المطاف.
 - ❖ تقدير التغيرات في أسعار الأسهم من خلال دراسة القوى العاملة في عموم الاقتصاد، فضلاً عن تأثيرات عربية على الصناعات والشركات.
 - ❖ تحديد الوقت المناسب والأوراق المالية المناسبة للاستثمار.
- 4- مراحل التحليل الأساسي: يمر التحليل الأساسي بثلاث مراحل وهي:
- 1- فهم البيئة والتطورات الاقتصادية الكلية (تحليل الظروف الاقتصادية).
 - 2- تحليل آفاق هذه الصناعة التي تتنمي إليها شركة (تحليل الصناعة).
 - 3- تقييم الأداء المتوقع للشركة (تحليل الشركة).

4-1 تحليل الظروف الاقتصادية العامة:

لا تعمل سوق الأوراق المالية في فراغ، فهي جزء لا يتجزأ من الاقتصاد ككل في أي بلد من البلدان، سواء كان ذلك في ظل اقتصاد حر مثل اقتصاد الولايات المتحدة أو في اقتصاد مختلط مثل الاقتصاد السوري. وللحصول على نظرة ثاقبة في تعقيدات سوق الأوراق المالية، يحتاج المرء إلى فهم الوضع الاقتصادي، وأن تكون لديه القدرة على تفسير تأثير المؤشرات الاقتصادية الهامة، التي يمكن دراستها لتقييم الاقتصاد الوطني ككل. وهناك مجموعة من المؤشرات الرئيسية التي يمكن أن تُستخدم للتتبُّؤ بالحالة الاقتصادية. ومن هذه المؤشرات الرئيسية رأس المال الثابت، معدل البطالة، الاستثمار، أرباح الشركات، توفير المال، معدل الائتمان، ومؤشر أسعار الأسهم⁷.

⁷ Vihar, P. Op.Cit, 2007, p275.

ويمثل التحليل الاقتصادي Economic Analysis الخطوة الأولى عند القيام بالتحليل الأساسي من الأعلى إلى الأسفل، وتعتبر هذه الخطوة هامة لأن التغيرات الاقتصادية لها دور كبير في التأثير على أداء الشركة وأداء السوق المالي على حد سواء. لذلك ينبغي قبل التعرض إلى مختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية توضيح مفهوم البيئة الاقتصادية (The economic environment)، وهي تعني مجموعة من العوامل و المتغيرات ذات الطابع الاقتصادي، السياسي و الاجتماعي التي تشكل المحيط الذي تنشط فيه شركة معينة، و يتغير هذا المحيط على أساس الموقع من دورة الأعمال و درجة استقرار كل المتغيرات الكلية داخل و خارج الدولة. كما يمكن تعريف البيئة الاقتصادية على أنها نمط من المخرجات و النمو الاقتصادي المتغير، أي فترة من النمو السريع يعقبها فترة من النمو البطيء أو حتى الركود، ينكمش خلالها الاقتصاد.⁸.

Fiscal Policy Expenditure (الإنفاق الحكومي) Government.

وتُعرف السياسة المالية على أنها: مجموعة من الوسائل والتدابير التي تتخذها الدولة استناداً لحالة النشاط الاقتصادي مستخدمة كافة الوسائل المالية الهامة للتأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية بهدف زيادة معدل النمو الاقتصادي⁹.

وبالإضافة للسياسة النقدية فإن السياسة المالية يمكن أن يكون لها تأثير هام في أسواق الأوراق المالية. وتشمل السياسة المالية إدارة الضرائب والنفقات العامة والمديونية بواسطة الحكومة، وعلى غرار السياسة النقدية فإن السياسة المالية يمكن أن تستخدم في تحقيق الأهداف الاقتصادية المتمثلة في تحقيق استقرار الأسعار والتوظيف الكامل و النمو الاقتصادي¹⁰.

وإن أسعار الأوراق المالية ليست بمعزل عن السياسة المالية، فإن أي توقع بتغير ما في السياسة المالية يدفع المستثمر إلى اتخاذ إجراءات معينة لتحقيق الربح على ضوء هذه التغيرات.

⁸ حماد، طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص85.

⁹ كنعان، علي، الاقتصاد المالي، منشورات جامعة دمشق، 2008-2009، ص307.

¹⁰ حماد، طارق عبد العال، مرجع سبق ذكره، 2006، ص99.

2-1-4 السياسة النقدية :The Monetary Policy

أولاً: مفهوم السياسة النقدية:

تعددت التعريفات حول مفهوم السياسة النقدية من مدرسة إلى أخرى و كيفية تحديد موقعها من السياسة الاقتصادية ذلك لأن لها دور فعال ومحرك للدورة المالية و تنظيم الكتلة النقدية، و لعل من أهم الرواد الذين تناولوا هذا الفكر الاقتصادي الأمريكي كينز.

وتُعرف السياسة النقدية أيضاً بأنها: مجموعة الإجراءات التي يستخدمها البنك المركزي بغضون التأثير على العرض النقدي بطريقة ما للوصول إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية¹¹.

وأيضاً يمكن تعريف السياسة النقدية على أنها: إحدى الأدوات التي يستخدمها البنك المركزي لضبط المال والثبات في اقتصاد البلد من خلال التحكم بأسعار الفائدة¹². كما هو مقرر في أدبيات الاقتصاد أن للسياسة النقدية التقليدية - وهذا تميزاً لها عن سياسة استهداف التضخم كإطار حديث في إدارة السياسة النقدية - قنوات إبلاغ وهي عبارة عن طرق يمكن من خلالها للسلطات النقدية استخدام أدواتها غير المباشرة أو المباشرة عبرها، للتأثير على الأهداف النهائية وذلك من خلال الأهداف الوسيطة التي يتبعها، فمن خلالها يمكن تحقيق الاستقرار النقدي واستقرار الأسعار وزيادة معدل النمو الاقتصادي¹³.

وتأثير السياسة النقدية على أسعار الأسهم بشكل مباشر وغير مباشر: حيث تتأثر أسعار الأسهم العادي بالطلبات المستقبلية على الناتج الاقتصادي، فإن التحولات (التغيرات) في السياسة النقدية تأثير على الأسعار في السوق المالية. لذلك فإن شروط السياسة النقدية تؤثر على سلوك عوائد أسواق المال (الأسهم)، حيث تلعب هذه الأسواق دوراً مهماً ومتزايداً في تنفيذ السياسة النقدية¹⁴. أما التأثير غير المباشر للسياسة النقدية على أسعار الأوراق المالية فهو ناتج عن

¹¹ مندور، أحمد محمد ، مقدمة في النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، مصر، 2003-2004، ص 224.

¹² Cecchetti, G. S & . Schoenholtz, K. L . Money, Banking, and Financial Markets, 4 ed, 2015, p396.

¹³ كتعان، علي، مرجع سبق ذكره، 2008-2009، ص 385.

¹⁴ Sourial, M . S . Monetary Policy and Its Impact on the Stock Market: the Egyptian Case, Working paper, Cairo University, 2000, p4.

تأثير السياسة النقدية على قدرة المنشأة على تحقيق الأرباح. ونظرًا لأن كل أصل يجب أن يتم تمويله من مصدر تمويل معين، فإن أي تغيير في السياسة النقدية يؤثر على تكلفة تمويل المنشأة، وبالتالي يزيد التشديد في منح الائتمان من تكلفة التمويل ويؤدي لانخفاض الأرباح، كما تعكس الزيادة في تكلفة الائتمان على الأسعار التي تحددها المنشأة لمنتجاتها، وهو ما يمكن أن يقلل من الطلب على إنتاج المنشأة الذي يؤدي بدوره إلى زيادة التكلفة التمويلية وبالتالي هبوط الأرباح¹⁵. وإذا كان موضوع السياسة النقدية هو العرض النقدي أي النقود القانونية داخل وخارج النظام المصرفي بما فيها المدخرات والأموال المعدة للاستثمار فهو دليل على وجود ارتباط وطيد بين اتجاهات هذه السياسة وحركة أسعار الأسهم. ففي دراسة فريدمان وشوارتز (Friedman & Schwartz, 1963)، كشفت عن وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود ومستوى النشاط الاقتصادي، بمعنى أن زيادة المعروض من النقود يتبعها تحسن في مستوى أداء الاقتصاد¹⁶. وذلك للأسباب التالية:

1- زيادة الكمية النقدية المعروضة تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة على القروض (في حال ثبات الطلب على القروض).

2- انخفاض سعر الفائدة يعني انخفاض تكلفة الحصول على الأموال وهو ما يشجع الاستثمار وبالتالي يرتفع مستوى الإنتاج وتنخفض معدلات البطالة.

3- وجود دخول إضافية في الاقتصاد يؤدي إلى ارتفاع الطلب وبالتالي زيادة أرباح الشركات.

و وبالتالي يمكن توقع ارتفاع أسعار الأسهم بسبب زيادة احتمالات قيام الشركات بتوزيع الأرباح، ولكن هذا التحليل يغفل جانباً مهماً جداً وهو أن زيادة المعروض من النقود عادة ما ينتج عنه حدوث تضخم وهو ما يؤدي بالأفراد إلى المطالبة بزيادة العائد على حقوق الملكية، وتكون العوائد الأعلى ممكنة في حالة هبوط أسعار الأسهم. وهكذا فإن هناك ضغطاً من مصدرين يدفع أسعار الأسهم للانخفاض و من المحتمل أن يؤدي ارتفاع أسعار

¹⁵ حماد، طارق عبد العال، مرجع سابق ذكره، 2006، ص.93.

¹⁶ هندي، منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشآت المعارف، الإسكندرية، 1999 ، ص.291.

الفائدة إلى مكاسب أقل وإلى معدلات عائد مطلوبة أعلى، وهذا العنصران يخفضان أسعار الأوراق المالية¹⁷.

أما المصدر الثاني لتأثير السياسة النقدية فهو عمليات السوق المفتوحة، ويقصد بعمليات السوق المفتوحة تلك العمليات التي يتعامل فيها البنك المركزي مع السندات الحكومية والأوراق المالية والتجارية فيدخل بائعاً لما لديه من الأصول في السوق النقدية والمالية إذا أراد أن يحقق انكماساً في كمية النقود، ويرجع ذلك إلى أن آتمان هذه الأصول يحصل عليها البنك المركزي من المشترين في صورة نقود ورقية والعكس صحيح، إذ يتدخل البنك المركزي مشترياً لهذه الأصول في السوق النقدية والمالية إذا أرد أن يحقق توسيعاً في كمية النقود القانونية المتداولة. وعندما يشتري البنك المركزي أو يبيع الأوراق المالية في الأسواق المالية الأولية، فإنه يشارك في عمليات السوق المفتوحة. ومشتريات السوق المفتوحة ومبيعاتها لها تأثير واضح على الميزانية العمومية للبنك المركزي¹⁸. و بالتالي فالهدف من وراء هذه السياسة هو التأثير على المعروض من النقود في الاقتصاد، إلا أن شراء وبيع الأوراق المالية يحدث الآثار التالية:

- إن دخول البنك المركزي إلى السوق مشترياً للأوراق المالية الحكومية يؤدي إلى رفع الأسعار وبذلك تتحفظ العوائد الناتجة عن هذه الفئة من الأوراق المالية، وهذا بدوره يؤدي إلى تحول المستثمرين نحو شراء الأوراق المالية للشركات فترتفع أسعارها وتتحفظ عوائدها بالتباعية. و يحدث العكس عندما يتدخل البنك المركزي لبيع الأوراق المالية الحكومية، حيث يزيد المعروض منها وتتحفظ أسعارها فترتفع العوائد، و يتحول المستثمون من شراء الأوراق المالية للشركات إلى شراء الأوراق المالية الحكومية، فتحفظ أيضاً أسعار هذه الفئة من الأوراق المالية وترتفع عوائدها¹⁹.

:(Fiscal policy) 3-1-4 السياسة الضريبية

¹⁷ حماد، طارق عبد العال، مرجع سابق ذكره، 2006، ص.93.

¹⁸ Cecchetti, G. S & . Schoenholtz, K. L. Op.Cit, 2015, p457.

¹⁹ حماد، طارق عبد العال، مرجع سابق ذكره، 2006، ص.92-93.

توجد عدة تعاريف للضريبة بمفهومها التقليدي والحديث فتعرف الضريبة على أنها "فرضية إلزامية يلتزم المكلف بأدائها للدولة تبعاً لمقدرته على الدفع بغض النظر عن المنافع التي تعود عليه من وراء الخدمات التي تؤديها السلطات العامة".²⁰

وتعرف أيضاً على أنها: "مساهمة نقدية تفرض على المكلفين بها حسب قدراتهم والتي تقوم عن طريق السلطة بتحويل الأموال المحصلة وبشكل نهائي ودون مقابل محدد نحو تحقيق الأهداف المحددة من قبل السلطات العامة".²¹ ومنه يمكن القول أن الضريبة هي اقتطاع نفدي إجباري بدون مقابل وبصورة نهائية تقوم به الدولة وفقاً لقواعد قانونية، وهذا الاقتطاع يكون من أموال الأشخاص سواء كانوا طبيعيين أو معنويين، ويتم هذا الاقتطاع وفق مقدراتهم من أجل تحقيق المنفعة العامة.

و تعتبر الضرائب من أهم مصادر أموال الحكومات وهي في نفس الوقت أداة أساسية لتحقيق الأهداف الاقتصادية للدولة:

- للضرائب تأثير مزدوج على أسعار الأسهم، فالضرائب على أرباح الشركات تحدث تأثيراً في اتجاه معين كما أن الضرائب على دخول الأفراد لها تأثير آخر على أسعار الأسهم. فإذا ما لجأت الحكومة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح كافة المنتجات فهذا من شأنه أن يترك أثراً إيجابياً على أرباحها الصافية وهو ما ينتج عنه بالتبعية ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة. وفي المقابل فإن زيادة معدل الضرائب على أرباح الشركات تقلل من أرباحها الصافية و بالتالي على قدرتها على إجراء توزيعات على حملة الأسهم، و لهذا انعكاس سلبي على أسعارها، وهي الحالة حيث يكون التغير في معدل الضريبة عاماً يمس كل الشركات على حد سواء، أما الحالة الثانية فهي قيام الحكومة بإتباع سياسة الإعفاءات الضريبية التي تمس قطاعات معينة أو شركات معينة تزيد الحكومة تشجيعها لأنها تنشط في قطاعات حساسة أو تخدم السياسة العامة للحكومة أو بسبب موقعها الجغرافي. و يمكن للمحل الأساسي كشف هذه الشركات التي تكون

²⁰ فوزي، عبد المنعم، المالية العامة و السياسات المالية، دارة النهضة العربية، بيروت، 1998، ص.88.

²¹ Pierre beltrame, la fiscalité En France, 6ème édition, hachette livre, paris, 1998, p182.

أكثر قدرة على إجراء توزيعات للأرباح من جهة و تحقيق معدلات نمو مرتفعة عند احتياز الأرباح من أجل إعادة استثمارها، فأسهم هذه الشركات تكون مقيمة في السوق بأقل من قيمتها الحقيقية و شرائها يعد استثماراً جيداً لأن أسعارها يتوقع لها الارتفاع في المستقبل.

- إن تخفيض الضرائب على الأرباح يعني تقليص الموارد المالية للحكومة و بذلك

تلجأ من أجل تغطية هذا العجز إلى المصادر التالية:

- 1 - إصدار أوراق مالية حكومية.

- 2 - البنوك التجارية.

- 3 - البنك المركزي (سياسة التمويل بالعجز).

و يعتبر تأثير كل مصدر من هذه المصادر مزدوجاً وذلك للأسباب التالية:

- 1 - إن لجوء الحكومة إلى إصدار أوراق مالية لتمويل العجز في ميزانيتها الناتج عن تخفيض معدلات الضريبة تؤدي إلى منافسة الأوراق المالية الأخرى المتداولة في السوق المالي على أموال المدخرين، و بذلك ينخفض الطلب على الأسهم و تختفي أسعارها.

- 2 - يكون للاقتراض من البنوك التجارية أثراً مماثلاً حيث أن الحكومة تنافس الأفراد والشركات في الحصول على قروض من البنوك، و بذلك ترتفع تكلفة الاقتراض و تختفي بالتبنيه أسعار الأوراق المالية للأسباب التالية:

- أ- ارتفاع أسعار الفائدة يخفض من أرباح الشركات و يؤثر سلباً على أسعار الأوراق المالية.

- ب- إن ارتفاع أسعار الفائدة على القروض يشجع البنوك التجارية على رفع أسعار الفائدة على الودائع لتشجيع المدخرين على توجيه فوائضهم المالية نحو البنوك و بالتالي تقل المدخرات الموجهة للسوق المالي و تختفي أسعار الأوراق المالية²².

²² حماد، طارق عبد العال، مرجع سابق ذكره، 2006، ص100-101.

3- أما بالنسبة لقيام البنك المركزي بإصدار النقود القانونية لتغطية العجز في ميزانية الدولة فهو يتسبب في حدوث تضخم نتيجة للفائض النقدي الذي تم ضخه في الاقتصاد دون مقابل حقيقي، المعروف أنه من أهم أثار التضخم تخفيض القيمة الحقيقية للنقد وهذا سيؤدي مبدئياً إلى رفع أسعار الأوراق المالية بسبب زيادة الطلب عليها، لأن المتعاملين يعتبرونها - و خاصة الأسهم - أداة احتياط ضد انخفاض القدرة الشرائية للنقد. لكن على المدى الطويل سيطلب المستثمرون في السوق المالي عوائد أعلى لتغطية أثار التضخم و بذلك ستتلاشى أسعار الأوراق المالية خاصة التي يكون عائدها ثابت مثل السندات، في حين تظهر الأسهم مقاومة أكبر لهذه الضغوط التضخمية. و بذلك فإن تأثير السياسة الضريبية للحكومة يكون كبير على السوق المالي و حركة أسعار الأوراق المالية المتداولة بها. و يمكن أن يكون هذا التأثير مباشرةً أو غير مباشر كما يمكن أن يكون مزدوجاً أو حتى متعاكساً كما هو الحال في حال لجوء الحكومة إلى مصادر أخرى لتمويل العجز في ميزانيتها الذي أحدهاته سياسة تخفيض الضريبة.

و هناك بعض المؤشرات التي تسلط الضوء على الوضع الحالي. و نذكر منها على سبيل المثال مؤشر الناتج القومي الإجمالي، مؤشر الإنتاج الصناعي، أسعار أسواق المال، أسعار الفائدة، وصناديق الاحتياطي لدى البنوك التجارية²³.

يلخص الجدول رقم (2-2) تأثير بعض المؤشرات الاقتصادية في سوق الأسهم.

المؤشر	التأثير الإيجابي	التأثير غير الإيجابي
الناتج القومي الإجمالي	معدل نمو مرتفع	معدل نمو بطيء
معدل التوظيف العام	التوظيف الكامل أو شبه كامل	البطالة والبطالة المقنعة
معدل الادخار المحلي	مرتفع	منخفض
أسعار الفائدة	منخفض	مرتفع
معدلات الضرائب	منخفض	مرتفع
معدل الصرف الأجنبي	مرتفع	منخفض
الميزان التجاري	إيجابي	سلبي

²³ Vihar, P. Op.Cit, 2007, p275.

ميزان المدفوعات	إيجابي	سلبي
تمويل العجز	منخفض	مرتفع
التضخم	منخفض	مرتفع
الإنتاج الزراعي	مرتفع	منخفض
الإنتاج الصناعي	مرتفع	منخفض

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على (Preet Vihar, 2007, ص275).

2-4 تحليل ظروف الصناعة:

وتتضمن المرحلة الثانية من التحليل الأساسي تحليل مفصل لمحددات الصناعة، خصائصها، سجلها الماضي، الوضع الراهن وآفاق المستقبل. والغرض من تحليل الصناعة هو تحديد تلك الصناعات التي من المتوقع أن تحقق نمو في المستقبل، والاستثمار في أسهم شركات مختارة من هذه الصناعات²⁴.

كما نتت ملاحظته فإن للمتغيرات الاقتصادية الكلية أثر كبير على أسعار الأسهم، لكن هذا الأثر سيختلف حسب كل قطاع، نشاط أو صناعة، بمعنى أن الشركات تتأثر بالمتغيرات الكلية بشكل متفاوت وذلك حسب درجة استجابة الصناعات التي تنتمي إليها هذه المتغيرات. فالصناعة التي تعتمد على مادة أولية مستوردة في نشاطها تكون أكثر تأثراً بالتغييرات في أسعار الصرف مقارنة بغيرها من الصناعات، وهكذا تظهر أهمية تحليل ظروف الصناعة بالنسبة للمحلل الأساسي من أجل تحديد القيمة الحقيقة للأسهم.

ويقصد بتحليل الصناعة فحص ودراسة نوع النشاط الذي ينتمي إليه استثمار معين، حيث أن الشركات داخل قطاع ما سوف تتفق في خصائص مشابهة وتتعرض أيضاً لعوامل اقتصادية واجتماعية مشابهة، لذلك فإن كثيراً من الدراسات التي أجريت على الأسهم كاستثمار مالي قد أشارت لمثل هذه الخصائص، وقد لوحظ في هذه الدراسات أن أسهم القطاع الواحد في الصناعة يتأثر على الأقل جزئياً بظروف الصناعة نفسها²⁵.

1-2-4 أهمية تحليل ظروف الصناعة:

²⁴ Vihar, P. Op.Cit, 2007, p276.

²⁵ عبيد، سعيد، الاستثمار (النظرية والتطبيق)، منهج كمي تحليلي، القاهرة، مكتبة عين شمس، 1988، ص422.

يقوم المحلل الأساسي بتحليل ظروف الصناعة ليتمكن من تحديد الفرص الاستثمارية المرجحة وذلك على النحو التالي:

- فهي تمكن المحلل من معرفة ما إذا كان هناك تباين كبير بين العوائد التي تتحققها الصناعات المختلفة داخل الاقتصاد، فإذا كان أداء الصناعات المختلفة متماثل فليس هناك من داعٍ لتحليل الصناعة.

وقد أظهرت الدراسات التي أجريت على أداء الصناعات المختلفة خلال فترة زمنية معينة أنها ظهر فروق واسعة المدى في معدلات عوائدها، وتدل هذه النتائج على أن تحليل ظروف الصناعة مهم جداً وضروري لاكتشاف الاختلاف في الأداء والذي يساعد على تحديد كل من الفرص الجيدة وغير الجيدة أو المرجحة وغير المرجحة²⁶.

وقد مكنت الدراسة التي أجرتها (Latane & Tuttel, 1968) والتي استهدفت الوقوف على التغير في عائد 59 صناعة في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة الممتدة ما بين 1950 و 1968م، من توضيح التباين الكبير بين أداء الصناعات حيث تحسن أداء البعض منها وتضاعف عائدها في بعض الحالات إلى 40 ضعفاً²⁷.

- تحديد مدى تمايز أداء الشركات التي تتبع الصناعة، فإذا ما قدمت الشركات العاملة في صناعة معينة أداء ثابتاً خلال فترة زمنية معينة فإن المستثمرين لن يحتاجوا إلى إجراءات تحليلات على أي شركة داخل الصناعة، وفي هذه الحالة فإن تحليل ظروف الصناعة وحده سوف يكفي²⁸، بعدها يمكن اختيار أي شركة داخل الصناعة الرائدة و بشكل عشوائي. إلا أن عدداً من الباحثين توصلوا من خلال دراساتهم إلى وجود تباين كبير بين أرباح الشركات التي تتبع الصناعة وأعادوا ذلك إلى الظروف الخاصة بكل شركة و منها أعمال (French, 1989, p.395) و (Beilly, 1985, p.238).

3-4 تحليل الشركة :Company Analysis

²⁶ حماد، طارق عبد العال، مرجع سبق ذكره، 2006، ص122.

²⁷ هندي، منير إبراهيم، مرجع سبق ذكره، 1999، ص316.

²⁸ حماد، طارق عبد العال، مرجع سبق ذكره، 2006، ص123.

على الرغم من أن صناعة معينة قد تكون في حالة ازدهار، فإن بعض الشركات التي تتنمي لهذه الصناعة قد لا تكون في وضعية جيدة. ومن ناحية أخرى، فمن المحتمل جداً أن عدد قليل من الشركات المدرجة في صناعة معينة قد لا تواجه الصعوبات نفسها التي تتعرض لها الصناعة المدرجة ضمنها هذه الشركات. وبالتالي، فإن اختيار الشركات الفردية للاستثمار على أساس أداء الصناعة هو صعب جداً.²⁹

وتتص楚 الفرضية الأساسية للتحليل الأساسي أن سعر السهم للشركة يتتأثر بصفة أساسية بأداء الشركة. فبعد الكشف عن الصناعات ذات الجاذبية للاستثمار في أسهمها، فإن المحل المالي يقيّم الأوضاع والمراكم المالية لهذه الشركات التي تتنمي إلى كل من هذه الصناعات. فأي تغيرات متوقعة في أرباح الشركة لها تأثير على توزيعات وسعر السهم، فإذا كان من المتوقع أن تكون ربحية السهم أكبر من التوقعات الخاصة بالسوق - فإننا نجد أن المزيد من المستثمرين لديهم الرغبة في شراء أسهم الشركة مما يؤدي إلى رفع السعر إلى الأعلى. والعكس إذا كان من المتوقع انخفاض ربحية السهم إلى مستوى أقل من توقعات السوق - فإن المستثمرين سوف يعرضون أسهم الشركة للبيع مما يؤدي إلى انخفاض السعر. ويبيّن الجدول رقم (3-2) الإطار العام للتحليل غير المالي للشركات.

جدول رقم (3-2)

استعراض الأسئلة	الجواب
كم عمر الشركة؟ من هم المروجين؟ هل تدار الشركة باحتراف من قبل الإدارة؟ ما هي الصورة العامة وسمعة الشركة؟ من هم المروجين لها وما هي منتجاتها؟	التاريخ، المروجين، والإدارة.
هل تستخدم الشركة التكنولوجيا ذات الصلة؟ هل هناك أي اشتراك أجنبي؟ أين موقع وحدة الإنتاج؟ هل مراافق الإنتاج متوازنة؟ هل الحجم الاقتصادي صحيح؟ ما هي اتجاهات الإنتاج؟ ما مدى توافر المواد الخام؟ هل عملية السيطرة مكتففة؟ هل هناك	التكنولوجيا، التجهيزات، والإنتاج

²⁹ Vihar, P. Op.Cit, 2007, p280.

ترتيبات كافية من أجل السيطرة؟	
ما هي مجموعة منتجات الشركة؟ كيف تكون شبكة التوزيع والتسويق فعالة؟ ما هي صورة العلامة التجارية للمنتجات؟ ما هي الحصة السوقية التي تتمتع بها المنتجات في قطاعات ذات الصلة؟ ما هي آثار وتكليف ترويج المبيعات والتوزيع؟	نطاق الإنتاج والتسويق والبيع والتوزيع.
ما مدى أهمية عنصر العمل؟ ما هو وضع العمل بشكل عام؟	العلاقات الصناعية، الإنتاجية وطاقم العاملين.
هل هناك أي ضوابط قانونية على الإنتاج، السعر، التوزيع، المواد، وما إلى ذلك؟ هل هناك أي عائق قانوني كبير؟ ما هي السياسات على الصناعة (المحلية وكذلك ذات الصلة للواردات وال الصادرات من المنتجات النهائية والمواد الخام)؟	البيئة الحكومية الأولية.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على (Preet Vihar)، 2007 ، ص281.

وهناك نوعان من المكونات الرئيسية لتحليل الشركة: التحليل المالي والتحليل غير المالي. ويحاول المحلل الجيد إعطاء توازن إلى كل جانب من هذا الجوانب. وإن التركيز المفرط قد يؤدي إلى تحليل مشوه. وإن الجوانب غير المالية العديدة للشركة يجب أن يتم تقييمها من قبل المستثمرين، ويجب على المستثمر أن يأخذ انتباعاً عن نوعية عمل الشركة، حيث يمكن جمع هذه المعلومات من مصادر مختلفة مثل نشرة البورصة، والتقارير السنوية للشركة، الصحف والتقارير المجلات، إلخ. وهناك أداة مفيدة جداً لتحليل الشركة هو تحليل SWOT الذي يدرس نقاط القوة، نقاط الضعف والفرص والتهديدات في السياق المحدد للشركة³⁰.

ويبين تحليل الشركة على نوعين من العوامل³¹:

أـ عوامل كمية ممثلة في البيانات والمعلومات المحاسبية التي تنشرها الشركة في قوائمها المالية مثل قائمة الدخل والمركز المالي وذلك في ضوء خلفيات تحليل الاقتصاد والصناعة.

³⁰ Vihar, P. Op.Cit, 2007., p280-281.

³¹ العربي، عصام فهد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، 2008، دار الرضا للنشر، دمشق، ص140.

بـ- عوامل نوعية منها طبيعة النشاط، طبيعة ونوعية إدارتها والقدرة النسبية للشركة داخل الصناعة.

وتتعدد الأساليب المستخدمة في تحليل الشركة ومنها ما يلي³²:

1. النماذج الاحتمالية: حيث تم دراسة درجة حساسية الاستثمار للمتغيرات الاقتصادية ذات الأهمية.

2. نماذج الاقتصاد القياسي: وهي تساعد على إمكانية تقدير بعض المتغيرات في المستقبل على أساس علاقتها بمتغيرات أخرى وتفيد في القياس الكمي وتقدير المخاطر والعديد من المتغيرات مثل حجم الاستهلاك المتوقع ومعدلات التضخم.

3. تحليل المدخلات والمخرجات: ويفيد هذا التحليل في حالات تداخلات وتأثيرات الصناعة أو القطاعات المختلفة وذلك في حالة ما إذا كانت مخرجات إحدى الشركات مدخلات لشركة أو شركات أخرى.

4. تحليل القوائم المالية: حيث يفيد هذا التحليل في التعرف على النماذج والسياسات التي تتبعها الشركة، ويتم ذلك باستخدام المؤشرات أو النسب.

1-3-4 معايير تصنيف الشركات

تصنف الشركات على أساس معايير متعددة أهمها:

1-نشاط الشركة: تعتبر معرفة نشاط الشركة محدداً أساسياً لشراء أسهمها، لذلك يهتم المحل الأساسي بالتعرف على منتجات الشركة والزبائن المستهدفون بهذه المنتجات، ثم يقوم بدراسة المنتجات البديلة والتي يمكن أن تشكل منافستها خطراً كبيراً على مبيعات الشركة. كما يجب دراسة الموردين وقدرتهم على رفع سعر المواد الأولية أو تعطيل حركة الإنتاج، وبذلك تتعرض الشركة إلى مخاطر التأخر في الاستجابة للطلب وتفقد زبائنها لصالح شركات أخرى منافسة. وفي الأخير من المفيد جداً دراسة العلاقة بين النشاط الحالي للشركة والدورة الاقتصادية ومدى مرؤنة أصول الشركة وقدرتها

³² محمد، ثناء عطيه فراج، تطوير فعالية المعلومات المحاسبية لخدمة قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية التجارة، 1991، ص 66-70.

على تغيير نشاطها في حالة تعرضها لأزمات. كما أن دراسة نشاط الشركة عملية دقيقة جداً وقد تكون معقدة ومكلفة عندما يتعلق الأمر بالشركات الكبرى أو المتعددة الجنسيات، لأن التعرف على كل الإمكانيات المتاحة والأفاق المستقبلية وتحديد المخاطر المرافقة لهذا النشاط يكاد يكون مستحيلاً كما أنه مكلف جداً، على الرغم من أهميته الكبرى في اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح .

2- حجم الشركة: شجع الاقتصاد المعاصر وعولمة التبادلات الدولية تقارب الشركات، كما نتج عن هذا التقارب ظهور شركات عاملة دولية. ويكون متوسط أداء هذه الشركات قريب من متوسط أداء السوق كما أنها تمنح مستويات أعلى من الأمان³³، وعلى الرغم من ذلك فإنها تتعرض لأنواع معينة من المخاطر لا تتعرض لها الشركات ذات الحجم المتوسط، ومن هنا تظهر أهمية دراسة حجم الشركة بالنسبة للمحل الأساسي لأنها عامل أساسي في التعرف على المخاطر المرتبطة بكل ورقة مالية.

3- خصائص الإدارة: يمكن للمستثمر أن يقيم مدى كفاءة وخصائص ونوعية الإدارة من خلال النظر إلى أداء الشركة في الماضي والاطلاع على الجرائد المتخصصة بتقييم الكفاءات الإدارية. فمن المفترض أن الشركة التي يديرها مدیرون أكفاء سوف تتحقق المزيد من النجاح وسوف تحقق الأهداف المخططية سواء بالنسبة للمبيعات أو الأرباح مقارنة بالشركات ذات الإدارة السيئة³⁴.

4- المواد الأولية: عدد كبير من الشركات تستهلك مواد أولية في العملية الإنتاجية لذلك فإن التغيرات في أسعار هذه المواد تؤثر بشكل أو بآخر على حركة أسعار أسهم هذه الشركات، والبعض من هذه الشركات مرتبطة ارتباطاً كبيراً بمواد الأولية كما هو الحال بالنسبة لمنتجي مواد معينة مثل الورق والذهب والبترول، لذلك فحركة الأسعار في البورصة مرتبطة ارتباطاً كبيراً بتطور أسعار هذه المنتجات، غير أن التغير في أسعار المادة الأولية ليس دائماً ذا تأثير سلبي للشركة لأن الانخفاض في الأسعار

³³ Vialles, Rodolphe, Savoir investir en bourse avec internet, 2ème édition, Vuibert, paris, 2005, p105.

³⁴ حفي، عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص262 .

يساعد هذه الشركات على تحصيل أرباح أكبر بسبب انخفاض التكالفة، وفي حال بقاء أسعار المنتجات النهائية على حالها يرتفع هامش الربح³⁵.

5- تقييم الأوراق المالية:

ينتج عن كل نوع من الأوراق المالية تدفق نقدی معین من التدفقات النقدية المتوقعة للمستثمرين. و يتم قياس التدفق النقدی للأوراق المالية على أنها القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة لها.

5-1 تأثير المعلومات على تقييم المستثمرين: حيث يمكن محاولة تقدير التدفقات النقدية المستقبلية التي سيحصلون عليها من خلال الحصول على المعلومات التي قد تؤثر على التدفقات النقدية للأسهم في المستقبل. وتتضح عملية التقييم كما هو مبين في الشكل رقم (2-1) ويمكن للمستثمرين استخدام المعلومات بطرق مختلفة. وبالتالي، فإنها قد تستمد التقييمات المختلفة للأوراق المالية على أساس المعلومات المتاحة لهم، وبعض المستثمرين يعتمدون في الغالب على المعلومات الاقتصادية أو الصناعية لتقييم الأوراق المالية، في حين أن آخرين يعتمدون أكثر على نشر آراء حول إدارة الشركة³⁶.

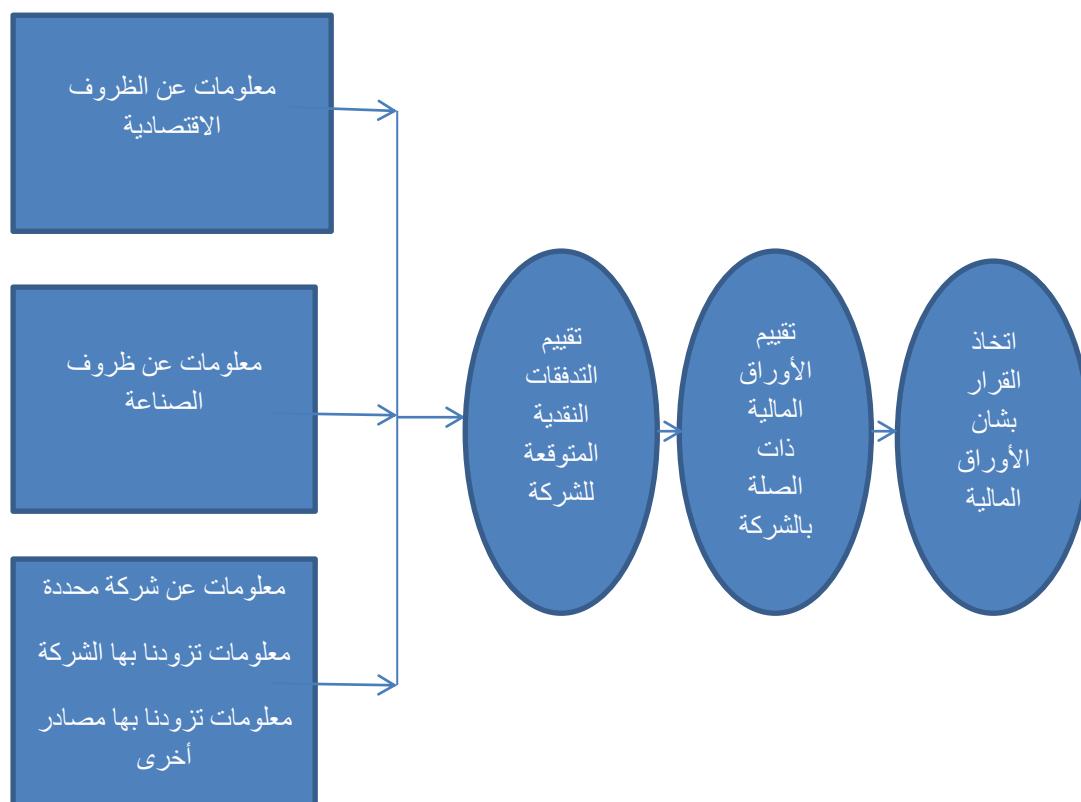
فعندما يحصل المستثمرون على معلومات جديدة عن الأوراق المالية والتي تشير بوضوح إلى احتمال تدفقات نقية أعلى أو أقل من المتوقع، يقومون بإعادة النظر في تقييماتهم للارتفاع في قيم الأوراق المالية. ونتيجة لذلك، فإن السعر السائد للأوراق المالية في السوق الثانوية سيتغير استجابة للتغيرات في العرض والطلب. وبالتالي فإن الطلب على الأوراق المالية يزيد، وحيث يقوم المستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية سابقاً بزيادة المعروض من الأوراق المالية المباعة لتعويض النقصان في الطلب، وبالتالي فإن السعر السوفي للأوراق المالية يرتفع إلى مستوى توازن جديد. وعلى العكس من ذلك، عندما يحصل المستثمرون على معلومات غير موافية، فإنها تقلل من التدفقات النقدية المتوقعة أو زيادة معدل الخصم المستخدم في

³⁵ Vialles, Op.Cit, 2005,p106.

³⁶ Madura, J. Financial Markets and Institutions, 10th Edition, 2012, p7.

التقييم. حيث تتم مراجعة التقييمات لمعرفة الهبوط في أسعار الأوراق المالية، مما يؤدي إلى تحولات في ظروف الطلب والعرض في السوق الثانوية، وانخفاض في سعر التوازن³⁷.

يبين الشكل رقم (1-2) استخدام المعلومات لاتخاذ القرارات الاستثمارية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على (Jeff Madura)، 2012، ص.8.

٥-٢ تأثير الإنترن트 على تقييم الأوراق المالية: يمكن للإنترنرت أن يحسن من تقييم الأوراق المالية من خلال عدة طرق. و يمكن للمستثمرين معرفة أسعار الأوراق المالية في أي لحظة عن طريق الإنترنرت. فبالنسبة لبعض الأوراق المالية يمكن للمستثمرين متابعة السلسلة الفعلية للمعاملات التي تتم عليها، وذلك لأن الشركات المصدرة لهذه الأوراق المالية تزود المستثمرين بكل معلومات جديدة عبر الإنترنرت، وبالتالي يمكن أن يتم تسعير الأوراق المالية بشكل أكثر دقة. وعلاوة على ذلك، يمكن تقديم الطلبات لشراء

³⁷ Madura, J. Op.Cit, 10th Edition, 2012, p7.

أو بيع العديد من أنواع الأوراق المالية من خلال الإنترن特، الأمر الذي يُسرع من عملية تعديل أسعار الأوراق المالية بناءً على المعلومات الجديدة³⁸.

5-3 أثر التمويل السلوكي على تقييم الأوراق المالية: في بعض الحالات، قد تكون الأوراق المالية مقومة بسعرها الحقيقي بسبب مشاركة علم النفس في صنع القرار. والتمويل السلوكي هو تطبيق علم النفس في اتخاذ القرارات المالية³⁹، ويقدم سبباً لماذا الأسواق ليست فعالة دائماً.

مثال: تسبب تقرير إيجابي عن أرباح شركة لوكا في زيادة الطلب على أسهم هذه الشركة. مما أدى إلى ارتفاع سعر السهم بنسبة 2%， وذلك تعديلاً في سعر السهم الذي تبرره المعلومات الجديدة. كما ذكرت وسائل الإعلام الأخرى نفس الأخبار الإيجابية، إلا أن الطلب المستثمرين على أسهم لوكا قد ازداد مرة أخرى، مما تسبب في ارتفاع سعر السهم إلى 4%. وفي اليوم التالي كان هناك مزيد من وسائل الإعلام التي تتحدث عن مدى أداء أسهم شركة لوكا، الأمر الذي أدى إلى زيادة أخرى في الطلب، مما أدى إلى ارتفاع سعر السهم 3 في المئة مرة أخرى. وبالتالي، ارتفع سعر السهم أكثر بكثير من سعره الحقيقي وكان مبرر ذلك أن بعض المستثمرين اعتمدوا في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية على وسائل الإعلام بدلاً من التركيز على المعلومات الحقيقة. وأن سعر السهم بمجرد أن هدأت الضجة الإعلامية عاد لسعره الحقيقي، ولكن النقطة المهمة هي أن السهم كان سعره مؤقتاً بشكل غير صحيح نتيجة لسلوك دوافع نفسية للمستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

وبالتالي فإن ظروفاً مختلفة يمكن أن تؤثر على نفسية المستثمرين. ونتيجة لذلك، يمكن للتمويل السلوكي في بعض الأحيان أن يفسر تحركات سعر ورقة مالية أو حتى سوق الأسهم بأكمله.

³⁸ Madura, J. 10th Edition, 2012, p8.

³⁹ Madura, J . 10th Edition, 2012, p8.

المبحث الثاني: التحليل الفني

تمهيد:

يصبح الاستثمار في الأوراق المالية ميسراً إذا تمكن المستثمر من إيجاد طريقة تدلّه على أنساب توقيت للقيام بعمليات الشراء أو البيع. واعتماداً على هذه الفكرة فإن التحليل الفني لا يهتم بجمع البيانات عن وضعية الشركات والصناعات والمعلومات العامة عن الظروف الاقتصادية ثم تحليلها من أجل معرفة القيمة الحقيقية للسهم كما هو الحال بالنسبة للتحليل الأساسي، بل إنه يرتكز على تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي وتحديد نمط لهذه الحركة يمكن للمستثمر بواسطته التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للأسعار اعتماداً على الصورة التاريخية للماضي.

ويواجه هذا الأسلوب من التحليل، انتقاداً حاداً من قبل العاملين في السوق والمستثمرين⁴⁰. ويعتقد المحلل الفني أن أهمية أكبر يجب أن تعطى للجوانب الفنية للسوق مثل الأسعار، تعديلات السعر، وحجم التداول. وهذا التحليل من منظور المحلل الفني يكون على المدى القصير. ويتبع المحللون الفنيون الرسومات البيانية لأسعار الأسهم وتفسيرها في سياق الميزات الفنية المختلفة للسوق ككل⁴¹. ويستند التحليل الفني فقط على البيانات التي تم إنشاؤها من قبل السوق وتصرفات الناس في السوق⁴². كما يركز المحلل الفني على الرسوم البيانية لحركة الأسعار، والتغيرات في المؤشر والحركات ذات الصلة مثل المتوسطات المتحركة وحجم التداول⁴³.

كما ذكر آنفًا، يستند التحليل الفني فقط على البيانات التي تم إنشاؤها من قبل السوق وتصرفات الناس في السوق. لأنه يقوم على فرضية أن الناس سوف يعملون بطريق مشابهة عند مواجهة ظروف مماثلة. ولكن يجب أن تكون أكثر واقعية، وهو أداة تستخدم لاتخاذ قرارات الاستثمار.

⁴⁰ Vihar, P . financial Markets, first Edition, part-1, 2007, p274.

⁴¹ Vihar, P. Op.Cit, 2007, p274.

⁴² Madura, J. Financial Markets and Institutions, 10th Edition, 2012, p13.

⁴³ Davidson, A . How the Global Financial Markets Really Work, 2009, P224.

كما أنه يساعد على تقييم المخاطر والعوائد. ويمكن أن يساعد المستثمرين على تحصيص مواردهم بين الأسهم والقطاعات وفئات الأصول⁴⁴.

وما يحاول التحليل الفني القيام به هو تقييم احتمال أن الأسعار تتحرك في اتجاه واحد حتى نتمكن من اتخاذ الإجراءات اللازمة⁴⁵.

فالدخل الفني للاستثمار هو بالضرورة انعكاس لفكرة أن أسواق الأوراق المالية تتحرك في اتجاهات تتحدد بواسطة الميول المتغيرة للمستثمرين تجاه القوة المت荡عة من اقتصادية إلى نقدية وسياسية ونفسية⁴⁶.

1-تعريف التحليل الفني:

تكشف الدراسة التاريخية لاتجاه الأسعار في السوق المالي بعض الخصائص التي تسبق نقاط أعلى ارتفاعات أو أدنى هبوط للأسعار، وبتحديد هذه البوادر التي تسبق التغيرات الكبرى في اتجاه الأسعار يتمكن المحلل الفني من إتباع السياسة المناسبة لكل وضعية بالشكل الذي يمكنه من الحصول على أكبر عائد ممكن. فالتحليل الفني حسب جون مورفي (John Murphy)، هو الدراسة لتطور سوق مالي معين المبنية أساساً على الرسومات البيانية وذلك بهدف التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية⁴⁷. وهذا يعني أن التغير في مستوى أسعار الأسهم في السوق يمكن التنبؤ به، وأن الأسعار لا تتحرك بشكل عشوائي حسب ما تنص عليه فروض كفاءة الأسواق. و هكذا يقوم المحلل الفني بجمع البيانات التاريخية عن حركة أسعار الأسهم في السوق ثم يعمل على صبها في جداول، ثم يقوم على أساسها بوضع رسوماً بيانية (Charts)، تمكنه من متابعة التطور في الاتجاه بشكل أفضل.

وهكذا يمكن تعريف التحليل الفني بأنه استخدام البيانات التي تتولد عن سوق معين لتحليل كل من سوق الأسهم الكلي والأسهم الفردية، وأحياناً يسمى بتحليل السوق أو التحليل الداخلي لأنه يستخدم بيانات السوق نفسه لتقييم الطلب والعرض لأسهم معينة أو السوق بأكمله.

⁴⁴ Madura, J. Op.Cit, 10th Edition, 2012, p16.

⁴⁵ Madura, J. Op.Cit, 10th Edition, 2012, p18.

⁴⁶ حماد، طارق عبد العال، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 296.

⁴⁷ Béchu, Therry, Bertrand, Eric, L'analyse technique pratiques et méthodes, 5PèmeP édition, economico, paris, 2003, p19.

2- مدخل التحليل الفني: يعتبر هذا المدخل من بين الأدوات التي تستعمل في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية. إذ يقوم على تتبع حركة الأسعار وأحجام التداول، التي سبق تسجيلها في السوق لاكتشاف سلوك أو نمط تبعه حركة الأسعار، ليتم على أثرها - وفق زمن يعتبر محدداً - اتخاذ القرار المناسب للمستثمر. وعلى هذا الأساس، يمكن تعريف هذا المدخل بأنه: "التحليل الذي يدرس حركة السوق بالاستعانة أساساً بالمنحنى بهدف معرفة (لحظة التقييم)، لتأثير (انعكاس)، الاتجاهات المستقبلية على الأسعار"⁴⁸.

إذاً من خلال ذلك، يسعى أصحاب هذا التحليل إلى دراسة كل مسببات العرض والطلب وكيفية تشكلهما في الماضي لمختلف أسعار الأسهم، من خلال تحليل دوافع قرارات المستثمرين. وبذلك تكون لهؤلاء المحللين صورة عن مسببات حركة الأسعار وعن نمط معين تسلكه، مما قد يتتيح لهم اتخاذ قرارات ذات فائدة لربائدهم تؤدي لتحقيق مكاسب إضافية. ويعتبر التوقيت المناسب لاتخاذ القرار أحد العوامل الهامة والمحددة بالنسبة لهذا المدخل، إذ بمعرفة السلوك الذي تسيير عليه الأسعار، وفي ظل ظهور بوادر سبق وأن شوهد أثرها على الأسعار ستكون هناك فرصة لتحرك الأسعار بنفس السلوك.

ويقوم هذا المدخل على جملة من الافتراضات، تتمثل في ما يلي⁴⁹:

- ❖ تتحدد القيمة السوقية للسهم على أساس قوى السوق، ممثلة في العرض والطلب.
- ❖ تحكم العرض والطلب عوامل متعددة بعضها موضوعي، والبعض الآخر غير موضوعي، حيث أن العوامل الموضوعية نجدها تدخل في نطاق اهتمامات التحليل الأساسي، في حين أن العوامل غير الموضوعية لا تتفق مع التحليل الأساسي. ونذكر منها على سبيل المثال مزاج المستثمرين (الحالة النفسية)، التخمين،...إلخ.

⁴⁸ L.Thiaville, Connaître l'analyse technique : pour comprendre les graphique en bourse, Edition Le journal des finances, Paris,2002,P10.

⁴⁹ أمين، إبراهيم فريد محمد، المعلومات المحاسبية ومدخل تحليل الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة المال والتجارة، العدد 18، ماي، 1984، ص.26.

- ❖ يتيح السوق بصفة آلية ومستمرة وزناً لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب، سواء الموضوعية منها أو غير الموضوعية، ليتم بشكل تلقائي تحديد الأسعار الملائمة.
 - ❖ يأخذ السوق المالي كل العوامل بعين الاعتبار، ويعتبر هذا الفرض أساسي في بناء التحليل الفني، إذ أن كل ما يمكن أن يؤثر على سعر ورقة مالية معينة ينعكس على سعرها في السوق لذلك يجب الاهتمام بتطورات السعر لأنها النتيجة النهائية لكل التأثيرات الأخرى.⁵⁰
 - ❖ باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر، فإن الحالة العامة تقضي بأن أسعار الأسهم تمثل إلى التحرك في اتجاه معين وتستمر لفترة زمنية طويلة.
 - ❖ يرجع التغيير في اتجاه أسعار الأسهم في الأساس إلى التغير في العلاقة بين العرض والطلب، إذ يمكن معرفة أسباب ذلك من خلال تتبع ما يجري داخل السوق نفسه آجالاً أم عاجلاً.
- من خلال ملاحظة هذه الافتراضات نخلص إلى أن التحليل الفني لا يعترف بمبدأ كفاءة السوق المالي، لأنه يعتبر أن حركة الأسعار ليست عشوائية، بل أنها تسير في اتجاهات محددة يمكن التنبؤ بها مستقبلاً من خلال دراسة المعطيات التاريخية.

ولغرض القيام بالتحاليل المرتبطة بدراسة حركة الأسعار في الماضي، يستعمل الفنيون عدة أساليب تمكنهم من ذلك، خاصة منها المتوسط المتحرك والاعتماد على رسم الخرائط . إذ أن هذه الأخيرة نجدها قد ارتبطت بتسمية أصحاب هذا المدخل، فتسمية les chartists تعني مستعملي الخرائط. ومن بين الأساليب المعروفة في مجال التحليل الفني، نجد نظرية "داو" التي تعد أقدم وأشهر أدوات التحليل في هذا المدخل. إذ تنسب النظرية إلى مؤسسها "شارلس هنري داو Charles Henry Dow" والذي ارتبط اسمه بمؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة الذي ساهم في بنائه مع شريكه "إيدي جونز Eddie Jones" ، ومن بين الأسباب التي أدت إلى نجاح هذه النظرية هو تنبؤها بالأزمة المالية التي حدثت في

⁵⁰ Béchu, Therry, Bertrand, Eric . Op.Cit, 2003, p18.

الثلاثينات والتي نجم عنها الكساد العظيم، وقد نشرت جريدة "والستريت" - الذي كان أحد مؤسسيها - في ذلك تحليلًا يقوم على نظرية "داو" أشارت فيه أن فترة السوق الصعودي قد انتهت وقد بدأت فترة السوق الهبوطي، وقد صح ذلك التنبؤ وأخذت أسعار الأسهم في الهبوط فعلاً⁵¹.

كما يعد" رالف نيلسون إيلليوت Ralph Nelson Elliott " من بين السباقين في اعتماد منهج التحليل الفني، إذ نجده في سنوات الثلاثينات قد ذهب بعيداً في تفصيل وصف دورات البورصة أكثر من سابقه (دوا)، وللأهمية التي يتمتع بها أسلوبه في مجال التحليل الفني، نجد بأن هناك نظرية وطرق افترضت باسمه Théorie et méthodes d'Elliot ، فبفضل طريقته في التحليل استطاع أن يتتبأ في سنة - 1935 في وسط الحركة التصحيحية التي عرفتها البورصة (فترة الهبوط الشديد للأسعار التي تتبعها "دوا") - بأن السوق الأمريكي هو في بداية أن يستعيد بقية وبشكل دائم عافيته (ارتفاع الأسعار)⁵².

3- مؤشرات السوق :Market Indicators

تستخدم مجموعة هذه المؤشرات لتحديد اتجاه سوق الأوراق المالية ونذكر منها:

1-3 نظرية داو :Dow Theory

تعتبر هذه النظرية من أقدم الأساليب الفنية للتتبؤ باتجاه أسعار سوق الأوراق المالية وهي التي وضعها "شارلس هنري داو Charles Henry Dow " والذي ارتبط اسمه بمؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة الذي ساهم في بنائه مع شريكه "إيدي جونز Eddie Jones "، ثم قام روبرت ريد (Robert Rhed) في كتابه (Dow Theory) بشرح المبادئ الأساسية لهذه النظرية وذلك عام 1932، وكان أهم ما اعتمد عليه شارل داو في بناء نظريته اعتبار أن أغلب أسعار الأسهم تتحرك في نفس اتجاه حركة السوق ولهذا السبب وضع فكرة المؤشر⁵³.

1-1-3 مبادئ نظرية داو : تعتمد نظرية داو على المبادئ الستة التالية:

⁵¹ هندي، منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص428.

⁵² Thiaville, L . Op.Cit, 2002, p8.

⁵³ Béchu, Therry, Bertrand, Eric . Op.Cit, 2003, p20.

1- السوق(المؤشرات) تأخذ كل العوامل بعين الاعتبار: كل المعلومات المتوفرة في أي وقت تتعكس على اتجاه الأسعار في السوق، لذلك فإن المعطيات التاريخية لحركة أسعار الأسهم تعكس تطورها المستقبلي.

2- توجد 3 أنواع من الحركات السعرية: من خلال ملاحظة السوق المالي يمكن التعرف على ثلث أنواع من الاتجاهات:

1-2 التحرك الأولي أو المبدئي للسعر Primary Price Movements هي تحركات في الأجل الطويل، وهي تتعلق بالقيمة الحقيقية للسهم The Stock Intrinsic Value وقد تكون هذه التحركات صاعدة أو هابطة⁵⁴.

2-2 الحركة الثانوية للسعر Secondary Price Movements: تؤثر هذه الحركة على الاتجاه الأساسي السائد في السوق لمدة تصل من 3 أسابيع إلى عدة أشهر. و يكون هذا التأثير في شكل تعديل للنبض الأساسي للحركة السائدة في السوق بنسبة تتراوح ما بين 33%، 50% أو 60% ونادراً ما تصل إلى 100%⁵⁵.

3-2 الحركة السعرية اليومية: تمتد هذه الحركة من بضع ساعات إلى ثلاثة أسابيع كحد أقصى والملاحظ أن نظرية" داو " لم تخص هذه الحركة بالدراسة، غير أن المحلل الفني مجبر على تتبع هذه التقلبات ووضع إطار لها، كما أن المستثمرين على المدى الطويل لا يهتمون بها على عكس المستثمرين على المدى القصير.

3- مبادئ التراكم والتوزيع: يحدث ذلك عندما يتغير اتجاه مؤشر أو ورقة مالية في مجال ضيق 5% تقريباً وذلك لفترة تصل إلى ثلاثة أسابيع ويعني ذلك أن المستثمرين الكبار يقومون بعمليات شراء كبيرة ويؤكد ذلك انتهاء هذه المرحلة بارتفاع في الاتجاه العام. أما في الحالة المعاكسة، يقوم المستثمرون بالتخلي من الأوراق المالية التي بحوزتهم، ويمتد ذلك لفترة زمنية تنتهي بانخفاض في الاتجاه العام للسوق أو المؤشر وهو ما يعرف بمرحلة التوزيع.

⁵⁴ حنفي، عبد الغفار ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص311.

⁵⁵ Béchu, Therry, Bertrand, Eric . Op.Cit, 2003, p21.

4- الحجم يؤكّد الاتجاه: العلاقة الطبيعية بين الحجم والاتجاه، هي أن الحجم يزيد في فترات الارتفاع وينخفض في فترات النزول.

5- تغييرات الأسعار تحدّد الاتجاه: يتّأكّد الاتجاه الصعودي في السوق عندما تكون القمة (TOP) الحالية أعلى من التي سبقتها وبالعكس يتّأكّد الاتجاه النزولي للسوق إذا كانت النقاط الدنيا (Bottom) المتتالية تقع كل منها في مستوى أدنى من التي سبقتها.

6- مبدأ التكافؤ بين المؤشرات: قام شارل داو ببناء مؤشرين، الأول هو: مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (Dow Jones Industrial average) حيث نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 3 يونيو 1884، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 3 أسهم لشركات صناعية، ثم ارتفع حجمها ليصل إلى 30 سهم عام 1928.⁵⁶

أما المؤشر الثاني فهو خاص بشركات النقل عبر السكة الحديدية (Dow Jones Transportation) أما مبدأ التكافؤ بين المؤشرات فيقوم على أن أي تغيير على أحد المؤشرين يجب أن يؤكّده تغيير مماثل على مستوى المؤشر الثاني، وإلا فإن هذا التغيير لن يؤخذ بعين الاعتبار.

وقد توصلت الدراسات حول مدى مصداقية مؤشر داو جونز في التنبؤ باتجاه السوق إلى النتائج التالية:

- a. يمكن استخدام نظرية داو في التنبؤ بنجاح في اتجاه السوق⁵⁷.
- b. إن نظرية داو ليست دقيقة فيما يتعلق بتحديد إشارات الشراء أو البيع بقدر دقتها في التنبؤ باتجاه السوق⁵⁸.

2-3 مؤشر الحجم Volume والاتساع Breadth

يستخدم الكثير من المحللين للتنبؤ باتجاه السوق في الأجل القصير والمتوسط المؤشرات الآتية:

⁵⁶ هندي، منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعرفة، الإسكندرية، 1999، ص 260.

⁵⁷ Glickstein, David, and Rolf Wubbels : Dow Theory is Alive and Well, Journal of Portfolio Management, Spring 1983, pp. 28-32.

⁵⁸ Wright, Leonard T Principles of investment, 2 d ed, Grid, Inc, Columbus, OH, 1977, PP. 312-317.

▪ حجم التعامل اليومي Daily Volume

▪ مؤشر الاتساع Breadth

1-2-1 حجم التعامل اليومي :Daily Volume

يعتبر المحللين الفنيين أن حجم التعامل اليومي مؤشر للتغير في الأسعار في المستقبل – فإذا ما اتضح أن حجم التعامل اليومي في بورصة نيويورك للأسهم The New York Stock Exchange، ارتفع وكذلك الحال بالنسبة لمؤشرات الأسهم، فهذا دليل أو مؤشر على أن اتجاه السوق تصاعدي – أي وجود عدد كبير من المشترين أكبر من عدد البائعين – وبالمثل إذا كان حجم التعامل على الأسهم متزايد وكذلك الأسعار – فهذا مؤشر على اتجاه السعر إلى الزيادة في المستقبل.

أما في حالة السوق الهابط A bear Market حيث يحدث زيادة في حجم التعامل بينما السعر يتجه نحو الانخفاض بسبب تزايد عمليات البيع. فعمدًا يحدث تدهور في السعر وحجم التعامل، فيعتبر هذا إشارة إلى حد ما على حالة التفاؤل Optimistic Sign نظراً لتردد حملة الأسهم في البيع⁵⁹.

2-2-2 مؤشر الاتساع :Breadth

يعتبر الكثير من المحللين الفنيين أنه يمكن استخدام مؤشر الاتساع لمعرفة درجة القوة أو الضعف في سوق الأوراق المالية بدلالة عدد الأسهم المصدرة والمتداولة. فمن خلال دراسة هذه الأسهم يمكن معرفة تلك التي حدث تطور إيجابي في حجم التعامل اليومي عليها، وتلك التي حدث انخفاض في حجم التعامل اليومي عليها، وتلك التي بقي حجم التعامل عليها دون تغير خلال اليوم.

4- أدوات التحليل الفني: يوفر التحليل الفني للمستثمر عدداً هائلاً من الأدوات والعلاقات والبيانات تساعد على اتخاذ أنساب القرارات الاستثمارية وهي تنقسم إلى قسمين: أدوات التحليل الفني لأسعار السوق وأدوات التحليل الفني لأسعار الورقة.

⁵⁹ حنفي، عبد الغفار، مرجع سابق ذكره، 2005، ص314.

٤-١ أدوات التحليل الفني لأسعار السوق:

ويقصد بها مؤشرات السوق (Market Indicators) وهي أدوات تستعمل لقياس القوة النسبية للسوق كما تُمكِّن من تحديد اتجاه الأسعار الصعودي أو النزولي. وهناك ثلاثة مقاييس: مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين، مقاييس وجهاً النظر المضادة، مقاييس المستثمر المحترف.

٤-١-١ مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين (Investor Sentiment): تعتبر هذه المقاييس مؤشرات عن الاتجاه المستقبلي لحركة أسعار الأسهم وهي تنقسم إلى:

أ - مؤشر بارون (Baron's Confidence Index): حيث يُنشر هذا المقياس أسبوعياً في مجلة بارون ويتم حسابه حسب المعادلة التالية:

$$\text{مؤشر الثقة} = \frac{\text{عائد السندات مرتفعة الجودة}}{\text{عائد السندات متوسطة الجودة}} / \frac{100}{\text{عائد السندات متوسطة الجودة}} \times 100$$

تتراوح قيمة هذا المؤشر بين 85% و 98% وذلك لأن عائد السندات المرتفعة الجودة يكون عادةً أقل من عائد السندات متوسطة الجودة. أما فكرة المؤشر فتقوم على أساس أنه عندما تكون ثقة المستثمرين في السوق كبيرة حينئذ يتوقع أن يزداد الطلب على السندات التي تتخطى على مخاطر أكبر والنتيجة المتوقعة هي ارتفاع القيمة السوقية لتلك السندات وانخفاض عائدها - بالتبعية - ليقترب من عائد السندات مرتفعة الجودة لتقترب نسبة المؤشر من 100%. والعكس يصبح صحيحاً، لو أن ثقة المستثمر في السوق ضعيفة⁶⁰.

ب - مؤشرات المستويات العليا والدنيا (High-Low Index):

حيث يتم من خلال هذا المؤشر مقارنة عدد الأسهم التي بلغ سعرها مستوى مرتفع لم تصل إليه من قبل وذلك حسب المعادلة التالية:

$$\text{مؤشر المستويات العليا والسفلى} = D / (D + D^*)$$

حيث أن:

⁶⁰ هندي، منير إبراهيم، مرجع سبق ذكره، 1999، ص 430-431.

D: تمثل عدد الأسهم التي حققت أسعارها مستوى مرتفع لم تصل له من قبل.

*D: تمثل عدد الأسهم التي انخفضت أسعارها إلى مستوى لم تصل إليه من قبل.

أما قيمة هذا المؤشر فهي تتحصر بين الواحد الصحيح والصفر، وكلما كانت قيمة المؤشر قريباً من الواحد كان هذا دليلاً على أن هناك عدداً كبيراً من الأسهم ارتفعت أسعارها إلى حد لم تصل له من قبل والعكس صحيح فإذا كانت قيمة المؤشر قريباً من الصفر كان هذا دليلاً على أن عدد كبير من الأسهم انخفضت أسعارها إلى حد أدنى لم تصل له من قبل⁶¹.

4-1-2 مقاييس وجهة النظر المضادة (Contrary Opinion): تعتمد وجهة النظر هذه على اعتقاد أن هناك مجموعة من المستثمرين عادةً ما تتخذ قرارات استثمارية خاطئة، خاصة عندما تكون أسعار السوق في طريقها إلى التحول. وتنقاضي الاستراتيجية الناجحة معرفة قرارات هؤلاء المستثمرين، وعلى ضوئها تتخذ قرارات عكسية، ومن أكثر هذه المقاييس شيئاًًا مؤشر توازن الكميات الكسرية.

• مؤشر توازن الكميات الكسرية (Odd-Lot Balance Index) :

مؤشر توازن الكميات الكسرية = مبيعات الكميات الكسرية / مشتريات الكميات الكسرية

ويقصد بالكميات الكسرية صفقات البيع والشراء التي لا تتجاوز الكمية التي تتضمنها 100 سهم، وهي عادة العمليات التي يقوم بها صغار المستثمرين. وإذا كانت النسبة الواحد فهذا يعني أن مبيعات صغار المستثمرين أكبر من مشترياتهم، أما إذا كانت النسبة أقل من الواحد فهذا معناه أن مبيعات صغار المستثمرين أصغر من مشترياتهم. ويترجم المحللون الفنيون ما سبق إلى قاعدة للتعامل الفني حيث أنهم يؤكدون على أن المعدل المرتفع نسبياً يشير إلى موقف تشاومي، ويعتبر هذا إشارة إلى وصول الأسعار للقاع في القريب العاجل، ويصبح على الفنيين أن يتفاعلوا ويبذلوا في شراء الأسهم⁶²، والعكس فانانخفاض هذه النسبة يعني أن المستثمرين الصغار يقومون بعمليات شراء كبيرة وهو دليل على موقف متقابل وبذلك على المحلل الفني أن يبدأ في عملية البيع، وذلك أخذًا بمبدأ وجهة النظر

⁶¹ هندي، منير إبراهيم، مرجع سبق ذكره، 1999، ص432.

⁶² حماد، طارق عبد العال، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص365.

المضادة. وتستمد هذه القواعد قوتها من كون الكميات الكسرية عادة ما يقوم بها صغار المستثمرين، علماً بأن المعلومات المتاحة لهذه الفئة تكون أقل من المعلومات التي يبني عليها المستثمر المحترف قراراته الاستثمارية، فإن هذه القاعدة منطقية وصحيحة، ولكن في الواقع فإن قرارات المستثمرين الصغار ليست خاطئة في أغلبها، إضافة إلى أن التعامل بالكميات الكسرية ليس حكراً على المستثمرين الصغار⁶³.

3-1-4 مقاييس المستثمر المحترف: يسود الاعتقاد بأن الصفقات التي يقوم بها المستثمر المحترف هي الصفقات التي تبرمها المؤسسات المتخصصة في الاستثمار وكبار المالك والمديرين والمتخصصين وهم يعتبرون من المستثمرين الذين يحصلون على معلومات غير متاحة لل العامة بسبب موقعهم داخل هذه الشركات، و هذه معلومات تمكّنهم من الحصول على عوائد كبيرة، لذلك يستحسن تتبع قراراتهم الاستثمارية. ويمكن معرفة اتجاهات قرارات المستثمرين المحترفين اعتماداً على المعادلتين التاليتين:

$$\text{نسبة البيع على المكشوف للمتخصص} = \frac{\text{المبيعات على المكشوف للمتخصص}}{\text{مجموع المبيعات على المكشوف}}$$

$$\text{مؤشرات الكميات الكبيرة} = \frac{\text{عدد الصفقات بأسعار صعودية}}{\text{عدد الصفقات بأسعار صعودية أو نزولية}}$$

تمكن نتائج المتتبع لصفقات المستثمر المحترف من معرفة توقعاتهم بارتفاع أو انخفاض الأسعار وهي بذلك تساعد على اتخاذ قرارات بالنسبة لصغار المستثمرين. و لكن هذه النسب تواجه بعض المشكلات تحد من منفعتها:

- (a) لا تكون هذه النسبة مؤشر طويل الأجل، ذلك لأن طبيعة محفظة المتخصص يجعلها تقتصر على التحركات قصيرة الأجل.
- (b) وجود فرق زمني ينوق الأسبعين يفصل بين حدوث العمليات ونشر بياناتها.

⁶³ French, 1989, p. 378

(C) أصبحت هذه النسبة غريبة جداً في السنوات الأخيرة، ويعود سبب ذلك إلى لجوء المتخصصين للتغطية اتجاهاتهم⁶⁴.

4-2 أدوات التحليل الفني لأسهم المنشأة:

حيث يهدف التحليل الفني هنا تحديد السهم الذي ينبغي شراؤه أو بيعه والتوقيت الملائم لإتمام هذه العملية، ويعتمد في ذلك على دراسة التغير في مستويات الأسعار في السوق، وتحديد نمط هذه التغيرات من خلال الرسومات البيانية، لذلك يعرف الفنيون براسمي الخرائط (Chartist).

ونذكر من أدوات التحليل الفني لأسهم المنشأة ما يلي:

4-2-4 الأنماط والرسوم البيانية (الخرائط): يقوم المحلل الفني بوضع خرائط من أجل تحديد النمط و ذلك عن طريق تتبع مستويات الأسعار خلال فترة زمنية معينة، ثم يصب هذه المعطيات في معلم يخصص محوره الأفقي للزمن، بالأيام أو الأشهر أو حتى السنوات على حسب امتداد الدراسة أما المحور العمودي فهو للأسعار، ثم يرسم المنحنى على أساس النقاط التي تقابل الفترة من الزمن مع السعر الموافق لها.

وتفيد الخرائط كثيراً في نقل المعلومات والمؤشرات التي تتبع سلوك الأسعار في الماضي، مما تتيح للمحلل رؤية أدق لتلك المعلومات فيما لو كانت في شكل أرقام، وتفيده بذلك في استنتاج التحاليل المؤدية إلى تحديد أوقات الارتفاع والانخفاض ومدة ذلك... إلخ. ولهذا الغرض توجد عدة أنواع من الخرائط كخرائط الأعمدة والنقطة والشكل، إذ يستعمل كل نوع للغرض الذي يحاول المحلل الوصول إليه.

4-2-4 اتجاه حركة الأسعار: يعتقد الفنيون (Technicians or Chartists) في أن حركة أسعار الأسهم تنضم مع قانون قوة الدفع أو قوة الصدمة التي تخضع له حركة

⁶⁴ حماد، طارق عبد العال، مرجع سابق ذكره، 2006، ص 375-376.

الأشياء⁶⁵، وبذلك فما أن يبدأ اتجاه معين في السوق فإنه سوف يستمر حتى يحصل حدث رئيسي يقلب هذا الاتجاه، وهذه الفكرة هي الأساس لبناء توقعات مستقبلية.

3-2-3 القوة النسبية (Relative Strength): تتفاوت درجة تقلب أسعار الأسهم فيما بينها، حيث توجد أسهم سرعان ما تتأثر بأي تقلب في السوق، في حين يوجد نوع آخر من الأسهم تتميز أسعارها بنوع من الثبات النسبي، حيث ترتفع أسعارها ببطء إذا كان السوق صاعداً وتتخفض ببطء إذا كان السوق نازلاً، وهي الأسهم التي تتمتع بقوة نسبية بمعنى وجود أسهم فردية أو أسهم مجموعة صناعية معينة تسيطر بأدائها على السوق أي تقود السوق. ويعتقد الفنيون أن هذه الأسهم سوف تستمرة في القيام بهذا الدور ولهذا يقوم الفنيون أسبوعياً أو شهرياً بحساب المؤشر لتلك الأسهم التي تقود السوق⁶⁶.

4-2-4 العلاقة بين حجم التعامل واتجاه حركة الأسعار: تمثل العلاقة بين الحجم والاتجاه أهم مبادئ نظرية "شارل داو" التي تعرضنا لها سابقاً، وهذا يعني أنه إذا كان الاتجاه الأساسي للسعر صعودي فإن حجم التعامل يزيد حين يرتفع السعر وينخفض حجم التعامل عند انخفاض السعر، أما إذا كان الاتجاه الأساسي للسعر نزولي فإن حجم التعامل ينخفض عندما يرتفع السعر ويرتفع عندما ينخفض السعر⁶⁷.

5-2-4 المستويات المساعدة والمقاومة (Support and Resistance Levels): المستوى المساعد هو المنطقة حيث تكون لقوة الشراء الحالية والمحتملة القدرة على إيقاف الانخفاض في الأسعار وقلب الاتجاه العام، وبنفس الشكل يمكن تعريف المستويات المقاومة على أنها المستوى الذي لا يمكن عنده للسعر أن يرتفع أكثر بسبب وجود قوة بيع حالية ومحتملة يلبي حجمها كل طلبات الشراء، وبالتالي لا يمكن للسعر أن يرتفع خلال مدة من الزمن.

5- أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي: يعرض الجدول رقم (3-2) الفروق الأساسية بين التحليل الأساسي والفنى.

⁶⁵ هندي، منير إبراهيم، مرجع سبق ذكره، 1999، ص 441.

⁶⁶ حماد، طارق عبد العال، مرجع سبق ذكره، 2006، ص 381.

⁶⁷ هندي، منير إبراهيم، مرجع سبق ذكره، 1999 ، ص 441 .

جدول رقم (4-2)

التحليل الفني	التحليل الأساسي	وجه المقارنة
هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها).	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المنشأة.	المفهوم
دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.	<ul style="list-style-type: none"> - تقييم العوائد والمخاطر لاتخاذ قرارات الاستثمار والإثراض. - تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقة لضمها لمحفظة المستثمر. 	الهدف
<ul style="list-style-type: none"> - تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب. - العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها منطقي وبعض الآخر غير منطقي. - أن السوق أفضل متبئ لنفسه. 	<ul style="list-style-type: none"> - أن سوق رأس المال كفاء. - يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار. 	الافتراضات

المصدر: من إعداد البحث اعتماداً على (حماد، 2002، ص 253-255)

لقد كان موضوع كفاءة الأسواق الرأسمالية نقطة الفصل في بناء أكبر استراتيجيات الاستثمار في البورصات، وهي التحليل الأساسي و التحليل الفني، فالتحليل الأساسي الذي يعترف بفرض الكفاءة يهدف إلى إيجاد القيمة الحقيقية للأسهم و ذلك عن طريق دراسة وتحليل المتغيرات الاقتصادية الكلية سواء كانت داخلية أو خارجية ثم دراسة الصناعة التي تعمل بها الشركة محل الدراسة وأخيراً تحليل ودراسة الشركة ووضعها المالي، كل هذا من أجل الوصول إلى تقييم دقيق للشركة و تحديد واضح لآفاقها المستقبلية، وبناء على هذه النتائج يتمكن المحلل من تحديد الأسهم المقيدة بأقل من قيمتها الحقيقة و هي التي تمثل أحسن الاستثمارات. أما المحلل الفني الرافض لمبدأ الكفاءة و الحركة العشوائية للأسعار فهو يعتمد على المعلومات و المعطيات التاريخية المأخوذة من السوق نفسه ويستعملها لإيجاد نمط لحركة أسعار الأسهم و ذلك من أجل بناء توقعات مستقبلية لاتجاه الأسعار، و يعتمد المحلل الفني في ذلك على عدد كبير من الأدوات منها المعدلات و المقاييس أو المنحنيات والخرائط. أما هذا العمل يركز على التحليل الأساسي ويدرس أثر المتغيرات الكلية على عوائد الأسهم، وفي هذا الصدد جاء الفصل الثالث لدراسة الاستثمار، الناتج المحلي الإجمالي والتضخم وتحليل أثر كل من هذه المتغيرات على عوائد الأسهم.

الفصل الثالث
الاستثمار والتضخم
والناتج المحلي
الإجمالي

تمهيد

لكي نحدد تأثير النشاط الاقتصادي على الأسواق المالية لا بد أن نحدد أولاً العناصر الرئيسية التي تحرك الاقتصاد. وأفضل طريقة لفهم هذه العناصر يكون من خلال دراسة ما يشار إليه باسم نموذج الاقتصاد الكلي القياسي. حيث أن الاقتصاد الكلي يركز على سلوك الاقتصاد بأكمله بدلاً من النظر في الأسعار والإنتاج وقرارات الشركة الواحدة، ويدرس الاقتصاد الكلي النشاط الاقتصادي ككل، معدل البطالة، مستوى الأسعار، والفئات الاقتصادية الواسعة الأخرى.

وتهدف السياسة الاقتصادية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف المعينة، مثل المعدل الأمثل للنمو الاقتصادي والعملة، تحقيق الاستقرار النقدي و تجميع المدخرات لتمويل البرامج الاستثمارية ومعالجة الاختلالات والمشكلات الاقتصادية. ومن أبرز المشكلات التي تعترض الاقتصاد التضخم وهو يشكل خطراً حقيقياً على النشاط الاقتصادي ككل في الدول المتقدمة و النامية . وقد خصّ موضوع التضخم بالكثير من البحث والتحليل طيلة عقود من الزمن، فتعددت المدارس التي حاولت شرح ظاهرة التضخم وتفسيرها ووضعها في إطار رياضي، ولطالما اعتبرت السياسة النقدية الوسيلة المثالية والناجحة لمواجهة التضخم والحد من آثاره وسلبياته. وتوجه مجموعة من المفكرين إلى تطوير نظرية فيشر حول أثر التضخم على العوائد الثابتة للأوراق المالية وعالجوا الفكرة السائدة حول كون الأسهم وسيلة للوقاية من مخاطر انخفاض قيمة النقود وذلك كون عوائدها ترتفع في فترات التضخم. في حين أكدت دراسات أخرى خطأ هذه الفكرة لأن نتائجها أظهرت وجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد الأسهم وأبرزها أعمال فاما (Fama). وعلى هذا الأساس يتناول هذا الفصل العناصر التالية:

المبحث الأول: الاستثمار.

المبحث الثاني: التضخم.

المبحث الثالث: الناتج المحلي الإجمالي.

المبحث الأول: الاستثمار

مفهوم الاستثمار :Investment

تعددت المفاهيم والتعاريف للاستثمار، ويمكن أن نشير إلى المفهوم اللغوي للاستثمار (هو توظيف المال أو تقييده، أو تشيره، وتشير المال هو تكثيره)¹، وأخرون عرّفوا الاستثمار بأنه (الإضافات الجديدة إلى قيمة السلع الرأسمالية الحالية الناجمة عن النشاط الإنتاجي خلال مدة زمنية معينة)²، ويوجد تعريف آخر بأنه (توظيف رؤوس الأموال النقدية في شراء سندات أو أسهم في سوق الأوراق المالية) وهذا هو المعنى المالي، أما في الفكر الاشتراكي فيُعرف الاستثمار بأنه (استعمال جزء من الموارد المتاحة للمجتمع لتكوين رأس المال اللازم للإحلال أو التوسيع أو إنشاء وحدات جديدة تستعمل في العملية الإنتاجية لإنتاج السلع والخدمات الأخرى)³، ويعتبر الاستثمار أحد مكوني الطلب الفعال إلى جانب الاستهلاك، ويعني الاستثمار ببساطة الإضافة إلى الثروة المتراكمة، حيث يؤدي الاستثمار إلى زيادة أو المحافظة على رأس المال⁴، ويمكن تعريف الاستثمار من المنظور الاقتصادي على أنه: تخصيص قدر معين من رأس المال لاستخدامه إما للحصول على وسائل إنتاج جديدة، أو لتطوير وسائل الإنتاج المتاحة، من أجل تحسين الطاقة الإنتاجية وتوفير السلع والخدمات⁵. وبالتالي يقوم الاستثمار بدور رئيسي في مواجهة الطلب المتزايد في المستقبل. وعليه نستخلص مما سبق إن الاستثمار هو ذلك الجزء المقطوع من الدخل الذي يوظف لتكوين طاقات إنتاجية جديدة سواء كانت مادية أم بشرية ويتحمل فيها المستثمر هامش من المخاطرة ويمكن أن يؤدي إلى نمو دائم.

ويتسع مفهوم الاستثمار ليغطي مجالاً واسعاً من الأنشطة وذلك نتيجة تعدد الأنشطة، وتعقيدات العملية الاستثمارية، بالإضافة إلى تعدد أنواع التمويل الازمة للعملية

¹ الكرمي، حسن سعيد، المغني الأكبر، قاموس إنكليزي – عربي، مكتبة لبنان، بيروت، 1988، ص547.

² علي، عبد المنعم السيد، مدخل في علم الاقتصاد، مبادئ في الاقتصاد الكلي، الجزء الثاني، الجامعة المستنصرية، 1984، ص21.

³ Kalecki, M, Selected Essays on the economic growth in the Socialist and the mixed economy. Cambridge university press, 1972, p 1- 4.

⁴ Thomase, E. Copeland, Financial Theory and Corporate Policy, Addison – Wesley Publishing, New York ,1997,p.109

⁵ حامد العربي الحضيري، تقييم الاستثمارات، القاهرة، دار الكتب العلمية، 2000 ، ص19 .

الاستثمارية. وبناءً على ما نقدم يمكن أن نستنتج الأهداف التي يسعى لتحقيقها المستثمرون أو الغاية المرجوة من الاستثمار وهي⁶:

1- أهداف على مستوى الاقتصاد الجزئي:

يسعى الأفراد والمؤسسات من أجل الحصول على العائد المتوقع (الربح) فضلاً عن تنمية الثروة الخاصة بهم لتأمين إشباع الحاجات المتوقعة وتوفير السيولة لمواجهة تلك الحاجات، أي إن المستثمر يسعى لتحقيق الدخل المستقبلي والمحافظة على قيمة الثروة بمرور الزمن من جراء ارتفاع الأسعار أو تقلباتها.

2- أهداف على مستوى الاقتصاد الكلي:

يحقق الاستثمار فائضاً اقتصادياً يساعد في معالجة الاختلالات التي تطرأ في ميزان المدفوعات وزيادة إيرادات الموازنة العامة للدولة والتي تؤدي إلى زيادة الدخل القومي للبلد وبالمحصلة النهائية يؤدي الاستثمار إلى زيادة معدلات التنمية الاقتصادية وتحقيق الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية لعموم الأفراد كما ذكر آدم سميث (الصناعي يسهر على تحسين إنتاجه ليضمن أكبر رواج وأفضل قيمة في السوق وهو بعمله لا يفكر إلا بمنفعته الشخصية وربحه الخاص، لكنه في الوقت ذاته يكون قد أدى خدمة للمجتمع وقام بعمل يحقق المنفعة العامة)⁷.

2- أدوات الاستثمار: تُعرف أداة الاستثمار على أنها: واسطة أو وسيلة الاستثمار التي توظف فيها الأموال، والعلاقة بين أداة الاستثمار ومجال الاستثمار علاقة الجزء من الكل، أي أن مجال الاستثمار هو أشمل من أداة الاستثمار⁸. وتشمل هذه الأدوات ما يأتي:

1-2 الأوراق المالية:

تُعد الأوراق المالية من أبرز أدوات الاستثمار وتمثل مصدراً من مصادر التمويل المهمة ويتصف الاستثمار المالي بأنه قصير الأجل هدفه الحصول على الأرباح من جراء المضاربة

⁶ العبيدي، فاضل محمد، البيئة الاستثمارية، ط1، 2012، ص16-17.

⁷ وزنة، كامل، آم سميث، قراءة في اقتصاد السوق، معهد الدراسات الاستراتيجية، ط1، بغداد، 2007، ص14.

⁸ مطر، محمد، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان،الأردن، ط3، 2004، ص75.

ويكون انتشاره في الدول المتقدمة أكثر من الدول النامية لنضوج أسواقها، ومن عيوبه أنه لا يعتبر استثماراً حقيقياً وإنما مجرد نقل الملكية من شخص لأخر، وت تكون الأوراق المالية من نوعين هما:

أ. الأسهم: إن السهم عبارة عن صك يثبت لصاحب الحق في حصة من ملكية أصول الشركة المساهمة ويضمن له الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تتناسب مع ما يملكه المستثمر من أسهم.⁹

ب. السندات: تمثل السندات حق مديونية يتعدى المقترض وهو الجهة المصدرة للسند بدفع مبلغ معين بتاريخ معين مع احتساب فوائد بنسبة معينة¹⁰.

2-2 الاستثمار في سوق العقار:

إن الاستثمار في سوق العقار يأتي في المرتبة الثانية بعد سوق الأوراق المالية ويمتاز بدرجة أمان عالية تفوق سوق الأوراق المالية، وعوائده تكون أكبر كون تكاليفه أعلى ويكون طويل الأجل وليس له أسواق ثانوية. لذا فإن إمكانية تسويق العقارات تكون غير مرنة مما يترب عليه انخفاض نسبي في درجة السيولة العقارية¹¹.

3-2 الاستثمار في أسواق السلع الاقتصادية والخدمات (الاستثمار التجاري):

إن بعض السلع المهمة لها أسواق متخصصة عبارة عن بورصات مثل بورصة القطن في نيويورك والذهب في لندن وكذلك البن في البرازيل والشاي في سريلانكا وغيرها من بورصات السلع. أما الخدمات فهي كالتدريب، التعليم، الصحة وغيرها من الخدمات.

4-2 الاستثمار في العملات الأجنبية والمعادن النفيسة:

إن هذا النوع من الاستثمارات يستقطب القليل من المستثمرين ولا سيما الاستثمار في العملات الأجنبية لما يشوبه من الحذر وتخالله درجة عالية من الخطورة كونه يتاثر بالظروف السياسية والاقتصادية، أما الاستثمار في المعادن النفيسة كالذهب والفضة والبلاتين فيعتبر من ضمن أدوات الاستثمار الحقيقي، إذ توجد أسواق منظمة لهذه المعادن مثل سوق لندن وسوق نيويورك وغيرها من الأسواق.

⁹ حماد، طارق عبد العال: دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، عين شمس، مصر، 2000، ص20.

¹⁰ النجفي، حسن: سوق الأوراق المالية، إصدارات مصرف بغداد، 1993، ص26.

¹¹ العبيدي، فاضل محمد، مرجع سبق ذكره، 2012، ص30.

5-2 صناديق الاستثمار والمحافظ المالية:

إن صناديق الاستثمار هي أشبه ما تكون بوعاء مالي ذو عمر محدد تكتونه شركة استثمارية متخصصة تجمع فيه أموال المستثمرين وتعامل معها كوحدة مالية واحدة والجهة المسئولة عن الصندوق لديها الخبرة العالية والكفاءة فتهيء الفرصة لمن لديهم مدخلات وليس لديهم الخبرة والدرأة بأوضاع السوق، أما المحافظ الاستثمارية فهي (أداة مركبة من أدوات الاستثمار وتكون من أصلين أو أكثر ويتم إدارتها من شخص مسؤول يسمى مدير المحفظة)¹²، وتحتفل المحافظ بتتنوع أصولها فقد تكون أصولها مالية كالأسهم والسنادات ولكن في الغالب تجمع بين الأصول الحقيقية والمالية معاً.

6-2 الاستثمار في السوق الحقيقي والخدمات:

يُعد الاستثمار في السوق الحقيقي من أكثر أدوات الاستثمار انتشاراً ويشمل الإنتاج الزراعي، والصناعي، البناء والتسييد..... إلخ. وهذا الاستثمار يقوم على أصول حقيقة كالمباني والمعدات ووسائل النقل وغيرها ويتميز هذا النوع من الاستثمار بمجموعة من الخصائص أهمها:

- (1) يحقق من خلاله المستثمر عائدًا معقولًا ومستمراً ويتمتع بهامش كبير من الأمان.
- (2) يتمتع المستثمر بحق إدارة أصوله الإنتاجية من قبله أو من يفوضه.
- (3) يحقق عائدًا اجتماعياً أكبر ويوظف الجزء الأكبر من العمالة.

إلا هذا النوع من الاستثمار لا يخلو من عيوب تتمثل في انخفاض درجة السيولة¹³.

3- أنواع الاستثمار الأجنبي:

تُحدد أغلب الدراسات الاقتصادية نوعين من الاستثمار الأجنبي هما:

1-3 الاستثمار الأجنبي المباشر Foreign Indirect Investment

¹² نوري، محمد ناظم والبياتي، طاهر فاضل: أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل، عمان، 1999، ص261.

¹³ العبيدي، فاضل محمد، مرجع سبق ذكره، ص31.

يُعد الاستثمار الأجنبي المباشر شكلاً من أشكال التمويل الخارجي الذي تعتمد عليه البلدان النامية بوصفه مصدراً بديلاً عن القروض الخارجية وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الأخرى، وطالما أن المدخرات المحلية في أغلب الدول العربية لا تكفي لقيام بعملية التنمية، لذا تلجأ إلى المصادر الخارجية للتمويل وتقوم بالاستعانة بالاستثمار الأجنبي المباشر لغرض سد الفجوة الموجودة بين الموارد المحلية ومتطلبات النمو الاقتصادي المنشود.

3-1-1 تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر:

أُعطي الاستثمار الأجنبي المباشر اهتماماً من طرف المنظمات والهيئات الدولية والباحثين الاقتصاديين الذين اهتموا بتحديد تعريف يخص هذه الظاهرة الاقتصادية، وهنا تستعرض الدراسة بعض تلك التعريفات.

1. تعريف صندوق النقد الدولي (IMF)

يُعرف الاستثمار الأجنبي المباشر وفقاً للطبعة الخامسة من دليل ميزان المدفوعات الصادر عن صندوق النقد الدولي عام 1993 بأنه: ذلك النوع من الاستثمار الدولي الذي يعكس المصالح الدائمة لكيان مقيم في اقتصاد ما في أحد الكيانات المقيمة في اقتصاد آخر، وتعني المصالح الدائمة وجود علاقة طويلة الأجل بين المستثمر المباشر ومؤسسة الاستثمار¹⁴، بالإضافة إلى تتمتع المستثمر بدرجة كبيرة من النفوذ في إدارة المؤسسة، ويشترط لتحقيق ذلك أن يملك المستثمر المباشر 10% على الأقل من الأسهم العادية أو القوة التصويتية في مجلس إدارة المؤسسة¹⁵.

2. تعريف منظمة الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD)

تعرف المنظمة المنظمة الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه: ذلك النوع من الاستثمار الذي ينطوي على علاقة طويلة المدى، ويعكس مصلحة مستدامة وقدرة على التأثير الإداري بين شركة في دولة ما (الدولة التي تنتهي إليها الشركة المستثمرة)، وشركة في دولة أخرى (الدولة المستضيفة للاستثمار). ويشار إلى الشركة المستثمرة باصطلاح "المستثمر المباشر" وتأخذ

¹⁴ International Monetary Fund IMF, **Balance of Payments Manual**, Fifth Edition, (Washington : IMF, 1993), P P. 86-87.

¹⁵ International Monetary Fund IMF, **Balance of Payments Manual**, Op. Cit., P P. 86-87.

الملكية شكل حصة في رأس مال شركة الاستثمار الأجنبي المباشر تساوي أو تفوق عتبة 10% من الأسهم العادية أو القوة التصويتية مما يكسب المستثمر المباشر صوتاً فعالاً وقدرة على التأثير في إدارة الشركة¹⁶.

3. تعريف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OECD)

تذهب منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية إلى تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه: ذلك النشاط الاقتصادي الذي يكون الهدف منه الحصول على مصلحة دائمة من قبل كيان في اقتصاد معين "المستثمر المباشر" تجاه كيان مقيم في اقتصاد آخر من خلال مشاريع استثمارية مباشرة. وتعني المصلحة الدائمة وجود علاقة طويلة الأمد بين المستثمر المباشر والمؤسسة ودرجة كبيرة من التأثير على إدارتها¹⁷.

وفي حقيقة الأمر فإن الاستثمار الأجنبي المباشر يمارس من خلال انتقال رؤوس أموال من دولة إلى أخرى كما بينه الاقتصادي آيكنغرين B. Eichengreen في تعريفه لتفق رأس المال الأجنبي بأنه: كل تدفق للموارد الاقتصادية للغير بهدف استخدامها خارج حدود البلد صاحب تلك الموارد¹⁸. وبعبارة أخرى هو كل استخدام يجري في الخارج لموارد مالية يملكتها بلد من البلدان¹⁹، ويرى اقتصادي آخر أن الاستثمار الأجنبي المباشر ينطوي على تحويل الأصول الملموسة وغير الملموسة من بلد إلى بلد آخر بغرض استخدامها في توليد الثروة تحت سيطرة المالك أو المساهم في تلك الأصول²⁰، ويتميز الاستثمار الأجنبي المباشر بوجود نشاط اقتصادي يمارسه المستثمر الأجنبي في الدولة المضيفة والملكية الكلية أو الجزئية لمؤسسة الاستثمار²¹.

¹⁶ The official website of the United Nations Conference on Trade and Development UNCTAD: <http://www.unctad.org/templates>.

¹⁷ Organisation for Economic Co-operation and Development OECD, Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, Third Edition, (Paris : OECD, 1996), P7.

¹⁸ B. Eichengreen , Capital Flows And Crises, (London : Massachusetts Institute of Technology, The MIT Press, 2003), P. 229.

¹⁹ Assaf, R., and Sadka, E. Foreign Direct Investment : Analysis of Aggregate Flows, (New Jersey : Princeton University Press, 2007), P 34.

²⁰ Sornaragah, M., The International Law on Foreign Investment, Third Edition, (New York : Cambridge University Press, 2010), P8.

²¹ تكون نسبة الـ 10% المذكورة في النص كمعيار دولي للتفرقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والأنواع الأخرى من التدفقات الرأسمالية، وذلك بهدف تسهيل عمليات المقارنة الدولية لإحصاءات الاستثمار الأجنبي المباشر التي تنشرها الدول حول العالم.

من مجموعة التعريف السابقة يُستنتج ما يلي:

- الاستثمار الأجنبي المباشر عبارة عن عملية نقل للأصول من دولة إلى أخرى، إما أن تكون ملموسة كالأموال والمعدات والآلات، أو تكون غير ملموسة كالتكنولوجيا والمهارات الفنية وبراءات الاختراع.
- الدافع من الاستثمار الأجنبي المباشر هو المصلحة المشتركة والدائمة بين أطرافه.
- أهم ما يميز الاستثمار الأجنبي المباشر حصول المستثمر الأجنبي المباشر على سلطة واتخاذ قرارات من شأنها التأثير في قرارات المؤسسات التي يقيمها أو يشارك فيها من خلال حصة مساهمة في مجلس إدارة مؤسسة الاستثمار – تختلف تلك الحصة من مؤسسة إلى أخرى، ومن دولة إلى أخرى – مع تحمل نتائج ذلك من أرباح وخسائر.

2-3 الاستثمار الأجنبي غير المباشر:

يسمى أيضاً بالاستثمار المحفظي (FPI) أن هذا الشكل من الاستثمار يتضمن المساهمة في رأس المال على شكل أسهم وسندات وبنسبة لا تزيد عن (10%) وهذه الأسهم والسندات قد تكون حكومية أو خاصة بقصد المضاربة في سوق الأوراق المالية والاستفادة من فروق الأسعار أو أرباح الأسهم وتتصف بالبعد الزمني أي تكون مدتها الزمنية قصيرة لا تتعدي أسبوعين أو أشهر وكذلك تتصرف وبعد الإداري أي ليس له الحق في الإدارة وكذلك الاختلاف في طبيعة العمل كون المستثمرين المباشرين يعملون في شركات منتجة للسلع والخدمات، أما المستثمرين غير المباشرين فعملهم في المؤسسات المالية كصناديق التقاعد وشركات التأمين وغيرها²².

ويظهر الاستثمار بصيغ وأبعاد وتصنيفات متعددة، نظراً لأن الطلب على رؤوس الأموال يتسم بتعدد عناصره التي تشمل رؤوس الأموال المادية والمالية وحتى البشرية والمعلوماتية وكافة تفرعاتها المختلفة. و كنتيجة للتغيرات الاقتصادية المختلفة التي شهدتها الساحة الدولية والتي فرضت واقعاً أثراً بشكل كبير و مباشر على البيئة الاقتصادية العربية، وأمام تزايد الحاجات التمويلية لهذه البلدان أنشأ عدد منها أسوافاً للأوراق المالية بقصد استقطاب الاستثمارات

²² حزام، صلاح عبد الحسن – السامرائي، هناء عبد الغفار: الاستثمارات الأجنبية المسوغات والمخاطر، سلسلة المائدة الحرة، حلقة نقاشية، بيت الحكم، بغداد، 1998، ص35.

الأجنبية غير المباشرة، وخلق قنوات لانسياب المدخرات المحلية والأجنبية لتنصب في أنشطة استثمارية من خلال ربط عرض الأموال بالطلب عليها.

3-2-3 تعريف الاستثمار الأجنبي غير المباشر:

يتعلق الاستثمار الأجنبي غير المباشر أو كما يسميه البعض "الاستثمار المالي" أو "الاستثمار المحفطي" بقيام المستثمر الأجنبي بتدالو أنواع مختلفة من الأدوات الائتمانية في سوق الأوراق المالية المحلي، سواء كانت حقوق ملكية أو حقوق دين²³. وهذا يعني شراءه حصة في رأسمال شركة بواسطة اقتاء عدد من الأسهم، أو تمويل قرض من خلال الاكتتاب في السندات أو شهادات الإيداع أو أذونات الخزينة، تعطي صاحبها الحق في المطالبة بالأرباح (في حالة الأسهم) والفوائد (في حالة السندات) والحقوق الأخرى التي تضمنها القوانين ذات العلاقة²⁴، ويقوم المستثمر بذلك من خلال التعامل مع بيوت السمسرة أو المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار²⁵. دون أن تكون له السيطرة على المشروع، ولا تنتقل على أثر هذه الاستثمارات المهارات الفنية والتكنولوجية كما هو الحال في الاستثمار الأجنبي المباشر²⁶. كما يحقق الاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية منافع عديدة للاقتصاد المقام به سوق الأوراق المالية، فهو يسهم إسهاماً فعالاً في تمويل شركاته المحلية من خلال المشاركة في الملكية بواسطة الأسهم أو المشاركة في قروض التمويل في حالة الاكتتاب في السندات²⁷.

3-2-3 أدوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر:

تأخذ الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة شكل الاستثمار في محفظة الأوراق المالية Portfolio Investment وهي أداة مركبة من أدوات استثمارية لأنها تتربّع من أصلين أو أكثر يتم استثمار الأموال بهما. وتختلف استثمارات المحفظة في النوع كما تختلف في

²³ حسب الله محمد، أميرة؛ محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية: دراسة مقارنة تركية، كوريا الجنوبية، مصر، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2005، ص 43 .

²⁴ رمضان، زياد: مبادئ الاستثمار المالي وال حقيقي، عمان ، دار وائل للنشر، 2007، ص 39 .

²⁵ أميرة حسب الله محمد، مرجع سابق ذكره، ص 43 .

²⁶ Xiaowen Tian, *Managing International Business in China*, (New York : Cambridge University Press, 2007), P. 76.

²⁷ أميرة حسب الله محمد، مرجع سابق ذكره، ص 43 .

الجودة، فمن حيث النوع فإن يمكن أن تحتوي على أصول حقيقة كالعقارات والذهب والفضة وعلى أصول مالية مثل الأسهم والسندات. وأما من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد منخفضة المخاطر وأخرى مرتفعة العوائد مرتفعة المخاطر²⁸.

وتدرج أهم أدوات الاستثمار المالي تصاعدياً حسب درجة خطورتها ابتداءً من الأدوات الأقل خطورة إلى الأدوات الأكثر خطورة وفق الترتيب الآتي: أدونات الخزانة، الأوراق التجارية، السندات التي تصدرها الحكومة، السندات التي تصدرها الشركات، الأسهم الممتازة، الأسهم العادية²⁹.

4- علاقة الادخار والاستثمار بأسواق المال:

إن المدخرات الموجودة في مجتمع ما هي التي تمول استثماراته، وأن أسواق المال هي أفضل طريقة لتنظيم حركة انتقال السيولة من جانب المدخرين إلى جانب المستثمرين، أي هناك علاقة وطيدة بين حجم الادخار في المجتمع ما وبين تطور أسواق المال في ذلك المجتمع، لكن ما هو الادخار وكيف يتم تكوينه.

إن الادخار يتكون من ادخار خاص وادخار عام واللهان يشكلان بمجموعهما الادخار القومي.

$$\text{الادخار القومي} = \text{الادخار العام} + \text{الادخار الخاص}^{30}$$

فالادخار العام يتكون من الفائض المتحقق من الميزانية العمومية، في حين يتكون الادخار الخاص من ما يخصصه الأفراد من مجموع دخولهم لغرض الاستثمار.

ومن معادلات الدخل القومي نرى أن:

$$\text{الادخار} = \text{الاستثمار}$$

أي كلما زاد الادخار ازداد الاستثمار والعكس صحيح، كلما انخفض الادخار انخفض معه الاستثمار. أي أن المجتمع الذي يهدف إلى زيادة معدل استثماراته فعليه أن يزيد من معدل

²⁸ رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 75.

²⁹ حنفي، أحمد، وعامر، عبد الرحمن كساب: أساسيات البورصة خطوة بخطوة، القاهرة، دار النهضة العربية، 2007، ص 43.

³⁰ Mankiw, N. G., principles of economics, second edition, USA, Harcourt College Publishers , 2001, p562.

ادخاراته والذي يتم عن طريق خلق فائض في ميزانية الدولة وكذلك عن طريق تخصيص جزء من دخول الأفراد كادخار لغرض الاستثمار³¹. والذي يؤدي بالنتيجة إلى ازدهار أسواق مال ذلك المجتمع.

ويوفر الاستثمار في أسواق الأسهم والسندات والنقد فرصة لكسب عائد على الأموال التي لا يحتاج إليها أصحابها حالياً، وتراكم الأصول التي ستتوفر الدخل في المستقبل³². وإن القوة الدافعة وراء الأسواق المالية هي رغبة المستثمرين لكسب العائد على أصولها. وينتج هذا العائد من عنصرين متميزين هما:

1- العائد: هو الدخل الذي يتلقاه المستثمر من امتلاكه الاستثمار .

2- أرباح رأس المال: هي الزيادات في قيمة الاستثمار نفسه، غالباً ما تكون غير متاحة للملك حتى يتم بيع الاستثمار .

وإن تفضيلات المستثمرين تختلف بناءً على نوع العائد الذي يفضلونه، وهذه التفضيلات، في المقابل، سوف تؤثر على قراراتهم الاستثمارية³³. وبين الجدول (1-3) الادخار الإجمالي (الم المحلي والقومي) بالمليون دولار.

جدول (1-3)

السعودية				الإمارات العربية المتحدة				العام
نسبة الادخار القومي إلى إجمالي الناتج المحلي	نسبة الادخار الم المحلي إلى إجمالي الناتج المحلي	الادخار ال القومى الإجمالي	الادخار الم المحلي الإجمالي	نسبة الادخار ال القومى إلى إجمالي الناتج المحلي	نسبة الادخار الم المحلي إلى إجمالي الناتج المحلي	الادخار ال القومى الإجمالي	الادخار الم المحلي الإجمالي	
52.8	55.4	274,205	288,051	30.8	32.9	97,011	103,826	2008
36.6	41.0	157,044	176,077	33.2	35.9	84,486	91,457	2009
43.4	47.4	228,710	249,587	28.5	32.5	82,040	93,413	2010
50.5	53.4	337,817	357,554	37.6	41.0	130,974	142,899	2011

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على نشر دول مجلس التعاون الخليجي

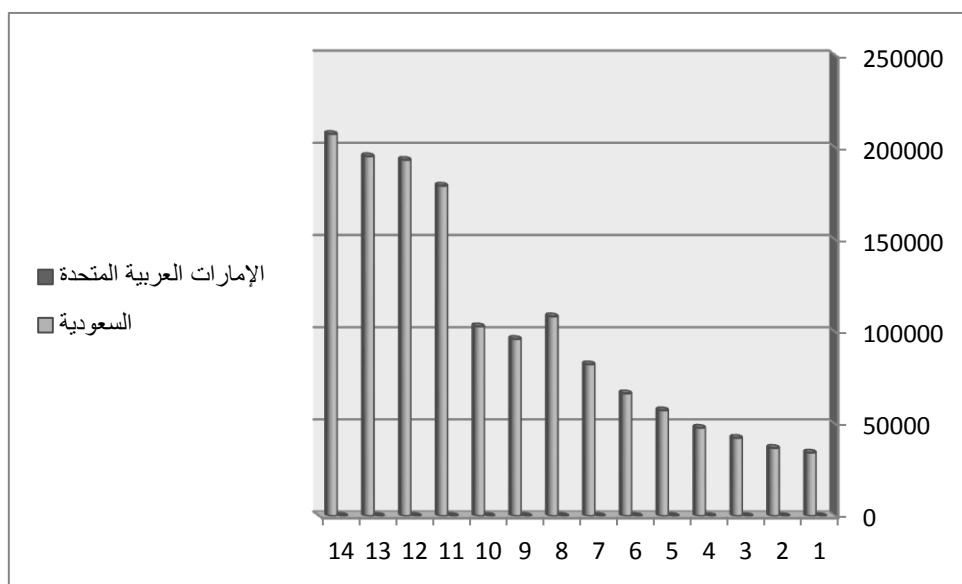
³¹ Mankiw, N. G., Op.Cit, 2001, p562.

³² Marc Levinson, Guide to Financial Markets, 4th, 2005, pp2-3.

³³ Marc Levinson, Guide to Financial Markets, 4th, 2005, P7..

يبين الجدول السابق الادخار المحلي الإجمالي، الادخار القومي الإجمالي، نسبة الادخار المحلي إلى إجمالي الناتج المحلي و نسبة الادخار القومي إلى إجمالي الناتج المحلي لكل من الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية خلال الفترة الزمنية (2008-2011)، حيث يتضح من الجدول أن قيمة الادخار المحلي الإجمالي لكل من الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية على التوالي بلغت (387554 - 142899) مليون دولار خلال عام 2011م. وكذلك يتبيّن لنا من خلال الجدول أن الادخار المحلي الإجمالي، الادخار القومي الإجمالي، نسبة الادخار المحلي إلى إجمالي الناتج المحلي و نسبة الادخار القومي إلى إجمالي الناتج المحلي للمملكة العربية السعودية أكبر من الإمارات العربية المتحدة، ويفسر الباحث ذلك ارتفاع العوائد النفطية للمملكة العربية السعودية.

(1-3) الشكل



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Excel

ويبيّن الشكل السابق أن إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت بالأسعار الجارية للمملكة العربية السعودية أكبر من إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت بالأسعار الجارية للإمارات العربية المتحدة حيث كان أعلى في عام 2014م وأدنى في عام 2001م.

وكذلك يبيّن الجدول (2-3) إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت بالأسعار الجارية لكل من الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية.

جدول رقم (2-3)

إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت بالأسعار الجارية		العام
السعودية	الإمارات العربية المتحدة	
34558.133	6.178	2001
37095.733	61.776	2002
42525.6	73.105	2003
48041.6	81.255	2004
57516.533	103.587	2005
66693.6	121	2006
82497.333	148.479	2007
108497.067	132	2008
96240	143.2	2009
103091.733	144.6	2010
179306.667	170.2	2011
193320	164.0	2012
195324.267	145.36	2013
207353.333	180.2	2014

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير متعددة لمؤسسة النقد العربي السعودي وتقديرات البنك المركزي لدولة الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة (2001 - 2014).

يتبيّن من الجدول السابق أن قيمة إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت بالأسعار الجارية للإمارات العربية المتحدة بلغت عام 2001م 6.178 مليون دولار، وأخذت بالتزايد خلال السنوات التالية لتبلغ ذروتها في عام 2014م حيث كانت قيمتها 180.2 مليون دولار. أما في المملكة العربية السعودية كانت قيمة إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت بالأسعار الجارية عام 2001م (34558.133) مليون دولار وأخذت هذه القيمة تزداد خلال السنوات التالية لتبلغ أقصى قيمة لها في عام 2014م حيث بلغت (207353.333) مليون دولار وكذلك يعزّز الباحث هذه النتيجة إلى ارتفاع العوائد النفطية للمملكة العربية السعودية الأمر الذي أدى إلى وجود سيولة كبيرة.

المبحث الثاني: التضخم

1- مفهوم التضخم

يعتبر التضخم من المواضيع التي لا يزال الجدل قائما حول العوامل المسيبة له وبالتالي السياسات المناسبة لکبحه، إلا أنه يمكن القول أن التضخم يتأثر بشكل عام بعوامل داخلية وخارجية تختلف في أهميتها باختلاف طبيعة الاقتصاد ودرجة افتتاحه على العالم الخارجي³⁴.

وقد برزت هذه الظاهرة بوضوح في الاقتصاديات المعاصرة في أعقاب الحروب العالمية في القرن الماضي. وأصبحت مشكلة التضخم مثار اهتمام المجتمعات على كل المستويات. وأهتم الاقتصاديون بدراسة هذه الظاهرة بهدف الوصول إلى تعریفها وبيان أسبابها من أجل الوصول إلى سبل معالجتها. وبالرغم من تعدد التعريفات التي وردت حول هذه المشكلة بسبب الاختلاف حول أسبابها، إلا هناك اتفاق بين الاقتصاديين المعاصرین بأن التضخم ظاهرة نقدية تتميز بالارتفاع المستمر والمتناهٍ في المستوى العام لأسعار السلع والخدمات خلال فترة زمنية طويلة نسبياً. وقد عُرف التضخم بأنه ارتفاع مستوى الأسعار باستمرار وبمعدل سريع³⁵. كما عُرف التضخم بأنه الزيادة المستمرة في مستوى الأسعار والخدمات، حيث يؤثر على الأفراد والشركات، والحكومات. ويعتبر التضخم بصفة عامة مشكلة هامة يجب حلها وكثيراً ما كانت الشغل الشاغل للسياسيين وصناع القرار³⁶. أي أن التضخم هو التصاعد المستمر للأسعار نتيجة الطلب المتزايد على السلع والخدمات وقصور الإنتاج عن مقابلة هذا الطلب، ومن ثم يتصف التضخم بعدة خصائص تميزه كظاهرة اقتصادية ذكر أهمها³⁷:

1. أن يكون ارتفاع الأسعار شاملًا لجميع السلع والخدمات أو لمعظمها.

³⁴ العمر، حسين: محددات التضخم بدولة الكويت، كلية الدراسات التجارية بالكويت، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 23، العدد 2، ديسمبر 2007 ، 13-1.

³⁵ Mishkin, F. S., The economics of money, banking, and financial markets (7th ed). The Addison-Wesley series in economics, 2004, p634.

³⁶ Mishkin, F. S., Op.Cit, 2004.p10.

³⁷ الطاهر، عبدالله، والخليل، موفق علي، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، ط.1، المملكة الأردنية الهاشمية، مركز يزيد للنشر، 2004، ص130.

2. أن يكون ارتفاع الأسعار شاملًا لجميع مناطق الدولة الواحدة ولا يقتصر على بعضها دون الآخر.

3. أن تكون موجة ارتفاع الأسعار مستمرة ومتكررة لفترة زمنية طويلة نسبياً، ولا تكون موسمية قصيرة الأجل.

4. عجز النقود عن أداء وظائفها الأساسية بصورة كاملة في الاقتصاد.

5. يعبر التضخم عن وجود حالة عدم توازن في النشاط الاقتصادي يتمثل في عدم استقرار مستويات الأسعار. وفي حالة التضخم يزداد تدفق القوة الشرائية التي بين أيدي أفراد المجتمع بمعدل أكبر وأسرع من تدفق السلع والخدمات.

2- أنواع التضخم

هناك العديد من أنواع التضخم المختلفة، وتخالف تقسيمات تلك الأنواع حسب الأساس المستخدم في التفريق بينها، وهذا لا يعني أن تلك الأنواع منفصلة عن بعضها تماماً، وإنما تتدخل في التأثير المتبادل فيما بينها، ومن هذه الأنواع ما يلي:

1-2 حسب حدة (درجة قوة) التضخم: اعتاد الاقتصاديون على تقسيم التضخم بناءً على هذا الأساس إلى عدة أنواع مختلفة ذكر أهمها: التضخم المحفز، الزاحف، المتقلب، العنيف، والجامح. لكن لاعتبارات التبسيط وإمكانية السيطرة على التضخم من قبل الدولة يمكن أن نقسمه إلى نوعين رئيسيي هما³⁸:

1-1 التضخم المعتمد: (ويدخل ضمنه ما يسمى بالتضخم المحفز Induced inflation والتضخم الزاحف Creeping inflation). في مثل هذا التضخم ترتفع مستويات الأسعار بمعدلات بسيطة وبصورة تدريجية ومستمرة. وقد يتولد مثل هذا النوع من التضخم خلال مراحل النمو الاقتصادي في الدول الصناعية أو خلال عملية التنمية في الدول النامية وقد يكون له آثار إيجابية على عملية النمو والتنمية من خلال زيادة هامش الربح التي يحصل عليه المستثمرون مما يحفزهم على زيادة استثماراتهم. والخطورة في هذا النوع من التضخم هو قبول أفراد المجتمع له و التعايش معه حيث يكون معدل ارتفاع الأسعار منخفضاً وبصورة

³⁸ الطاهر، عبدالله، الخليل، موفق علي، مرجع سبق ذكره، ص133.

متتالية فيصبح الأمر لديهم عاديًّا وطبيعيًّا. ويكون فيما بعد سبباً لمواجة تضخم أكبر تسبب مشاكل في المستقبل.

2-1-2 التضخم الجامح :Hyper Inflation

(ويدخل من ضمنه ما يسمى بالتضخم المفرط، العنيف، المتقلب، والصرير)، وهذا أخطر أنواع التضخم. وفي هذا النوع ترتفع معدلات التضخم وبشكل مضاعف، ويستمر في تصاعد他的 خلال فترات زمنية قصيرة. حيث ترتفع مستويات الأسعار بمعدلات عالية، يعقبها ارتفاع في الأجور ونفقات الإنتاج، مما يدفع بمواجة أخرى من ارتفاع الأسعار للسلع والخدمات، مما يجعل حلقات التضخم تدفع بعضها بعضاً، حتى أن مستوى الأسعار يزداد من يوم لآخر.

ويخرج هذا النوع من التضخم عن سيطرة الدولة، حيث لا تتمكن من معالجته بالسياسات الاقتصادية المعتمدة، وإنما يحتاج هذا النوع إلى إصلاحات نقدية جذرية تعمل على إلغاء التعامل بالنقود المتداولة وإحلالها بنقود جديدة. إضافة إلى القيام بإجراءات تعيد الثقة إلى هذه النقود الجديدة، من أجل تحقيق الاستقرار النقدي في الاقتصاد. ومن أمثلة هذا النوع من التضخم ما حصل في الصين بعد عام 1949م، وفي ألمانيا بعد عام 1923م.

2-2 حسب مصدر التضخم: يمكن التفريق بين نوعين من التضخم وفقاً لهذا الأساس:

2-2-1 التضخم المحلي: وهو ذلك التضخم الذي يحدث نتيجة عوامل اقتصادية أو سياسية داخلية أي تتعلق بظروف الأسواق المحلية أو السياسات الاقتصادية المتبعة أو نتيجة لاختلالات هيكلية في داخل النشاط الاقتصادي.

2-2-2 التضخم المستورد (Imported Inflation): وهو التضخم الذي يحدث نتيجة للعلاقات الاقتصادية الدولية، حيث يتم استيراد جزء من التضخم الذي يكون داخل الدولة المصدرة عبر قناة الواردات وينعكس ذلك على أسعار هذه السلع

المستوردة. ويظهر مثل هذا التضخم حالياً في العديد من الدول النامية وهي تسعى إلى تحقيق هدف التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

2-3 حسب درجة التشغيل في الاقتصاد: اعتماداً على هذا المعيار يصنف التضخم إلى:

أ- التضخم الحقيقي: يكون في الحالة التي لا تؤدي فيه أي زيادة في الطلب إلى زيادة في الإنتاج، وإنما الزيادة في الطلب تقابلها زيادة في الأسعار.

ب-التضخم غير الحقيقي: يحدث عندما تكون الزيادة في الأسعار ناتجة عن زيادة الطلب الفعلي، وفي نفس الوقت يزيد الإنتاج لأن الاقتصاد يحتوي على طاقات عاطلة غير مشغلة، كما أن الظروف الاقتصادية تمكن من زيادة الإنتاج وبالتالي فإن التضخم في هذه الحالة ليس ضاراً لأنه يشجع على زيادة الاستثمار وزيادة التوظيف.

3- العوامل المسيبة للتضخم:

ترعر أدبيات التضخم بمجموعة من النظريات والدراسات التطبيقية المتعلقة بأسبابه وطرق مكافحته تختلف فيما بينها من حيث حجم الاقتصاد المعنى ومستوى تطوره، ومن أهم النظريات تلك التي تركز على تضخم الطلب (Demand-Pull) وعلى رأسها النظرية النقدية (Ball, 1993; Humphrey, 1998; Loungani, 2001; Surry, 1989) والتي ترى أن التضخم ظاهرة سببها النمو المفرط في عرض النقد مقارنة بمعدل نمو الناتج المحلي. فزيادة عرض النقد بمعدلات تفوق معدلات زيادة الناتج المحلي سيترتب عليها ضغوطاً تضخمية في الاقتصاد، ويندرج تحت هذا موضوع عجز الموازنة العامة ودور أساليب تمويله في زيادة عرض النقد.

أما النظريات الأخرى ويطلق عليها نظريات تضخم التكاليف (Cost-Push) والتي ترجع التضخم إلى عوامل ذات تأثير على تكلفة الإنتاج وذلك من خلال تأثيرها على تكلفة عناصر الإنتاج ومن أهمها النظرية المؤسسية والتي ترى أن التضخم يعود إلى عوامل مؤسسية غير نقدية تتعلق بالبنية الهيكلية للاقتصاد، والتطور غير المتوازن في قطاعاته،

بالإضافة إلى الصراع على توزيع الثروة وانعكاسات ذلك على تكلفة عناصر الإنتاج وبالتالي على المستوى العام للأسعار. إلا أن هذه النظرية واجهت انتقاداً رئيسياً يتمحور حول حقيقة أن التضخم ظاهرة مستمرة في حين أن العوامل المؤسسية ذات أثر آني فقط ويتركز أثرها على الأسعار النسبية وليس على المستوى العام للأسعار، وبالتالي فلا يمكنها تغذية الزيادة المستمرة في المستوى العام للأسعار³⁹.

4- فرضية فيشر (Fisher Hypothesis) وتطبيقاتها في سوق الأسهم:

في 8 أكتوبر عام 1997 انخفض مؤشر داو جونز (Dow Jones) بـ 83.25 نقطة وهذا الانخفاض كان سببه بشكل أساسي تصريحات رئيس الاحتياط الفدرالي (Alain Greenspan) حول التضخم والبورصة. حيث دار هذا التصريح حول العلاقة بين معدلات التضخم وأسعار الأسهم. ورغم أن تصريحات (Greenspan) لم توضح طبيعة هذه العلاقة إلا أنها أكدت على أن ارتفاع معدلات التضخم تمثل أكبر تهديد على الانتعاش الاقتصادي بشكل عام واستقرار الأسواق المالية والنقدية بشكل خاص، وقد وافقه محافظ البنك المركزي الكندي على هذا الرأي موضحاً بأن الأسعار في البورصات الأمريكية انخفضت إلى درجة تجعل من المستحيل اعتماد سياسة تعديل سعر الفائدة لمواجهة التضخم. حيث ينعكس ارتفاع معدلاته على معدلات العائد الحقيقي للأوراق المالية. ولكن هذا الرأي لا يتفق مع الفكرة السائدة التي تقول بأن الأسهم تمنح حماية ضد مخاطر التضخم وإذا كانت هذه الفكرة صحيحة فإن أسعار الأسهم لا ترتبط بمعدلات التضخم الحالية ولا المتوقعة، ومع ذلك فإن تصريحات (Greenspan) حول استمرار ارتفاع معدلات التضخم في عام 1998 سبب انهيار في أسعار الأوراق المالية (أسهم و سندات) و بالتالي فإنها - أي الأسهم - لا تحمي المستثمرين ضد التضخم⁴⁰.

³⁹ Humphrey, T., (1998). "Historical Origins of Cost-Push Fallacy", Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly , Summer, pp.53-74.

⁴⁰ Giommorimo, Ronald, " la politique de la banque centrale", 2008, <http://www.bank-banque-inflation et les cours des actions, canada.Ca/Fr/conference.com>

4-1 فرضية فيشر: على الرغم من أن مصطلح فرضية فيشر يطلق على الفكرة القائلة بأن الأسهم كفيلة بالحماية من مخاطر التضخم إلا أن فيشر لم يعالج هذه الفكرة في مؤلفاته، وقد نسبت إليه بسبب معادلته الشهيرة.

1-1-4 معادلة فيشر:

تعود أصول فكرة كون الأسهم أداة تحمي من مخاطر انخفاض قيمة النقود إلى الكتاب الذي نشره فيشر عام 1930 بعنوان (The Theory of Interest) والذي أشار فيه إلى أن معدل الفائدة الحقيقية ينخفض في حال ما إذا ارتفع معدل التضخم مع بقاء معدل الفائدة الاسمي في نفس المستوى و ذلك لأن معدل الفائدة الحقيقي مكون من معدل الفائدة الاسمي ناقص معدل التضخم و تعرف هذه العلاقة باسم معادلة فيشر، و يمكن توضيحها من خلال المعادلة:

. R_{rt} :معدل الفائدة الحقيقي في الفترة t

$$R_{rt} = R_{nt} - I_t$$

. R_{nt} :معدل الفائدة الاسمي في الفترة t

. I_t :معدل التضخم في الفترة t

وقد خضعت معادلة فيشر أو فرضية فيشر إلى عدد كبير من الاختبارات حول العوائد النقدية الثابتة كما هو الحال بالنسبة للسندات أو عوائد الأسهم الممتازة (التوزيعات). حيث أن استعمال أوراق مالية عوائدها ثابتة تمكّن الدارس من إجراء الاختبار اعتماداً على تدفقات نقدية مستقبلية معروفة وأكيدة، و في حال استعمال الأوراق المالية التي تصدرها الحكومات مثلاً، فإن التدفقات النقدية المستقبلية مساوية للتدفقات المتوقعة لذلك فإن أغلب الاختبارات التي خضعت لها فرضية فيشر تم إجراءها على سندات حكومية.⁴¹.

2-1-4 البناء النظري لفرضية فيشر:

أن أسعار السوق لا تمثل الأسعار الحقيقة للأسهم، وبناءً على ذلك فإن مستوى العائد الحقيقي Rr مستقل تماماً عن معدل التضخم و لكنه يتحدد بفعل عوامل حقيقة داخل الاقتصاد في حين معدل العائد الاسمي Rn فهو مرتبط ارتباطاً تاماً بالتضخم لأنه يعكس كل المعلومات النقدية الممتاحة في الاقتصاد، و قد كانت هذه الفكرة من أهم مبادئ فرضية فيشر بالإضافة إلى

⁴¹ Giommrimo, Ronald, Op.Cit, 2008

فرضيات النظرية الكلاسيكية التي كان فيشر من أبرز روادها، حيث يمكن حسب هذه النظرية الفصل التام بين القطاعات الحقيقة والنقدية في الاقتصاد⁴².

5- الأسهم والتحوط ضد مخاطر التضخم:

اعتقد الكثير من الاقتصاديين، وطبقاً لأثر فيشر، بإمكانية استخدام الأسهم كوسيلة تحوط تجاه التضخم، ليس بسبب ارتفاع أسعارها في الفترات التضخمية فحسب، وإنما بسبب ارتفاع مجموع الأرباح الخاص بها بنفس المعدل وربما أكثر⁴³.

وذلك لأن الأسهم تمثل حقوق ملكية في أصول الشركة المادية التي تكون مستقلة عن معدل التضخم، أما التفسير الذي قدمه الاقتصاديون المؤيدون لهذه الفرضية هو أن الشركات تزيد أسعار منتجاتها في فترات التضخم في حين يبقى جزء كبير من التزاماتها ثابتة، لذلك فإن أي زيادة في أرباح الشركات توزع على حاملي الأسهم العادي لتعويضهم عن انخفاض القدرة الشرائية لدخلهم.

أما مصطلح التحوط تجاه التضخم فهو يعني أن تكون الأسهم قادرة على تحقيق زيادة في الدخل تساوي على الأقل الزيادة في المستوى العام للأسعار. وعادة ما يكون معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون على الأسهم يساوي معدل الفائدة الحالي من المخاطر تعويضاً على الانتظار، إضافة إلى علاوة المخاطر الاقتصادية والمخاطر المالية لذلك تصبح الأسهم وسيلة تحوط كاملة تجاه التضخم فقط إذا كان:

معدل العائد على الأسهم < معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين.

والفرق بين المعدلين يساوي على الأقل معدل التضخم، أما إذا كان الفرق أقل من معدل التضخم فهذا معناه أن الزيادة في العائد المحتمل على الأسهم ليست كافية لتعويض المستثمر عن الخسارة التي يسببها التضخم في دخله الحقيقي وهو المفهوم الذي جاءت به معادلة فيشر.

6- فرضية فاما:

⁴² حيدر، فاخر عبد السنار، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ، الرياض، 2002، ص66.

⁴³ حيدر، فاخر عبد السنار، مرجع سابق ذكره، 2002، ص68.

6-1 البناء النظري لفرضية فاما (Fama Theory):

لقد كانت الأعمال التي قام بها فاما بمثابة طفرة في مجال الأسواق المالية وعوائد الأسهم وذلك لأنه رفض فرضية فيشر رفضاً تاماً وانطلق من وجهة نظر معاكسة لها تماماً.

6-2 العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم:

إن تاريخ سوق الأسهم وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية حافل بالأمثلة على فشل الارتباط بين أسعار الأسهم من جهة والأسعار السلعية من جهة أخرى. فمنذ عام 1923 ولغاية عام 1929 ، شهد الاقتصاد الأمريكي استقرار في أسعار الجملة، وفي بعض الأحيان أظهرت هذه الأسعار تراجعاً طفيفاً ومع ذلك ارتفعت أسعار الأسهم بمعدلات قياسية⁴⁴ . أما الفترة 1940 – 1942 فقد شهدت تراجعاً كبيراً في أسعار الأسهم بالرغم من ارتفاع أسعار السلع، وبعد موجة التضخم التي عرفتها هذه الفترة عادت أسعار السلع إلى الانخفاض مرة أخرى حتى عام 1951م، غير أن أسعار الأسهم الصناعية ظلت تتضاعف. كل هذه الملاحظات دفعت بعدد من الاقتصاديين إلى الافتراض بوجود علاقة عكسية تجعل من ارتفاع أسعار السلع سبباً في هبوط أسعار الأسهم، وكان هذا كافياً لإسقاط التفسير الذي قدمه عدد من الاقتصاديين من بينهم ليفر (Leffer) حول كون المخزون السمعي لدى الشركات الصناعية والتجارية يلعب دوراً مهماً في تحديد الأرباح وأن ارتفاع الأسعار يعني إتاحة فرصة بيع هذا المخزون بأسعار أعلى تعظم هامش الربح وتزيد من الأرباح التي يحصل عليها المساهمون. ومنذ ذلك الوقت ظهرت في الأدب الاقتصادي العديد من التفسيرات لهذه العلاقة العكسية بين التضخم وأسعار الأسهم كان من بينها أن التضخم يعتبر واحداً من الأسباب المؤدية إلى معدلات فائدة عالية، وبالتالي الارتفاع في عوائد السندات وانخفاض أسعارها الأمر الذي يجعل من هذه السندات أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين مقارنة بالأسهم⁴⁵ .

غير أن هذا التحليل يحمل في طياته تناقضاً كبيراً مع كون الأصول الرأسمالية ذات العوائد الثابتة (سندات، أدوات خزانة، أسهم ممتازة) أكثر تعرضاً لمخاطر انخفاض العائد الحقيقي في فترات التضخم من الأسهم العادي، حيث معدلات العائد فيها تتحدد على أساس الربح

⁴⁴ حيدر، فاخر عبد السنار، مرجع سبق ذكره، 2002، ص76.

⁴⁵ حيدر، فاخر عبد السنار، مرجع سبق ذكره، 2002، ص76.

الرأسمالي والتوزيعات السنوية للأرباح. لذلك فإن المستثمرين يتخلصون من الأوراق المالية ذات العوائد الثابتة إذا طالت فترة التضخم أو ارتفعت معدلاته بشكل كبير ويتجهون مرة أخرى إلى الأسهم.

3-6 فرضية فاما:

أشار فاما في دراسته التي صدرت في عام 1981 تحت عنوان (Stock Returns, Real Activity, Inflation and money) إلى أن الفترة التي عقبت عام 1953 حملت عدداً من الدلائل أكدت على العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم. وجاءت دراسته تحمل هذا المعنى فاعتمد على بيانات تؤكد ذلك حيث أن:

- أسعار الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الحقيقة مثل الإنتاج والاستثمار والمعدل الحقيقي لعائد رأس المال.
- التضخم يرتبط ارتباطاً عكسيّاً بكل هذه المتغيرات وذلك انطلاقاً من أفكار النظرية الكمية للنقد، حيث أن ارتفاع معدلات التضخم يعني وجود كمية من النقود الفائضة عن حاجة الاقتصاد، وهذا الوضع يتطلب تدخل البنك المركزي من خلال السياسة النقدية لامتصاص الفائض.

لقد افترض فاما (Fama) أن العلاقة بين التضخم وعائد الأسهم غير منطقية في طبيعتها وتعكس آلية الطلب على النقود والنشاط الحقيقي والتضخم، وجعلها جزء لا يتجزأ من النظرية الكمية، ففي حالة توقع ارتفاع في النشاط الحقيقي استجابة لصدمـة حقيقـية إيجـابـية سوف تزداد عوائد الأسهم⁴⁶.

7- التضخم والاكماش:

التضخم هو أحد الموضوعات العامة أو الشائعة وراء بعض أكبر التحركات في عوائد الأسهم في الماضي. ففي الفترة من عام 1900، كان للأسمـمـ التي لها تضـخمـ منـخـفـضـ فـائـدةـ أـكـثـرـ من تلكـ التيـ لديـهاـ نـموـ اـقـتـصـاديـ مـرـتفـعـ كـمـاـ هوـ مـبـيـنـ فـيـ الجـدـولـ (3-3)،ـ فإنـ تـأـثـيرـ التـضـخمـ هوـ

⁴⁶ حيدر، فاخر عبد الستار، مرجع سبق ذكره، 2002، ص77.

نقل مزدوج لعوائد الأسهم في المتوسط. وحتى في فترات انخفاض الأسعار (الشائع وصفها بأنها الانكماش) كانت عوائد الأسهم إيجابية في المتوسط⁴⁷.

يبين الجدول (3-3) اختلاف العوائد خلال فترات النمو والتضخم

عوائد النقدية	عوائد السندات	عوائد الأسهم	عدد السنوات	نسبة التضخم إلى الاتجاه	نسبة النمو إلى الاتجاه
3.4%	7.7%	11.4%	31	أدنى	أدنى
-1.6%	-4.0%	1.5%	21	فوق	أدنى
2.3%	3.8%	14.8%	25	أدنى	فوق
-2.0%	-1.5%	2.2%	23	فوق	فوق

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على (Alexander Davidson, 2009، ص42).

8- التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي:

يتأثر التضخم في دول مجلس التعاون بدرجة كبيرة بالتضخم العالمي، وذلك بسبب درجة الاعتماد العالمية لدول المجلس على الواردات من السلع الاستهلاكية والرأسمالية على حد سواء، وشهدت دول المجلس مستويات تضخم متقاربة خلال الفترة من 2000 - 2010م، كان أكبرها في عام 2008م حين بلغ مستوى التضخم 15.2% في دولة قطر، و 12.4% في سلطنة عُمان و 12.3% في الإمارات العربية المتحدة، و 10.6% في دولة الكويت، و 9.9% في المملكة العربية السعودية، و 3.5% في مملكة البحرين، لتجه بعد ذلك مستويات التضخم في الأعوام التالية للانخفاض لتبلغ في العام 2010م 5.3% في المملكة العربية السعودية، و 4% في دولة الكويت، و 3.2% في سلطنة عُمان، و 2% في مملكة البحرين، 0.9% في الإمارات العربية المتحدة، -2.4% في دولة قطر⁴⁸.

ويبيّن الجدول (4-3) الرقم القياسي لأسعار المستهلكين ونسبة التضخم لكل من دولة الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية خلال الفترة (2008-2014).

⁴⁷ Davidson, A., How the Global Financial Markets Really Work, 2009, p41-42.

⁴⁸ The Cooperation Council For The Arab States Of Gulf Secretariat General, Statistical Bulletin, Information Sector - Statistical Department, Volume Twenty, 2012, p132.

جدول (4-3)

العام	الإمارات العربية المتحدة	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (نسبة التضخم)	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (نسبة التضخم)	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (نسبة التضخم)	السعودية
2008	160.4	12.2	113.8	6.1	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (نسبة التضخم)
2009	162.9	1.6	118.6	4.2	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (نسبة التضخم)
2010	164.3	0.9	123.1	3.8	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (نسبة التضخم)
2011	165.8	0.9	127.7	3.7	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (نسبة التضخم)
2012	144	0.7	122.4	2.87	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (نسبة التضخم)
2013	112.3	1.1	126.7	3.52	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (نسبة التضخم)
2014	114.5	2.3	130.1	2.68	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (نسبة التضخم)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نشرة دول مجلس التعاون الخليجي

يin الجدول السابق الرقم القياسي لأسعار المستهلك ونسبة التضخم لكل من الإمارات العربية المتحدة و السعودية حيث بلغ الرقم القياسي لأسعار المستهلك ذروته في عام 2011م بالنسبة للأمارات العربية المتحدة فقد كانت قيمته (165.8) في حين كانت أقل قيمة له عام 2013م فقد بلغت قيمته (112.3)، في حين كانت أكبر قيمة للرقم القياسي لأسعار المستهلك بالنسبة للمملكة العربية السعودية عام 2014م بقيمة بلغت (130.1) في حين كانت أقل قيمة له بالنسبة للمملكة العربية السعودية عام 2008م بقيمة بلغت (113.8).

و يعتبر التضخم العدو الأول لرأس المال لما يمثله من انخفاض في كل من قيمته والقوة الشرائية للمدخرات ف تكون نتيجة ذلك سرعة التخلص من تلك الأصول التي فقدت قيمتها وإحلال الأصول العينية محلها.⁴⁹

⁴⁹ عبد العال، علاء عادل علي ، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تشطيط البورصة المصرية، مجلة البحوث الاقتصادية العربية، العدد 63-64، 2013.

المبحث الثالث: الناتج المحلي الإجمالي

1-تعريف الناتج المحلي الإجمالي:

يمثل الناتج المحلي الإجمالي (GDP) القيمة السوقية لجميع السلع والخدمات النهائية المنتجة في بلد ما في فترة معينة من الزمن. وبعبارة أخرى، هو القيمة المضافة التي تسفر عنها الأنشطة الإنتاجية التي تقوم بها جميع الوحدات المؤسسية في الاقتصاد. لذا يعتبر مؤشراً أساسياً يُستخدم على نطاق واسع لقياس الأداء الاقتصادي لدول العالم والمقارنات الدولية، والتحليل الاقتصادي من أجل اتخاذ القرارات ورسم السياسات، وتحديد مدى نجاح سياسات الاقتصاد الكلي المعتمدة وتعديلها عند الحاجة⁵⁰.

وكذلك يُعرف الناتج المحلي الإجمالي (GDP): بأنه الذي يقيس إجمالي قيمة الإنتاج للبلاد⁵¹.

وعليه يمكن أن نعرّف الناتج المحلي الإجمالي: بأنه القيمة الإجمالية للسلع و الخدمات المنتجة داخل الدولة، إجمالي الإنتاج، ناقصاً المواد الخام والسلع والخدمات الأخرى التي تم استخدامها كاستهلاك وسيط أثناء عملية الإنتاج خلال فترة محددة، عادة ما تكون سنة واحدة، ويساوي القيمة المضافة لجميع المنتجين المقيمين.

ويساوي الناتج المحلي الإجمالي أيضاً إجمالي الإنفاق النهائي، أي الاستهلاك النهائي الخاص، وإجمالي التكوين الرأسمالي، والاستهلاك النهائي الحكومي، وال الصادرات من السلع والخدمات، ناقصاً الواردات من السلع والخدمات⁵².

2-إجمالي الدخل والإنتاج:

الناتج المحلي الإجمالي (GDP): هو القيمة السوقية لجميع السلع والخدمات النهائية المنتجة في البلاد خلال العام⁵³. ويستبعد في حساب إجمالي الناتج المحلي مجموعتين من العناصر هما⁵⁴:

⁵⁰ تقرير إنجازات وأنشطة مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات، السعودية، 2012، ص12.

⁵¹ Kettell, B., Op.Cit, 2002, p103.

⁵² شرة الحسابات القومية لدول مجلس التعاون، 2014، ص13.

⁵³ Frederic S. Mishkin, The economics of money, banking, and financial markets,7th ed. p. cm. (The Addison-Wesley series in economics), 2004, p20.

⁵⁴ Frederic S. Mishkin, Op.Cit, 2004, p20.

1- المشتريات من السلع التي كانت أُنجزت في الماضي، مثلاً منزل تم بنائه قبل عشرين عام، و شراء الأسهم أو السندات. حيث لا يدخل في حساب الناتج المحلي الإجمالي أياً من هذه الدخول لأنها ليست سلع وخدمات منتجة خلال السنة.

2- إن إجمالي الدخل من عوامل الإنتاج (الأرض والعمل ورأس المال) من إنتاج السلع والخدمات في الاقتصاد خلال العام، هو أفضل فكرة بأنه يساوي الناتج الكلي. لأن المدفوعات النهائية من السلع والخدمات يجب أن تتدفق في نهاية المطاف إلى أصحاب عوامل الإنتاج كدخل، ويجب أن تكون مدفوعات الدخل متساوية للمدفوعات من إنتاج السلع والخدمات النهائية.⁵⁵

على سبيل المثال، إذا كان الناتج الكلي للاقتصاد هو 10 تريليون دولار، يجب أن تكون مجموع مدفوعات الدخل في الاقتصاد (الدخل الكلي) هي أيضاً 10 تريليون دولار لأن قيمة السلع النهائية تشمل بالتأكيد قيمة السلع الوسيطة.

3- القيم الحقيقة والقيم الاسمية للناتج المحلي الإجمالي:

عندما يتم حساب القيمة الإجمالية للسلع والخدمات النهائية باستخدام الأسعار الحالية، يشار إلى ذلك بالناتج المحلي الإجمالي الاسمي. كما أن كلمة الاسمي تشير إلى أن يتم قياس القيم باستخدام الأسعار الحالية. فإذا تضاعفت أسعار السلع والخدمات جميعها وكان الإنتاج الفعلي من السلع والخدمات لا يزال نفسه، فإن الناتج المحلي الإجمالي الاسمي سيتضاعف على الرغم من أن أفراد المجتمع لن يتمتعوا باستهلاك المزيد من السلع والخدمات. و كنتيجة لذلك يمكن أن تكون المتغيرات الاسمية تدابير مضللة للرفاه الاقتصادي، وأن المقياس الأكثر موثوقية للتعبير عن الرفاه الاقتصادي للمجتمع يتم من خلال حساب القيم عن طريق اتخاذ سنة أساس. وأن الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي هو عبارة الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة. كما تشير كلمة حقيقي أنه تم قياس القيم بالأسعار الثابتة. وبالتالي فإن المتغيرات الحقيقة هي مقياس لكميات من السلع والخدمات و لا تتغير عندما تتغير الأسعار، وإنما تتغير فقط إذا تغيرت الكميات الفعلية.⁵⁶.

⁵⁵ Frederic S. Mishkin, Op.Cit, 2004, p20.

⁵⁶ Frederic S. Mishkin, Op.Cit, 2004, p20.

ولتوضيح الفرق بين الدخل الاسمي والدخل الحقيقي نذكر على سبيل المثال:

لنفترض أن الدخل الاسمي لشخص ما كان في عام 2015 (5000) دولار، في حين كان الدخل الحقيقي لنفس الشخص عام 2005 هو 2500 دولار. وعلى فرض تضاعفت جميع الأسعار بين عامي 2005 و 2015، هل تعتبر الشخص أفضل حال؟ الجواب طبعاً لا: على الرغم من أن الدخل قد تضاعف، فإن 5000 \$ تشتري فقط نفس الكمية من السلع والخدمات التي كان يحصل عليها الفرد في عام 2005 لأن الأسعار قد تضاعفت أيضاً. وأن مقياس الدخل الحقيقي يشير بأنه بإمكان الشخص أن يشتري نفس الكمية من السلع والخدمات التي كان يستطيع الحصول عليها من قبل. حيث تقادس أسعار عام 2015 بـ \$5000 من الدخل الاسمي، ولكن هي في الواقع \$2500 فقط من الدخل الحقيقي.

4- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي:

هناك إجماع عالمي على وجود ارتباط موجب وقوي بين معدل الأدخار ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. غير أن اتجاه السببية (causality Direction) بين المتغيرين غير واضحة تماماً، فهل زيادة معدل الأدخار تسهم في زيادة الاستثمار من خلال خفض أسعار الفائدة على القروض، فيؤدي ذلك بدوره إلى زيادة معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي كنتيجة نهائية لزيادة معدل الأدخار؟ أم أن الزيادة في الاستثمار تأتي نتيجة لعوامل أخرى بخلاف الأدخار وبالتالي تسهم في زيادة معدل نمو الدخل المحلي فيزيد معدل الأدخار نتيجة لذلك⁵⁷؟ ووفقاً لنظريات الثروة في الاستهلاك والتي تضم فرضية دورة الحياة (Life Cycle Hypothesis) لكل من مودجلاني وبرميرج (1954)، التي تفترض أن الأفق التخطيطي للمستهلك ينتهي عند وفاته، أي أن المستهلك يخطط استهلاكه عبر سنوات عمره فقط. أما النظرية الثانية وهي نظرية الدخل الدائم (Permanent Income Hypothesis) لمليتون فريدمان (1957)، فتحتفظ عن النظرية السابقة في أنها تعتبر أن المستهلك يخطط لأفق زمني مفتوح، أي لحياته ولحياة ورثته من بعده. وكلتا النظريتين تعتبران الاستهلاك في أي سنة يعتمد على الثروة التي تضم المدخرات والدخل الحالي والقيمة الحالية للدخول المتوقعة في المستقبل. وبافتراض توفر

⁵⁷ طاهر، فريد بشير: محددات الأدخار الخاص في المملكة العربية السعودية، المجلة العلمية لجامعة الملك فيصل (العلوم الإنسانية والإدارية)، المجلد الثاني، العدد الأول، مارس 2001، 173-196.

المعلومات ووجود سوق مالية كفاء وقدرة المستهلك على التوقع الرشيد لثروته في أي لحظة، توصلت كلتا النظريتان إلى أن التغيرات غير المتوقعة أو المفاجئة في الدخل هي وحدها التي يمكن أن تؤثر في الاستهلاك والادخار، وأنها تكون أشد تأثيراً على الاستهلاك والادخار إذا كانت مؤقتة مقارنة بتأثيرها إذا كانت دائمة⁵⁸.

ووفقاً لنظريات الثروة السابقة الإشارة إليها يمكن أن تؤثر الزيادة في معدل نمو الناتج على الادخار سلباً إذا ما افترضنا أن المستهلك يخطط لحياته فقط، وإذا ما فسر المستهلكون الزيادة في معدل نمو الناتج على أنها زيادة في الدخل المتوقع مستقبلاً. أما إذا كان المستهلك يخطط لحياته وحياة أسرته من بعده، فقد تؤدي زيادة معدل النمو الاقتصادي إلى زيادة في معدل الادخار بهدف زيادة الميراث المتزولك للأبناء.

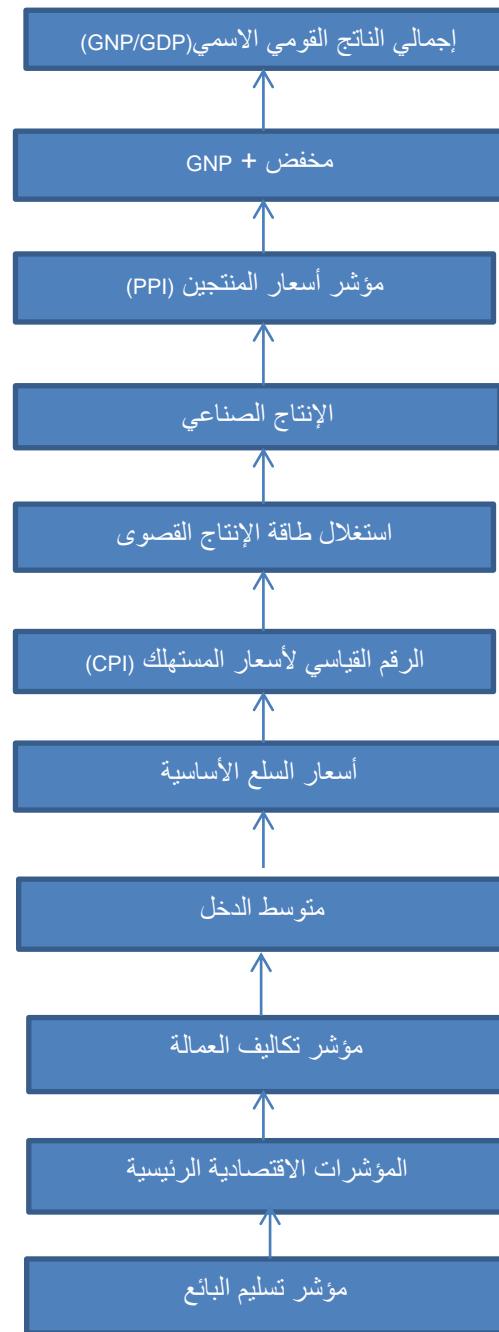
5- الأسواق المالية والاقتصاد:

في محاولة لتقييم أهمية المؤشر الاقتصادي بالنسبة إلى الأسواق المالية لا بد أن نفهم أن كل مؤشر معين يوفر معلومة حول جانب من جوانب الناتج المحلي الإجمالي الاسمي. وهناك شعور بالقلق من جانب المحللين الاقتصاديين حول الناتج المحلي الإجمالي الاسمي لعدم وجود علاقة واضحة بين الناتج القومي الإجمالي الاسمي ونمو المال⁵⁹.

⁵⁸ طاهر، فريد بشير؛ مرجع سبق ذكره، 196-1973.

⁵⁹ Kettell, B., Economics for Financial Markets, 2002, P5.

ويبيّن الشكل (2-3) العلاقة بين الاقتصاد والأسوق المالية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على (Brian Kettell)، 2002، ص104.

6- نمو المؤشرات الاقتصادية للإمارات العربية المتحدة:

يواصل الاقتصاد الإماراتي نموه القوي بفضل امتلاكه لوفرة من المزايا، والتمثلة في نظام سياسي مستقر، وبنى تحتية قوية، وعوائد مرتفعة من صادرات النفط، وموقع جغرافي متميز، وعلاقات اقتصادية متقدمة مع دول العالم، ونظام مصرفي متتطور وسرعة تكيف مع المتغيرات بسبب القدرة في اتخاذ القرار المناسب في الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة⁶⁰.

ومن الواضح أن دولة الإمارات العربية المتحدة استطاعت بالفعل أن تقطع شوطاً طويلاً في مسيرة النمو الاقتصادي وقدرة على تنويع قاعدة مواردها، بما يمكنها من تفادي تقليبات أسواق النفط، فارتقي أداء مختلف القطاعات، كما تميز اقتصادها بالتحرر والانفتاح على السوق العالمي تصديراً واستيراداً، وقد تمكن الاقتصاد الإماراتي خلال الفترة (2005 – 2010) من تحقيق معدلات نمو مقبولة تتمثل بنمو الناتج المحلي الإجمالي بمعدل بلغ 2.4% بالأسعار الحقيقة، وحوالي 9.5% بالأسعار الجارية، وكذلك ارتفع الناتج المحلي للقطاعات غير النفطية بمعدل نمو حقيقي بلغ حوالي 4.5% ، وبمعدل نمو بلغ حوالي 10.6% بالأسعار الجارية خلال تلك الفترة. وأن ما يميز التجربة الاستثمارية في دولة الإمارات خلال السنوات الخمس الماضية (2005-2010)، والتي جعلتها مقصدًا للشركات العالمية الكبرى، تناغم السياسات الحكومية مع جهود القطاع الخاص، تلك الشراكة التي ظهر تأثيرها على حجم الاستثمارات المحلية فحققت معدل نمو بلغ 19.4%. وتشير البيانات إلى أن حجم الإنفاق الاستهلاكي النهائي حقق معدل نمو بلغ 9% وهو من المؤشرات المهمة في قياس تطور مستوى المعيشة، وتزامن ذلك مع انخفاض كبير في معدلات التضخم في عام 2005 بلغ 6.2% في حين انخفض في عام 2010 ليصل إلى 0.9%. وفي مجال علاقات الدولة بالعالم الخارجي حققت إجمالي الصادرات من السلع والخدمات نمواً بلغ 13%， وحققت الواردات من السلع والخدمات نمواً بلغ 17.1% خلال الفترة محل الدراسة (2005-2010) .⁶¹

⁶⁰ تقرير التطورات الاقتصادية والاجتماعية بدولة الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة (2005-2010)، 2012، ص24.

⁶¹ تقرير التطورات الاقتصادية والاجتماعية بدولة الإمارات العربية المتحدة 2010-2005، 2012، ص24.

جدول (5-3)

المتغيرات الاقتصادية للإمارات العربية المتحدة لعامي 2005-2010

البيان	2005	2010	معدل النمو السنوي %
الناتج المحلي الإجمالي (جارى)	663.3	1042.7	9.5
الناتج المحلي الإجمالي (ثابت)	835.8	942.4	2.4
الناتج المحلي الإجمالي بدون النفط (جارى)	436.1	720.1	10.6
الناتج المحلي الإجمالي بدون النفط (ثابت)	525.8	654.8	4.5
الإنفاق الاستهلاكي النهائي	532.1	665.8	9.0
التكوين الرأسمالي الثابت	121.9	296.4	19.4
إجمالي الصادرات سلع وخدمات	448.3	827.3	13.0
إجمالي الواردات سلع وخدمات	344.7	759.0	17.1
التضخم %	6.2	0.9	-

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقرير التطورات الاقتصادية والاجتماعية بدولة الإمارات العربية المتحدة، 2012، ص 25.

ولقد أقر صندوق النقد الدولي مؤخراً (2015) بقدرة دولة الإمارات على الصمود أمام تداعيات انخفاض أسعار النفط " لدى دولة الإمارات احتياطيات ضخمة من الأصول الأجنبية، مما يشير ضمناً إلى أن تمويل أي عجز مالي محتمل سوف لن يشكل مشكلة ". وهي نقطة كان قد أكدتها البنك الدولي (2014) حيث أشار إلى أن دولة الامارات وأغلب الدول الأخرى بمجلس التعاون، تملك " مبالغ احتياطية ضخمة يمكن أن تساعده على تحمل الضغوط الناجمة عن انخفاض أسعار النفط، دون الحاجة إلى اللجوء إلى إجراء تعديلات كبيرة في الإنفاق على البنية التحتية أو مستويات الدين " ⁶².

ويبين الجدول (3-6) النمو الاقتصادي في دولة الامارات العربية المتحدة (بالنسبة المئوية).

⁶² التقرير السنوي لمصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي 2014، ص 17.

جدول (6-3)

2014	2013	2012	2011	2010	
4.6	4.3	6.9	5.2	1.6	الناتج المحلي الإجمالي (بالأسعار الثابتة)
4.0	2.9	7.6	6.6	3.8	الناتج المحلي الإجمالي للقطاع البترولي
4.8	5.0	6.6	4.5	0.7	الناتج المحلي الإجمالي للقطاع غير البترولي ويشمل:
3.2	1.2	5.6	9.7	2.6	- التصنيع
7.3	3.4	5.5	1.8-	0.7-	- التشييد والبناء
5.6	4.9	0.3	0.6	1.8	-تجارة الجملة والتجزئة
4.1-	6.6	12.1	11.1	0.2-	-العقارات وخدمات الأعمال
8.6	1.1-	5.0	4.6	0.7	- النقل والاتصالات

المصدر: من إعداد الباحث بالأعتماد على التقرير السنوي لمصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي 2014، ص 17.

يتضح من الجدول السابق أن أقصى نسبة نمو للناتج المحلي الإجمالي (بالأسعار الثابتة) لدولة الإمارات العربية المتحدة كانت عام 2012م حيث بلغت 6.9% في حين كانت أقل نسبة نمو للناتج المحلي الإجمالي (بالأسعار الثابتة) عام 2010م بنسبة بلغت 1.6%， أما بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي للقطاع البترولي فقد كانت أكبر نسبة نمو في عام 2012م أيضاً بنسبة بلغت 7.6% أما أصغر نسبة نمو للناتج المحلي الإجمالي للقطاع البترولي فقد كانت في عام 2013م بنسبة بلغت 2.9%.

7- تنوع الاقتصاد في المملكة العربية السعودية (الماضي والحاضر ومسار المستقبل):

شهد الاقتصاد السعودي تطورات كبيرة على مدى العقد الماضي، ولكن من الضروري زيادة تنوع القاعدة الاقتصادية. ووفقاً لما ورد في خطة التنمية التاسعة في المملكة العربية السعودية "ظل تنوع القاعدة الإنتاجية للاقتصاد السعودي هدفاً رئيساً للتنمية الاقتصادية منذ بداية مسيرة التخطيط للتنمية بالمملكة حيث أدركت خطط التنمية المتعاقبة المخاطر الكامنة في الاعتماد الأحادي والكثيف على إنتاج النفط الخام وتصديره". واستخدمت الحكومة العائدات النفطية المتزايدة لزيادة استثماراتها في تنمية الموارد البشرية والبنية التحتية العامة. وازداد الناتج غير النفطي في إجمالي الناتج المحلي زيادة مطردة، بيد أن تنوع الصادرات كان بدرجة أقل. وعلى الرغم من قوة نمو الصادرات غير النفطية، فقد ظلت تمثل نسبة محدودة من إجمالي

ال الصادرات ويتركز معظمها في منتجات وثيقة الارتباط بالنفط. ويتبين من تجارب البلدان الأخرى المصدرة للنفط أن توسيع النشاط الاقتصادي عملية طويلة ومعقدة. غالباً ما يمثل القطاع العام خياراً وظيفياً أكثر جذباً للعاملين مقارنة بالقطاع الخاص بما يقدمه من أجور أعلى نسبياً، لا سيما للعاملين الأقل مهارة. وبالنسبة للشركات، فإن إنتاج السلع والخدمات لتلبية الاحتياجات الاستهلاكية والاستثمارية للسوق المحلية يمثل مصدراً للربح أكثر موثوقية من وضع خطط الأعمال للدخول في أنشطة تصديرية تتضمن على قدر أكبر من المخاطر. ولذلك فإن تحقيق هدف الحكومة في زيادة توسيع القاعدة الاقتصادية سيقتضي التصدي لهذه الحوافز والعمل في الوقت نفسه على تنفيذ مزيد من الإصلاحات لتعزيز بيئة الأعمال ورفع مستوى التعليم والمهارات لدى القوة العاملة⁶³.

8- الناتج المحلي الإجمالي السعودي خلال الربع الثالث من عامي (2014-2015) :

تظهر البيانات الأولية المتوفرة لدى مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات بأن الناتج المحلي الإجمالي السعودي، شهد خلال الربع الثالث من عام 2015 انخفاضاً في قيمته بالأسعار الجارية بلغت نسبته (17.66%) مقارنة بما كانت عليه خلال نفس الفترة من عام 2014، حيث بلغت قيمته (593629) مليون ريال مقابل (720970) مليون ريال في نفس الفترة من العام السابق. أما بالأسعار الحقيقة فقد حقق ارتفاعاً بلغت نسبته (3.61%) مقارنة مع الربع الثالث من عام 2014⁶⁴ ، كما هو مبين بالجدول (7-3).

جدول (7-3)

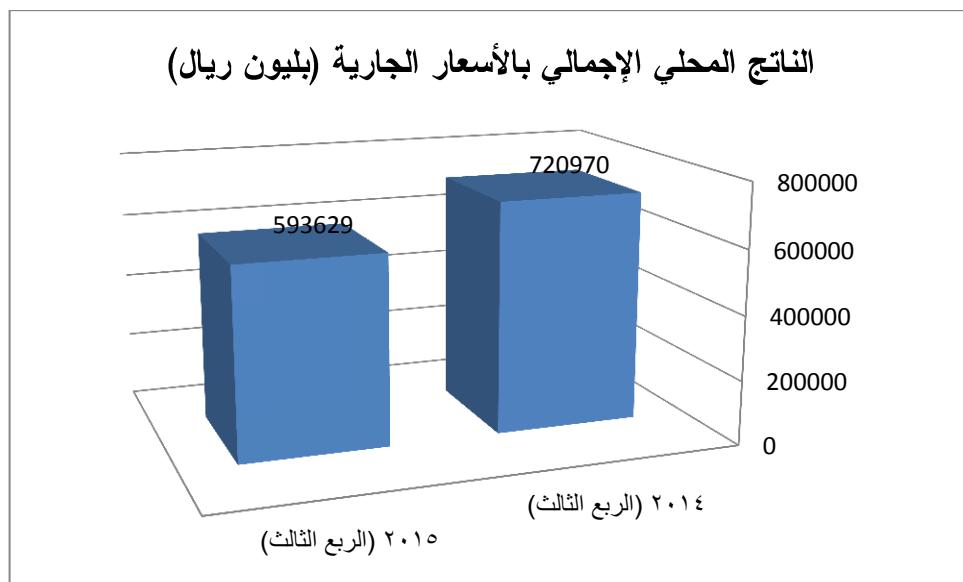
السنة	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية (مليون)
2014 (الربع الثالث)	720970
2015 (الربع الثالث)	593629

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نشرة الحسابات القومية السعودية (2015)، ص 11.

⁶³ تقرير صندوق النقد الدولي، 2015، ص 61.

⁶⁴ نشرة الحسابات القومية السعودية (2015)، ص 11.

الشكل (3-3)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Excel

يوضح الشكل السابق الناتج المحلي إجمالي السعودي بالأسعار الجارية خلال الربع الثالث من عامي (2014 - 2015). حيث كانت قيمة الناتج المحلي إجمالي السعودي بالأسعار الجارية خلال الربع الثالث من عام 2014م أكبر من قيمة الناتج المحلي إجمالي السعودي بالأسعار الجارية خلال الربع الثالث من 2015م. ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى الأوضاع السياسية والاقتصادية التي تعصف بالمملكة العربية السعودية ونتيجة للأوضاع الراهنة التي نعيشها المنطقة ومن بينها السعودية.

يوفِر الاستثمار في أسواق الأسهم والسنادات والنقد فرصة لكسب عائد على الأموال التي لا يحتاج إليها أصحابها حالياً، الأمر الذي يؤدي إلى تراكم الأصول التي ستتوفر الدخل في المستقبل. وإن القوة الدافعة وراء الأسواق المالية هي رغبة المستثمرين لكسب العائد على أصولها. ولللاستثمار أدوات وأنواع متعددة، فهناك الاستثمار الأجنبي المباشر والذي يتمثل بالاستثمار بأصول حقيقة والاستثمار الأجنبي غير المباشر (الاستثمار المحفظي) والذي يتمثل بالاستثمار بالأوراق المالية.

وتتأثر الأسواق المالية التي تعتبر مرآة تعكس الوضع الاقتصادي العام للبلد بمشكلة التضخم، فقد أصبحت مشكلة التضخم مثار اهتمام المجتمعات على كل المستويات. وأهتم الاقتصاديون بدراسة هذه الظاهرة بهدف الوصول إلى تعریفها وبيان أسبابها من أجل الوصول إلى سبل معالجتها. وهناك الكثير من النظريات التي دراسة ظاهرة التضخم وتأثيرها على سوق الأسهم ككل، ومن هذه نظرية فيشر وفاما. فالتضخم يعتبر العدو الأول لرأس المال لما يمثله من انخفاض في كل من قيمته والقدرة الشرائية للمدخرات فتكون نتيجة ذلك سرعة التخلص من تلك الأصول التي فقدت قيمتها وإحلال الأصول العينية محلها.

ومن المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تؤثر وتتأثر بأسواق الأسهم الناتج المحلي الإجمالي (GDP) والذي يمثل القيمة السوقية لجميع السلع والخدمات النهائية المنتجة في بلد ما في فترة معينة من الزمن. فبعض الدراسات بيّنت أن هناك علاقة إيجابية بين الناتج المحلي الإجمالي وبعضها بيّنت أن هناك علاقة سلبية.

الفصل الرابع

الدراسة العملية

تمهيد:

إن حركة أسواق الأسهم لدول الخليج العربي تتجه عكس اتجاه أكثر الأسواق الرئيسية في العالم لكونها دول ريفية، لذلك تمثل أسواقها بديلاً لتنوع الأسهم المالية وتشكيل المحفظة.¹

ويتضمن هذا الجزء الجانب التطبيقي لعرض قياس أثر المؤشرات الاقتصادية الكلية في أسواق المال لدول الخليج العربي من خلال توصيف النموذج القياسي وتقدير وتحليل العلاقة بينها، إضافة إلى تحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرات.

ولكون بورصة الأوراق المالية تتأثر وتؤثر في العديد من المتغيرات والعوامل الاقتصادية التي تنشأ في المجتمع خلال فترة معينة، لذلك يجب دراسة المؤشرات الداخلية والخارجية التي تحدد مسارها، وسيتم التركيز على العوامل الخارجية المؤثرة في الأسواق المالية الخليجية.²

وتلعب مؤشرات سوق الأسهم دوراً كبيراً في تقويم أداء السوق وذلك للاسترشاد بها في القرارات الاستثمارية وتوقيتها. حيث تُعبر مؤشرات سوق الأسهم عن اتجاهات السوق، وتساعد الباحثين على التنبؤ الاقتصادي لوجود علاقة قوية بين مؤشرات أسعار الأسهم والدورات الاقتصادية. كما يساعد المستثمر العادي على قياس المحافظ الاستثمارية المختلفة ومقارنتها وكذلك معرفة فعالية السوق.³

ويمثل القياس الاقتصادي أسلوباً فعالاً في تحديد العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية وبيان مدى الانسجام بين النظرية الاقتصادية والواقع الذي يعكسه تطور المؤشرات الاقتصادية، لذا سيتم تحديد العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية والمؤشر العام للسوق المالي وفقاً للآتي:

¹ الهيثي، أحمد حسين علي، ومحمد، بختيار صابر: أثر التقليبات النفطية في مؤشرات الاقتصاد الكلي وأداء أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد 7، 2001، ص 1-20.

² الهيثي، أحمد حسين علي، ومحمد، بختيار صابر، مرجع سبق ذكره، 2001، ص 1-20.

³ الغنام، حمد بن عبدالله: تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر أسعار الأسهم في المملكة العربية السعودية باستخدام منهجية بوكس جينكينز (Box-Jenkins Method)، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، الاقتصاد والإدارة، المجلد 17، العدد 2، 2003، ص 3-26.

1- توصيف العلاقة:

لغرض بيان العلاقة بين بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية والمؤشر العام للسوق المالي، يتطلب الأمر تحديد المتغيرات الأساسية التي تتضمنها الدراسة، وباللغة أربع متغيرات منها ثلاثة متغيرات مستقلة ومتغير تابع، وتم الاعتماد على البيانات الإحصائية (للسوق المالي السعودي، وسوق أبو ظبي) لمدة (2001 - 2014)، وتم اختيار فترة الدراسة من عام (2001 - 2014) وذلك لكون سوق أبوظبي تم افتتاحه بتاريخ 15/11/2000⁴. وكذلك تم تشغيل نظام تداول في السوق المالي السعودي بتاريخ 2001م، وهو النظام الجديد لتداول الأوراق المالية والتقاص والتسوية⁵. وقيام المملكة العربية السعودية بإصدار نظام الاستثمار الجديد بموجب المرسوم الملكي رقم: م / 1 و بتاريخ: 1421/1/5 هجري (10 إبريل 2000م).

2- منهج البحث:

تم اعتماد المنهج الوصفي في البحث من خلال ربط النتائج بالأسباب وتفسير المعطيات في ضوء النظرية الاقتصادية وكذلك اعتماد منهج التحليل الكمي لتحديد قوة واتجاه العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وذلك من خلال استخدام البرنامج الإحصائي (Eviews8) وبرنامج (SPSS).

3- المدة الزمنية:

تضمنت الدراسة سلسلة زمنية مداها أربعة عشر سنة من عام (2001 - 2014)، فقد تم دراسة تأثير كلًّا من المتغيرات المستقلة التالية (التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، الاستثمار)، على المتغير التابع والمتمثل بمؤشر أداء الأسواق المالية (السوق السعودي وسوق أبو ظبي) خلال فترة الدراسة.

4- المتغيرات:

⁴ www.saudicapital/market.com

⁵ www.saudicapital/market.com

٤-١ المتغيرات المستقلة: وتمثلت بالمتغيرات التالية:

- ١ - الناتج المحلي الإجمالي (GDP): وتمثل بالناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية.
- ٢ - الاستثمار (INV): وتمثل بالتكوين الرأسمالي الثابت بالأسعار الجارية.
- ٣ - التضخم (INF): تم استخدام الرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI) للتعبير عن معدلات التضخم.

٤-٢ المتغيرات التابعة: وتمثلت بمتغير وحيد هو:

المؤشر العام لأسعار الأسهم(IND): والذي يعبر عن الأداء الكلي للسوق السعودي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية، وهذا المؤشر يمثل الشركات المدرجة في السوق المالية النظامية.

أولاً - المؤشر

إن مؤشر السوق هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في سوق المال ومنها سوق الأسهم، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته عند البدء ليصار إلى مقارنة المؤشر بعد ذلك عند أية نقطة زمنية للتعرف على تحركات واتجاهات السوق ليصبح بعد ذلك أحد مرجعيات المستثمر المهمة عن السوق أو عن قطاع معين في السوق أو أسهم معينة في قطاع^٦.

وتعتبر مؤشرات الأسعار في الأسواق المالية (Index) والتي هي مقاييس إحصائية لقياس مستوى الأسعار على أساس فترة الأساس أحد أهم المؤشرات الاقتصادية المستخدمة للتنبؤ بالنشاط الاقتصادي. ويوجد عدة أنواع من المؤشرات والتي تختلف بطريقة حسابها وطبيعة النشاط الاقتصادي المحسوبة له.

ثانياً: استخدامات المؤشر وعلاقته بالحالة الاقتصادية:

طالما أن نشاط الشركات التي تم تداول أوراقها المالية في سوق المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وفي حالة اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فإن المؤشر

^٦ الشكرجي، بشار ذنون محمد، تاج الدين، ميادة صلاح الدين: علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية، "دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية"، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 89، العدد 30، 2008، ص 90-71.

المصمم بعناية لقياس حالة السوق لكل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للبلد الذي تعمل فيه السوق. كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم، فضلاً عن ذلك أن تتبعاً بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغير قبل فترة زمنية، ولكن السؤال الذي يبقى دائماً مطروحاً مفاده: هل أن المؤشر يعكس حركة جميع الأسهم بالتساوي، أو هل الانخفاض أو ارتفاع أي سهم يؤثر بالمؤشر؟

لقد تباينت وجهات النظر فيما يتعلق بتبرير استخدام المؤشر العام لأسعار الأسهم بوصفه قائداً للتغيرات الحاصلة في النشاط الاقتصادي، إذا تعتمد وجهة النظر الأولى على الأنماذج التقليدي لتحديد سعر السهم بوصفه القيمة الحالية للتدفقات النقدية، فكلما ارتفعت توقعات الأرباح ارتفعت أسعار الأسهم. كما أن الانخفاض في الأسعار يمكن أن يحدث حتى لو لم يكن هناك توقع بانخفاض الأرباح، ليغدو من الممكن لسوق رأس المال في هذه الحالة أن يبعث بإشارات خاطئة عن مستقبل الوضع الاقتصادي العام.⁷

أما وجهة النظر الثانية فتركتز حول التأثيرات النفسية للتغيرات أسعار الأسهم، إذ ترى أن أسعار الأسهم تتذبذب مع حالات التفاؤل والتشاؤم، ذلك أن أسعار الأسهم تبدأ بالارتفاع عندما يشعر الأفراد بأن الوضع الاقتصادي في حالة انتعاش، مما يزيد من رغبتهم في الاستثمارات ذات المخاطر العالية كالأسهم، وبذلك تصبح الموثوقة وليس أرباح الشركة المحرك الأساس لأسعار الأسهم.⁸

وقد أكد (Hoeing) بأن المؤشر يستخدم بوصفه أداة للتنبؤ بالنشاط الاقتصادي، إذ أنه يمكن أن يعطي تبيهاً مسبقاً بحدوث انتعاش أو انكماش اقتصادي، أي أنه يتجه نحو التغير ارتفاعاً وانخفاضاً قبل حدوث أي تغير في النشاط الاقتصادي في البلد الذي تعمل فيه السوق المالية.⁹

ثالثاً: الجانب التحليلي لمؤشر سوق الرياض للأوراق المالية:

⁷ الشكرجي، بشار ذنون محمد، تاج الدين، ميادة صلاح الدين، مرجع سابق ذكره، ص 71 - 90.

⁸ البدرى، صباح والخوري، رتاب، دراسات تحركات الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية، مجلة دراسات للعلوم الإدارية، المجلد 24، العدد 1، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 1997، ص 215.

⁹ Thomas, M. Hoeing, Monetary Policy in Changing, World Economic Review, Vol. 2, No. 2, 2000, p7.

3-1 سوق الرياض للأوراق المالية (خلفية تاريخية):

بدأت الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية نشاطها في أواسط الثلاثينيات من القرن الماضي في عام 1934 عند تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات وفي عام 1954 تم تأسيس شركة الإسماعيلية ثم تبعتها ثلاثة شركات كهرباء. وتتابع بعد ذلك تأسيس العديد من الشركات المساهمة الأخرى مواكبة لاحتياجات الأولية للتنمية الاقتصادية لتلك المرحلة، ومع حلول عام 1975 كان هناك 14 شركة مساهمة، وفي نهاية السبعينيات تم تأسيس عدد كبير من الشركات المساهمة، وفي عام 1984 تم تشكيل لجنة وزارية لتنظيم السوق. وفي العام نفسه تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق المصارف التجارية.¹⁰ وفي عام 1985 قد عهدوا إلى مؤسسة النقد العربي السعودي بعد ذلك بمهمة التنظيم اليومي، للسوق وتم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق المصارف التجارية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول، ثم ادخل نظام التسوية الآلية والتقاص في عام 1989، وتم تطوير النظام الآلي لمعلومات الأسهم وتشغيله من قبل المؤسسة في عام 1990، كما تم تشغيل نظام تداول في عام 2001، وهو النظام الجديد لتداول الأوراق المالية والتقاص والتسوية. وفي عام 2003 تأسست هيئة السوق المالية، وهي تمثل الجهاز الحكومي المسؤول عن إدارة وتنظيم السوق المالي السعودي والتي ترتبط مباشرة برئيس الوزراء، وتتمتع هذه الهيئة بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري. وتهدف الهيئة إلى تنظيم وتطوير السوق المالية في المملكة الممثلة بسوق الرياض للأوراق المالية ولها وضع وفرض اللوائح والقواعد الهدافة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في سوق الأوراق المالية¹¹.

ولقد تم إدراج سوق الأسهم السعودي ضمن مؤشر الأسواق الناشئة تحت إشراف مؤسسة التمويل الدولية (IFC) وتعتبر هذا الخطوة اعترافاً بأهمية سوق الأسهم السعودية ومكانته، لا سيما أن هذا السوق أحتل مركزاً متقدماً ضمن قائمة هذه الأسواق الناشئة المدرجة في قاعدة

¹⁰ www.saudicapital/market.com

¹¹ www.saudicapital/market.com

بيانات المؤسسة من خلال عدة مؤشرات أهمها القيمة السوقية، والمتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة، إضافة إلى مؤشر نسبة السعر إلى الربح السنوي (PE/R)¹².

ويعكس الجدول (4-1) تطور سوق الرياض للأوراق المالية بين عامي 2001 - 2014م

المؤشر العام	قيمة الأوراق المالية المتداولة (مليون ريال)	القيمة السوقية للأوراق المالية (مليار ريال)	عدد الأوراق المالية المتداولة (مليون)	عدد الصفقات	السنة
2430	83602	275	692	605035	2001
2518	133787	281	1736	1033669	2002
4438	596510	590	5566	3763403	2003
8206	1773858	1149	10298	13319523	2004
16713	4138695	2438	12281	46607951	2005
7933	5261851	1226	54437	96095920	2006
11039	2557712	1946	57829	65665500	2007
4803	1962945	924	58726	52135929	2008
6122	1264012	1196	56685	36458326	2009
6621	759184	1325	33255	19536143	2010
6418	1098836	1271	48545	25546933	2011
6801	1929318	1400	86006	42105048	2012
8536	1369666	1753	52306	28967694	2013
8333	2146512	1813	70118	35761091	2014

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الإحصائية وتقارير مؤسسة النقد العربي السعودي.

يبين الجدول السابق تطور سوق الرياض للأوراق المالية بين عامي 2001 - 2014م، حيث بلغ عدد الصفقات المتداولة عام 2001م 605035 في حين كان عدد الصفقات المتداولة عام 2014م 35761091 مما يدل على تزايد عدد الصفقات المتداولة خلال فترة الدراسة. في حين بلغ عدد الأوراق المالية المتداولة عام 2001م 697 مليون سهم مقابل 70118 مليون سهم عام 2014م، أما بالنسبة لقيمة الأوراق المالية المتداولة بلغت عام 2001م 275 مليار ريال مقابل 1813 مليار ريال عام 2014م، أما فيما يتعلق بقيمة الأوراق المالية المتداولة فقد بلغت عام 2001م

83602 مليون ريال مقابل 2146512 مليون ريال عام 2014م وأخيراً بلغ المؤشر العام لأسعار الأسهم عام 2001م 2430 نقطة مقابل 8333 نقطة عام 2014م مما يدل على تطور سوق الأسهم السعودي خلال الفترة المدروسة.

3-2 مؤشر سوق الرياض للأوراق المالية:

لقد بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية بإعداد مؤشر الأسهم المحلية منذ إصدار نشرات الأسهم من قبل مؤسسة النقد العربي السعودي، وذلك في 28 شباط عام 1985م، ويعد هذا التاريخ مهماً جداً إذ أنه تاريخ الأساس لحساب المؤشر، إذ عدّت قيمته في ذلك الوقت 100 نقطة فقط. وقد تم تعديل هذه القيمة المرجعية عام 1999 م ليصبح 1000 نقطة، ومؤشر الأسهم المحلية أو مؤشر التداول لجميع الأسهم الذي كان يُعرف سابقاً بمؤشر المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية يعكس نشاط سوق الأسهم وتدالوها ومن ثم يعكس الأداء العام لل الاقتصاد الوطني خصوصاً فيما يتعلق بربحية الشركات المساهمة وتزداد ثقة الجمهور والجهات المالية والاستثمارية بالمستقبل.

وકأي مؤشر فإن احتسابه يتم بشكل يومي أو شهري أو سنوي أو في لحظة زمنية، ويتم احتسابه وفقاً لأسلوب القيمة، ولابد من الإشارة إلى أن هناك اهتماماً كبيراً بمتابعة المؤشر (مؤشر التداول لجميع أسهم سوق الرياض) من قبل المتعاملين بالسوق داخل وخارج المملكة، وذلك لأن سوق الرياض للأوراق المالية تعد من أكبر الأسواق عربياً وإقليمياً من حيث رأس المال المستثمر فيه وقيمة موجوداته والذي يزيد عن 50 مليار ريال سعودي¹³، وتعمل في هذه السوق حالياً 169 شركة متباينة الحجم من حيث رأس المال أو قيمة موجوداتها¹⁴.

ويعتمد المؤشر في بنائه على القيمة السوقية التي بدورها تعتمد على عاملين، هما¹⁵:

- (1) عدد الأسهم المصدرة وليس المتداولة فقط، وهي ثابتة بشكل عام وتتغير فقط إذا تم إصدار أو دمج أو تخفيض عدد الأسهم فقط.

¹³ عباس، علي: إدارة الأعمال الدولية، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص319.

¹⁴ النشرة الإحصائية الشهرية لمؤسسة النقد العربي السعودي، مايو 2015، ص58.

¹⁵ الشكرجي، يشار ذنون محمد، تاج الدين، ميادة صلاح الدين: علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية، "دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية"، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 89، العدد 30، 2008، 71-90.

(2) سعر السهم في السوق، ويتغير بشكل عام خلال فتح السوق للتداول (فترات التداول).

وهذا يقودنا إلى نقطة جوهرية تتعلق ببناء المؤشر، وهي أن الشركات الأكثر تأثيراً في المؤشر هي تلك الشركات ذات القيمة السوقية الأكبر.

3-3 تطورات سوق الأسهم السعودية خلال عام 2014:

أغلق المؤشر العام لأسعار الأسهم السعودية في نهاية عام 2014 عند مستوى 8333.3 نقطة مقارنة بنحو 8535.6 نقطة في نهاية عام 2013م، أي بانخفاض طفيف نسبته 2.4%， وحقق مؤشر أسعار الأسهم أعلى نقطة إغلاق خلال عام 2014م في يوم 9 سبتمبر عند مستوى 11149.4 نقطة. وارتفعت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية عام 2014 بنسبة 3.4% لتبلغ 1812.9 مليار ريال مقارنة بنحو 1752.9 مليار ريال في نهاية عام 2013م.¹⁶

وارتفع عدد الأسهم المتداولة في عام 2014 بنسبة 34.1% ليصل إلى نحو 70.1 مليار سهم مقارنة بنحو 52.3 مليار سهم في عام 2013م. وارتفعت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة لتبلغ 2146.5 مليار ريال مقابل 1369.7 مليار ريال في عام 2013م، أي بارتفاع نسبته 56.7%. وارتفع عدد الصفقات خلال عام 2014 ليصل إلى 35.8 مليون صفقة مقارنة بنحو 29 مليون صفقة في عام 2013م، أي بارتفاع نسبته 23.5% كما هو مبين بالجدول (2-4).

وفي عام 2014 بلغ المتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة 8.6 مليار ريال مقابل 5.5 مليار ريال في عام 2013م، أي بارتفاع نسبته 55.5%. كما بلغ المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة نحو 283.2 مليون سهم مقابل 215.8 مليون سهم خلال عام 2013م وبنسبة ارتفاع بلغت 31.2%， وارتفع المتوسط اليومي لعدد الصفقات المنفذة ليبلغ نحو 143 ألف صفقة مقابل 116.8 ألف صفقة في عام 2013م أي بارتفاع نسبته 22.5%.¹⁷

¹⁶ تقرير مؤسسة النقد العربي السعودي، 2015، ص90.

¹⁷ تقرير مؤسسة النقد العربي السعودي، 2015، ص90.

وبلغت قيمة الأسهم المتداولة عن طريق الإنترن特 1483.1 مليار ريال عام 2014م مقابل 942.6 مليار ريال في عام 2013م وارتفاع نسبته 57.3%， وتمثل قيمة الأسهم المتداولة عن طريق الإنترن特 ما نسبته 69.1% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2014م مقابل 68.8% في عام 2013م. وبلغ عدد الأسهم المتداولة عن طريق الإنترن特 49.4 مليار سهم خلال عام 2014م مقابل 36.3 مليار سهم عام 2013م أي بارتفاع بلغت نسبته 35.9%， ويمثل عدد الأسهم المتداولة عن طريق الإنترن特 ما نسبته 69.7% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2014م مقابل 69.4% في عام 2013م.

جدول (2-4) مؤشرات سوق الأسهم السعودي

التغير %	مؤشر أسعار الأسهم (نقطة)	التغير %	عدد الصفقات المنفذة (ألف صفقة)	التغير %	القيمة السوقية للأسهم المصدرة (مليار ريال)	التغير %	قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	التغير %	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	السنة
8.2	6620.8	46.4-	19536.1	10.9	1325.4	39.9-	759.2	41.3-	33255	2010
3.1-	6417.7	30.8	25546.9	4.1-	1270.8	44.7	1098.8	46	48544.6	2011
6	6801.2	64.8	42105	10.2	1400.3	75.6	1929.3	77.2	86006.1	2012
25.5	8535.6	31.2-	28967.7	25.2	1752.9	29-	1369.7	39.2-	52306.3	2013
2.4-	8333.3	23.5	35761.1	3.4	1812.9	56.7	2146.5	34.1	70118.4	2014

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير مؤسسة النقد العربي السعودي

يبين الجدول السابق مؤشرات سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2010-2014)، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة عام 2010 33255 مليون سهم مقابل 70118.4 مليون سهم عام 2014، بنسبة تغير بلغت (-41.3%) عام 2010 مقابل (34.1%) عام 2014، أما فيما يتعلق بقيمة الأسهم المتداولة فقد بلغت عام 2010 759.2 مليار ريال مقابل 2146.5 مليار ريال عام 2014، بنسبة تغير بلغت عام 2010 (-39.9%) مقابل نسبة تغير بلغت عام 2014 (%56.7)، في حين بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة عام 2010 1325.4 مiliar ريال، مقابل 1812.9 مiliar ريال عام 2014، بنسبة تغير بلغت عام 2010 (%10.9) مقابل (%3.4) عام 2014، كما بلغ عدد الصفقات المنفذة عام 2010 (%10.9) مقابل (%3.4) عام 2014، مما يوضح التغير الكبير في المؤشرات خلال هذه الفترة.

19536.1 ألف صفقة مقابل 35761.1 ألف صفقة عام 2014م بنسبة تغير بلغت عام 2010م (%46.4) مقابل (%23.5) عام 2014م، وأخيراً فيما يتعلق بالمؤشر العام لأسعار الأسهم فقد بلغت قيمة المؤشر عام 2010م 6620.8 نقطة مقابل 8333.3 نقطة عام 2014م بنسبة تغير بلغت عام 2010م (%8.2) مقابل (%2.4) عام 2014م.

ووصل عدد الصفقات المنفذة عن طريق الإنترن特 إلى 27.1 مليون صفقة خلال عام 2014م مقابل 21.6 مليون صفقة في عام 2013م، أي بارتفاع بلغت نسبته %25.2، ويمثل عدد الصفقات المنفذة عن طريق الإنترنط ما نسبته 75.7% من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام 2014م مقابل 74.6% في عام 2013م¹⁸، كما في الجدول (3-4).

جدول (3-4) عمليات بيع وشراء الأسهم عن طريق الإنترنط

التغير %	2014	2013		قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)
			عن طريق الإنترنط الإجمالي *	النسبة
57.3	1483.1	942.6	عن طريق الإنترنط الإجمالي *	النسبة
56.7	2146.5	1369.7		
0.4	69.1	68.8		
			عن طريق الإنترنط الإجمالي *	النسبة
35.9	49370.1	36316.3	عن طريق الإنترنط الإجمالي *	النسبة
35.4	71803.3	52306.2		
0.4	69.7	69.4		
			عن طريق الإنترنط الإجمالي *	النسبة
25.2	27061	21609.5	عدد الصفقات المنفذة الإجمالي *	النسبة
23.5	35761.1	28967.7		
1.4	75.7	74.6		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير مؤسسة النقد العربي السعودي.

* الإجمالي يمثل بيع وشراء الأسهم عبر كافة قنوات السوق (صالات التداول، الإنترنط، الهاتف المصرفي، مكائن الصرف الآلي).

وفي نهاية عام 2014م بلغ عدد المسجلين في نظام التداول الإلكتروني 4462.1 ألف مشترك مقابل 4335.7 ألف مشترك في نهاية عام 2013م بزيادة نسبتها 126.3% (%2.9) ألف مشترك). فارتفع عدد المشتركين في خدمة التداول عبر الإنترنط ليبلغ 119.9 ألف مشترك

¹⁸ تقرير مؤسسة النقد العربي السعودي، 2015، ص91.

في نهاية عام 2014 مقارنة بحوالي 98 ألف مشترك في نهاية عام 2013م، أي بارتفاع نسبته 22.3% كما في الجدول (4-4).

جدول (4-4) عدد العملاء المسجلين في نظام التداول والمشتركين في خدمة التداول عن طريق الإنترنط

السنة	عدد العملاء المسجلين في نظام التداول	النسبة التغير %	عدد العملاء المستفيدين من التداول عبر الإنترنط والمتابعة الآتية	النسبة التغير %	
				النسبة التغير %	النسبة التغير %
49.2-	53952	1.2	4045793	2010	
4.9-	51289	1.3	4099527	2011	
91.8	98397	3	4221355	2012	
0.4-	98044	2.7	4335739	2013	
22.3	119937	2.9	4462067	2014	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير مؤسسة النقد العربي السعودي.

يبين الجدول السابق عدد العملاء المسجلين في نظام التداول والمشتركين في خدمة التداول عن طريق الإنترنط، حيث بلغ عدد العملاء المسجلين في نظام التداول الإلكتروني عام 2010م 4045793 عميل مقابل 4462067 عميل عام 2014م بنسبة تغير بلغت عام 2010م (%)1.2) مقابل (%)2.9) عام 2014م، أما فيما يخص عدد العملاء المستفيدين من التداول عبر الإنترنط والمتابعة الآتية فقد بلغ عددهم عام 2010م 53952 مقابل 119937 عميل عام 2014 بنسبة تغير بلغت عام 2010m (49.2-) مقابل (22.3%) عام 2014م.

وبتحليل نشاط سوق الأسهم المحلية قطاعياً خلال عام 2014م، يتضح أن قطاع التطوير العقاري أنشط القطاعات من حيث عدد الأسهم المتداولة، حيث بلغ نحو 11.3 مليار سهم تشكل ما نسبته 16.1% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، يليه قطاع الصناعات البتروكيماوية بنحو 10.9 مليار سهم وتمثل ما نسبته 15.5% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، وحل في المرتبة الثالثة قطاع المصارف والخدمات المالية بنحو 9.8 مليار سهم أو ما نسبته 14% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة¹⁹.

¹⁹ تقرير مؤسسة النقد العربي السعودي، 2015، ص.92

ومن حيث قيمة الأسهم المتداولة في عام 2014م، احتل قطاع الصناعات البتروكيماوية المرتبة الأولى بقيمة بلغت نحو 332.6 مليار ريال وتمثل ما نسبته 15.5% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، وحل قطاع التأمين في المرتبة الثانية بحوالي 319.1 مليار ريال وتمثل ما نسبته 14.9% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، وحل في المرتبة الثالثة قطاع المصارف والخدمات المالية بنحو 279.7 مليار ريال تمثل ما نسبته 13% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة²⁰.

وباستعراض أداء السوق حسب عدد الصفقات المنفذة في عام 2014م، كان لقطاع التأمين النصيب الأكبر بعدد 8.5 مليون صفقة تمثل ما نسبته 23.8% من إجمالي عدد الصفقات المنفذة، يليه قطاع الصناعات البتروكيماوية بنسبة 9.7% من إجمالي عدد الصفقات المنفذة وبعدد 3.5 مليون صفقة، وحل في المرتبة الثالثة قطاع الزراعة والصناعات الغذائية بنحو 3.4 مليون صفقة تمثل ما نسبته 9.5%²¹. وبالنظر للقيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية عام 2014م، احتل قطاع المصارف والخدمات المالية المركز الأول بقيمة بلغت 513.8 مليار ريال وتمثل ما نسبته 28.3% من إجمالي القيمة السوقية للأسهم المصدرة، وحل ثانياً قطاع الصناعات البتروكيماوية بقيمة بلغت 423.3 مليار تمثل ما نسبته 23.4% من القيمة السوقية للأسهم المصدرة، تلاه قطاع الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات بقيمة بلغت نحو 175.7 مليار ريال تمثل ما نسبته 9.7% من القيمة السوقية للأسهم المصدرة²²، كما في الجدول (4-5).

²⁰ تقرير مؤسسة النقد العربي السعودي، 2015، ص 91.

²¹ تقرير مؤسسة النقد العربي السعودي، 2015، ص 92.

²² تقرير مؤسسة النقد العربي السعودي، 2015، ص 92.

جدول (4-5) نشاط سوق الأوراق المالية حسب القطاعات خلال عام 2014م

القيمة السوقية		عدد الصفقات المنفذة		قيمة الأوراق المالية المتداولة		عدد الأوراق المالية المتداولة		
النسبة لإجمالي % لإجمالي	مليار ريال	النسبة لإجمالي % لإجمالي	ألف صفقة	النسبة لإجمالي % لإجمالي	مليار ريال	النسبة لإجمالي % لإجمالي	مليون سهم	القطاع
28.3	513.8	7.9	2820.5	13	279.7	14	9801	المصارف والخدمات المالية
23.4	423.3	9.7	3459.8	15.5	332.6	15.5	10866.4	الصناعات البتروكيماوية
5	90.8	4.8	1701.8	3.7	78.9	3.4	2373.3	الإسماع
4.2	76	7.5	2666	6	129.8	2.8	1936	التجزئة
3.6	64.5	0.6	204.4	0.8	16.3	1.4	980.3	الطاقة والمرافق الخدمة
6.8	122.7	9.5	3411.9	8	171.5	5.5	3867	الزراعة والصناعات الغذائية
9.7	175.7	4.6	1646.8	6.9	148.4	11.5	8075.8	الاتصالات وتقنية المعلومات
2.2	39.8	23.8	8513.8	14.9	319.1	12.1	8485.8	التأمين
4.1	73.6	3.3	1194.9	2.9	63	3.4	2364.3	شركات الاستثمار المتعدد
3.2	57.5	7.5	2690.9	7.6	162.8	5.4	3778.3	الاستثمار الصناعي
1.5	27.9	7.8	2779.8	6.1	131.6	5.8	4056.6	التشييد والبناء
5.5	99.2	6.6	2358.8	9.2	198.4	16.1	11262.4	التطوير العقاري
1.1	19.8	2.4	840.4	2.2	48.3	1.8	1272.1	النقل
0.2	3.8	1.3	479.7	0.9	18.7	0.5	373.5	الإعلام والنشر
1.3	24.4	2.8	991.6	2.2	47.3	0.9	625.9	الفنادق والسياحة
100	1812.8	100	35761.1	100	2146.5	100	70118.6	الإجمالي

المصدر: التقرير السنوي لأداء السوق المالية السعودية (تداول) لعام 2014م.

وبالنسبة للشركات المساهمة الثلاث الأكثر نشاطاً من حيث عدد الصفقات المنفذة خلال عام 2014م، تصدرها مصرف الإنماء بنحو 1470.2 ألف صفقة، ثم شركة دار الأركان بنحو 894.9 ألف صفقة، ثم ساينك بنحو 879.3 ألف صفقة كما هو مبين بالجدول (6-4).

جدول (6-4) الشركات المساهمة الثلاث الأكثر نشاطاً خلال عام 2014م

الشركة	عدد الصفقات المنفذة	الشركة	مصرف الإنماء	دار الأركان	ساينك
ألف صفقة				1470.2	879.3
عدد الأسهم المتداولة		دار الأركان	مصرف الإنماء	ساينك	زين السعودية
مليار سهم		7.6	6.8	5	
قيمة الأسهم المتداولة		مصرف الإنماء	ساينك	دار الأركان	
مليار ريال		136.9	119.1	93.8	

المصدر: التقرير السنوي لأداء السوق المالية السعودية (تداول) لعام 2014م.

1-3-3 الطروحات الجديدة خلال عام 2014م:

تم خلال عام 2014م طرح ست شركات جديدة بإجمالي رأسمال بلغ 22.5 مليار ريال وعدد الأسهم المصدرة بلغت 2.2 مليار سهم، حيث تم طرح 587.5 مليون سهم للاكتتاب العام بقيمة إجمالية بلغت 25.2 مليار ريال. وبلغ إجمالي القيمة السوقية للأسهم المصدرة 126.1 مليار ريال، وبلغ متوسط عدد مرات التغطية 21.6 مرة للشركات المكتتب بها على مستوى السوق خلال عام 2014م²³، كما هو مبين بالجدول (7-4).

²³ تقرير مؤسسة النقد العربي السعودي، 2015، ص.93.

جدول (4-7) الشركات الجديدة التي تم طرحها في سوق الأسهم السعودية خلال عام 2014م.

الشركة	القطاع	تاريخ الطرح	حجم المال (مليون ريال)	رأس المال (مليون ريال)	الأسهم المصدرة (مليون سهم)	المطروحة للأكتتاب العام (مليون سهم)	سعر الإغلاق 2014/12/31	حجم الطرح (ريال)	عدد المكتتبين (مليون مكتب)	القيمة السوقية	عدد مرات التغطية (مرة)
-1 الاهلي المصارف والخدمات المالية	المصارف والخدمات المالية	أكتوبر	19	20000	2000	500	55	45	22500	1.3	109960
-2 اسمنت ام القرى	الإسمنت	أبريل	29	550	55	27.5	36.6	10	275	3.3	2011.4
-3 أسواق المزرعة	التجزئة	يناير	22	250	25	7.5	81.9	36	270	1.4	2046.5
-4 الحمادي	التجزئة	يونيو	11	750	75	22.5	84.1	28	630	1.7	6306
-5 صناعات كهربائية	التشييد والبناء	نوفمبر	11	450	45	13.5	55.6	54	729	1.7	2503.8
-6 مجموعة العكير	الفنادق والسياحة	مايو	28	550	55	16.5	59.4	50	825	1.7	3267.6
الإجمالي		---	---	22550	2255	587.5	---	---	25229	11.2	126095.2

المصدر: هيئة السوق المالية والتقرير السنوي لأداء السوق المالية السعودية (تداول) لعام 2014م.

وبلغ إجمالي عدد المكتتبين في الشركات المطروحة خلال عام 2014م نحو 11.2 مليون مكتب بارتفاع نسبته 8.8% عن إجمالي عدد المكتتبين في عام 2013م، وأسهمت قنوات الاكتتاب المختلفة مثل الهاتف المصرفي ومكاتب الصرف الآلي والإنترنت في التقليل من الأخطاء واختصار مدة الاكتتاب المطبوعة، حيث بلغ عدد المكتتبين عن طريق الهاتف المصرفي 1.1 مليون مكتباً مثلاً 8.9% من إجمالي عدد المكتتبين، وبلغ عدد المكتتبين عن طريق الإنترت 2.5 مليون مكتباً مثلاً 19.4% من إجمالي عدد المكتتبين، في حين بلغ عدد المكتتبين عن طريق فروع المصارف 1 مليون مكتباً مثلاً 10.7% من إجمالي عدد المكتتبين²⁴، كما هو مبين بالجدول (8-4).

²⁴ تقرير مؤسسة النقد العربي السعودي، 2015، ص94.

جدول (4-8) عدد المكتبين حسب قنوات الاتصال في عمليات الطرح العام (مليون مكتب)

2014			2013		
قناة الاتصال	العدد	النسبة %	العدد	النسبة %	النسبة %
الهاتف المصرفي	0.9	8.9	1.1	8.9	21.1
الصراف الآلي	6.2	61	6.5	61	4.9
الإنترنت	2	19.4	2.5	19.4	24.4
الفروع	1.1	10.7	1	10.7	5.2-
الإجمالي	10.2	100	11.1	100	8.8

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على هيئة السوق المالية.

2-3-3 الشركات الجديدة المضافة لمؤشر تداول خلال عام 2014:

أُضيفت في عام 2014م أسهم الشركات التالية إلى مؤشر السوق (تداول)²⁵:

- 1- شركة بوان.
- 2- الشركة السعودية للتسويق.
- 3- شركة إسمنت أم القرى.
- 4- شركة مجموعة عبدالمحسن الحكير للسياحة والتنمية.
- 5- شركة الحمادي للتنمية والاستثمار.

واستبعدت أسهم كل من شركة وقاية للتأمين وإعادة التأمين التكافلي وذلك نظراً لعدم قدرة الشركة على تسديد إيجار موقعها الحالي وبقي التزاماتها لمزاولة أعمالها وذلك لعدم وجود سيولة نقدية متوفرة لديها لتسديد تلك الالتزامات ولعدم استجابة مؤسسة النقد العربي السعودي "ساما" لطلبات الشركة والتي من ضمنها زيادة رأس المال والإفراج عن قيمة الوديعة النظامية لدى مؤسسة النقد العربي السعودي. وكذلك استبعدت أسهم شركة سند للتأمين وإعادة التأمين التعاوني من حساب مؤشر السوق المالية السعودية (تداول) وذلك نتيجة للخسائر المالية التي لحقت بهذه الشركة.

4-3 الدراسة الإحصائية للسوق المالي السعودي:

²⁵ تقرير مؤسسة النقد العربي السعودي، 2015، ص94.

١-٤-٣ استقرارية (Stationary) السلاسل الزمنية:

تُعد اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية من المواضيع المهمة في التحليلات الاقتصادية الحديثة، ولمعرفة أن السلسلة مستقرة أو غير مستقرة، هناك العديد من الاختبارات التي يمكن استعمالها لدراسة استقرار السلاسل الزمنية مثل اختبار Dickey-Fuller(DF)، أو Phillips-Perron (PP)، أو اختبار Augmented Dickey-Fuller(ADF) ، أو اختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) وسكنكفي Q-Test باختبار .

١- اختبار سلسلة التضخم:

يتم استخدام إحصائية Q-Test عن طريق البرنامج الإحصائي (Eviews8) لاختبار استقرارية السلاسل الزمنية، حيث يتم مقارنة قيمة Q-Test مع القيمة الجدولية لـ $\chi^2_{0.05,12}$ فإذا كانت قيمة Q-Test أكبر من قيمة $\chi^2_{0.05,12}$ وكذلك الاحتمالية $Probability$ أصغر من (0.05) فإن السلسلة غير مستقرة والعكس صحيح²⁶. ويتبين لنا من خلال الجدول رقم (٩-٤) أن:

$Q-Stat = 60.852 > \chi^2_{0.05,12} = 21.03$ حيث $h=12$ $Q-Test = 60.852$ نرفض الفرض العدم وتكون السلسلة غير مستقرة.²⁷

²⁶ ادريوش، دحماني محمد، مثال تطبيقي لاختبار استقرارية السلاسل الزمنية باستخدام برنامج Eviews8، الموقع الإلكتروني www.youtube.com/watch?v=cwT4TO7z4wk

²⁷ حيث تكون السلسلة غير مستقرة في حالة $Q-Stat$ المحسوبة أكبر من χ^2 الجدولية، حيث يتم رفض الفرض العدم الذي ينص على أن السلسلة الزمنية مستقرة.

الجدول رقم (9-4) نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة التضخم عند مستواها

Date: 05/11/16 Time: 18:49
 Sample: 2001 2014
 Included observations: 14

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.768	0.768	10.150	0.001		
2	0.559	-0.073	15.986	0.000		
3	0.368	-0.090	18.739	0.000		
4	0.176	-0.138	19.434	0.001		
5	0.009	-0.102	19.435	0.002		
6	-0.127	-0.086	19.888	0.003		
7	-0.340	-0.358	23.592	0.001		
8	-0.373	0.200	28.782	0.000		
9	-0.408	-0.160	36.234	0.000		
10	-0.391	0.030	44.801	0.000		
11	-0.338	-0.042	53.336	0.000		
12	-0.259	0.004	60.852	0.000		

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews8).

وبعدأخذ الفروق الأولى تصبح السلسلة الزمنية لمتغير التضخم مستقرة، حيث أصبحت قيمة $Q-Stat = 2.3737 < \chi^2_{0.05,12} = 21.03$ وبالتالي نقبل الفرض العدلي ونرفض الفرض البديل. أي أن السلسلة الزمنية لمتغير التضخم مستقرة عند الفروق الأولى كما هو مبين بالجدول رقم (10-4).

الجدول رقم (10-4) نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة التضخم عند الفروق الأولى

Date: 05/11/16 Time: 18:20
 Sample: 2001 2014
 Included observations: 13

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	-0.289	-0.289	1.3601	0.244		
2	-0.041	-0.136	1.3901	0.499		
3	0.021	-0.036	1.3985	0.706		
4	-0.053	-0.069	1.4588	0.834		
5	0.026	-0.013	1.4748	0.916		
6	0.005	0.000	1.4756	0.961		
7	0.069	0.082	1.6322	0.977		
8	-0.077	-0.034	1.8622	0.985		
9	-0.069	-0.100	2.0917	0.990		
10	-0.045	-0.122	2.2230	0.994		
11	-0.035	-0.113	2.3432	0.997		
12	-0.013	-0.097	2.3737	0.999		

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews8).

2- اختبار سلسلة الناتج المحلي الإجمالي:

يتبيّن من الجدول رقم (11-4) أن سلسلة الناتج المحلي الإجمالي غير مستقرة عند مستواها

حيث بلغت قيمة $Q\text{-Stat} = 59.973$ بتأخر $h=12$ ومنه:

$Q\text{-Stat} = 59.973 > \chi^2_{0.05,12} = 21.03$ حيث نرفض الفرض العدم وتكون السلسلة غير مستقرة.

الجدول رقم (11-4) نتائج اختبار $Q\text{-Stat}$ لسلسلة الناتج المحلي الإجمالي عند مستواها

Date: 05/11/16 Time: 18:27

Sample: 2001 2014

Included observations: 14

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.787	0.787	10.681	0.001		
2	0.536	-0.221	16.042	0.000		
3	0.302	-0.107	17.903	0.000		
4	0.083	-0.148	18.057	0.001		
5	-0.013	0.146	18.062	0.003		
6	-0.075	-0.088	18.218	0.006		
7	-0.209	-0.320	19.619	0.006		
8	-0.278	0.046	22.497	0.004		
9	-0.390	-0.265	29.319	0.001		
10	-0.452	0.015	40.740	0.000		
11	-0.385	0.067	51.793	0.000		
12	-0.270	0.071	59.973	0.000		

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews8).

وعندأخذ الفروق الأولى لسلسلة الناتج المحلي تصبح السلسلة مستقرة كما هو مبين بالجدول رقم (12-4) حيث أصبحت قيمة $Q\text{-Stat} = 5.5026 < \chi^2_{0.05,12} = 21.03$ وبالتالي قبل الفرض العدمي ونرفض الفرض البديل. أي أن السلسلة الزمنية لمتغير الناتج المحلي الإجمالي مستقرة عند الفروق الأولى.

الجدول رقم (4-12) نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة الناتج المحلي الإجمالي عند الفروق الأولى

Date: 05/11/16 Time: 18:35
Sample: 2001 2014
Included observations: 13

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	-0.030	-0.030	0.0147 0.903
		2	-0.455	-0.456	3.6811 0.159
		3	-0.048	-0.103	3.7260 0.293
		4	-0.025	-0.309	3.7397 0.442
		5	0.088	-0.018	3.9284 0.560
		6	0.043	-0.156	3.9789 0.680
		7	0.079	0.140	4.1820 0.759
		8	-0.086	-0.157	4.4726 0.812
		9	-0.127	0.003	5.2556 0.811
		10	0.001	-0.174	5.2557 0.873
		11	0.033	-0.029	5.3644 0.912
		12	0.027	-0.170	5.5026 0.939

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي .(Eviews8)

3- اختبار سلسلة الاستثمار:

يتبيّن من الجدول رقم (4-13) أن سلسلة الاستثمار غير مستقرة عند مستوىها حيث بلغت قيمة $Q\text{-Stat} = 58.357$ بتأخر $h=12$ ومنه:

$Q\text{-Stat} = 58.357 > \chi^2_{0.05,12} = 21.03$ غير مستقرة.

الجدول رقم (4-13) نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة الاستثمار عند مستواها

Date: 05/11/16 Time: 18:38
 Sample: 2001 2014
 Included observations: 14

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			1	0.783	0.783	10.551 0.001
2			2	0.555 -0.149	16.292	0.000
3			3	0.338 -0.116	18.621	0.000
4			4	0.097 -0.229	18.831	0.001
5			5	-0.017 0.141	18.839	0.002
6			6	-0.125 -0.148	19.275	0.004
7			7	-0.259 -0.212	21.426	0.003
8			8	-0.323 -0.040	25.327	0.001
9			9	-0.384 -0.090	31.947	0.000
10			10	-0.426 -0.116	42.115	0.000
11			11	-0.352 0.100	51.361	0.000
12			12	-0.250 0.053	58.357	0.000

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews8).

وعندأخذ الفروق الأولى لسلسلة الاستثمار تصبح السلسلة مستقرة كما هو مبين بالجدول رقم (4-14) حيث أصبحت قيمة $\chi^2_{0.05,12} = 21.03 < \text{Q-Stat} = 5.5357$ وبالتالي نقبل الفرض العدلي ونرفض الفرض البديل. أي أن السلسلة الزمنية لمتغير الاستثمار مستقرة عند الفروق الأولى.

الجدول رقم (4-14) نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة الاستثمار عند الفروق الأولى

Date: 05/11/16 Time: 18:42
 Sample: 2001 2014
 Included observations: 13

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	-0.058	-0.058	0.0541	0.816		
2	-0.457	-0.462	3.7565	0.153		
3	0.166	0.129	4.2965	0.231		
4	0.098	-0.125	4.5061	0.342		
5	-0.052	0.110	4.5723	0.470		
6	-0.033	-0.083	4.6030	0.596		
7	-0.024	0.004	4.6211	0.706		
8	-0.073	-0.162	4.8308	0.775		
9	-0.113	-0.166	5.4530	0.793		
10	0.017	-0.105	5.4727	0.857		
11	0.025	-0.104	5.5344	0.903		
12	0.003	0.018	5.5357	0.938		

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews8).

4- اختبار سلسلة المؤشر العام لأسعار الأسهم:

يتبيّن من الجدول رقم (4-15) أن سلسلة المؤشر العام لأسعار الأسهم مستقرة عند مستواها حيث بلغت قيمة $Q\text{-Stat} = 12.891$ بتأخر $h=12$ ومنه:

$Q\text{-Stat} = 12.891 < \chi^2_{0.05,12} = 21.03$
 المؤشر العام لأسعار الأسهم مستقرة عند مستواها.

الجدول رقم (4-15) نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة المؤشر العام لأسعار الأسهم عند مستواها

Date: 05/11/16 Time: 18:46
 Sample: 2001 2014
 Included observations: 14

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			1	0.280	0.280	1.3463 0.246
2			2	0.085	0.007	1.4811 0.477
3			3	-0.428	-0.492	5.2034 0.157
4			4	-0.451	-0.294	9.7572 0.045
5			5	-0.164	0.147	10.430 0.064
6			6	-0.059	-0.191	10.527 0.104
7			7	0.111	-0.261	10.919 0.142
8			8	0.136	0.065	11.611 0.169
9			9	0.116	0.050	12.209 0.202
10			10	0.018	-0.253	12.228 0.270
11			11	-0.043	-0.071	12.369 0.337
12			12	-0.068	0.130	12.891 0.377

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews8).

5- اختبار الاستقرارية لمتغيرات الدراسة ككل:

يتبيّن من الجدول رقم (4-16) أن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة كمجموعه مستقرة عند أخذ الفروق الأولى حيث بلغت قيمة $Q\text{-Stat} = 12.891$ بتأخر $h=12$ ومنه:

$Q\text{-Stat} = 6.6160 < \chi^2_{0.05,12} = 21.03$ الزمنية لمتغيرات الدراسة كمجموعه مستقرة عند الفروق الأولى.

الجدول رقم (4-16) نتائج اختبار Q-Stat لسلسل متغيرات الدراسة كل عند الفروق الأولى

Date: 05/13/16 Time: 10:46

Sample: 2001 2014

Included observations: 13

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			1	-0.422	-0.422	2.8981 0.089
2			2	0.292	0.138	4.4082 0.110
3			3	-0.296	-0.163	6.1146 0.106
4			4	-0.039	-0.296	6.1477 0.188
5			5	-0.049	-0.115	6.2073 0.287
6			6	0.032	-0.014	6.2360 0.397
7			7	-0.076	-0.198	6.4228 0.491
8			8	0.069	-0.121	6.6107 0.579
9			9	-0.004	0.011	6.6115 0.677
10			10	-0.001	-0.094	6.6116 0.762
11			11	-0.007	-0.139	6.6158 0.829
12			12	0.001	-0.035	6.6160 0.882

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews8).

3-4-2 اختبار التحقق من التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة:

لاختبار توزع البيانات وفق التوزيع الطبيعي قام الباحث باستخدام إحصائية Jarque-Bear، وذلك من خلال البرنامج الإحصائي (Eviews8) حيث أن القيمة المعيارية لهذا الاختبار هي (5.99) وبالتالي تتبع البيانات التوزيع الطبيعي إذا كانت إحصائية Jarque-Bear ≥ 5.99 وكذلك $\text{Probability} > 0.05^{28}$ وكما هو موضح بالجدول (4-17) فإن قيمة Jarque-Bear لجميع متغيرات الدراسة هي أصغر من (5.99) وكذلك قيمة الاحتمالية هي أكبر من (0.05) وبالتالي تتبع متغيرات الدراسة التوزيع الطبيعي.

²⁸ عبدالكريم، سماح غانم، ظاهرة التضخم الركودي في الاقتصاد السوري – دراسة تحليلية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، 2015، ص ص120-121.

جدول (17-4) التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

	DDEX	DGDP	DINF	DINV
Mean	484.6017	46474.78	2.675000	27585.31
Median	908.8750	38292.00	3.400000	15504.27
Maximum	8507.000	213584.3	10.50000	90228.27
Minimum	-8780.000	-99612.53	-6.000000	-5405.334
Std. Dev.	4454.661	72123.49	3.832190	29709.02
Skewness	-0.563049	0.388986	-0.316206	1.310807
Kurtosis	3.455449	4.569526	4.370115	3.366460
Jarque-Bera	0.737766	1.534325	1.138579	3.503576
Probability	0.691506	0.464329	0.565927	0.173464
Sum	5815.220	557697.3	32.10000	331023.7
Sum Sq. Dev.	2.18E+08	5.72E+10	161.5425	9.71E+09
Observations	12	12	12	12

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews8).

3-4-3 اختبار فرضيات الدراسة:

- **الفرضية الرئيسية:** لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ممثلة بـ (التضخم، الناتج الإجمالي المحلي، والاستثمار) وبين المؤشر العام لأسعار الأسهم.

لاختبار الفرضية الرئيسية قام الباحث أولاً باختبار كل من فرضياتها الفرعية كالتالي:

- 1- **اختبار الفرضية الفرعية الأولى:** لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التضخم والمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي السعودي.

قام الباحث باستخدام معامل ارتباط (Pearson) لمعرفة إن كان هناك علاقة ارتباط بين التضخم والمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي السعودي ومدى قوة تلك العلاقة، كما في الجدول (18-4).

(18-4) جدول

التضخم			المتغير
الدالة	المعنوية (Sig)	قيمة معامل الارتباط (Pearson)	
غير دال	0.857	0.053	المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي السعودي

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة معامل الارتباط (5.3%) وهو ارتباط ضعيف جداً وكذلك فإن هذه العلاقة غير دالة إحصائياً وبالتالي يمكن القول بأنه لا يوجد ارتباط بين التضخم والمؤشر العام لأسعار الأسهم السعودي.

ولمعرفة أثر التضخم على المؤشر العام لأسعار الأسهم السعودي قام الباحث بإجراء تحليل الانحدار البسيط كما في الجدول (19-4).

(19-4) جدول

المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي السعودي				المتغيرات
الدالة	المعنوية(Sig)	قيمة t المحسوبة	معامل الانحدار	
---	0.602	0.536	5374.803	الثوابت
غير دال	0.857	0.184	16.658	التضخم
معامل التحديد $R^2 = 0.003$ ، الخطأ المعياري = 3760.426				
قيمة F المحسوبة = 0.034 ، المعنوية = 0.857				

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة معامل التحديد $R^2 = 0.003$. أي أن المتغير المستقل (التضخم) يفسر ما قيمته (0.3%) فقط من التغيرات التي تحصل في المتغير التابع (المؤشر) في حين بلغت قيمة (F) 0.034 وهي غير دالة عند مستوى الدلالة المفروض (0.05).

وبناءً على ما سبق نقبل الفرضية العدم والتي تنص " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التضخم والمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي السعودي ". ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى ارتفاع السيولة في سوق المال السعودي نتيجة للعوائد النفطية المرتفعة التي تجنيها

المملكة العربية السعودية من تصدير النفط. أي أن التضخم كان وما زال في حالة معدلات متذبذبة نظراً لزيادة حجم العوائد النفطية مقارنة مع أرباح الشركات الإنتاجية الزراعية والصناعية. وعليه فإن التضخم بين لا يؤثر كثيراً على أسعار الأسهم.

2- اختبار الفرضية الفرعية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الناتج الإجمالي المحلي والمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي السعودي.

قام الباحث باستخدام معامل ارتباط (Pearson) لمعرفة إن كان هناك علاقة ارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي والمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي السعودي ومدى قوّة تلك العلاقة، كما في الجدول (20-4).

جدول (20-4)

الناتج المحلي الإجمالي			المتغير
الدلالة	المعنوية (Sig)	قيمة معامل الارتباط (Pearson)	المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي السعودي
غير دال	0.532	0.183	

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة معامل الارتباط (18.3%) وهو ارتباط ضعيف، وكذلك فإن هذه العلاقة غير دالة إحصائياً وبالتالي يمكن القول بأنه لا يوجد ارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي والمؤشر العام لأسعار الأسهم السعودي.

ولمعرفة أثر الناتج المحلي الإجمالي على المؤشر العام لأسعار الأسهم السعودي قام الباحث بإجراء تحليل الانحدار البسيط كما في الجدول (21-4).

جدول (21-4)

المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي السعودي				المتغيرات
الدلالـة	المعنـوية (Sig)	قيمة t المحسوـبة	معـامل الانـحدار	
---	0.029	2.484	5835.485	الثوابـت
غير دـال	0.532	0.644	0.003	النـاتـج المـحـلي الإـجمـالي
معامل التـحدـيد $R^2 = 0.033$ ، الخطأ المعيـاري = 3702.239				
قيمة F المحسـوبة = 0.415 ، المعـنـوية = 0.532				

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة معامل التـحدـيد $R^2 (0.033)$. أي أن المتـغير المستـقل (النـاتـج المـحـلي الإـجمـالي) يفسـر ما قيمـته (3.3%) من التـغيـرات التي تحـصل في المتـغير التـابـع (المـؤـشـر). في حين بلـغـت قيمة (F) 0.415 وهي غير دـالـة عند مـسـتوـى الدـلـالـة المـفـروض (0.05).

وبـنـاءً عـلـى ما سـبـق نـقـبـ الفـرـضـيـة العـدـم وـالـتي تـنـصـ "لا تـوجـد عـلـاقـة ذات دـلـالـة إـحـصـائـية بـيـنـ النـاتـج المـحـلي الإـجمـالي وـالـمـؤـشـر العـام لـأسـعـار الأـسـهـم فيـ السـوق المـالـي السـعـودـي ". وـيعـزوـ الـبـاحـث هـذـه النـتـيـجة أـيـضاـ إـلـى اـرـتـاعـ السـيـولـة فيـ سـوقـ المـالـ السـعـودـي نـتـيـجةـ لـلـعـوـانـدـ الـنـفـطـيـةـ الـمـرـتفـعـةـ الـتـي تـجـيـهاـ الـمـلـكـةـ الـعـرـبـيـةـ السـعـودـيـةـ مـنـ تـصـدـيرـ الـنـفـطـ وـاعـتـمـادـ النـاتـجـ السـعـودـيـ عـلـىـ إـنـتـاجـ الـنـفـطـ دـوـنـ غـيرـهـ مـنـ السـلـعـ وـالـخـدـمـاتـ، فـهـوـ اـقـتصـادـ رـيـعيـ. أيـ أنـ زـيـادـةـ النـاتـجـ المـحـليـ الإـجمـاليـ أـكـدـتـ عـدـمـ وـجـودـ عـلـاقـةـ بـيـنـهـ وـبـيـنـ أـسـعـارـ الـأـسـهـمـ فيـ الـبـورـصـةـ، وـهـذـاـ يـعـنيـ أـنـ النـاتـجـ الإـجمـاليـ زـيـادـةـ كـبـيرـةـ بـإـنـتـاجـ الـنـفـطـ وـالـغـازـ وـلـيـسـ فـيـ الـمـجـالـ الصـنـاعـيـ أوـ الزـرـاعـيـ وـهـذـاـ الـأـمـرـ لـاـ يـنـعـكـسـ عـلـىـ أـسـعـارـ الـأـسـهـمـ، أـيـ أـنـهـ اـقـتصـادـ رـيـعيـ حـيـثـ أـنـ 75% مـنـ هـذـاـ النـاتـجـ هـوـ نـفـطـيـ.

3- اختبار الفرضية الفرعية الثالثة: لا تـوجـد عـلـاقـة ذات دـلـالـة إـحـصـائـية بـيـنـ الـاسـتـثـمـارـ وـالـمـؤـشـرـ العـام لـأسـعـارـ الـأـسـهـمـ فيـ السـوقـ المـالـيـ السـعـودـيـ.

قامـ الـبـاحـثـ باـسـتـخـدـامـ معـاملـ اـرـتـباطـ (Pearson) لـمـعـرـفـةـ إنـ كانـ هـنـاكـ عـلـاقـةـ اـرـتـباطـ بـيـنـ الـاسـتـثـمـارـ وـالـمـؤـشـرـ العـام لـأسـعـارـ الـأـسـهـمـ فيـ السـوقـ المـالـيـ السـعـودـيـ وـمـدـىـ قـوـةـ تـلـكـ الـعـلـاقـةـ،ـ كماـ فيـ الجـدولـ (22-4).

جدول (22-4)

الاستثمار			المتغير
الدالة	المعنوية (Sig)	قيمة معامل الارتباط (Pearson)	
غير دال	0.693	0.116	المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي السعودي

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة معامل الارتباط (11.6%) وهو ارتباط ضعيف، وكذلك فإن هذه العلاقة غير دالة إحصائياً وبالتالي يمكن القول بأنه لا يوجد ارتباط بين الاستثمار والمؤشر العام لأسعار الأسهم السعودي.

ولمعرفة أثر الاستثمار على المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي السعودي قام الباحث بإجراء تحليل الانحدار البسيط كما في الجدول (23-4).

جدول (23-4)

والمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي السعودي				المتغيرات
الدالة	المعنوية(Sig)	قيمة t المحسوبة	معامل الانحدار	
---	0.006	3.330	6525.408	الثوابت
غير دال	0.693	0.405	0.007	الاستثمار
معامل التحديد $R^2 = 0.013$ ، الخطأ المعياري = 3740.242				
قيمة F المحسوبة = 0.164 ، المعنوية = 0.693				

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة معامل التحديد $R^2 = 0.013$. أي أن المتغير المستقل (الاستثمار) يفسر ما قيمته (1.3%) من التغيرات التي تحصل في المتغير التابع (المؤشر). في حين بلغت قيمة (F) 0.164 وهي غير دالة عند مستوى الدلالة المفروض (0.05).

وبناءً على ما سبق نقبل الفرضية العدم والتي تنص " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار والمؤشر العام لأسعار الأسهم السعودي ". ويبين الباحث هذه النتيجة نتيجة لعملية المضاربات في سوق المال السعودي وفق قانون الاستثمار الجديد في المملكة العربية

السعودية الذي صدر بموجب المرسوم الملكي رقم: م/1 بتاريخ 1421/5/10 (إبريل 2000م) والذي سمح لرأس المال الأجنبي بالدخول إلى سوق المال السعودي. ويتبين من هذه العلاقة أن المضاربات في السوق المالي السعودي تترجم عن المضاربات الخارجية أو الداخلية وأن حجم الاستثمار الإنتاجي في الزراعة والصناعة متذبذب مقارنة مع حجم الناتج النفطي. أي أن الزراعة والصناعة قد تكون بين 20-25% من حجم الناتج وهذا الأمر يفسر عدم وجود علاقة بين زيادة حجم الاستثمار وزيادة أسعار الأسهم في السوق المالي السعودي.

رابعاً: الجانب التحليلي لمؤشر سوق أبوظبي للأوراق المالية:

4-1 سوق أبوظبي للأوراق المالية (خلفية تاريخية):

تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000م، وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية الازمة لممارسة مهامه، وله أن ينشئ مراكز وفروع له خارج إمارة أبو ظبي، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 15/11/2000 .

ويهدف السوق إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويケفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين وترسيخ أسس التعامل السليم والعادل و إحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية بما يضمن سلامة التصرفات والإجراءات، وتنمية الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة، والمساهمة في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي. ويضم سوق أبوظبي للأوراق المالية تسع قطاعات وهي: البنوك، الاستثمار والخدمات المالية، العقار، الاتصالات، التأمين، الطاقة، الصناعة، السلع الاستهلاكية، وقطاع الخدمات²⁹.

4-2 تطورات الأسواق المالية في الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة (2005-2010):

تعتبر الأسواق المالية الأشد تأثيراً وحساسية بتطورات الأوضاع الاقتصادية وكذلك تداعيات الأزمات الاقتصادية المحلية والعالمية، وتشير مؤشرات الأسواق المالية في دولة الإمارات

²⁹ <https://www.adx.ae/Arabic/AboutADX/Pages/MarketEstablishment.aspx>

العربية المتحدة خلال الفترة إلى تطور عدد الشركات المدرجة في سوقي أبو ظبي ودبي خلال الفترة (2005-2010)م، من 89 شركة في عام 2005 م إلى 128 شركة في عام 2010 م ولكن يلاحظ خلال الفترة بأن الأسواق المالية قد مرت بفترات مختلفة من الانتعاش والتراجع تبعاً للأوضاع الاقتصادية السائدة وكذلك انعكاسات الأزمات العالمية، حيث أنه بعد النمو الملحوظ في عام 2005 م شهدت الأسواق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة تراجعاً كبيراً حيث انخفض المؤشر العام لأسعار الأسهم من 6840 نقطة إلى 4031 نقطة في عام 2006 م ثم ليصل في عام 2007 م إلى أعلى مستوى له خلال الفترة حيث وصل إلى 6016.2 نقطة حيث وصل حجم التداول إلى أرقام قياسية نتيجة للمضاربات الكبيرة ونتيجة لتوفر السيولة في ذلك العام، ونتيجة لبواخر الأزمة العالمية والتي بدأت في النصف الثاني من عام 2008 م. فقد شهدت الأسواق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة حركة تصحيحية حيث انخفض المؤشر العام لأسعار الأسهم بنسبة بلغت 57.6% ليصل إلى 2552.2 نقطة وفي عام 2009 م، انتعشت الأسهم قليلاً ليرتفع المؤشر إلى 2771.6 نقطة، ثم ليعاود الانخفاض في عام 2010 م إلى 2655.3 نقطة، ذلك نتيجة لحركة الركود في تلك الأسواق، ونتيجة لتلك الأوضاع فقد انخفضت القيمة السوقية للأسهم المتداولة من 839.7 مليار درهم في عام 2005 م إلى 385.4 مليار درهم في عام 2010 م بنسبة بلغت 54.1%³⁰، كما هو موضح بالجدول (4-24).

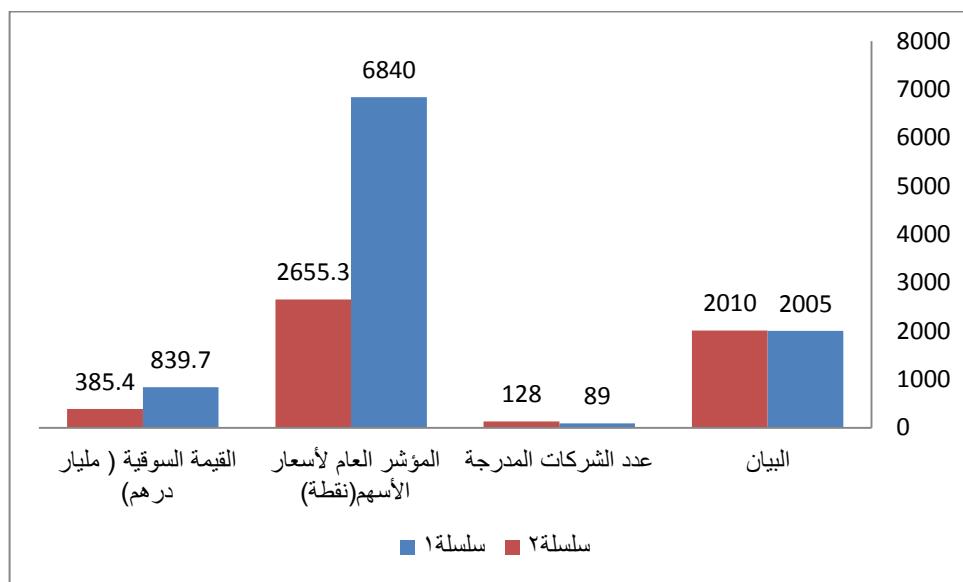
جدول (4-24) تطورات الأسواق المالية في الإمارات لعامي 2005-2010

البيان	2005	2010
عدد الشركات المدرجة	89	128
المؤشر العام لأسعار الأسهم(نقطة)	6840	2655.3
القيمة السوقية (مليار درهم)	839.7	385.4

المصدر: من إعداد الباحث وبالاعتماد على تقرير التطورات الاقتصادية والاجتماعية بدولة الإمارات العربية المتحدة 2005-2010، 2012، ص53.

³⁰ تقرير التطورات الاقتصادية والاجتماعية بدولة الإمارات العربية المتحدة 2005-2010، 2012، ص53.

(1-4) الشكل



المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Excel

يبين الشكل (1-4) تطورات الأسواق المالية في الإمارات العربية لعامي 2005-2010 .

وقد استفادة سوق الأسهم بدولة الإمارات العربية المتحدة من قرار ترقيتها إلى مرتبة "سوق ناشئة" في مؤشر مورغان ستانلي – (Morgan Stanley Capital International) ، الذي بات ساري المفعول في شهر مايو 2014، معزواً بسياسات اقتصاد كلي (MSCI)، وقد ساعد الوضوح بشأن أهداف الإنفاق المالي والاستثمار في المدى المتوسط، في تعزيز الثقة في استمرار دعم الخطط التنموية ونمو القطاعات غير النفطية. وقد ساعدة قدرة المصرف центральный على توفير السيولة، دعماً للاستقرار المالي، في تعزيز التوقعات المستقبلية لنمو القطاعات غير النفطية. وإضافة لذلك، حازت الشركات المدرجة في سوق الأسهم على مزيد من ثقة المستثمرين، بأن جعلت استراتيجياتها واضحة من خلال تصميم وتطبيق برنامج فعال لعلاقات المستثمرين، إذ تساعد العلاقات الرشيدة والمتبصرة في تحسين التداول والسيولة في الأسواق.

وأتساقاً مع ارتفاع أسعار الأسهم في أسواق الولايات المتحدة وأوروبا وبعض الأسواق الناشئة، توacial تحقيق العوائد في سوق الأوراق المالية بدولة الإمارات العربية المتحدة خلال

الثلاث أرباع الأولى من عام 2014 باستثناء شهر يونيو، لتصل الزيادة إلى 24.7% في مؤشر أسعار الأسهم.

غير أن استمرار عدم اليقين بشأن التوقعات المستقبلية لتعافي الاقتصاد العالمي، خاصة في منطقة اليورو، وهبوط أسعار النفط، أسلماً معاً في التذبذب الذي شهدته سوق الأوراق المالية بدولة الإمارات العربية المتحدة، وكان دافعاً لحركة البيع واسع النطاق التي شهدتها الربع الأخير من سنة 2014. وعلى الرغم من ذلك، وبالمقارنة مع السنة السابقة، فقد بلغت الزيادة في مؤشر أسعار الأسهم 4.5% لعام 2014، خلافاً لما كان عليه الحال في السنة السابقة، حيث تواصل ارتفاع الأسهم ليبلغ 68.4%. ويبيّن الجدول (25-4) سوق الأوراق المالية بدولة الإمارات العربية المتحدة (2014).

جدول (25-4)

يونيو	مايو	أبريل	مارس	فبراير	يناير	
120	120	120	120	120	120	عدد الشركات المدرجة
4,657.8	5,535.3	5,349.7	5,083.6	5,035.6	4,670.4	مؤشر أسعار الأسهم
15.9-	3.5	5.2	1.0	7.8	8.3	التغيير الشهري لمؤشر أسعار الأسهم (%)
699.2	831.0	803.1	763.1	754.9	699.9	قيمة السوق
48.3	64.2	67.5	44.3	58.4	59.4	القيمة المتداولة شهرياً
ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	سبتمبر	أغسطس	يوليو	
125	125	122	121	120	120	عدد الشركات المدرجة
4,508.1	4,886.9	5,092.4	5,378.0	5,356.9	5,285.1	مؤشر أسعار الأسهم
7.8-	4.0-	5.3-	0.4	1.4	13.5	التغيير الشهري لمؤشر أسعار الأسهم (%)
728.4	771.0	801.0	808.3	804.6	793.8	قيمة السوق
31.8	26.4	28.5	32.2	21.6	43.2	القيمة المتداولة شهرياً

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على هيئة الأوراق المالية والسلع بدولة الإمارات العربية المتحدة 2014م.

3-4 تطورات سوق الأسهم بدولة الإمارات العربية المتحدة (سوق أبوظبي - 2014):

1-3-4 المؤشر العام لأسعار الأسهم:

ارتفع المؤشر العام لأسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية العاملة في دولة الإمارات العربية بنسبة (4.51%) خلال سنة 2014، بينما ارتفعت القيمة السوقية للشركات المدرجة في هذه الأسواق من 646.3 مليار درهم في نهاية سنة 2013 إلى 728.4 مليار درهم في نهاية سنة 2014م. أي بنسبة ارتفاع بلغت 12.70%.

2-3-4 عدد الشركات المدرجة:

بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق 125 شركة في نهاية 2014 م مقارنة بـ 120 شركة بنهاية عام 2013م. أي بنسبة ارتفاع ومقدراها (4.17%). ويبين الجدول (26-4) تطور سوق الأوراق المالية بسوق أبوظبي المالي خلال فترة الدراسة (2001-2014).

جدول (26-4)

السنة	عدد الشركات المدرجة	المؤشر العام لأسعار الأسهم	القيمة السوقية
2001	15	1267.2	21.2
2002	24	1366	74.8
2003	30	1756.9	111.5
2004	34	3070.9	176.6
2005	59	5203	486.4
2006	60	3000	296.567
2007	60	4552	445.139
2008	129	2552.23	363.87
2009	133	2771.6	404.7
2010	128	2655.3	385.4
2011	128	2341.4	346.1
2012	123	2561.2	379.1
2013	120	4313.6	646.3
2014	125	4,508.1	728.4

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبنك المركزي لدولة الإمارات العربية المتحدة.

4-4 الدراسة الإحصائية لسوق أبوظبي المالي:**1-4-4 استقرارية (Stationary) السلاسل الزمنية:**

تُعد اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية من المواضيع المهمة في التحليلات الاقتصادية الحديثة، ولمعرفة أن السلسلة مستقرة أو غير مستقرة، هناك العديد من الاختبارات التي يمكن استعمالها لدراسة استقرار السلاسل الزمنية مثل اختبار Dickey-Fuller(DF)، أو Phillips-Perron (PP)، أو اختبار Augmented Dickey-Fuller(ADF) أو اختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) أو اختبار Q-Test وسنكتفي باختبار Q-Test.

1- اختبار السكون لسلسلة مؤشر التضخم:

يتم استخدام إحصائية Q-Test عن طريق البرنامج الإحصائي (Eviews8) لاختبار استقرارية السلاسل الزمنية، حيث يتم مقارنة قيمة Q-Test مع القيمة الجدولية لـ $\chi^2_{0.05,12}$ فإذا كانت قيمة Q-Test أكبر من قيمة $\chi^2_{0.05,12}$ وكذلك الاحتمالية أصغر من (0.05) فإن السلسلة غير مستقرة والعكس صحيح³¹. ويتبين لنا من خلال الجدول رقم (27-4) أن:

$Q-Stat = 9.5890 < \chi^2_{0.05,12} = 21.03$ حيث $h=12$ $Q-Test = 9.5890$ بتأخر قبل الفرض العدم وتكون سلسلة التضخم مستقرة عند مستواها.

³¹ ادريوش، دحماني محمد، مثال تطبيقي لاختبار استقرارية السلاسل الزمنية باستخدام برنامج Eviews8، الموقع الإلكتروني.
www.youtube.com/watch?v=cwT4TO7z4wk

الجدول رقم (4-27) نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة التضخم عند مستواها

Date: 05/11/16 Time: 21:38
Sample: 2001 2014
Included observations: 14

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
-0.196	0.209	1	0.209	0.7551	0.385
-0.214	-0.251	2	-0.196	1.4716	0.479
-0.214	-0.123	3	-0.214	2.4075	0.492
0.243	0.313	4	0.243	3.7338	0.443
0.076	-0.157	5	0.076	3.8791	0.567
-0.260	-0.239	6	-0.260	5.7784	0.448
-0.231	0.023	7	-0.231	7.4795	0.381
-0.118	-0.276	8	-0.118	7.9992	0.434
-0.091	-0.214	9	-0.091	8.3667	0.498
-0.078	0.070	10	-0.078	8.7090	0.560
0.030	-0.045	11	0.030	8.7757	0.643
0.085	-0.021	12	0.085	9.5890	0.652

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews8).

2- اختبار سلسلة الناتج المحلي الإجمالي:

يتبيّن من الجدول رقم (4-28) أن سلسلة الناتج المحلي الإجمالي مستقرة عند مستواها حيث بلغت قيمة $Q\text{-Stat} = 16.011$ بتأخر $h=12$ ومنه:

$Q\text{-Stat} = 16.011 < \chi^2_{0.05,12} = 21.03$ حيث نقبل الفرض العدم وتكون سلسلة الناتج المحلي الإجمالي مستقرة عند مستواها.

الجدول رقم (28-4) نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة الناتج المحلي الإجمالي عند مستواها

Date: 05/11/16 Time: 21:50
 Sample: 2001 2014
 Included observations: 14

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			1	0.454	0.454	3.5552 0.059
2	-0.106	-0.394	2	-0.106	3.7649 0.152	
3	-0.368	-0.182	3	-0.368	6.5241 0.089	
4	-0.432	-0.266	4	-0.432	10.707 0.030	
5	-0.347	-0.229	5	-0.347	13.704 0.018	
6	-0.085	-0.065	6	-0.085	13.905 0.031	
7	0.182	-0.028	7	0.182	14.967 0.036	
8	0.143	-0.277	8	0.143	15.730 0.046	
9	0.069	-0.079	9	0.069	15.945 0.068	
10	0.022	-0.130	10	0.022	15.973 0.100	
11	-0.007	-0.084	11	-0.007	15.976 0.142	
12	-0.018	-0.077	12	-0.018	16.011 0.191	

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews8).

3- اختبار سلسلة الاستثمار:

يتبيّن من الجدول رقم (29-4) أن سلسلة الاستثمار غير مستقرة عند مستواها حيث بلغت

قيمة $Q\text{-Stat} = 41.626$ بتأخر $h=12$ ومنه:

$Q\text{-Stat} = 41.626 > \chi^2_{0.05,12} = 21.03$

غير مستقرة.

الجدول رقم (4-29) نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة الاستثمار عند مستواها

Date: 05/11/16 Time: 21:54
 Sample: 2001 2014
 Included observations: 14

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			1	0.614	0.614	6.4956 0.011
2			2	0.482	0.169	10.841 0.004
3			3	0.322	-0.046	12.959 0.005
4			4	0.119	-0.187	13.277 0.010
5			5	-0.020	-0.110	13.286 0.021
6			6	-0.170	-0.144	14.098 0.029
7			7	-0.154	0.104	14.858 0.038
8			8	-0.273	-0.174	17.643 0.024
9			9	-0.314	-0.119	22.064 0.009
10			10	-0.380	-0.199	30.142 0.001
11			11	-0.300	0.104	36.860 0.000
12			12	-0.206	0.088	41.626 0.000

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews8).

وعندأخذ الفروق الأولى لسلسلة الاستثمار تصبح السلسلة أيضاً غير مستقرة كما هو مبين بالجدول رقم (4-30) حيث أصبحت قيمة $Q-Stat = 24.928 > \chi^2_{0.05,12} = 21.03$ وبالتالي فإن السلسلة الزمنية لمتغير الاستثمار غير مستقرة عند الفروق الأولى.

الجدول رقم (4-30) نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة الاستثمار عند الفروق الأولى

Date: 05/11/16 Time: 21:55
 Sample: 2001 2014
 Included observations: 13

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			1	-0.156	-0.156	0.3943 0.530
2			2	-0.103	-0.130	0.5814 0.748
3			3	0.034	-0.005	0.6037 0.896
4			4	0.155	0.153	1.1223 0.891
5			5	0.241	0.318	2.5333 0.771
6			6	-0.436	-0.350	7.8385 0.250
7			7	-0.026	-0.152	7.8601 0.345
8			8	-0.122	-0.348	8.4373 0.392
9			9	0.177	0.102	9.9674 0.353
10			10	-0.169	-0.097	11.824 0.297
11			11	-0.270	-0.011	18.940 0.062
12			12	0.175	0.024	24.928 0.015

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews8).

وعندأخذ الفروق الثانية لسلسلة الاستثمار تصبح السلسلة مستقرة كما هو مبين بالجدول رقم (31-4) حيث أصبحت قيمة $Q\text{-Stat} = 18.620 > \chi^2_{0.05,12} = 21.03$ وبالتالي نقبل الفرض العدلي ونرفض الفرض البديل. أي أن السلسلة الزمنية لمتغير الاستثمار مستقرة عند الفروق الثانية.

الجدول رقم (31-4) نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة الاستثمار عند الفروق الثانية

Date: 05/12/16 Time: 22:34

Sample: 2001 2014

Included observations: 12

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			1	0.169	0.169	0.4338
2	-0.084	-0.116	2	-0.116	0.5520	0.759
3	0.061	0.100	3	0.100	0.6205	0.892
4	0.345	0.321	4	0.321	3.1175	0.538
5	0.029	-0.088	5	-0.088	3.1371	0.679
6	-0.361	-0.349	6	-0.349	6.7774	0.342
7	-0.228	-0.194	7	-0.194	8.5276	0.288
8	-0.042	-0.160	8	-0.160	8.6017	0.377
9	-0.008	0.062	9	0.062	8.6053	0.474
10	-0.341	-0.126	10	-0.126	18.365	0.049
11	-0.039	0.234	11	0.234	18.620	0.068

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews8).

4- اختبار سلسلة المؤشر العام لأسعار الأسهم:

يتبيّن من الجدول رقم (32-4) أن سلسلة المؤشر العام لأسعار الأسهم غير مستقرة عند مستواها حيث بلغت قيمة $Q\text{-Stat} = 23.918 > \chi^2_{0.05,12} = 21.03$ وبالتالي تكون سلسلة المؤشر العام لأسعار

الأسهم غير مستقرة عند مستواها.

الجدول رقم (32-4) نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة المؤشر العام لأسعار الأسهم عند مستواها

Date: 05/11/16 Time: 21:57

Sample: 2001 2014

Included observations: 14

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.318	0.318	1.7457	0.186		
2	0.042	-0.066	1.7780	0.411		
3	-0.275	-0.299	3.3126	0.346		
4	-0.359	-0.218	6.1978	0.185		
5	-0.192	-0.013	7.1157	0.212		
6	-0.086	-0.094	7.3224	0.292		
7	0.161	0.089	8.1563	0.319		
8	0.195	0.028	9.5717	0.296		
9	0.297	0.196	13.521	0.140		
10	0.015	-0.135	13.534	0.195		
11	-0.180	-0.116	15.953	0.143		
12	-0.267	-0.064	23.918	0.021		

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي .(Eviews8)

وعندأخذ الفروق الأولى لسلسلة المؤشر العام لأسعار الأسهم تصبح السلسلة مستقرة كما هو مبين بالجدول رقم (33-4) حيث أصبحت قيمة $Q-Stat = 6.5871 < \chi^2_{0.05,12} = 21.03$ وبالتالي نقبل الفرض العدلي ونرفض الفرض البديل. أي أن السلسلة الزمنية لمتغير المؤشر العام لأسعار الأسهم مستقرة عند الفروق الأولى.

الجدول رقم (33-4) نتائج اختبار Q-Stat لسلسلة المؤشر العام لأسعار الأسهم عند الفروق الأولى

Date: 05/11/16 Time: 21:59
 Sample: 2001 2014
 Included observations: 13

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	-0.382	-0.382	2.3659	0.124		
2	0.229	0.097	3.2940	0.193		
3	-0.122	-0.007	3.5821	0.310		
4	-0.098	-0.194	3.7917	0.435		
5	-0.135	-0.261	4.2378	0.516		
6	0.015	-0.092	4.2437	0.644		
7	-0.207	-0.261	5.6343	0.583		
8	0.063	-0.229	5.7907	0.671		
9	0.121	0.055	6.5023	0.689		
10	0.032	0.043	6.5700	0.765		
11	-0.012	-0.198	6.5834	0.832		
12	-0.004	-0.244	6.5871	0.884		

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews8).

5- اختبار الاستقرارية لمتغيرات الدراسة ككل:

يتبيّن من الجدول رقم (34-4) أن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة كمجموعة مستقرة عند أخذ الفروق الأولى حيث بلغت قيمة $h=12$ $Q\text{-Stat} = 12.891$ ومنه:

$Q\text{-Stat} = 6.5871 < \chi^2_{0.05,12} = 21.03$ حيث قبل الفرض العدم وتكون السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة كمجموعة مستقرة عند الفروق الأولى.

الجدول رقم (34-4) نتائج اختبار Q-Stat لسلسل متغيرات الدراسة كمجموعه عند الفروق الأولى

Date: 05/13/16 Time: 11:43
 Sample: 2001 2014
 Included observations: 13

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1 -0.382	1 -0.382	2.3659	0.124		
2 0.229	2 0.097	3.2940	0.193		
3 -0.122	3 -0.007	3.5821	0.310		
4 -0.098	4 -0.194	3.7917	0.435		
5 -0.135	5 -0.261	4.2378	0.516		
6 0.015	6 -0.092	4.2437	0.644		
7 -0.207	7 -0.261	5.6343	0.583		
8 0.063	8 -0.229	5.7907	0.671		
9 0.121	9 0.055	6.5023	0.689		
10 0.032	10 0.043	6.5700	0.765		
11 -0.012	11 -0.198	6.5834	0.832		
12 -0.004	12 -0.244	6.5871	0.884		

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews8).

4-4-2 اختبار التحقق من التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة:

لاختبار توزع البيانات وفق التوزيع الطبيعي قام الباحث باستخدام إحصائية Jarque-Bear، وذلك من خلال البرنامج الإحصائي Eviews8 حيث أن القيمة المعيارية لهذا الاختبار هي (5.99) وبالتالي تتبع البيانات التوزيع الطبيعي إذا كانت إحصائية Jarque-Bear ≥ 5.99 و كذلك $Probability > 0.05$ ³² كما هو موضح بالجدول (4-35) فإن قيمة Jarque-Bear لجميع متغيرات الدراسة هي أصغر من (5.99) وكذلك قيمة الاحتمالية هي أكبر من (0.05) وبالتالي تتبع متغيرات الدراسة التوزيع الطبيعي.

³² عبدالكريم، سماح غانم، ظاهرة التضخم الركودي في الاقتصاد السوري – دراسة تحليلية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، 2015، ص ص121-120.

جدول (35-4) التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

	DDEX	DGDP	DINF	DINV
Mean	308.6653	24.00783	-0.208333	21.46717
Median	305.1500	69.55800	5.550000	19.43950
Maximum	2132.100	244.1870	41.80000	66.92700
Minimum	-2203.000	-501.4000	-62.60000	-24.84000
Std. Dev.	1364.917	227.4700	29.07427	23.63577
Skewness	-0.609522	-1.461446	-0.746829	-0.047675
Kurtosis	2.500680	3.902935	2.925186	3.120544
Jarque-Bera	0.867695	4.679297	1.118305	0.011811
Probability	0.648011	0.096361	0.571693	0.994112
Sum	3703.983	288.0940	-2.500000	257.6060
Sum Sq. Dev.	20492971	569168.8	9298.444	6145.146
Observations	12	12	12	12

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews8).

3-4-4 اختبار الفرضيات:

الفرضية الرئيسية: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ممثلة بـ (التضخم، الناتج الإجمالي المحلي، والاستثمار)، وبين المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق أبوظبي.

قام الباحث بإجراء تحليل الانحدار المتعدد لمعرفة أي من المتغيرات المستقلة الأكثر تأثيراً على المتغير التابع الذي يتمثل بالمؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق أبوظبي، حيث (X1) تمثل متغير التضخم عند مستوى، و(X2) تمثل متغير الناتج المحلي الإجمالي عند مستوى، و(X3) تمثل متغير الاستثمار عند الفروق الثانية و (Y) تمثل سلسلة المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق أبوظبي المالي عند الفروق الأولى، كما هو موضح بالجدول (36-4).

جدول (4-36) نتائج تحليل الانحدار المتعدد

المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق أبوظبي				المتغيرات
الدالة	المعنوية(Sig)	قيمة t المحسوبة	معامل الانحدار	
---	0.069	2.035	2737.496	الثوابت
DAL	0.042	2.327-	28.763-	التضخم
DAL	0.007	3.369	5.700	الناتج المحلي الإجمالي
DAL	0.010	3.145	15.932	الاستثمار
معامل التحديد $R^2 = 0.699$ ، الخطأ المعياري = 798.84947				
قيمة F المحسوبة = 7.739 ، المعنوية = 0.006				

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة معامل التحديد $R^2 = 0.699$. أي أن المتغيرات المستقلة (التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، والاستثمار) تفسر ما قيمته (69.9%) من التغيرات التي تحصل في المتغير التابع (المؤشر) في حين أن 30.1% يمكن إرجاعها إلى عوامل أخرى ومن بينها الخطأ العشوائي. في حين بلغت قيمة (F) 7.739 وهي دالة عند مستوى الدالة المفروض (0.05). ومن الجدول رقم (4-37) يكون شكل معادلة الانحدار:

$$Y = 2737.496 - 28.763X_1 + 5.700X_2 + 15.932X_3$$

وبناءً على ذلك نرفض فرضية عدم والتي تنص على أنه " لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين العوامل الاقتصادية متمثلة بـ (التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، والاستثمار)، وبين المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق أبوظبي" ، ونقبل الفرضية البديلة " توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين العوامل الاقتصادية متمثلة بـ (التضخم، الناتج الإجمالي المحلي، والاستثمار)، وبين المؤشر العام لأسعار الأسهم في أبوظبي".

أي أن التضخم كمتغير مستقل سوف يؤدي لارتفاع الأسعار في البورصة، فكلما ازداد معدل التضخم ترتفع الأسعار بشكل عام وبما أن أسعار الأسهم تشكل جزءاً من المستوى العام للأسعار لذلك تتأثر أسعار الأسهم بمعدل التضخم. في حين ينمو الناتج المحلي الإجمالي ويتطور استناداً لحجم الاستثمار المحلي والأجنبي فكلما ازداد حجم الاستثمار أدى ذلك لزيادة

مستوى الأرباح ومن ثم تزداد أسعار الأسهم بالبورصة. فالناتج المحلي الإجمالي متغير يؤثر على كافة المتغيرات الاقتصادية، فكلما ازداد الناتج تزداد الدخول ويزداد الادخار والأموال المخصصة للمضاربة لذلك ترتفع أسعار الأسهم. في حين يُعد الاستثمار من العوامل الهامة في الاقتصاد الكلي أي كلما ازداد حجم الناتج تزداد المدخرات وتزداد الأموال المخصصة للاستثمار، لذلك تؤدي زيادة حجم التوظيفات الاستثمارية الإنتاجية لتحسين ظروف الاستثمار والأرباح ومن ثم زيادة أسعار الأسهم في الأسواق المالية. ونتيجة للاحتجارات تبين أن 70% من تغيرات أسعار الأسهم ناتجة عن تغيرات الناتج المحلي الإجمالي والاستثمار والتضخم في الإمارات العربية المتحدة.

خامساً: أوجه الاستفادة من التجربة السعودية والإماراتية في سوق دمشق للأوراق المالية:

يعتبر الاقتصاد السوري اقتصاداً متعدداً حيث يعتمد على قطاعات مختلفة (الزراعة، الصناعة، النفط والغاز والسياحة وغيرها)، إلا أنه يعتمد وبشكل رئيسي على الزراعة، ويتصف جهاز الإنتاج في سوريا بعدم المرونة وخاصة بظل الأزمة. ويتأثر مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية بالمتغيرات الاقتصادية الكلية متمثلة بدراسات (التضخم، الاستثمار والناتج المحلي الإجمالي)، حيث تؤدي الزيادة في هذه المتغيرات الكلية إلى ارتفاع مؤشر أسعار الأسهم وتكون هذه الزيادة أو الارتفاع في المؤشر حقيقة إذا كان هناك إنتاج حقيقي أما إذا كانت هذه الزيادة (الارتفاع) في المؤشر ناجمة عن زيادة الكتلة النقدية فقط فهذا الارتفاع في المؤشر يمكن إرجاعه إلى حدوث تضخم. وفيما لو قارنا بين سوق دمشق للأوراق المالية وأسوق المال في السعودية والإمارات (سوق أبوظبي) نجد أن هناك فرق كبير من حيث حجم التداول وعدد الصفقات وعدد الشركات المدرجة وعدد القطاعات ومن حيث عدد الأسهم المتداولة والقيمة السوقية والمؤشر العام للسوق. فالنسبة لعام 2014م سجل سوق دمشق للأوراق المالية تداولات بقيمة 3.3 مليار ليرة سورية في حين كانت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي لعام 2014م 2146.5 مليار ريال، في حين بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في سوق أبوظبي المالي 728.4 مليار درهم، وحجم 25 مليون سهم موزعاً على 6854 صفة، في حين بلغت التداولات الإجمالية في عام 2013م مقدار 2.2

مليار ليرة سورية بحجم 18.8 مليون سهم من خلال 11348 صفقة. وقد ارتفعت القيمة السوقية للسوق في عام 2014 بنسبة 11.27% عن عام 2013 مسجلة 132 مليار ليرة سورية في نهاية عام 2014م، وارتفعت قيمة المؤشر بنسبة 1.74% عن عام 2013م، وبلغ عدد الحسابات الإجمالي للمستثمرين المفتوحة لدى الوسطاء خلال عام 2014م حوالي 16833 حساباً، أي بزيادة (83%) حسابة عن عام 2013م، وكذلك بلغ عدد التحويلات للأوراق المالية في عام 2014م حوالي 2113 عملية تحويل بينما بلغت في عام 2013م مقدار 1098 عملية تحويل³³، والجدول (37-4) يبين أداء سوق دمشق للأوراق المالية خلال عام 2014م.

(37-4) جدول رقم (37-4)

الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	
675	1200	731	657	قيمة التداول (مليون ل.س)
5	10	5.5	4.4	حجم التداول (مليون سهم)
1752	1968	1664	1470	عدد الصفقات
	128.5	129	117	القيمة السوقية (مليار)
415	244	196	194	عدد حسابات المستثمرين المفتوحة لدى الوسطاء (حساب)
471	280	255	286	عدد تحويلات الأوراق المالية (تحويلة)
1271	1298	1308	1232	المؤشر (نقطة)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي لسوق دمشق للأوراق المالية.

أما في السعودية: فقد واصل الاقتصاد السعودي نموه الإيجابي خلال عام 2014 م مستقidiًّا من استمرار الإنفاق الحكومي على المشاريع التنموية والاستمرار في الإصلاحات الهيكلية والتنظيمية التي تهدف إلى تحقيق نمو اقتصادي مستدام من خلال تنويع القاعدة الإنتاجية وزيادة مساهمة القطاع غير النفطي، وسجل الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة (سنة أساس 2010م) في عام 2014م نمواً نسبته 3.5% ليبلغ نحو 2431.9 مليار ريال. وحافظ نمو ومتانة الاقتصاد السعودي على تصنيف المملكة الائتماني لدى وكالات التصنيف العالمية، حيث أعلنت وكالة فيتش (Fitch) العالمية ووكالة ستاندرد أند بورز (S&P) العالمية

³³ التقرير السنوي لسوق دمشق للأوراق المالية، 2014، ص 16

للتصنيف الائتماني مؤخراً عن تثبيت درجة التصنيف السيادي للمملكة عند درجة (AA) مع نظرة مستقبلية مستقرة، وأكدت ذلك أيضاً وكالة موديز (Moody's) العالمية للتصنيف الائتماني بعد إعلانها عن تثبيت التصنيف السيادي للمملكة عند درجة ائتمانية عالية (AA3) مع إبقاءها للناظرة المستقبلية المستقرة. كما ارتفعت معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خاصة في الأنشطة ذات الكفاءة الاقتصادية كنشاط الصناعات (الصناعات التحويلية والبتروكيماويات)، ونشاط الخدمات، وتخفيض معدلات التضخم والبطالة. وأيضاً قدرة السياسة الاقتصادية على تجاوز تداعيات الأزمة المالية وتبعاتها المتمثلة بتباطؤ نمو الاقتصاد العالمي.³⁴

أما فيما يتعلق بسوق المال السعودي خلال عام 2014م، فقد أغلق المؤشر العام لأسعار الأسهم السعودية في نهاية عام 2014م عند مستوى 8333.3 نقطة مقارنة بنحو 8535.6 نقطة في نهاية عام 2013م، وارتفعت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية عام 2014م بنسبة 3.4% لتبلغ 1812.9 مليار ريال مقارنة بنحو 1752.9 مليار ريال في نهاية عام 2013م.³⁵ وارتفع عدد الأسهم المتداولة في عام 2014م بنسبة 34.1% ليصل إلى نحو 70.1 مليار سهم مقارنة بنحو 52.3 مليار سهم في عام 2013م. وارتفعت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة لتبلغ 2146.5 مليار ريال مقابل 1369.7 مليار ريال في عام 2013م، أي بارتفاع نسبته 56.7%. وارتفع عدد الصفقات خلال عام 2014م ليصل إلى 35.8 مليون صفقة مقارنة بنحو 29 مليون صفقة في عام 2013م، أي بارتفاع نسبته 23.5%.

وكذلك بلغ المتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة 8.6 مليار ريال مقابل 5.5 مليار ريال في عام 2013م، أي بارتفاع نسبته 55.5%. كما بلغ المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة نحو 283.2 مليون سهم مقابل 215.8 مليون سهم خلال عام 2013م وبنسبة ارتفاع بلغت 31.2%， وارتفع المتوسط اليومي لعدد الصفقات المنفذة ليبلغ نحو 143 ألف صفقة مقابل 116.8 ألف صفقة في عام 2013م أي بارتفاع نسبته 22.5%.³⁶

³⁴ التقرير السنوي لمؤسسة النقد العربي السعودي، 2015، ص24.

³⁵ تقرير مؤسسة النقد العربي السعودي، 2015، ص90.

³⁶ تقرير مؤسسة النقد العربي السعودي، 2015، ص90.

وقد تبين لنا من خلال الدراسة التحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية بأنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العوامل الاقتصادية (التضخم، الاستثمار، والناتج المحلي الإجمالي) ومؤشر العام لأسعار الأسهم السعودي. وبالتالي لا يمكن الاستفادة من التجربة السعودية وتوظيفها بسوق دمشق للأوراق المالية، وذلك كون الاقتصاد السعودي اقتصاد ريعي يعتمد على تصدير النفط والغاز بالدرجة الأولى وجود سيولة فائضة في سوق الأوراق المالية السعودي وجود مضاربات ودخول رأس المال الأجنبي للسوق المالي السعودي وفق قانون الاستثمار الجديد في المملكة العربية السعودية الذي صدر بموجب المرسوم الملكي رقم: م/1 بتاريخ 1421/1/5 (10 إبريل 2000م).

في حين تكمن الاستفادة من السوق السعودي من خلال عمليات التسوية والمقاصة ونظام التداول الإلكتروني وزيادة عدد القطاعات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

أما فيما يتعلق بسوق أبو ظبي للأوراق المالية فقد ساعد الوضوح بشأن أهداف الإنفاق المالي والاستثمار في المدى المتوسط، في تعزيز الثقة في استمرار دعم الخطط التنموية ونمو القطاعات غير النفطية. وقد ساعدت قدرة المصرف цentral على توفير السيولة، دعماً للاستقرار المالي، في تعزيز التوقعات المستقبلية لنمو القطاعات غير النفطية. وإضافة لذلك، حازت الشركات المدرجة في سوق الأسهم على مزيد من ثقة المستثمرين، بأن جعلت استراتيجياتها واضحة من خلال تصميم وتطبيق برنامج فعال لعلاقات المستثمرين، إذ تساعد العلاقات الرشيدة والمبتصرة في تحسين التداول والسيولة في الأسواق.

فقد تواصل تحقيق العوائد في سوق الأوراق المالية بدولة الإمارات العربية المتحدة خلال الثلاث أرباع الأولى من عام 2014م باستثناء شهر يونيو، لتصل الزيادة إلى 24.7% في مؤشر أسعار الأسهم. غير أن استمرار عدم اليقين بشأن التوقعات المستقبلية لتعافي الاقتصاد العالمي، خاصة في منطقة اليورو، وهبوط أسعار النفط، أسلماً معًا في التذبذب الذي شهدته سوق الأوراق المالية بدولة الإمارات العربية المتحدة، وكان دافعاً لحركة البيع واسع النطاق التي شهدتها الرابع الأخير من سنة 2014م. وعلى الرغم من ذلك، وبالمقارنة مع السنة

السابقة، فقد بلغت الزيادة في مؤشر أسعار الأسهم 4.5% لعام 2012، خلافاً لما كان عليه الحال في السنة السابقة، حيث تواصل ارتفاع الأسهم ليبلغ 68.4%³⁷.

ومن خلال الدراسة التحليلية لسوق أبوظبي للأوراق المالية، نجد أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات الاقتصادية الكلية (التضخم، الاستثمار، والناتج المحلي الإجمالي) وبين المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق أبو ظبي. حيث يعد الاقتصاد الإماراتي اقتصاد صناعي ونفطي، وكذلك فإن سوق أبوظبي يعد سوقاً منظماً من حيث عمليات التداول وحجم الصفقات ونظام التسوية والمقاصة ونظام التداول الإلكتروني. وبالتالي يمكن الاستفادة من تنظيم سوق أبوظبي وتطوره في سوق دمشق للأوراق المالية، من حيث نظام التداول الإلكتروني وعمليات التسوية والمقاصة.

³⁷ تقرير التطورات الاقتصادية والاجتماعية بدولة الإمارات العربية المتحدة 2005-2010، 2012، ص.53.

النتائج

و

التصصيات

• النتائج والتوصيات

• النتائج:

- تعتبر السعودية دولة ريعية تعتمد بشكل رئيسي على الصادرات النفطية.
- يُعد سوق الرياض للأوراق المالية من أكبر الأسواق عربياً وإقليمياً من حيث رأس المال المستثمر فيه وقيمة موجوداته والذي يزيد عن 50 مليار ريال سعودي، وتعمل في هذه السوق حالياً 169 شركة متباعدة الحجم من حيث رأس المالها أو قيمة موجوداتها.
- انخفض المؤشر العام لأسعار الأسهم في دولة الإمارات العربية عام 2008م، بنسبة بلغت 57.6% ليصل إلى 2552.2 نقطة، وذلك نتيجة لبواحد الأزمة المالية العالمية والتي بدأت في النصف الثاني من عام 2008م.
- انخفضت القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق أبوظبي وسوق دبي من 839.7 مليار درهم في عام 2005 إلى 385.4 مليار درهم في عام 2010م، بنسبة بلغت 54.1%， وذلك نتيجة لحركة الركود في تلك الأسواق خلال الفترة (2005 - 2010).
- شهدت كلاً من الإمارات العربية والSaudi مستويات تضخم متفاوتة خلال فترة الدراسة (2001 - 2014)، كان أكبرها في عام 2008م، حيث بلغ مستوى التضخم 12.3% في الإمارات العربية المتحدة، و 9.9% في المملكة العربية السعودية.
- إن سلسلة التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، والاستثمار ساكنة عند الفروق الأولى في حين أن سلسلة المؤشر العام لأسعار الأسهم ساكنة عند مستوى لها للسوق المالي السعودي.
- تخضع جميع متغيرات الدراسة للسوق المالي السعودي للتوزيع الطبيعي عند الفروق الأولى.
- لا توجد علاقة ارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع للسوق المالي السعودي.

- إن سلسلة متغير الاستثمار لسوق أبوظبي المالي ساكنة عند الفروق الثانية.
- تخضع جميع متغيرات الدراسة لسوق أبوظبي المالي للتوزيع الطبيعي عند الفروق الأولى.
- إن سلسلة التضخم والناتج المحلي الإجمالي لسوق أبوظبي المالي ساكنة عند مستواها، في حين أن سلسلة المؤشر العام لأسعار الأسهم ساكنة عند الفروق الأولى.
- توجد علاقة ارتباط طردية بين المتغيرات الاقتصادية الكلية (المستقلة) متمثلة بـ (التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، والاستثمار) وبين المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق أبوظبي المالي، وهي علاقة ذات دلالة إحصائية.
- تكمن الاستفادة من سوقى الرياض للأوراق المالية وسوق أبوظبي المالي من حيث عمليات المقاصة والتسوية ونظام التداول الإلكتروني وتوظيفها في سوق دمشق للأوراق المالية.

ب- التوصيات:

- عدم السماح بدخول رأس المال الأجنبي، لأن السعودية بلد نفطي ولديه سيولة كبيرة، وإدخال رأس المال أجنبي يزيد السيولة وترتفع الأسعار أكثر مما يجب، وتصبح أكبر من الأرباح، وهذه الحالة ظهرت عام 2006 وحدثت أزمة مالية (ناتج عن فائض السيولة).
- تشجيع الاستثمار المحلي والأجنبي الإنتاجي لتطوير الاقتصاد والانتقال من اقتصاد ريعي إلى اقتصاد حقيقي.
- تشجيع تأسيس شركات مساهمة جديدة في قطاعات صناعية وزراعية لتطوير الاقتصاد السعودي.
- ضبط التعامل في السوق لكي تتحقق الكفاءة الكاملة.

المراجع

المراجع

أولاً- الكتب العربية:

- أمين، إبراهيم فريد محمد. (1984). المعلومات المحاسبية ومداخل تحليل الاستثمار في الأوراق المالية.
- البنا، محمد. (1996). أسواق النقد والمال، الأسس النظرية والعملية، زهراء الشرق، مصر.
- حسب الله محمد، أميرة. (2005). محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، دراسة مقارنة تركية، كوريا الجنوبية، مصر، الإسكندرية، الدار الجامعية.
- حسن، أمين عبد العزيز. (2007). الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة.
- الحضيري، حامد العربي. (2000). تقييم الاستثمارات، القاهرة، دار الكتب العلمية.
- حماد، طارق عبد العال. (2000). دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، عين شمس، مصر.
- حماد، طارق عبد العال. (2002). بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- حماد، طارق عبد العال. (2003). المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- حماد، طارق عبد العال. (2006). التحليل الفني و الأساسية للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- حناوي، محمد صالح وآخرون. (2005). الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- حنفي، أحمد، وعامر، عبد الرحمن كساب. (2007). أساسيات البورصة خطوة بخطوة، القاهرة، دار النهضة العربية.
- حنفي، عبد الغفار. (2005). أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- حنفي، عبد الغفار. (د. ت). البورصات (أسهم - سندات - صناديق الاستثمار)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية.

- حنفي، عبد الغفار، وقرنيفاص، رسمية. (2000). أسواق المال (بنوك تجارية - أسواق الأوراق المالية - شركات تأمين - شركات استثمار)، الدار الجامعية.
- حيدر، فاخر عبد الستار. (2002). التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ، الرياض.
- رمضان، زياد. (2007). مبادئ الاستثمار المالي وال حقيقي، عمان ، دار وائل للنشر.
- السيسى، صلاح الدين حسن. (2003). بورصات الأوراق المالية (الأهمية - الأهداف - السبل - مقترنات النجاح)، عالم الكتب للنشر والتوزيع وطباعة، ط1، القاهرة.
- الشمرى، ناظم محمد نوري، وأخرون. (1999). الأوراق المالية وأسواق المال، ط1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن.
- الطاهر، عبدالله، والخليل، موفق علي. (2004). النقود والبنوك والمؤسسات المالية، ط1، المملكة الأردنية الهاشمية، مركز يزيد للنشر.
- عباس، علي. (2003). إدارة الأعمال الدولية، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- عبيدي، سعيد. (1988). الاستثمار، (النظرية والتطبيق)، منهج كمي تحليلي، القاهرة، مكتبة عين شمس.
- العبيدي، فاضل محمد. (2012). البيئة الاستثمارية، ط1.
- العربي، عصام فهد. (2008). الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، دمشق.
- علي، عبد المنعم السيد. (1984). مدخل في علم الاقتصاد، مبادئ في الاقتصاد الكلي، الجزء الثاني، الجامعة المستنصرية.
- فوزي، عبد المنعم. (1998). المالية العامة و السياسات المالية، دارة النهضة العربية، بيروت.
- كامل، وزنة. (2007). قراءة في اقتصاد السوق، معهد الدراسات الاستراتيجية، ط1، بغداد.

- الكرمي، حسن سعيد. (1988). المغني الأكبر، قاموس إنكليزي - عربي، مكتبة لبنان، بيروت.
- كنعان، علي. (2008-2009). الاقتصاد المالي، منشورات جامعة دمشق.
- مجید، ضياء، البورصات. (2008). أسواق المال وأدواتها، الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية.
- مطر، محمد. (2004). إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان،الأردن، ط3.
- مندور، أحمد محمد. (2003-2004). مقدمة في النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، مصر.
- النجار، فريد راغب. (2009). المشتقات و الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- النجار، فريد. (1999). البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية.
- النجفي، حسن. (1993). سوق الأوراق المالية، إصدارات مصرف بغداد.
- النقلي، عاطف. (1994). الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 87.
- نوري، محمد ناظم، والبياتي، طاهر فاضل. (1999). أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل، عمان.
- نوفل، صبري حسن. (1996). الاستثمار في الأوراق المالية مقدمة للتحليل الفني والأساسي، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 100، مايو.
- هندي، منير إبراهيم. (1997). الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية.
- هندي، منير إبراهيم. (1999). أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشآت المعارف، الإسكندرية.
- هندي، منير إبراهيم. (1999). الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية.

- هندي، منير إبراهيم. (2003). الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية.
- هندي، منير إبراهيم. (2006). أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، ط1، منشأة المعارف، الإسكندرية.
- ثانياً- الدوريات والمجلات:**
- البدرى، صباح، والخوري، رتاب. (1997). دراسات تحرّكات الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسيّة، مجلة الدراسات للعلوم الإدارية، المجلد 24، العدد 1، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.
- البدرى، باسم حازم، وصالح، زياد زكي. (2010). استخدام اسلوب طريقة التقدير الحصينة (M) في تقدير معلمات انموذج الانحدار الخطى لتحليل واقع إنتاج واستهلاك محصولي القمح والشعير في العراق للمدة (1975 - 2009)، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 82.
- الشكرجي، بشار ذنون محمد الشكرجي، وتأج الدين، ميادة صلاح. (2008). علاقة الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية " دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية" ، جامعة الموصل، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 89، العدد 30، ص 71-90.
- السامرائي، حزام صلاح عبد الحسن، وعبد الغفار، هناء. (1998). الاستثمارات الأجنبية، المسوغات والمخاطر، سلسلة المائدة الحرة، حلقة نقاشية، بيت الحكم، بغداد.
- طاهر، فريد بشير. (2001). محددات الادخار الخاص في المملكة العربية السعودية، المجلة العلمية لجامعة الملك فيصل (العلوم الإنسانية والإدارية)، المجلد الثاني، العدد الأول، مارس، 173-196.
- عبد العال، علاء عادل علي. (2013). دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تشطيط البورصة المصرية، مجلة البحوث الاقتصادية العربية، العدد 63-64.
- عبدالكريم، سماح غانم. (2015). ظاهرة التضخم الركودي في الاقتصاد السوري - دراسة تحليلية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد.
- العمر، حسين. (2007). محددات التضخم بدولة الكويت، كلية الدراسات التجارية بالكويت، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 23، العدد 2.

- الغنام، حمد بن عبدالله. (2003). تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر أسعار الأسهم في المملكة العربية السعودية باستخدام منهجية بوكس جينكينز (Box-Jenkins Method)، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، الاقتصاد والإدارة، المجلد 17، العدد 2، ص 26-3.
- قاسم، شندي اديب. (2013). الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية.
- الهيتي، أحمد حسين علي، ومحمد، بختيار صابر. (2001). أثر التقلبات النفطية في مؤشرات الاقتصاد الكلي وأداء أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد 7، ص 1-20.
- ثالثاً- الأطروحات العلمية:**

- ديب، شيرين درغام. (2012). دراسة حول تأثير المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم (دراسة تطبيقية)، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد.
- شجاع، وسام زياد. (2012). أثر زيادة الكتلة النقدية في سوق الأوراق المالية، دراسة عملية سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.
- محمد، ثناء عطيه فراج. (1991). تطوير فعالية المعلومات المحاسبية لخدمة قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية التجارة.

رابعاً- التقارير:

- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي السابع والثلاثون، 2001.
- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي الثامن والثلاثون، 2002.
- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي التاسع والثلاثون، 2003.
- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي الأربعون، 2004.
- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي الواحد والأربعون، 2005.
- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي الثاني والأربعون، 2006.
- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي الثالث والأربعون، 2007.

- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي الرابع والأربعون، 2008.
- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي الخامس والأربعون، 2009.
- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي السادس والأربعون، 2010.
- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي السابع والأربعون، 2011.
- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي الثامن والأربعون، 2012.
- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي التاسع والأربعون، 2013.
- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي الخمسون، 2014.
- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي الواحد والخمسون، 2015.
- النشرة الإحصائية الشهرية للمؤسسة النقد العربي السعودي، مايو 2015.
- التقرير السنوي، مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، 2001.
- التقرير السنوي، مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، 2002.
- التقرير السنوي، مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، 2003.
- التقرير السنوي، مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، 2004.
- التقرير السنوي، مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، 2005.
- التقرير السنوي، مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، 2006.
- التقرير السنوي، مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، 2007.
- التقرير السنوي، مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، 2008.
- التقرير السنوي، مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، 2009.
- التقرير السنوي، مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، 2010.
- التقرير السنوي، مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، 2011.
- التقرير السنوي، مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، 2012.
- التقرير السنوي، مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، 2013.
- التقرير السنوي، مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، 2014.
- تقرير إنجازات وأنشطة مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات، السعودية، 2012.
- تقرير التطورات الاقتصادية والاجتماعية بدولة الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة (2005-2010)، 2012.
- تقرير صندوق النقد الدولي، 2015.
- نشرة الحسابات القومية السعودية، 2015.

- التقرير السنوي لسوق دمشق للأوراق المالية، 2014.

خامساً - مواقع إلكترونية:

[http://www.imf.org/external/pubs/ft/bopman/bopman.](http://www.imf.org/external/pubs/ft/bopman/bopman)

[http://www.oecd.org/dataoecd/10/16/2090148.](http://www.oecd.org/dataoecd/10/16/2090148)

[http://www.unctad.org/templates.](http://www.unctad.org/templates)

www.saudicapital/market.com

www.youtube.com/watch?v=cwT4TO7z4wk

سابعاً - المراجع الأجنبية:

- Beaver, H., (1972). "The Behavior of Security Price" , The Accounting Review, Supplement.
- Béchu, T., and Bertrand, E. (2003). L'analyse technique pratiques et méthodes, 5PèmeP édition, economico, paris.
- Bodie, Z., and Kane et Marcus. A. (1995) . "essentials of investments", times Minor higher education group, INC Chicago USA.
- Bradfield, J., (2007). Introduction to the Economics of Financial Markets, university oxford.
- Brahmashrene, T., Jiranyakul, K. (2007). Academy of Accounting and Financial Studies Journal, Volume 11, Number 3, p17-30.
- Cecchetti, G. S., and Schoenholtz, K. L., (2015). Money, Banking, and Financial Markets Fourth Edition.
- Daferighe, E., and Charlie, S., (2012). "The impact of inflation on stock market performance in Nigeria." American journal of social and management sciences 3(2):76-82
- Davidson, A., (2009). How the Global Financial Markets Really Work.
- Davidson, P., (2002). Financial Markets, Money and the Real World, University of Tennessee.
- Davied, G., and Wubbek, R., Spring .(1983). Dow Theory is Alive and Well, Journal of Portfolio Management.
- Descamps, C., and Saichet, J., (1995) . Gestion Financier international, Litec.
- Dubil, R., (2004). An Arbitrage Guide to Financial Markets.
- Dychman, Thomas R., David H. Downes and Rebert P . Magee. (May 1970). " Efficient Capital Markets and Accounting: A Critical Analysis" .
- Eichengreen, B., (2003). Capital Flows And Crises, London: Massachusetts Institute of Technology, The MIT Press.
- Faiza, S., Lariba, Z., and Bisma, R. (2013). "Long run relationship between inflation and stock return: evidence from Pakistan." International journal of social sciences and Humanities 4(2).
- Fama, E., (1970). "Efficient Capital Market : A Review of Theory and Empirical Work" , Journal of Finance.
- Franke, J., & Karl, W., (2011). Statistics of Financial Markets, Third Edition.
- Geetha et al., (2011). "The Relationship between Inflation and Stock Market: Evidence from Malaysia, United States and China."

International Journal of Economics and Management Sciences 1(2): 1-16.

- Glickstein, D., and Rolf W., (1983). Dow Theory is Alive and Well, Journal of Portfolio Management, Spring.
- Gress, J., (2005). Financial Markets and Institutions.
- Hamzah, M., How L., and Cooper R., (2004). Relationship between Macroeconomic, Variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock, Exchange of Singapore's all-S Sector Indices No, pp (48-70).
- Hayat, Y., and Ahmed, N., (2014). Impact of Inflation on Stock Exchange Market Returns, European Academic Research - Vol. I, Issue 11 / February, pp 4186 - 4196.
- Humphrey, T., (1998). " Historical Origins of Cost-Push Fallacy", Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly , Summer.
- International Monetary Fund IMF. (1993). Balance of Payments Manual, Fifth Edition.
- Kalecki, M., (1972). Selected Essays on the economic growth in the Socialist and the mixed economy. Cambridge university press.
- Kettell, B., (2002). Economics for Financial Markets.
- Leonard, T., (1977). Principles of investment, 2 d ed, Grid, Inc, Columbus, OH, PP. 312-317.
- Levinson, M., (2005). Guide to Financial Markets, 4th edition.
- Levinson, M., (2005). Guide to Financial Markets, 4th.
- Madura, J., (2012). Financial Markets and Institutions, 10th Edition.
- Mankiw, M., (2001). principles of economics, second edition, USA, Harcourt College Publishers.
- Michael, B., Michael, D., and David, W., (2008). "Inflation, Monetary Policy and Stock Market Conditions: Quantitative Evidence from a Hybrid Latent-Variable VAR." Federal Reserve Bank of St. Louis. Working Paper.
- Mishkin, S., (2004). The economics of money, banking, and financial markets (7th ed). The Addison-Wesley series in economics.
- Mishkin, S., (2009). The economics of money, banking, and financial markets, 9th edition. The Addison-Wesley series in economics.
- Organisation for Economic Co-operation and Development OECD., .1996. Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, Third Edition, Paris, OECD.
- Pièrre, b., (1998). la fiscalité En France, 6ém édition, hachette livre,paris.
- Razin, A., and Sadka, E., (2007). Foreign Direct Investment: Analysis of Aggregate Flows.

- Rodolphe, V., (2005). Savoir investir en bourse avec internet, 2^emeP édition, Vuibert, paris.
- Ronald, G., (2008). “ la politique de la banque central”, Canada.
- Saryal, S., (2007). “Does inflation have an impact on Conditional Stock Market Volatility? Evidence from Turkey and Canada.” International Research Journal of Finance and Economics 11.
- Satchell, S., (2007). Forecasting Expected Returns in the Financial Markets, First edition.
- Sornaragah, M., (2010). The International Law on Foreign Investment, Third Edition, New York.
- Sourial, S., (2000). Monetary Policy and Its Impact on the Stock Market: the Egyptian Case, Working paper, Cairo University.
- The Cooperation Council For The Arab States Of Gulf Secretariat General. (2012) Statistical Bulletin, Information Sector - Statistical Department, Volume Twenty.
- Thiaville, L., (2002). Connaître l'analyse technique: pour comprendre les graphique en bourse, Edition Le journal desfinances, Paris.
- Thomas, M., (2000). Monetary Policy in Changing, World Economic Review, Vol. 2, No. 2.
- Thomas, C., (1997). Financial Theory and Corporate Policy, Addison – Wesley Publishing, New York .
- Tian, X., (2007). Managing International Business in China, New York, Cambridge University Press.
- Vihar, P., (2007). financial Markets, first Edition, part-1.
- Wright, T., (1977). Principles of investment, 2^d ed, Grid, Inc., Columbus, OH.

الملحق

جدول (م-1) : بيانات المملكة العربية السعودية المستخدمة في الدراسة العملية.

مؤشر السوق العام (نقطة)	الاستثمار (إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت بأسعار الجارية) مليون دولار	الناتج المحلي بالأسعار (الجارية) مليون دولار	التضخم (الرقم القياسي العام)	السنة
2430.11	34558.133	183012.267	97.8	2001
2518.08	37095.733	188551.2	98.0	2002
4438	42525.6	214572.8	98.6	2003
8206	48041.6	250338.933	98.9	2004
16713	57516.533	315337.067	99.6	2005
7933	66693.6	356154.933	101.8	2006
11039	82497.333	384685.867	106.0	2007
4803	108497.067	476304.8	116.5	2008
6122	96240	376692.267	110.5	2009
6620.75	103091.733	455922.4	114.7	2010
6417.73	179306.667	669506.667	119.0	2011
6801.22	193320	733955.733	122.4	2012
8535.60	195324.267	744335.733	126.7	2013
8333.30	207353.333	746248.533	130.1	2014

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير متعددة لمؤسسة النقد العربي السعودي خلال الفترة (2001

.(2014 -

جدول (م-2) : بيانات الإمارات العربية المتحدة المستخدمة في الدراسة العملية.

الناتج المحلي بالأسعار (الجارية) مليون دولار	مؤشر السوق العام	الاستثمار (إجمالي تكوين رأس المال بالأسعار الجارية)	التضخم (الرقم القياسي لأسعار المستهلك)	السنة
254.236	1267.2	6.178	113.7	2001
261.370	1366.0	61.776	117.0	2002
321.752	1756.9	73.105	120.6	2003
386.535	3070.9	81.255	114.2	2004
485.513	5203	103.587	121.7	2005
624.623	3000	121	133	2006
729.7	4551	148.479	174.8	2007
254.4	2,552.2	132	112.2	2008
228.3	2,771.6	143.2	129.35	2009
297.6	2,892.8	144.6	146.5	2010
338.7	2470.8	170.2	175.2	2011
369.2	2541.9	164.0	144	2012
402.3	4313.6	145.36	112.3	2013
401.4	5069.983	180.2	114.5	2014

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير المصرف المركزي للإمارات العربية خلال الفترة (2014-2001)

Abstract

Stock markets are very important in economic development. It makes the financial resources available, and develops saving and direct them to the national economy. It was for this reason The establishment of the Saudi financial market and Abu Dhabi Securities Market.

The purpose of this study is to analyze the influence of economic variables (Inflation, Gross domestic product(GDP), Investment), on the performance the Saudi financial market and Abu Dhabi Securities Market.

In addition to the impact of the external factors, economic and Political.

Among the most important findings of this study: The general index series for stock prices Saudi financial market still at the level, The economic variables series total of our study (b inflation, GDP, and investment), the Saudi financial market static when taking differences from the first class, As well as a series of variables (inflation, GDP) in Abu Dhabi Financial Market stable at the level, while the string variable investment for Abu Dhabi Financial static when differences are second-class The general index series for stock prices to Abu Dhabi Financial static when taking differences from the first class, and through the use of Q-Test testing to ensure the stability of the variables of the study.

As well as the independent variables and the dependent variable of the Saudi Financial Market and Abu Dhabi subject Financial normal distribution when taking the first differences using statistical (Jarque-Bear).

It is the results of this study also reached that there is no link between macroeconomic variables relationship (inflation, GDP, and investment), and the year the index of stock prices in the Saudi capital market and this relationship is not statistically significant. It attributes the researcher to the lack of a significant relationship between macroeconomic variables (independent variables) and the dependent variable (the general index of the Saudi stock prices) to the presence of excess liquidity in the Saudi financial market, and by the fact that Saudi Arabia rentier state, as well as the entry of foreign investments to speculate Saudi financial market. As

well as the study found, and there is a direct correlation between the independent variables of the study and the relationship of macroeconomic variables (inflation, GDP, and investment), and among the general index of stock prices in the Abu Dhabi Securities Market, and this relationship is statistically significant.

Decline in the general index of stock prices in The United Arab Emirates in 2008, , It rose by 57.6% to reach 2552.2 points. As a result of the signs of the global financial crisis Which began in the second half of 2008. One of the main recommendations Not to allow the entry of foreign capital, the Saudi Capital Market For the purpose of speculation, The Saudi oil country that has a lot of liquidity, And the introduction of foreign capital increases liquidity, the price goes up more than it should. And work to encourage domestic and foreign investment productive The development of the economy and the transition from the economy of a yield to the real economy. Establishment of a new contribution in the industrial sectors and agricultural companies for the development of the Saudi economy.

Damascus University
Faculty of Economy
Department of Banks and insurance
The Master of financial markets



The impact of economic factors in the development of
stock prices in the Gulf Cooperation Council (GCC)
"The possibility of utilizing them in Syria"

A Thesis Submitted for a Master Degree In financial markets

Prepared by:

Hussien Atia Al Daaif

Supervision by:

Prof. Ali Kanaan

A Professor in the Department of Banking and Insurance

Damascus: $\frac{2015-2016 \text{ AD}}{1436-1437 \text{ HD}}$