



الجمهورية العربية السورية
جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

ماجستير الأسواق المالية

2014-2013

تأثير معدل التضخم في عوائد الأسهم

(دراسة تطبيقية على أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية)

دراسة أعدت لنيل درجة الماجستير في الأسواق المالية

إعداد الطالبة: لارا عرموش

إشراف الأستاذ الدكتور: أكرم الحوراني

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

"وقال رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن
أعمل صالحاً ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين"

الشكر:

أقدم شكري وامتناني إلى الدكتور أكرم العوراني لما قدمه لي من عونٍ وإرشاد لإنجاز هذا العمل ورفع مستواه العلمي، والذي كانت توجيهاته حاضرة دائماً بين سطور هذه الرسالة، والذي شرفني بقبوله الإشراف عليهما، فله مني كل التقدير والاحترام.

كما أتوجه بالشكر إلى الكادر التعليمي والإداري في كلية الاقتصاد لما قدموه ويقدمونه للطلبة في سبيل السير بالعملية التعليمية قدماً إلى الأمام.

الإهداء:

أهدي هذا العمل إلى:

حبات النور التي تزين حياتي أهلي.

الملاك الحارس الذي كان عوناً وسنداً لي في مسيرتي زوجي.

الشمس التي أضاءت وجودي و الشمعة التي أنارت عالمي ابني.



الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

إشارةً إلى قرار مجلس البحث العلمي والدراسات العليا رقم /3357/ م.ب.د. تاريخ 2015/8/9
تم تشكيل لجنة الحكم لمناقشة رسالة الماجستير في الأسواق المالية والمصرفية- قسم المصارف
والتأمين من السادة الأساتذة:

الأستاذ في قسم المصارف والتأمين
عضواً مشرفاً
د. أكرم الحوراني
كلية الاقتصاد- جامعة دمشق

الأستاذ المساعد في قسم المصارف والتأمين
عضواً
د. عفيف صندوق
كلية الاقتصاد- جامعة دمشق

الأستاذ المساعد في قسم المصارف والتأمين
عضواً
د. رانيا الزرير
كلية الاقتصاد- جامعة دمشق

رقم الصفحة	فهرس المحتويات
iv	الإطار العام للدراسة
vi	مشكلة البحث
vi	أهمية البحث
vi	أهداف البحث
vii	فرضيات الدراسة
vii	مجتمع وعينة الدراسة وحدودها
vii	منهجية البحث
viii	الدراسات السابقة
xiii	قائمة مصطلحات البحث
الفصل الأول: دراسة مفهوم كل من معدل التضخم وعوائد الأسهم	
3	مقدمة
3	المبحث الأول: ماهية معدل التضخم، أسبابه وطرق قياسه.
4	المطلب الأول: تعريف معدل التضخم وأنواعه.
14	المطلب الثاني: أسباب التضخم وآثاره.
23	المطلب الثالث: قياس معدل التضخم وطرق معالجته.
39	المبحث الثاني : تحليل مفهوم عوائد الأسهم، ومقومات الاستثمار في الأسهم
41	المطلب الأول : تحليل عائد ومخاطر الأسهم.
50	المطلب الثاني : مقومات الاستثمار في الأسهم.
56	المطلب الثالث : استراتيجيات الاستثمار.
الفصل الثاني : العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم	
68	تمهيد
69	المبحث الأول : نظرية كل من فيشر وفاما
70	المطلب الأول : فرضية فيشر
71	المطلب الثاني : فرضية فاما
72	المبحث الثاني : التحوط ضد مخاطر معدل التضخم
72	المطلب الأول : استخدام الأسهم كوسيلة تحوط ضد مخاطر معدل التضخم.

73	المطلب الثاني : دور السياسة الضريبية في التأثير على فعالية الأسهم كوسيلة تحوط.
75	المطلب الثالث : سياسة استهداف التضخم.
76	المبحث الثالث : الدراسات التجريبية في إطار العلاقة بين معدل التضخم والعوائد .
76	المطلب الأول : دراسات في إطار فرضية فيشر.
78	المطلب الثاني : دراسات في إطار فرضية فاما.
79	المطلب الثالث : دراسات تجريبية أخرى.
الفصل الثالث: الجانب العملي للبحث:	
82	المبحث الأول : اقتصادات الدول العربية:
86	المبحث الثاني : نتائج التحليل الإحصائي للبيانات واختبار فرضية الدراسة
103	النتائج والتوصيات
110	خاتمة عامة
112	المراجع

رقم الصفحة	فهرس الجداول
92	الجدول رقم (1) الخصائص الإحصائية لعوائد الأسهم في الدول العربية
93	الجدول رقم (2) الخصائص الإحصائية لمعدل التضخم في الدول العربية
95	الجدول رقم (3) اختبار وجود الارتباط الذاتي لعوائد الأسهم في أسواق المال
95	الجدول رقم (4) اختبار الاستقرار لعوائد الأسهم في أسواق المال العربية
96	الجدول رقم (5) تطبيق نموذج ARMA على عوائد الأسهم في أسواق المال
98	الجدول رقم (6) تطبيق نموذج ARCH على عوائد الأسهم في أسواق المال
99	الجدول رقم (7) اختبار العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في الدول

رقم الصفحة	فهرس الأشكال
84	الشكل رقم (1) معدلات النمو في المنطقة العربية خلال الفترة (2010-2014)
100	الشكل رقم (2) الأشكال البيانية لمعدل التضخم وعوائد الأسهم في الدول العربية

رقم الصفحة	فهرس الملاحق
a	الملحق (1) الخصائص الاحصائية لمعدل التضخم وعوائد الأسهم في الدول العربية
b	الملحق (2) اختبار الارتباط الذاتي لعوائد الأسهم في الأسواق العربية:
d	الملحق (3) اختبار الاستقرار لعوائد الأسهم في الأسواق العربية
h	الملحق (4) بيئة ARCH لعوائد الأسهم في الأسواق العربية
k	الملحق (5) اختبار تجانس البواقي في ARCH لعوائد الأسهم في أسواق المال
n	الملحق (6) اختبار فرضية الدراسة
r	الملحق (7) معدلات التضخم الشهرية للدول العربية خلال الفترة (2009-2013)
s	الملحق (8) معدلات العائد الشهرية لأسواق الأوراق المالية (2009-2013)

الإطار العام للدراسة:

مقدمة:

شهدت أسواق رأس المال تطوراً كبيراً في القرن الأخير، وازدادت أهميتها في البلدان النامية والمتطورة على حدٍ سواء، كما حظيت باهتمام الباحثين والمستثمرين كونها تشكل عنصراً هاماً في الحياة الاقتصادية، وهنا لابدّ من الإشارة إلى أنّ المفكرين الاقتصاديين يجمعون على وجود نظريتين بارزتين حول حركة أسعار الأسهم وتفسير آلية الارتباط بين المستوى العامل لأسعار ومختلف المتغيرات الاقتصادية، تعرف النظرية الأولى باسم النظرية التقليدية التي تعتمد على تحديد القيمة الحقيقية للأسهم وذلك عن طريق دراسة العوامل التي من شأنها التأثير على أرباح المنشآت ومن ثمّ التأثير على التوزيعات السنوية للأسهم، أما النظرية الثانية فهي تعرف باسم نظرية الثقة والتي اشتقت اسمها من التغيرات الحاصلة على ثقة المستثمرين في أسهم المنشأة، وهو ما يؤدي إلى الإحجام أو الإقبال على الشراء أو البيع، وهو بدوره ما يؤثر على الاتجاهات العامة لأسعار في السوق المالي.

إنّ التطورات الاقتصادية المتسارعة والأزمات المتلاحقة دفعت العديد من الباحثين إلى البحث عن وسائل لمواجهة العقبات التي تواجه الاستثمار في الأسواق المالية وذلك بهدف تخفيف تأثير المتغيرات الاقتصادية على الاستثمار فيها، ومن هنا سنركز في هذه الدراسة على تأثير التضخم على الأسواق المالية، حيث أنّ الارتفاع المتسارع لمعدل التضخم خلال فترة الستينات دفعت أصحاب الثروات إلى التحوط ضد هذه المخاطر عن طريق شراء الأسهم كوسيلة للتحوط، ولكن أدت هذه الاستراتيجية إلى خسارة المستثمرين من قيم المحافظ الخاصة بهم، هذا الأمر ساهم في تسليط الضوء على العلاقة بين معدل التضخم والأسهم للبحث في تأثير معدل التضخم على محفظة الأسهم وعوائدها، إذ اعتبر الباحثون أنّ تحركات أسعار الأسهم تشكل وسيلة للتأثير

على سلوك الأفراد الاستهلاكي، وقرارات الاستثمار المتخذة من قبل الشركات، حيث إن الانخفاض في القيم الحقيقية للأسهم يخفض الطلب على الاستهلاك باعتبار أن الأفراد يحتفظون بحوالي سدس ثروتهم على شكل أسهم، وبالتالي فإن أسعار الأسهم المنخفضة تخفض أيضاً الإنفاق على الاستثمار.

تعود أهمية العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم إلى منتصف القرن الماضي، مبتدئة بالعمل الهام الذي قام به الباحث (Fisher (1930، بما يعرف بتأثير فيشر الذي اعتبر أن الأسهم تعد وسيلة تحوط جيدة في مواجهة مخاطر التضخم، حيث ركز فيشر على هذه العلاقة نظراً لفعاليتها في فهم آلية التعامل في الأسواق المالية، كما تقدم مؤشراً هاماً للمساهمة في اتخاذ القرارات حول التنوع الأمثل للأصول.

تباينت الفرضيات في توضيح العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم، إذ بين الباحثان (Modigliani & Cohn (1979 أن التأثير الحقيقي لمعدل التضخم ناتج عن الوهم النقدي، فكلما ارتفع معدل الفائدة الاسمي كانت أسعار الأسهم أقل من قيمتها الحقيقية، أما الباحث (Feldstein (1980 فقد وضّح من خلال فرضية تأثير الضرائب، أن معدل التضخم يسبب تآكل عوائد الأسهم بسبب معدلات الضريبة غير المتوازنة، وبالتالي تدني في قيمة محفظة الضريبة الحقيقية الناتج عن معدل التضخم، أما (Fama (1981 فقد اعتمد على نظرية الطلب على النقود والذي أشار إلى أن العلاقة العكسية بين معدل التضخم وعوائد الأسهم ليست علاقة ناتجة بمحض الصدفة، والسبب في ذلك يعود إلى أنه عندما يكون معدل التضخم مرتبطاً بشكل عكسي مع نشاط الاقتصاد الحقيقي وكانت العلاقة موجبة بين النشاطات الاقتصادية والعوائد فإن العلاقة العكسية بين العوائد ومعدل التضخم تبقى على حالها.

أولاً: مشكلة البحث:

سنركز في هذه الدراسة على النظرية الأولى، أي النظرية التقليدية متبعين منهج الاقتصاد الكلي بهدف تحديد طبيعة العلاقة وآلية التأثير التي تحدثها تغيرات مستويات التضخم على أسعار وعوائد الأسهم، ولقد تم اختيار ظاهرة التضخم كونها أحد أهم المشكلات التي تعاني منها الدول المتقدمة والنامية في الوقت الراهن، حيث تعود ظاهرة التضخم إلى العصور القديمة، وقد أحيط هذا الموضوع بالكثير من الدراسات والبحث بهدف تفسير ظاهرة التضخم والوقوف على أسبابها وطرق معالجتها وتحديد آثارها على القطاعات الاقتصادية، لكن الاهتمام الفعلي بأثر معدل التضخم على أسواق الأسهم بدأ بعد أزمة الكساد الكبير، وعليه يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية من خلال طرح التساؤل التالي:

هل توجد علاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم؟ وما هي طبيعة هذه

العلاقة؟

ثانياً: أهمية البحث:

تأتي أهمية البحث من خلال محاولة إيجاد العلاقة بين أحد المتغيرات الاقتصادية والاستثمار في الأسواق المالية، ومعرفة ما إذا كان لمعدل التضخم على عوائد الأسهم عند الاستثمار في الأوراق المالية، وما هي ماهية هذا التأثير وكيفية التحوط منه بهدف إيجاد الطريقة المناسبة للتعامل في الأسواق المالية حسب معدلات التضخم السائدة.

ثالثاً: أهداف البحث:

1- بحث الآثار المحتملة لمعدلات التضخم على أسواق الأوراق المالية.

2- إعطاء صبغة إحصائية لهذه العلاقة عن طريق وضع صيغة لدراسة الارتباط بين المتغيرين، وتحديد اتجاه العلاقة.

3- إيجاد إستراتيجية استثمار مناسبة تأخذ عامل التضخم بعين الاعتبار.

رابعاً: فرضيات الدراسة:

للإجابة على التساؤلات المطروحة في إشكالية الدراسة وضعت الفرضية التالية:

- الفرضية العدم: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم وعوائد الأسهم.

- الفرضية البديلة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم وعوائد الأسهم.

خامساً: مجتمع وعينة الدراسة وحدودها:

تختلف الأسواق المالية العربية من حيث تطورها وكفاءتها والاستثمارات المعتمدة فيها، كما أنها تختلف في فترة إنشائها، إذ عرفت الدول العربية أسواق رأس المال من خلال الاحتلال من قبل الدول الاستعمارية التي قامت بإنشاء العديد من البنوك والبورصات تطبيقاً لنظمها الاقتصادية وضمان تصدير المواد الخام إليها، وتسويق منتجاتها بهذه الدول، ففي أوائل التسعينات تم إنشاء كل من بورصة مصر ولبنان، وفي منتصف التسعينات تم إنشاء كل من بورصة المغرب وتونس والكويت والأردن، أما في أواخر التسعينات فقد تم إنشاء بورصة البحرين، مسقط، العراق، السعودية، السودان، قطر،

الجزائر، فلسطين، وفي بداية الأفينات تم إنشاء بورصة دبي وبورصة أبو ظبي في دولة الإمارات العربية المتحدة، وآخرها بورصة دمشق والعراق¹.

ونظراً لندرة البيانات وعدم رواج المعلومات الوافية عن أسواق الأوراق المالية في جميع الدول العربية، فقد عمدت الدراسة على اختيار مجموعة من هذه الأسواق حسب تاريخ إنشاء هذه الأسواق بهدف تطبيق العلاقة بينمعدل التضخم وعوائد الأسهم عليها من خلال الاعتماد على بيانات شهرية لكل من معدل التضخم وعوائد الأسهم خلال الفترة (2009-2013)، حيث تم الحصول على مصادر هذه البيانات من المواقع الالكترونية للبنوك المركزية التابعة ومواقع البورصة التابعة لهذه الدول.

سادساً: منهجية البحث:

تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي في اختبار صحة الفرضية المذكورة والوصول إلى الأهداف المرجوة، والذي يركز على جمع البيانات والمعلومات المتعلقة بمشكلة البحث، من خلال وصف الإطار العام لمعدل التضخم وعوائد الأسهم، للبحث في طبيعة العلاقة بينهما، بينما سيتم الاستفادة من المنهج التحليلي في استخدام مجموعة من التقنيات والنماذج الإحصائية والرياضية بالاعتماد على مجموعة من الاختبارات للتأكد من صحة الفرضية المطروحة في معرفة طبيعة العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في الأسواق المالية للدول العربية، وذلك باستخدام برنامج E-Views.

¹ تم إنشاء بورصة القاهرة (1904م)، بورصة لبنان (1920م)، والمغرب (1967م)، وتونس (1968م)، والكويت (1977م)، والأردن (1978م)، وفي عام (1989م) تم إنشاء ثلاث بورصات في البحرين، ومسقط، والعراق، وبدأت سوق نشطة للأسهم في السعودية، وفي عام (1999م) أنشئت أربع بورصات أخرى في كل من السودان، وقطر، والجزائر، وفلسطين، وفي عام 2000م تم إنشاء بورصة دبي وبورصة أبو ظبي في دولة الإمارات العربية المتحدة، بورصة العراق (2004م)، بورصة دمشق (2006م)

سابعاً: الدراسات السابقة:

- **Samih Antoine Azar, The Spurious Relation between Inflation Uncertainly and Stock Return: Evidence from the USA, Aug, 2013.**

تبحث هذه الدراسة في العلاقة بين معدل التضخم والتضخم غير المتوقع مع عوائد الأسهم، وتم الاعتماد على سلاسل زمنية شهرية لمؤشر الأسهم S&P 500 والرقم القياسي للمستهلك CPI خلال الفترة 1950-2013، وتم قياس معدلات التضخم غير المتوقع عن طريق نموذج GARCH، حيث تبين وجود علاقة عكسية بين كل من معدلات التضخم من ناحية ومعدلات التضخم غير المتوقع من ناحية أخرى مع العوائد، ولكن عند إدخالهما معاً في معادلة انحدار العوائد عندها تصبح معاملات التضخم مهملة، بينما تبقى معاملات التضخم غير المتوقع سالبة وذات أهمية إحصائية، أي عند إضافة معدل التضخم غير المتوقع إلى معادلة الانحدار فإنه يلغي تأثير معدلات التضخم على العوائد.

- **Rano, Usam, Dos Inflation Has an Impact on Stock Returns and Volatility? Evidence from Nigeria, Jan, 2010.**

تهدف الدراسة إلى البحث في تأثير معدلات التضخم على العوائد باستخدام بيانات شهرية خلال فترة 1998 إلى 2010 في نيجيريا وفترة 1999 حتى 2010 في غانا، وتبين أن معدل التضخم على المدى القصير (3 شهور) له تأثير كبير على العوائد.

- **Ching-Fang Chi, Chih-ChuanYeh, The Co-Movement and Long-Run Relationship between Inflation and Stock Returns: Evidence from 12 OECD Countries, 2009.**

تهدف الدراسة إلى البحث في الارتباط بين معدلات التضخم على المدى القصير والطويل مع عوائد الأسهم وذلك باستخدام بيانات ربعية لـ 12 دولة من منظمة التعاون الدولية،

من بداية 1957 حتى 2003، وقد تبين أن ارتفاع معدلات التضخم يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم والتي تتفق مع نظرية الوهم النقدي.

➤ **Fong, Kin, et, Predictive Content of Output and inflation For Stock Returns and Volatility: Evidence from Selected Asian Countries, Putra Malaysia Univ., Jan, 2009.**

تقوم هذه الدراسة باختبار تأثير معدلات التضخم على عوائد الأسهم باستخدام بيانات شهرية من 1991 حتى 2004 بالاعتماد على نموذج GARCH، وقد أكدت النتائج وجود علاقة بين معدل التضخم والعوائد سواء أكانت موجبة أم سالبة وذلك يختلف حسب معدلات التضخم واستخداماتها في الدولة.

➤ **Swarup, Biswa, Stock Return – Inflation In India 1980–2004, 2009.**

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار فيما إذا كانت سوق الأوراق المالية في الهند تقدم تحوط جيد ضد مخاطر التضخم بالاعتماد على بيانات شهرية من العوائد الحقيقية ومعدلات التضخم خلال الفترة 1980–2004، وتم التوصل إلى أن العلاقة العكسية بين معدل التضخم والعوائد ناتجة عن معدل التضخم غير المتوقع، إن التأثير السلبي لمعدلات التضخم يختفي عند التحكم الفعلي للعلاقة بين معدل التضخم والنشاطات الاقتصادية بما يدعم فرضية فاما.

➤ **Sharp, Steven, Stock Price, Expected Returns and Inflation, Division of Research and Statistics, Federal Reserve Board, Washington .Aug, 1999.**

تهدف إلى دراسة العلاقة بين الأسهم ومعدل التضخم، وذلك من خلال الاعتماد على بيانات شهرية لعوائد المؤشر S&P 500.

وتبين من خلالها أن معدلات التضخم المتوقع يسبب تخفيض في العوائد المتوقعة وارتفاع في قيمة العوائد المطلوبة من قبل المستثمرين.

➤ **Gautam Kaul, Stock Returns and Inflation “The Role of Monetary Sector”, June, 1986.**

تهدف المقالة إلى دراسة العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم نتيجة أهميتها في التأثير على العرض والطلب على النقود، حيث تم الاعتماد على بيانات كل من الولايات المتحدة الأمريكية، كندا، بريطانيا وألمانيا، وذلك خلال الفترة التي تلت الحرب العالمية الثانية، وتبين وجود علاقة عكسية بين معدلات التضخم وعوائد الأسهم ناتجة عن الاستجابة لتقلبات الدورة النقدية، ومن جهة أخرى فقد تبين خلال فترة الثلاثينات عدم وجود علاقة بين معدلات التضخم والعوائد وبالتالي فإن هذه العلاقة تتبع لعملية التوازن في القطاع النقدي.

➤ **Douglas K. Pearce, The Impact of Inflation on Stock Price, March, 1982.**

عمد الباحث في هذه المقالة إلى تحليل العلاقة بين أسعار الأسهم ومعدلات التضخم، حيث تم الاعتماد على البيانات التاريخية لقيم المؤشر S&P 500، والرقم القياسي للمستهلك للتعبير عن معدل التضخم وذلك خلال الفترة 1901 إلى 1980 وقد تبين من خلالها وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم وأسعار الأسهم والتي تؤدي إلى انخفاض العوائد.

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات الأخرى أنها ستبحث في العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم لمجموعة من الدول العربية واختبار فيما إذا كانت هذه العلاقة تحقق فرضية فيشر التي تؤكد وجود علاقة موجبة بين المتغيرين أو فرضية فاما التي تنقض فرضية فيشر مثبتة أن العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم هي علاقة عكسية.

قائمة مصطلحات البحث:

الارتفاع المستمر للمستوى العام للأسعار.	معدل التضخم (Inflation Rate)
التغير في قيمة المؤشر كمحصلة للتعاملات في ختام كل يوم، ويمثل معدل العائد الحقيقي.	عائد الأسهم (Stock Return)
مؤشر أسعار المستهلك بأنه تكلفة شراء سلة معينة من السلع والخدمات الاستهلاكية.	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (Consumer Price Index)
متوسط التغيرات في أسعار السلع والخدمات المقدمة من قبل المنتجين المحليين.	مؤشرات سعر المنتج (Producer Price Indices)
يعتبر مقياساً للأسعار التي يدفعها المستهلكون للمشتريات المحلية من السلع والخدمات،	مؤشر نفقات الاستهلاك الفردي (Personal Consumption Expenditures)
يعد المؤشر الأكثر استخداماً ويعتمد على استثناء أسعار الطاقة والمواد الغذائية عند حساب معدل التضخم كونها تخضع لتغيرات كبيرة ومتعددة وغير مستديمة.	الرقم القياسي لأسعار المستهلك باستثناء الطعام والطاقة (CPI excluding food and energy)
يعتمد هذا المؤشر على إزالة جميع تغيرات الأسعار النسبية الكبيرة من الرقم القياسي لأسعار المستهلك في كل شهر مع مجموعة المكونات المستثناة التي تتغير من شهر لآخر.	الوسطي المشذب (Trimmed mean)
عندما يكون تركيز تكرارات للتوزيعات الإحصائية إما عند أصغر القيم فيصبح المنحنى ملتويًا جهة اليمين أو إلتواء موجب، أما في حالة تركيز التكرارات عند أكبر القيم فيسمى المنحنى في تلك الحالة منحنى ملتوي جهة اليسار أو التواء سالب.	معامل الالتواء (Skewness)

معامل التفطح (Kurtosis)	مقدار التدبب (الارتفاع أو الإنخفاض) فى قمة المنحنى مقارنة بقمة منحنى التوزيع الطبيعي.
الارتباط الذاتي (Auto regression)	يعني الارتباط الذاتي أن كل قيمة مرتبطة بالقيمة التي تسبقها.
اختبار الاستقرار (Unit Root Test)	لمعرفة درجة استقرار متغير الدراسة.
نموذج أرما (ARMA)	نموذج الانحدار الذاتي والمتوسط المتحرك، وتمثل الصيغة التي يتم فيها تمثيل القيمة الحالية للسلسلة بدلالة القيم السابقة للسلسلة والقيم الحالية والسابقة للخطأ العشوائي.
نموذج آرش (ARCH)	نموذج الانحدار غير الخطي، يستخدم لتحسين التنبؤ الناتج عن النموذج الخطي الأصلي، وبمقتضى هذا النموذج يمكن إدراج صفة غير الخطية للتعبير عن القيمة الحالية للسلسلة y_t عن طريق دالة غير خطية للقيم الماضية.

الفصل الأول : دراسة مفهوم كل من معدل التضخم وعوائد الأسهم

- **المبحث الأول: ماهية التضخم، أسبابه وطرق قياسه:**
 - **المطلب الأول: تعريف معدل التضخم وأنواعه.**
 - **المطلب الثاني: أسباب التضخم وآثاره.**
 - **المطلب الثالث: قياس معدل التضخم وطرق معالجته.**

- **المبحث الثاني : تحليل عوائد الأسهم، ومقومات الاستثمار في الأسهم:**
 - **المطلب الأول : تحليل عائد ومخاطر الأسهم.**
 - **المطلب الثاني : مقومات الاستثمار في الأسهم.**
 - **المطلب الثالث : استراتيجيات الاستثمار.**

مقدمة:

تسعى السياسة الاقتصادية للوصول إلى مجموعة من الأهداف كت تحقيق معدل النمو الاقتصادي الأمثل وتحقيق الاستقرار النقدي وتجميع المدخرات لتمويل المشاريع الاستثمارية، إلى جانب معالجة الاختلالات والمشكلات الاقتصادية والتي يأتي التضخم في أولها، إذ يعدّ التضخم من أبرز المشكلات التي يتعرض لها الاقتصاد في كل الدول المتقدمة أو النامية.

خُصص لهذا الموضوع الكثير 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، ونظراً لأهمية هذه الظاهرة فقد سعى الباحثون إلى دراسة تأثيرها على الأسواق المالية ومعالجة الفكرة السائدة حول اعتبار الأسهم وسيلة للوقاية من مخاطر انخفاض قيمة النقود حيث توصلت بعض الدراسات التجريبية إلى إثبات هذه الظاهرة وعلى رأسها أعمال (Firth)، في حين أكّدت دراسات أخرى والتي تأتي أعمال فاما في أولها على عدم صحة هذه الفرضية لأن نتائجها أظهرت وجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد الأسهم.

المبحث الأول: ماهية التضخم:

يعدّ معدل التضخم المرتفع من أهم المشكلات الاقتصادية التي تؤثر على الواقع الاقتصادي، إذ يؤدي التضخم إلى حدوث خلل في الاستقرار الاقتصادي ويخفض من معدل النمو، ما دفع معظم الاقتصاديين إلى تسليط الضوء على ظاهرة التضخم والتعرف على ماهيته، إلى جانب 89 البحث في أسبابه وإيجاد الحلول المناسبة للتخفيف من آثاره

على الفئات الاجتماعية المختلفة، إذ يجمع الكثير من الاقتصاديين على أن الحفاظ على معدل تضخم منخفض ومستقر يدعم النمو الاقتصادي يشكل الهدف الرئيس لمعظم البنوك المركزية في العالم.

يتجلى التأثير المباشر للتضخم على المستوى العام للأسعار، فبعضهم ينظر إلى التضخم من جانب العرض وبعضهم من جانب الطلب، وآخرون يربط معدل التضخم بالتكلفة أو بالإصلاح النقدي الجديد... الخ، وعلى الرغم من تعدد أسبابه، فإن نتائجه تكاد تكون واحدة تتجلى بحركة تصاعدية للمستوى العام للأسعار.

المطلب الأول: تعريف معدل التضخم وأنواعه:

➤ تعريف معدل التضخم:

يعتبر مصطلح معدل التضخم من أكثر المصطلحات الاقتصادية والنقدية شيوعاً، وقد استخدم هذا المصطلح للتعبير عن حالة ارتفاع المستوى العام للأسعار وآثارها على قيمة النقود من جهة، وهيكل الإنتاج داخل الاقتصاد من جهة أخرى، حيث اكتسبت هذه الظاهرة أهميتها في الحياة الاقتصادية من خلال ارتباطها الوثيق بالجانب النقدي والإنتاجي، ويذهب بعض الاقتصاديين إلى تعريف معدل التضخم من جانب الاقتصاد الحقيقي على أنه الحالة التي يكون فيها العرض عاجزاً عن تلبية التوسع في الطلب، والتي غالباً ما تظهر عندما يواجه العرض صعوبات في تلبية الاحتياجات من السلع الاستهلاكية أو مستلزمات إنتاجها، أو عندما يحدث زيادة مفرطة للنقود في أيدي المستهلكين، أي أنّ معدل التضخم يعبر عن حدوث خلل بين العرض الكلي والطلب الكلي في السوق والذي يظهر على شكل ارتفاع متكرر للمستوى العام للأسعار¹، فيما

¹ كنعان، علي، النظام النقدي والمصرفي السوري، دار الرضا، ط1، دمشق، سورية، 2000، ص227.

يذهب آخرون إلى استخدام تعاريف أخرى تعبر عن أسباب أو أنواع التضخم وأشكاله، وبجميع الحالات فإن معدل التضخم يمثل ظاهرة مزدوجة تعكس إحداها الأخرى، فهي تتمثل في تآكل القوة الشرائية لوحدة النقد، وارتفاع المستوى العام للأسعار²، أما المدرسة الكلاسيكية المرتبطة بالنظرية الكمية للنقود فقد عرفت معدل التضخم بالزيادة المحسوسة في كمية النقود، واعتبرت معدل التضخم عبارة عن نقود كثيرة تطارد سلعاً قليلة، حيث تؤدي زيادة كمية النقود المتداولة إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار، كما يُعرف معدل التضخم بأنه الارتفاع الكبير والمستمر في المستوى العام للأسعار خلال فترة طويلة من الزمن، أي التصاعد المستمر للمستوى العام للأسعار نتيجة الطلب المتزايد على السلع والخدمات وقصور الإنتاج عن تلبية هذا الطلب³.

خالفت المدرسة الكينزية الفرضيات التي وضعتها المدرسة الكلاسيكية في تعريف التضخم معتبرة أن التضخم ينتج بشكل رئيس عن زيادة الطلب الكلي عن قدرة الاقتصاد في زيادة كمية المنتجات الكلية الحقيقية، وهو ما يعرف بمستوى التشغيل الكامل، ما يؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار⁴.

ويمكن القول بأن التضخم ظاهرة نقدية متمثلة في الارتفاع العام لمستوى الأسعار، نتيجة إصدار كمية من النقود تفوق الحاجة الحقيقية للاقتصاد، أو زيادة الطلب الكلي أو انخفاض العرض الكلي، وتكون النتيجة الأساسية لهذه الظاهرة انخفاض القوة الشرائية للنقود وعجزها عن قيامها بوظائفها الأساسية (على اعتبار النقود مقياساً للقيم ومخزن للثروة).

² الحوراني، أكرم، حساني، عبد الرزاق، النقود والمصارف، جامعة دمشق، 2008-2009، ص182
³ غزلان، محمد عزت، اقتصاديات النقود والمصارف، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 2002، ص286
⁴ العبدلله، مصطفى، علم الاقتصاد والمذاهب الاقتصادية، جامعة دمشق، سورية، 1990، ص220.

➤ التضخم في النظريات الاقتصادية:

تحتل النظريات النقدية حيزاً هاماً في الفكر الاقتصادي الحديث، من خلال الأبحاث والدراسات التي تناولت هذا الموضوع بهدف التعرف على العوامل المحددة لقيمة النقود في لحظة من الزمن، وتفسير التغيرات التي تطرأ عليها خلال فترات متتالية من الزمن، حيث يجمع معظم الباحثين الاقتصاديين على أنّ جوهر النظرية النقدية هو تفسير التغير في قيمة النقود، وتأثير ذلك على المستوى العام للأسعار والمتغيرات الاقتصادية، غير أنهم اختلفوا حول الدور الذي تقوم به النقود في الاقتصاد، ومن هنا جاء جوهر الاختلاف بين المدارس النقدية، كما يلي:

1- النظرية النقدية التقليدية:

تعد النظرية النقدية الكلاسيكية بمثابة خلاصة الفكر والتحليل الكلاسيكي للظواهر النقدية والعينية في الاقتصاد، إذ تعتمد هذه النظرية على تفسير ظاهرة ارتفاع معدل التضخم من خلال ارتفاع المستوى العام للأسعار، حيث أكد الاقتصادي ديفيد ريكاردو أن قيمة النقود تتناسب عكساً مع كميتها باعتبار أي زيادة في كمية النقود سيترتب عليها زيادة مماثلة في المستوى العام للأسعار⁵.

1-1- نظرية كمية النقود:

تطورت النظرية الكمية على يد الكلاسيكيين، وهي نظرية تحدد كمية النقود التي يتم الاحتفاظ بها مقابل كمية ممنوحة من الدخل الكلي وأهم ميزة لهذه النظرية أنها تقترح بأن أسعار الفائدة ليس لديها أي تأثير على الطلب على النقود⁶.

⁵ كنعان، علي، النقود والصيرفة والسياسة النقدية، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2012، ص 283-284.

⁶ Mishkin, Frederic, The Economics of Money, banking and financial market, Columbia university, 7thed, 2005, P2.

يرجع التضخم وفقاً لهذه النظرية إلى الإفراط في عرض النقود وذلك عن طريق التغييرات التي تحدث في كمية النقود في ظل افتراض ثبات الإنتاج الحقيقي عند مستوى التشغيل الكامل وثبات سرعة دوران النقود في الفترة القصيرة⁷، وذلك لأن زيادة الإصدار النقدي ينجم عنه زيادة في الطلب على النقود ومن ثم ارتفاع مستويات الأسعار، ويترتب على زيادة عرض النقود بالنسبة إلى الطلب عليها انخفاض في قيمتها، أما في حالة زيادة الطلب على النقود بالنسبة لعرضها فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع قيمتها وبالتالي انخفاض المستوى العام للأسعار، إذ تعتبر أن المستوى العام للأسعار متغير تابع لتغيرات كمية النقد، ويرتبط بعلاقة سببية ذات اتجاه واحد، بحيث تؤدي الزيادة في النقود إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار⁸.

2-1- المدرسة النيوكلاسيكية:

قامت هذه النظرية على مبادئ النظرية التقليدية نفسها، حيث اعتبر روادها أنّ النقود حيادية وأنّ التوازن الاقتصادي يتحقق بشكل تلقائي، وتوصلوا إلى أنّ الارتفاع في المستوى العام للأسعار بسبب زيادة كمية النقود يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية لها ما ينعكس سلباً على النشاط الإنتاجي، وبالتالي انتقل التحليل النيوكلاسيكي من اعتماده على حجم المبادلات إلى الدخل، فالتغيرات في رغبة الأفراد أو ميلهم للاحتفاظ بأرصدة نقدية سائلة يؤدي إلى التأثير على حجم الإنتاج ثم على الدخل، وأخيراً على المستوى العام للأسعار⁹.

⁷ بني، حسين، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الكندي، عمان، الأردن، ط1، 2003، ص86.

⁸ مرجع سابق، الحوراني، أكرم، حساني، عبد الرزاق، 2008-2009، ص73.

⁹ حساني، عبد الرزاق، النظرية والسياسة النقدية، أطروحة دكتوراه، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2003، ص16.

2- النظرية النقدية الحديثة:

تعرضت النظرية النقدية التقليدية للعديد من الانتقادات، خاصةً في جانب البناء النظري والفروض التي قامت عليها، فظهرت مدارس جديدة تدعو إلى دراسة طبيعة النشاط الاقتصادي بكل جوانبه وخاصة الجانب الحقيقي (الإنتاج، الادخار، الاستثمار)، وعدم المغالاة في دور النقود والسياسة النقدية في تحقيق التوازنات الكبرى وهي:

2-1- المدرسة الكينزية (John Maynard Keynes):

ينطلق كينز في تحليله من الاقتصاد الكلي، حيث ركز اهتمامه إلى ما يمكن أن يحصل في حالة وقوع الاقتصاد في مستوى التشغيل الجزئي (غير الكامل) ووضع كينز فكرة "الطلب الفعال" الذي يقصد به الطلب الذي يتحول فعلياً إلى إنفاق على السلع والخدمات، أي هو التنفيذ الفعلي للرغبة في الشراء إلى شراء فعلي للسلع والخدمات المطلوبة، كما انطلق في تحليله من افتراض مستوى التشغيل غير الكامل، وأخذ بعين الاعتبار جانب عرض النقود من خلال معاملته كمتغير مستقل كونه يتحدد من جانب السلطات النقدية، وأشار إلى أن سعر الفائدة يتحدد من خلال عرض النقد والطلب عليه، وعلى خلاف الكلاسيكيين اعتبر كينز أن النقود لا تستخدم لإجراء المعاملات فقط، بل تؤثر فعلياً على الاقتصاد¹⁰.

2-2- مدرسة شيكاغو النقدية:

طور ميلتون فريدمان (Milton Fridman) نظرية الطلب على النقود بإعادة صياغة معادلة كمية النقود، وأشار إلى أن الزيادة التي تحدث في

¹⁰ مرجع سابق، الحوراني، أكرم، حساني، عبد الرزاق، 2008-2009، ص 80-89.

المستوى العام للأسعار لا يمكن أن تتحقق ما لم يتم تمويلها بوسائل نقدية وبالتالي فإن مكافحة التضخم وتحقيق الاستقرار النقدي يتطلبان أن تنمو كمية النقود بمعدلات تتناسب مع زيادة حجم الإنتاج إذ يفترض فريدمان في تحليله أن معدل التضخم هو ظاهرة نقدية بحتة¹¹، كما اتجه إلى تحليل جانب الطلب على النقود بطريقة أكثر اتساعاً من التحليل الكلاسيكي والتحليل الكنزي، من حيث استبعاد العلاقة التناسبية بين التغيرات النقدية والمستوى العام للأسعار، وأكد أنّ العلاقة بينهما سببية فقط، وأنّ السياسة التوسعية هي السبب الأساس للتضخم، إذ يتطلب النمو الاقتصادي زيادة كمية النقود بمعدلات ثابتة¹².

استطاعت هذه النظريات الاقتصادية تفسير معظم الأزمات الاقتصادية مع مراعاة المتغيرات والظروف المحيطة بها، وبالتالي فإن إخضاعها لنظرية معينة يرتبط بتحقيق ظروف مماثلة أو قريبة، مع الإقرار بأن التطورات المعاصرة في مختلف جوانب الحياة قد تجعل من تشابه الظروف عملية ليست يسيرة، لكن يمكن الاستفادة من التجارب والدروس السابقة التي تمّ التوصل إليها.

➤ أنواع التضخم:

تعددت المفاهيم الاقتصادية في تحديد معنى التضخم وذلك لتعدد المعايير والأسباب المنشئة له، وبالتالي فإن المفاهيم الخاصة بمعنى التضخم تتعلق بجملة من المتغيرات الاقتصادية، حيث يتم تقسيم التضخم على أساس معايير متعددة، يمكن استعراض بعضٍ منها فيما يلي:

¹¹ مرجع سابق، كنعان، علي، 2012، ص 285.

¹² مرجع سابق، حساني، عبد الرزاق، 2003، ص 36.

1- معيار رقابة الدولة على المستوى العام للأسعار:

تتحدد أنواع التضخم وفقاً لهذا المعيار بناءً على مدى تحكم الدولة بحركة المستوى العام للأسعار والتأثير فيها، إذ يُلاحظ أحياناً في بعض الاقتصاديات عدم ارتفاع المستوى العام للأسعار على الرغم من وجود الضغوط التضخمية، وذلك نتيجة قيام الدولة بفرض رقابتها على أسعار السلع والخدمات ذات الأهمية الاقتصادية في حياة المستهلك أو المنتج، وهناك شكلين لهذا التضخم هما:

أ- التضخم الظاهر (Open Inflation): يتمثل في الارتفاع المستمر للأسعار دون أي عوائق تعترض ذلك، بمعنى أن المستوى العام للأسعار يرتفع بصورة تلقائية وبكل حرية بهدف تحقيق التوازن بين العرض والطلب ودون تدخل الدولة، وهو يعبر عن حدوث خلل في العلاقة السعرية بين السلع المختلفة بحيث يصعب تحديدها مسبقاً، وهذا يرجع إلى الاختلاف في مرونة الطلب السعرية بالنسبة للسلع المختلفة¹³.

ب- التضخم المكبوت أو الكامن (Repressed Inflation): يشير هذا النوع إلى التضخم المستمر غير الواضح، وهو يمثل الحالة التي تُمنع فيها الأسعار من الارتفاع عن طريق سياسات وضوابط تحد من الإنفاق الكلي وتحول دون ارتفاع الأسعار، بما يكفل عدم تجاوزها للحد الأقصى من ارتفاعاتها، وقد يؤدي إلى تشوهات هيكلية في الأسواق إذ لا تترك للأسواق الحرية في تحديد الأسعار وفقاً لعوامل العرض والطلب¹⁴.

¹³ صاحب عجام، هيثم، نظرية التمويل، دار زهران، عمان، 2001، ط1، ص265.
¹⁴ عبد الفتاح، اسماعيل، التضخم الاقتصادي، معهد الدراسات المصرفية، إضاءات مالية ومصرفية، السلسلة الخامسة، العدد3، تشرين الأول 2012، ص2.

2- المعيار المرتبط بالقطاعات الإنتاجية :

يقسم التضخم وفق هذا المعيار انطلاقاً من القطاع الذي يشهد ارتفاع المستوى العام للأسعار إلى قسمين:

أ- التضخم الاستهلاكي أو السلعي (Commodity Inflation):

هو التضخم الذي يحدث في قطاع السلع الاستهلاكية، وذلك من خلال الزيادة في نفقات إنتاج السلع على الأذخار، ما يفسح المجال أمام منتجي السلع الاستهلاكية فرصة لتحقيق أرباح كبيرة¹⁵.

ب- التضخم الرأسمالي (Capital Inflation):

هو التضخم الذي يصيب السلع الرأسمالية، وهو يعبر عن الزيادة في قيمة المنتجات الاستثمارية على نفقات إنتاجها، وغالباً ما يحدث في قطاع صناع الاستثمار، ويؤثر على مستويات الاستثمار والإنتاج¹⁶.

3- معيار حدة التضخم :

اعتماداً على هذا المعيار يمكن التمييز بين الأنواع التالية:

أ- التضخم الجامح (Galloping Inflation/ Hyper Inflation):

يرتفع خلاله المستوى العام للأسعار بشكل كبير، حيث تفقد النقود وظيفتها كمستودع للقيم، فإذا استمر ذلك فإنه يؤدي إلى انهيار النظام النقدي، وبالتالي انهيار قيمة العملة النقدية، ويمثل التضخم الجامح ذروة التضخم إذ تأخذ الزيادات

¹⁵ عناية، غازي، التضخم المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص 60

¹⁶ Mills, Geoffrey, The Impact Of Inflation on Capital Budgeting and Working Capital, Journal of Finance and Decisions, VOL.9, No 1, 1996, P 80.

في الأسعار اتجاهات تصاعدية حادة، ما يدفع الأفراد الابتعاد عن العملة المحلية والاتجاه نحو استخدام العملات الأجنبية¹⁷.

ب- التضخم الزاحف (Creeping Inflation):

ينتج هذا التضخم عن ارتفاع الأجور بنسبة أعلى من زيادة الإنتاج، وهو تضخم تدريجي وبطيء يرتفع فيه المستوى العام للأسعار بمعدلات صغيرة على فترات زمنية طويلة، وعادة ما تكون الزيادة في المستوى العام للأسعار بنسب تتراوح بين (2-3%)، إذ لا يشعر الأفراد بخطورته إلا بعد مرور فترة زمنية¹⁸.

ت- التضخم المتقلب (Fluctuation Inflation):

نكون أمام حالة التضخم المتقلب عندما يرتفع المستوى العام للأسعار بمعدلات كبيرة خلال فترة معينة، ثم تتدخل السلطات الحكومية والنقدية لتحديد من هذا الارتفاع لفترة أخرى، تعود بعدها الأسعار لترتفع من جديد وبمعدلات كبيرة وهكذا¹⁹.

ث- التضخم البنيوي (Structural Inflation):

التضخم الذي يحدث لأن الحكومة تنتهج سياسة نقدية توسعية. إذ يقوم البنك المركزي بإصدار كمية كبيرة من النقود أو يبقي أسعار الفائدة منخفضة جداً لفترة طويلة جداً، وبالتالي فإن قيمة العملة تنخفض بشكل أكبر من انخفاضها في حال زيادة الطلب²⁰.

¹⁷ حسن خلف، فليح، الاقتصاد الكلي، جدارا للكتاب العالمي، عمان-الأردن، ط1، 2007، ص314.

¹⁸ عطية ناصف، إيمان، مبادئ الاقتصاد الكلي، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2006، ص237.

¹⁹ مرجع سابق، عبد الفتاح، اسماعيل، تشرين الأول 2012، ص2.

²⁰ Structural Inflation, Finanal dictionary, <http://financial.dictionay.thefreedictionary.com/Structural+Inflation>

4- معيار الارتباط بالعلاقات الاقتصادية الدولية:

يقسم التضخم حسب هذا المعيار إلى نوعين، يرتبط الأول بالمبادلات التجارية للدولة مع العالم الخارجي، في حين ينتج الثاني عن أسباب داخلية متعلقة بالاقتصاد المحلي للدولة.

أ- التضخم المستورد (Imported Inflation):

هو التضخم الذي يحدث نتيجة للعلاقات الاقتصادية الدولية، حيث يتم استيراد جزء من التضخم الذي يكون داخل الدولة المصدرة عبر قناة الواردات ما ينعكس على أسعار السلع المحلية، أي تستورد الدول وخاصة النامية منها هذا التضخم كما هو موجود في الخارج، ويظهر هذا النوع واضحاً في الاقتصادات الصغيرة والمفتوحة على الاقتصادات الأخرى²¹.

ب- التضخم المحلي (Local Inflation):

هو التضخم الناتج عن اختلالات هيكلية في الوظائف الاقتصادية المحلية، حيث يزداد الطلب ويعجز الإنتاج عن الاستجابة لهذه الزيادة، أو تزداد كمية النقود عن الحاجة الفعلية للاقتصاد²².

5- معيار درجة التشغيل في الاقتصاد :

أ- التضخم غير الحقيقي (Fake Inflation):

يحدث هذا التضخم عندما تكون الزيادة في المستوى العام للأسعار ناتجة عن زيادة الطلب الفعلي وفي الوقت نفسه يزيد الإنتاج، إذ يحتوي الاقتصاد على طاقات

²¹ مرجع سابق، كنعان، علي، 2012، ص301.
²² شنبيش، محمد رمضان، دراسة العلاقة بين التضخم وعرض النقود وسعر الصرف في الاقتصاد الليبي خلال الفترة (1992-2008)، المجلة الجامعة، العدد 15، المجلد الأول، 2013، ص 258.

عاطلة غير مشغلة، وتمكن الظروف الاقتصادية من زيادة الإنتاج، وبالتالي فإنّ التضخم في هذه الحالة يشجّع زيادة الاستثمار وزيادة التوظيف.

ب- التضخم الحقيقي (Real Inflation):

لا تؤدي أي زيادة في الطلب إلى زيادة في الإنتاج نظراً لوصول الاقتصاد إلى مرحلة التشغيل الكامل، وإنّما الزيادة في الطلب تقابلها زيادة في المستوى العام للأسعار²³.

المطلب الثاني: أسباب التضخم وآثاره:

➤ أسباب التضخم:

يعتبر التضخم انعكاساً لاختلال توازن القوى الاقتصادية، وقد تكون هذه القوى هيكلية أو غير هيكلية على مستوى الاقتصاد الكلي أو الجزئي، وينتج التضخم كأية ظاهرة اقتصادية من تفاعل عوامل عدة لا بدّ من تحديدها ومعرفة طبيعة العلاقة بينها. يعبر معدل التضخم عن الفجوة ما بين حجم الطلب الكلي الفعلي وحجم العرض الكلي من السلع والمنتجات المعروضة عند مستوى معين من الاستخدام، إذ تنعكس تلك الفجوة في ارتفاع في المستوى العام للأسعار السائدة، ومن أجل الحفاظ على مستوى التوازن في الاقتصاد يجب أن يتعادل مستوى الطلب الفعلي مع مستوى العرض، وبالتالي فإنّ حالة عدم التوازن تؤدي إلى ظهور التضخم، وفيما يلي سنبيّن أهم النظريات التي فسّرت أسباب هذه الظاهرة:

²³ شامية، أحمد زهير، اقتصاديات النقود والمصارف، منشورات جامعة حلب، 2000، ص361.

1- نظرية التضخم بجذب الطلب:

ينتج التضخم في هذه الحالة عن ارتفاع المستوى العام للأسعار، أما السبب وراء ذلك فهو زيادة الطلب الكلي نتيجة ارتفاع مستوى الدخل من جهة، وبقاء الإنتاج في نفس المستوى من جهة أخرى، ما يؤدي إلى عجز القطاع الإنتاجي عن تلبية الزيادة في الطلب الكلي، فيختل التوازن الكلي وينعكس ذلك على المستوى العام للأسعار التي تتجه نحو الارتفاع²⁴.

2- نظرية التضخم بدفع التكاليف:

تتجه هذه النظرية إلى تحليل جانب العرض في تفسير هذه الظاهرة أكثر من اهتمامها بتحليل جانب الطلب، حيث يتجه المنتجون إلى تحديد معدلات الأرباح عند مستوى مرتفع لا يمكن التنازل عنه، كما يلجأ العمال من خلال النقابات العمالية إلى تحديد الأجور عند مستوى محدد، عندها يلجأ المنتجون لزيادة المستوى العام للأسعار لتعويض الزيادة في تكاليف الإنتاج والحفاظ على نسبة الربح العالية.

3- نظرية التضخم الهيكلي:

تفسر هذه النظرية معدل التضخم الذي يصيب الدول النامية من خلال سعيها لتحقيق التنمية الاقتصادية، إذ يحدث التضخم نتيجة الاختلال في هيكل كل من الطلب الكلي والعرض الكلي²⁵.

4- يعرف معدل التضخم بأنه ظاهرة نقدية تنشأ بسبب نمو كمية النقود بمعدلات عالية جداً تفوق متوسط معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ومعدل نمو الاحتياطات من الذهب والفضة والقطع الأجنبي لدى المصرف المركزي، إضافة إلى معدل نمو استثمارات المصرف المركزي في السندات وأذون الخزانة مجتمعة،

²⁴ أبو عراج، هاشم، شرف، كمال، النقود والمصارف، مطبوعات جامعة دمشق، 2004، ص 109-110.

²⁵ مرجع سابق، كنعان، علي، 2012، ص 270-296.

- إذ يؤدي زيادة كمية النقود بتلك المعدلات العالية إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار المصحوب بانخفاض القيمة الحقيقية لوحدة النقود وانخفاض القوة الشرائية لها.
- 5- ينجم عن اللجوء إلى الاقتراض الخارجي عادةً هزات ومشاكل اقتصادية، ما ينعكس على الوضع الاجتماعي لتلك البلدان على هيئة تضخم وقيود اقتصادية يصعب الخلاص منها، إذ تضع الجهات المقرضة ومن ضمنها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي فوائد قد تكون عالية وشروطاً قاسية تتمثل في دفع اقتصاديات البلدان المقترضة إلى رفع أو مضاعفة أسعار المواد الأساسية والمحروقات والرسوم والضرائب بشكل يؤدي إلى الاختلال الهيكلي للدولة.
- 6- تلجأ الدولة ذات الموارد المحدودة إلى إصدار المزيد من الأوراق النقدية لمعالجة العجز في ميزانيتها، ما يؤدي إلى رفع أسعار السلع والخدمات المعروضة، إذ يشكل كل إصدار نقدي حكومي دخولاً نقدياً إضافية تؤدي إلى الزيادة في حجم الطلب على السلع والخدمات فينعكس أثره في ارتفاع المستوى العام للأسعار²⁶.

➤ آثار التضخم:

يعتبر معدل التضخم المرتفع من العوامل المعيقة للنمو، فالتضخم يؤدي إلى تشوه الأسعار، وتآكل المدخرات وتراجع الاستثمارات بسبب حالة عدم اليقين التي تصاحب معدلات التضخم المرتفعة، وينتج عن التضخم آثار كثيرة ومتعددة تؤدي إلى حدوث خلل في البنية الاقتصادية والاجتماعية للدولة، يمكن تلخيصها كما يلي:

²⁶ خريس، جمال، النقود والبنوك، دار الميسرة للنشر والطباعة والتوزيع، الأردن، عمان، 2002، ص 129.

1- الآثار الاقتصادية:

يؤدي ارتفاع المستوى العام للأسعار بشكل مستمر إلى تدهور القوة الشرائية للنقود، والتي تؤثر بدورها على دخول الأفراد خاصة أصحاب الدخل الثابتة من جهة وأسعار المواد من جهة أخرى، والتي ستؤدي إلى عجز في الميزان التجاري نتيجة ضعف قيمة العملة الوطنية أمام العملات الأجنبية إضافة إلى ارتفاع تكلفة الاستثمار، ما ينعكس سلباً على وتيرة التنمية الاقتصادية وتدني الصادرات إلى الأسواق الأخرى نتيجة انخفاض القدرة التنافسية للمنتجات، كما يؤدي التضخم إلى تركيز رؤوس الأموال في فروع النشاط الاقتصادي التي لا تساهم في التنمية الاقتصادية بشكل فعال فتتجه إلى إنتاج السلع التي ترتفع أسعارها باستمرار، وعادة ما تتركز في السلع الكمالية الموجهة إلى أصحاب الدخل العليا ما يؤدي إلى عجز السلطة النقدية عن تحقيق هدفها في الحفاظ على استقرار سعر العملة الوطنية داخلياً وخارجياً، وبالتالي حدوث خلل في الاستقرار المالي والسوق الاقتصادية²⁷.

تتجلى أهم الآثار الاقتصادية الناجمة عن معدل التضخم فيما يلي:

أ- تأثير معدل التضخم على قيمة العملة الوطنية:

تؤدي الارتفاعات المستمرة في الأسعار إلى فقدان النقود لجزء من قوتها الشرائية، ما يؤدي إلى انعدام ثقة الأفراد بوحدة العملة الوطنية كمخزن للقيمة، وبالتالي يتجهون إلى تحويل أرصدهم إلى ذهب أو عملات أجنبية أخرى تتسم بالاستقرار، أو استخدامها في اقتناء السلع المعمرة وغيرها من السلع، والذي يؤدي بدوره إلى زيادة معدلات الاستهلاك والطلب الكلي، ما يوجب الضغوط

²⁷ المصري، رفيق يونس، آثار التضخم على العلاقات التعاقدية في المصارف الإسلامية والوسائل المشروعة للحماية، دار المكتبي، دمشق، ط2، 2009، ص9.

التضخمية خاصة عند بلوغ الاقتصاد لمرحلة التشغيل الكامل، ومن جهة أخرى فإن انخفاض قيمة النقود يؤدي إلى تدني سعر صرف العملة تجاه العملات الخارجية²⁸.

ب- اختلال ميزان المدفوعات:

يؤدي ارتفاع معدل التضخم إلى التأثير سلباً على ميزان المدفوعات نتيجة زيادة الطلب على الاستيراد وانخفاض حجم الصادرات، فالزيادة التضخمية في الإنفاق القومي وبالتالي الدخل النقدية يترتب عليها زيادة في الطلب على السلع المنتجة محلياً والمستوردة، إذ يعمل الاستيراد على امتصاص موارد الدولة من النقد الأجنبي، إضافة إلى ذلك يزداد تأثر ميزان المدفوعات عند قيام الحكومة بوضع عدد من الإجراءات تحاول من خلالها منع تسرب المزيد من القوة الشرائية ما يؤدي إلى تفاقم الضغوط التضخمية.

ت- اختلال الميزان التجاري:

يؤدي معدل التضخم إلى ارتفاع أسعار السلع المنتجة محلياً، الأمر الذي يؤدي إلى تدني تنافسية هذه المنتجات في الأسواق الدولية، وبالتالي انخفاض صادرات الدولة وزيادة الطلب على المستوردات، ومن جهة أخرى يضعف معدل التضخم المرتفع مقدرة الدولة على التصدير كونه سيخفض من حجم السلع القابلة للتصدير لزيادة الحافز على توجيه جانب منها إلى السوق المحلية، كما يؤدي إلى رفع تكاليف إنتاج سلع التصدير ما يضعف مركزها التنافسي في الأسواق الخارجية، ما ينجم عنه عجز في الميزان التجاري²⁹.

²⁸ مرجع سابق، غزلان، محمد عزت، 2002، ص320.

²⁹ مرجع سابق، غزلان، محمد، 2002، ص321.

ث- اختلال الموازنة العامة:

قد تحتاج الدولة إلى تمويل إضافي نتيجة زيادة الضغط العام عليها من أجل تأمين نفقات الضمان الصحي والاجتماعي لمجاراة الأعباء الناتجة عن التضخم وهو ما يزيد من عجز الموازنة.³⁰

ج- سيادة عدم الاستقرار الاقتصادي: يؤدي التضخم إلى حالة من الفوضى في السوق نتيجة التقلب المستمر في المستوى العام للأسعار، ويعود ذلك إلى عدم قدرة الأطراف المشاركة في السوق على تفسير المعلومات التي تقدمها الأسعار، إضافة إلى انتشار حالة عدم اليقين بما يتعلق بمعدل التضخم على المدى الطويل، ما يدفع الأفراد والمؤسسات إلى تركيز استثماراتهم وإنفاقهم على المدى القصير نتيجة عدم قدرتهم على توقع المستقبل، وهذا يؤدي إلى تراجع الاستثمارات وتراجع الناتج.³¹

ح- تأثير التضخم على الكفاءة الاقتصادية:

يؤدي التضخم إلى سوء تخصيص الموارد في الاقتصاد، ففي فترات التضخم يميل سلوك المستهلكين والمنتجين إلى أن يصبح أقرب ما يكون إلى المضاربة، ويتجه المنتجون إلى إنتاج السلع التي يزداد الطلب عليها حتى لو لم توجد ضرورة لإنتاجها، في حين يميل المستهلكون إلى شراء السلع التي يتوقعون أن ترتفع أسعارها، إلى جانب ذلك تقع المنشآت في مشكلة سوء اختيار الاستثمارات المناسبة لها بسبب عدم مقدرة السوق على نقل المعلومات بشكل صحيح نتيجة الخلل الذي يلحق بمؤشرات الأسعار في السوق.³²

³⁰ مرجع سابق، الحوراني أكرم، حساني، عبد الرزاق، 2008-2009، ص194.

³¹ S.Bernanke, Ben & H.Frank, Robert: Principles of Macroeconomics, McGraw.Hill, third edition, 2007, P165.

³² مرجع سابق، كنعان، علي، 2012، ص311-312.

خ-تأثير التضخم على النظام الضريبي:

إن عدم اعتماد النظام الضريبي على الأرقام القياسية للأسعار بشكلٍ كامل يؤدي إلى تشوه النظام الضريبي، خصوصاً فيما إذا كانت الفئات الضريبية مرتبطة بمعدل التضخم، وبالتالي فإن أي زيادة في المستوى العام للأسعار أو الأجور في ظل نظام ضريبي تصاعدي على الأجور ستدفع دافعي الضرائب إلى شرائح أعلى، ما يزيد العبء الضريبي الحقيقي عليهم³³، وبالتالي لا يمكن تحقيق العدالة على مستوى الضريبة وحدها، وإنما يتعين تحقيق العدالة في النظام الضريبي ككل فالضريبة التصاعدية على الدخل ضريبة عادلة للفقراء وغير عادلة للأغنياء على مستوى النظام الضريبي في مجمله، وبالتالي للوصول إلى النظام الضريبي العادل لا بد من تشكيل نظام ضريبي يتصف بالعدالة والفعالية مع الأخذ دائماً بأن الضريبة لا تأخذ إلا من الفائض الاقتصادي، كما يجب اعتماد الأجر أو الدخل الحقيقي في تحديد المطروح الخاضعة للضريبة كافة وذلك عند تطبيق الضرائب جميعها التي تطول الدخل أو الاستهلاك أو رأس المال والانتهاه من أساليب التخمين كلها، إلى جانب إحداث ضريبة عامة على الإيراد يبدأ تطبيقها بأسرع ما يمكن، وتشمل مداخيل المكلف كافة، ويخضع لها جميع المكلفين الذين يخضعون حالياً لضريبة الدخل على الأرباح الحقيقية، وإحداث ضريبة على المبيعات بمعدلات متدرجة تحدد وفقاً لمعايير اقتصادية واجتماعية³⁴.

³³ Hoggarth, Gleen: Introduction to monetary policy, bank of England, 1996, p4.

³⁴ طاطة، عتيقة، النظام الضريبي في كل من سورية والجزائر، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2009، ص22.

د- تأثير التضخم على الاستثمار:

يؤدي التضخم إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي التي لا تفيد التنمية في مراحلها الأولى فتتجه إلى إنتاج السلع التي ترتفع أسعارها باستمرار وهي عادة السلع الترفيهية التي يطلبها أصحاب الدخل العالية، وكذلك يتجه جزء من الاستثمار إلى تجارة الاستيراد والمضاربة على أسعار الأراضي الزراعية وكذلك المضاربة التجارية وإلى بناء المنازل الفاخرة³⁵.

2- الآثار الاجتماعية:

يؤدي تدهور القوة الشرائية وقلة الاستثمارات إلى تفاقم مشكلة البطالة، وفقدان الأفراد الثقة في قوة العملة، وبالتالي يفقدون الحافز للادخار، أي تفقد النقود وظيفتها كمستودع للقيمة، ويتجه الأفراد إلى إنفاق النقود على الاستهلاك الحالي، إلى جانب تنامي ظاهرة الاضطرابات داخل المؤسسات احتجاجاً على انخفاض الأجور، كما يؤدي تقليص الحكومة من نفقاتها على المشاريع العمومية إلى تدهور الحياة العامة للمواطنين، وبالتالي يخلق موجة من التوتر والتذمر الاجتماعي ما يهدد جو الاستقرار الاجتماعي والسياسي الضروري لدفع عجلة التنمية الاقتصادية³⁶.

فيما يلي بعض الآثار الاجتماعية الناتجة عن التضخم:

³⁵ الجلال، أحمد، دور السياسات النقدية والمالية في مكافحة التضخم في البلدان النامية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005، ص34.
³⁶ التضخم ودور السياسات المالية والاقتصادية، البنك المركزي العراقي، أعمال ندوة التضخم، العدد الثالث، العراق، تشرين الأول 2006، ص48.

أ- إعادة توزيع الدخل:

يؤدي التضخم إلى إعادة توزيع الدخل بين الأفراد لصالح أصحاب الثروات على حساب أصحاب الدخل الثابت وأصحاب الأجور، إذ يأخذ التضخم شكل ضريبة تقتطع من دخول فئات معينة وتعطى لفئات أخرى، وبالتالي فإن ارتفاع الأسعار لا يؤثر على جميع طبقات المجتمع بنسبة واحدة، إذ أثبتت تجارب العديد من الدول أن التضخم كان العامل الأهم في تزعزع التماسك الاجتماعي، حيث يؤدي التضخم إلى استفادة أصحاب الثروات والأصول من ارتفاع قيمة أصولهم بسبب ارتفاع الأسعار، فيما يؤدي إلى تراجع القيمة الحقيقية للأجور، وهذا يؤدي إلى ظهور تفاوت بين طبقات المجتمع، ما ينعكس على حالة الاستقرار السياسي والاجتماعي والاقتصادي للبلد.³⁷

ب- أثر التضخم على التمايز الاجتماعي:

أدت الموجات التضخمية إلى إحداث تغييرات اجتماعية في الهيكل الطبقي والتي نتج عنها تآكل مستمر لمستويات المعيشة لدى الطبقة الوسطى، ما دفع معظم أفراد هذه الطبقة إلى مزاوله أكثر من مهنة لتعويض النقص في دخولهم نتيجة ارتفاع المستوى العام للأسعار، ونظراً لكون هذه الشريحة تمثل معظم المجتمع فإن تدهور أوضاعها يهدد الاستقرار الاجتماعي، أما الشريحة الثانية فهي تمثل التجار والمقاولين وأصحاب المهن الحرة التي تمكنت من زيادة دخولها مع ارتفاع معدل التضخم نتيجة قدرتها على التحكم بأسعار ما تمتلكه بما يتناسب مع معدل التضخم، وهو ما يؤدي إلى تفاقم الضغوط الاجتماعية وزيادة تكاليف المعيشة بالنسبة للشرائح الأخرى وبالتالي زيادة معدلات السرقة

³⁷ السيد حسن، موفق، ميزان المدفوعات والوضع الراهن لاقتصادنا النقدي: آفاق السياسات الاقتصادية الممكنة، ندوة الثلاثاء الاقتصادية، 1986، ص35.

نظراً لعدم كفاية الدخل التي يحصلون عليها، وزيادة معدلات الطلاق نتيجة الخلافات بين الزوجين بسبب عدم قدرة رب الأسرة على تحمل تكاليف نفقات الأسرة المتزايدة في ظل غلاء الأسعار ونقص الموارد المالية³⁸.

ت-تفشي الرشوة والفساد الإداري:

يساعد التضخم على بروز العديد من الظواهر السلبية في المجتمع كتفشي ظاهرة الرشوة التي يلجأ إليها بعض أصحاب الدخل الثابتة لمواجهة الانخفاض في مستويات دخولهم الحقيقية من خلال تقديم خدمات مشروعة للمواطنين مقابل ثمن، لكن سرعان ما يتحولون لتقديم خدمات غير مشروعة مقابل ثمن مرتفع، وهكذا ينتشر الفساد في الدوائر الحكومية كافة ويصبح عرفاً عاماً، ويصبح لكل خدمة ثمن محدود رغم محاربة المجتمع لهذه الظاهرة، وفي حالات متقدمة يصبح الفساد فلسفة له من الأسس والمبادئ ما يجعل منه عملاً مستقلاً يساعد جميع الموظفين والعمال للعمل به وبموجب قوانينه، وبالتالي يصعب على الدولة القضاء عليه حتى لو صححت العلاقة بين الأجور والمستوى العام للأسعار ، أي أن معدل التضخم يكون له دور أساسي في زيادة نسبة الرشوة وتعمق الفساد الإداري في المجتمع³⁹.

³⁸ محمد، سلمى، التضخم في الاقتصاد السوري: أسبابه والسياسات الممكنة لمعالجته، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 1987، ص 80-81.

³⁹ مرجع سابق، كنعان، علي، 2012، ص 318.

المطلب الثالث: قياس معدل التضخم وطرق معالجته:

➤ قياس معدل التضخم:

- يعتبر التضخم من الظواهر التي يصعب قياسها، ونظراً إلى تأثير التضخم على الواقع الاقتصادي، تمّ إيجاد بعض من المقاييس خاصة بمعدل التضخم، أشهرها:
- الرقم القياسي لأسعار المستهلك CPI.
 - مؤشر نفقات الاستهلاك الفردي PCE.
 - مؤشر أسعار المنتج PPI.
 - مؤشر انكماش الناتج المحلي الإجمالي GDP deflator
 - مؤشر تكلفة التوظيف Employment Cost Index وبرنامج الأسعار الدولية IPP الذي يراقب تغيرات الأسعار في التجارة الخارجية، ويعتبران أكثر تخصصاً من غيرهما من المؤشرات.

فيما يلي سنوضح بعض هذه المؤشرات:

❖ الرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI) Consumer Price Index:

يعتمد هذا المؤشر على متوسط سعر سلة محددة من البضائع والخدمات، وعادة ما تعكس سلة المنتجات جميع المواد التي تقوم الأسرة بشرائها لتأمين الحد الأدنى من الغذاء، حيث يعتمد على تثقيف هذه المواد تبعاً لأهميتها بالنسبة للمستهلك، وعادة ما يتضمن الرقم القياسي لأسعار المستهلك سبع فئات: (المأكولات والمشروبات، المسكن، الملابس، النقل، العناية الطبية، التعليم، والتواصل، وغيرها من السلع والخدمات)، تتمثل الطريقة المعتادة في حساب هذا المؤشر من خلال أخذ متوسط التغيرات في أسعار

مختلف المنتجات باستخدام متوسط المبالغ التي تنفقها الأسر كأوزان ترجيحية، ولا بدّ من الأخذ بعين الاعتبار الظروف الاقتصادية وطبيعة الأسواق وسياسة التسعير المعتمدة، كما تتأثر طرق حساب المؤشر بالتطورات التي تشهدها التكنولوجيا، بما فيها الطرق المستخدمة في تعديل الأسعار مقابل التغيّر في نوعية السلع والخدمات، وتسهم الصيغ المتطورة في حساب المؤشرات على نحو أكثر دقة وموثوقية، وعادة ما تستخدم في ربط المنافع الاجتماعية كالمعاشات التقاعدية وإعانات البطالة والمدفوعات الحكومية⁴⁰.

تم إعداد مؤشرات أسعار المستهلك استناداً للمعايير الدولية بحيث يمكن تعديل الأجر لتعويض فقدان قيمة العملة الوطنية لقوتها الشرائية، وبناءً على ذلك أصدر المؤتمر الدولي الثاني لإحصاءات العمل أول معايير دولية لمؤشرات أسعار المستهلك عام 1925، والتي تتعلق بمؤشرات تكلفة المعيشة التي تقيس التغير في تكلفة الحفاظ على مستوى معيشة معين أو مستوى منفعة محدد، إذ يعرف مؤشر أسعار المستهلك بأنه تكلفة شراء سلة معينة من السلع والخدمات الاستهلاكية، حيث تم الجمع بين هذين المصطلحين ضمن مفهوم مؤشر أسعار المستهلك في المؤتمر الدولي العاشر. يعدّ الرقم القياسي للأسعار من مقاييس معدل التضخم إلا أنّ الصعوبات التي تعترضه تتجلى في تحديد المستوى العام للأسعار، حيث عادة ما يكون للسلعة أكثر من سعر حسب المنطقة والسوق.⁴¹

⁴⁰ An Introduction to Consumer Price Index Methodology, International Labour Organization, P1, <http://www.ilo.org/public/english/bureau/stat/download/cpi/ch1.pdf>.

⁴¹ مرجع سابق، كنعان، علي، 2012، ص304

يقسم الرقم القياسي لأسعار المستهلك في الولايات المتحدة الأمريكية إلى ثلاثة مؤشرات:

1-الرقم القياسي لأسعار جميع المستهلكين في المناطق الحضرية CPI for all urban consumers (CPI-U)

يعتبر من أشهر المعايير المستخدمة في قياس معدل التضخم، ويعتمد على العادات الشرائية للسكان المحليين في الولايات المتحدة الأمريكية، ويغطي حوالي 87% من سكان الولايات المتحدة الأمريكية.

2-سلسلة الرقم القياسي لأسعار جميع المستهلكين في المناطق الحضرية Chained CPI for all urban consumers (C-CPI-U)

يختلف هذا المقياس عن المقياس الذي قبله بأنه يعتمد على متوسط الأسعار، ويأخذ بعين الاعتبار التغيرات في سلوك المستهلكين تبعاً لتغيرات المستوى العام للأسعار.

3-الرقم القياسي لكاسبي الأجور ورجال الدين في المناطق الحضرية CPI for urban wage earners and clerical workers (CPI-W)

إنّ هذا المقياس مشتق من مؤشر CPI-U ويغطي حوالي 32% من سكان الولايات المتحدة الأمريكية⁴².

❖ مؤشرات سعر المنتج (PPI) :Producer Price Indices

تعتمد هذه المؤشرات على قياس متوسط التغيرات في أسعار السلع والخدمات المقدمة من قبل المنتجين المحليين، يستخدم بشكل أساسي السلع المادية فقط، كما يتضمن

⁴² The Consumer Price Index, BUREAU of LABOR Statistics- U.S. Department of Labor, June 2007, P1-3.

العديد من الصناعات القائمة على الخدمات، إذ يغطي القطاع الصناعي كله وبعض الصناعات في القطاع الخدمي وبعض العناصر من قطاع الري والصيد إلى جانب الصناعات الحراجية والغاز والكهرباء، ويعد مقياساً مرجحاً لأسعار تجار الجملة، حيث يتضمن الأسعار التي تم دفعها خلال فترة الدراسة فقط ويستثني القيم المستقبلية، كما يعتمد هذا المؤشر على نقطة أساس سنوية والتي يتم بموجبها حساب سلّة المنتجات، وتتم المقارنة بين عام وآخر بالاستناد إلى عام الأساس⁴³، ويقسم هذا المؤشر إلى ثلاثة مؤشرات:

1-المعيار السلعي (الخام) (Commodity-based (crude):

يبين هذا المعيار التغير في سعر المنتجات من شهر لآخر، كالطاقة والفحم والنفط الخام وبرادة الحديد، ويتضمن أكثر من 2000 مؤشر لأسعار السلع مرتبة وفقاً لنوع المنتج والاستخدام النهائي له.

2-المعيار الإنتاجي (SOP) (Stage-of-processing based):

يسمى بالمؤشر الوسيط حيث تكون السلع في هذه المرحلة قد تم تصنيعها إلى مستوى معين وسيتم بيعها ليتم تصنيعها في المستقبل للحصول على السلع النهائية كالخشب والفولاذ والقطن ووقود الديزل، أي هو مؤشر للأسعار الإجمالية مرتبة حسب مرحلة تجهيز السلع النهائية، المواد الوسيطة، والمواد الخام⁴⁴.

⁴³ Producer Price Index Manual: Theory and Practice, International Money Fund, ISBN 1-58906-304-X, Washington, 2004, P 11-12.

⁴⁴ Kowal, Joseph; etal, PPI Detailed Peport, U.S. Bureau of Labor Statistics, Vol. 18, No. 9, September 2014, P 3.

3- المعيار الصناعي (Industry-based finished):

مؤشر يعبر عن المرحلة النهائية للتصنيع، حيث يتضمن أكثر من 600 مؤشر لأسعار الصناعات، مع أكثر من 5000 خط إنتاج، إلى جانب المؤشرات الفرعية لفئة المنتجات.

يساعد مؤشر PPI المستثمر في التنبؤ بالرقم القياسي لأسعار المستهلك وذلك انطلاقاً من النظرية الاقتصادية التي تقول بأن التكلفة التي يتحملها التجار يقومون بنقلها إلى المستهلكين، كما يمكن الاستفادة منه في توضيح السياسة المستقبلية التي يمكن اتباعها لمواجهة التضخم⁴⁵.

❖ مؤشر نفقات الاستهلاك الفردي Personal Consumption Expenditures (PCE):

يعتبر مقياساً للأسعار التي يدفعها المستهلكون للمشتريات المحلية من السلع والخدمات، وهو يعتبر مقياساً أكثر شمولاً من الرقم القياسي لأسعار المستهلك، حيث يقيس هذا المؤشر التغيرات في أسعار السلع والخدمات الاستهلاكية، كما يتضمن التكلفة الفعلية لنفقات الأسر، ويمكن الاستفادة من هذا المؤشر في معرفة الجزء المخصص للإنفاق الذي استأثرت به العناصر التقديرية، ويساعد في معرفة الجزء المخصص من دخل الأسر على الاستهلاك الحالي في مقابل ما يتم ادخاره للاستهلاك في المستقبل⁴⁶.

⁴⁵ Previous Reference, Kowal, Joseph; etal, September 2014, P 4.

⁴⁶ Personal Consumption Expenditure, Investopedia, <http://www.investopedia.com/terms/p/pce.asp>

تستخدم بيانات هذا التقدير لمعرفة الطلب المستقبلي ومدى إمكانية إنفاق المستهلكين، إضافة إلى هذا المؤشر من أكثر المؤشرات التي يتابعها المحللون لرصد التضخم، ولكن لا يمكن استخدامه كمقياس للمستوى العام للأسعار في فترة حالية.

❖ الرقم القياسي لأسعار المستهلك باستثناء الطعام والطاقة **CPI excluding food and energy**

يعد المؤشر الأكثر استخداماً ويعتمد على استثناء أسعار الطاقة والمواد الغذائية عند حساب معدل التضخم كونها تخضع لتغيرات كبيرة ومتعددة وغير مستديمة، إن هذه التغيرات الكبيرة تعود نتيجة خلل في العرض، إذ يفيد هذا المؤشر في قياس معدل التضخم الفعلي بعيداً عن التقلبات الكبيرة التي تلحق بالطعام والطاقة ولا يمكن الاعتماد عليه بشكل أساسي كون الطعام والطاقة يعدان من أهم المكونات التي يستهلكها الأفراد⁴⁷.

❖ الوسطي المشذب **Trimmed mean**

يعتمد هذا المؤشر على إزالة جميع تغيرات الأسعار النسبية الكبيرة من الرقم القياسي لأسعار المستهلك في كل شهر مع مجموعة المكونات المستثناءة التي تتغير من شهر لآخر، وبشكل أدق يستثني هذا المؤشر التغيرات النسبية في المستوى العام للأسعار والتي تتراوح بين التغيرات الصغيرة حتى الكبيرة في الشهر، إذ ينتج عن كل من التغيرات النسبية الصغيرة والكبيرة تحركات كبيرة في المستوى العام للأسعار وفقاً لمتوسط الشهر.

⁴⁷ McCracken, Michael, Should food be Excluded from Core from CPI, Federal Reservr bank of ST. Louis, Economic Synopese, 2011, p1

يمكن أن نفسر الوسط المشذب منطقياً بشكل إحصائي، فعلى سبيل المثال لو أخذنا الرقم القياسي لأسعار المستهلك في أحد الشهور، نجد أن الرسم البياني لتغيرات المستوى العام للأسعار لمكونات الرقم القياسي لأسعار المستهلك أكثر تفلطحاً من المنحنى الطبيعي، وبالتالي يمكن تفسير متوسط التغير في المستوى العام للأسعار عن طريق الوسط المشذب بشكل أدق من الرقم القياسي لأسعار المستهلك، حيث يقوم الوسط المشذب بعزل تغيرات الأسعار النسبية، وبالتالي عزل مكون تغير الأسعار الإجمالي والمتوقع أن يستمر، ذلك لأن تغيرات الأسعار التي يتم عزلها كل شهر تكون إما أقل أو أكثر من المتوسط في الشهر، ولكن يصعب الاعتماد عليه في المقارنة بين المناطق كون التغيرات النسبية للأسعار تختلف من منطقة إلى أخرى⁴⁸.

➤ طرق علاج معدل التضخم:

وضع المحللون الاقتصاديون بعض النقاط التي يمكن أن تساهم في لجم ارتفاع معدل التضخم والسيطرة على آثاره السلبية على الاقتصاد الوطني، وتطبيق ذلك يتم من خلال العمل على زيادة الدخل القومي عن طريق زيادة معدل النمو المرتبط بشكل مباشر مع الاستثمارات الجديدة وزيادة فعالية مواقع الإنتاج وتحسين مواصفات الإنتاج السلعي والخدمي للتمكن من زيادة التصدير وتقليل الاستيراد، إضافة إلى تشجيع البيئة الاستثمارية وزيادة معدلات الاستثمار ودعم القوى الإنتاجية والعمل على زيادة الدخل القومي، إلى جانب تقديم التسهيلات للقطاعات الاقتصادية التي تساهم في زيادة إيرادات الدولة، إضافة إلى المراقبة الدائمة لحركة المستوى العام للأسعار واتخاذ جميع

⁴⁸Trimmed Mean, Federal Reserve Bank Of Cleveland,
<http://www.businessdictionary.com/definition/trimmed-mean.html>

الإجراءات اللازمة بهدف دراسة التغيرات السعرية وبقائها ضمن مستويات محددة تتناسب مع طبيعة الاقتصاد الوطني⁴⁹.

عادةً ما تعتمد الدول النامية إلى معالجة التضخم عن طريق اعتماد سياسة التحكم بحجم الائتمان ورفع أسعار الفائدة، كما تعتمد على رفع معدلات الضريبة، وغالباً ما تكون هذه السياسات غير فعالة بشكلٍ كافٍ نظراً لتعارض السياسة النقدية والمالية المتبعة لحل مشكلة التضخم، أما في الدول المتقدمة فتلجأ معظمها إلى اعتماد سياسة استهداف التضخم باعتماد معدل تضخم معين يتناسب مع اقتصادها لتجنب ارتفاعه كما تعتمد على تفاعل السياستين المالية والنقدية للحد من التضخم في حال ارتفاعه.

تعتمد السياسة النقدية والمالية إجراءات معينة لمعالجة ظاهرة التضخم، يمكن تحديدها كالتالي:

1- معالجة ظاهرة التضخم اعتماداً على السياسة النقدية:

يعتبر التضخم ظاهرة نقدية بالأساس، لذلك ركزت معظم النظريات والدراسات على الأساليب النقدية لمعالجة هذه الظاهرة، إذ تعد السياسة النقدية هي السياسة المرتبطة بالنقود والجهاز المصرفي، والتي تتحكم في الكمية النقدية المصدرة من خلال عمليات الإصدار النقدي التي يقوم بها المركزي والذي يعمل من خلالها على إصدار عملة جديدة وضخها في الأسواق اعتماداً على جملة من القرارات والإجراءات النقدية من أجل التأثير في النظام النقدي، أما دورها فيتجلى في إدارة التوسع والانكماش في حجم النقود بهدف تحقيق التنمية الاقتصادية والقضاء على

⁴⁹ الجلال، أحمد، دور السياسات النقدية والمالية في مكافحة التضخم في البلدان النامية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006، ص42-43.

البطالة وتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات والحفاظ على المستوى العام للأسعار⁵⁰.

يمكن التمييز بين اتجاهين أساسيين للسياسة، كما يلي:

- **الاتجاه التوسعي:** يسعى المصرف المركزي إلى إدارة وسائل الدفع وأسعار الفائدة وحجم الائتمان الممنوح من قبل البنوك التجارية، بهدف تحقيق زيادة النشاط الاقتصادي، ما يشجع على زيادة الطاقة الإنتاجية ويتحقق في النهاية مستوى أعلى للتشغيل.
- **الاتجاه التقييدي:** يعتمد المسؤولون عن السلطة النقدية في حال وجود ارتفاع في معدل التضخم وارتفاع مستوى الأسعار إلى تخفيض كمية النقود المتداولة، من خلال تقييد وسائل الدفع ورفع أسعار الفائدة بهدف تثبيت الأسعار والأجور والتحكم في الطلب الاستهلاكي⁵¹.

تقوم السياسة النقدية على مجموعة من الأدوات تعتمد عليها لتنفيذ إجراءاتها كما يلي:

1-1- أدوات الرقابة على الائتمان:

تعتبر الرقابة التي يمارسها البنك المركزي على الائتمان الممنوح من قبل البنوك الناشطة داخل الاقتصاد من أهم الوسائل لمكافحة التضخم، وذلك من خلال الإجراءات المتخذة من قبله في سبيل تخفيض كمية النقود الكتابية أو الائتمانية الصادرة من البنوك على شكل قروض والتأثير على

⁵⁰ حبيب، مطانيوس، أوراق في الاقتصاد السوري، دار الرضا، دمشق، 2006، ص313.

⁵¹ شبيحة، مصطفى، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة، بيروت، 2005، ص14

الحد الأدنى لمتطلبات الاحتياطي النقدي وسعر الخصم، إلى جانب إصدار التعليمات للبنوك لتقييد عمليات التمويل وتوجيه الائتمان إلى قطاعات معينة، فالتغير في الائتمان يمثل التغير في العرض النقدي معدلاً بأثر الفائض أو العجز في ميزان المدفوعات⁵².

1-2- أدوات الرقابة الكمية:

تعتمد المصارف المركزية إلى استخدام سياسات عدة بغرض التحكم بمعدلات التضخم والحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار، كما هو مبين فيما يلي:

❖ أسعار الفائدة:

ينظر إلى معدل الفائدة على أنه ظاهرة نقدية لأنه يتحدد من خلال العرض والطلب على النقود كما أثبتها الفكر الكينزي والنيو كلاسيكي وإنّ تحديد معدلات الفائدة تعتبر من أهم الأدوات التي تستخدمها السلطة النقدية في بلد ما من أجل التحكم في حجم الائتمان وبالتالي العرض النقدي الذي يعكس التوجّه في تشجيعها للاستثمار أو الحد منه ودورها في مواجهة التضخم أو الانكماش⁵³.

❖ سياسة سعر إعادة الخصم:

يُعرف سعر إعادة الخصم على أنه سعر الفائدة الذي يحصل عليه المصرف المركزي من البنوك التجارية مقابل إعادة خصم ما لديها من أوراق تجارية وأذونات خزينة أو لقاء ما يقدم إليها من قروض بضمان هذه الأوراق، وعادة ما يتحدد سعر إعادة الخصم بإدارة المصرف المركزي المنفردة، مراعيًا في

⁵² مرجع سابق، حساني، عبد الرزاق، 2003، ص76.

⁵³ حساني، عبد الرزاق، الوضع الراهن لاقتصادنا النقدي والمهام الرئيسية للسياسة النقدية في الجمهورية العربية السورية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سورية، ص75.

ذلك التأثير على السوق النقدية، فعندما يقوم المصرف المركزي برفع سعر إعادة الخصم فإنه يحد بذلك من قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان والعكس في حالة الانكماش.

يعتبر سعر إعادة الخصم انعكاساً لوجهة نظر المصرف المركزي عن الوضع النقدي والائتماني في البلد، وبالتالي الوضع الاقتصادي بشكل عام.⁵⁴

❖ سعر الصرف:

يعدّ سعر الصرف من حيث المبدأ مؤشراً أنموذجياً حول الأوضاع الاقتصادية لبلد ما تستطيع السياسة النقدية من خلال اعتماده كمتغير وسيط أن تتحكم بمعدلات التضخم بما يتطابق مع الهدف النهائي للسياسة النقدية عن طريق تدخل المصرف المركزي بسوق الصرف لتعديل سعر صرف النقد تجاه العملات الأخرى أو عن طريق معدلات فائدة مناسبة، ولكن تتجلى مساوئ استخدام سعر الصرف كهدف وسيط في انخفاض النشاط الاقتصادي بسبب ارتفاع أسعار الفائدة الأمر الذي يؤدي إلى تعارض بين الأهداف الداخلية والخارجية.⁵⁵

❖ سياسة السوق المفتوحة:

يسعى البنك المركزي إلى التدخل في أسواق رأس المال مشترياً أو بائعاً للسندات الحكومية والأوراق التجارية والمالية، وذلك بهدف التحكم بكمية النقود القانونية، وهي تعد من أكثر الأدوات النقدية فعالية في التأثير على

⁵⁴ مرجع سابق، عبد الفتاح، اسماعيل، تشرين الأول 2012، ص 4.

⁵⁵ Edwards, Sebastian, The Relationship between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited, Working Paper 12163, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Ma 02138, 2006, P2-3.

حجم النقود، وقد أصبحت عمليات السوق المفتوحة الاختيار الأفضل للعديد من الدول التي تتمتع بأسواق مالية متطورة⁵⁶.

❖ سياسة تعديل نسبة الاحتياطي القانوني:

يقصد بالاحتياطي القانوني النسب التي تلتزم البنوك بالاحتفاظ بها من أصولها السائلة لدى المصرف المركزي، بهدف حماية المودعين من خطر عدم توفر السيولة الكافية لدى البنوك التجارية، حيث يقوم المصرف المركزي برفع نسبة الاحتياطي في حالة التضخم أو تخفيض هذه النسبة في حال الكساد لتشجيع البنوك على التوسع في حجم الائتمان المقدم من قبلها⁵⁷.

1-3- أدوات الرقابة الكيفية:

تؤثر هذه الوسائل على كيفية توزيع القروض بين مختلف القطاعات الاقتصادية، من أهمها:

❖ الإقناع الأدبي:

يعتبر المصرف المركزي أعلى سلطة في النظام المصرفي داخل الدولة، فهو المسؤول والمسير للسياسة النقدية والمشرف على نشاط البنوك التجارية، وهو ما يمكنه إقناع البنوك التجارية باتباع السياسة النقدية التي تناسب الأوضاع الاقتصادية من أجل تحقيق أهداف محددة⁵⁸.

⁵⁶ سرور، غبريال، السياسة النقدية واستهداف التضخم، ورقة عمل، معهد صندوق النقد الدولي، 2005، ص43.

⁵⁷ مرجع سابق، حساني، عبد الرزاق، 2003، ص80

⁵⁸ مجيد، ضياء، اقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2001، ص270-271.

❖ هامش الضمان:

يعبر عن نسبة المساهمة الشخصية التي يطلبها البنك التجاري من العميل من أمواله الخاصة عندما يرغب في الاقتراض لشراء أوراق مالية، وبالتالي فإن رفع هذه النسبة يقلل من رغبة الأفراد في الاقتراض وبالعكس عند تخفيضها⁵⁹.

❖ الرقابة على شروط الائتمان:

وذلك من خلال وضع أسعار فائدة تفضيلية تختلف باختلاف نوع الائتمان، إضافة إلى تحديد حصص ائتمانية ذات آجال مختلفة وذلك بحسب أهمية الأنشطة الاقتصادية⁶⁰.

1-4- الأدوات الحديثة للسياسة النقدية:

ظهرت مؤخراً مجموعة من الإجراءات التي تدخل ضمن الإطار العام للسياسة النقدية وتهدف إلى ضمان الاستقرار النقدي، منها:

❖ سياسة استهداف التضخم:

تعتبر حديثة نسبياً، يهدف المصرف المركزي من خلالها إلى التأثير على معدل التضخم ليصل إلى مستوى معين خلال فترة زمنية معينة يتم بموجبها وضع تقديرات لمعدلات التضخم على المدى القصير، والعمل على ضمان استقراره على المدى الطويل مع اتخاذ الإجراءات كافة الكفيلة بذلك⁶¹.

⁵⁹ مرجع سابق، عناية، غازي، 2000، ص 146-147.

⁶⁰ مرجع سابق، حساني، عبد الرزاق، 2003، ص 82.

⁶¹ بندر، رجاء، استهداف التضخم- دراسة لتجارب بلدان نامية في السياسة النقدية، البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، 2008، ص 3.

❖ قيام المصرف المركزي ببعض عمليات البنوك التجارية:

ظهرت فكرة قيام المصرف المركزي بجزء من أعمال البنوك التجارية في بعض الدول التي عجزت فيها السياسة النقدية عن تحقيق الاستقرار النقدي، كأن ينوب المصرف المركزي عن البنوك التجارية في تقديم القروض لبعض القطاعات الأساسية، في حال امتنعت أو عجزت البنوك التجارية عن تمويلها⁶².

2- الأدوات المكتملة للسياسة النقدية في معالجة ظاهرة التضخم:

تكون إجراءات السياسة النقدية في الغالب غير كافية لمعالجة الاختلالات الاقتصادية الناتجة عن التضخم، ولا بد من الاعتماد على سياسات أخرى، كالسياسة المالية التي تعتمد على بنود الميزانية من ضرائب وقروض ونفقات عامة من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية، على رأسها التوازن والاستقرار الداخلي للاقتصاد الوطني.

2-1- النظام الضريبي المعتمد:

تعد الرقابة الضريبية من أهم أدوات السياسة المالية التي تهدف إلى التحكم بالإنفاق العام، بهدف التأثير على التضخم والكساد. يعتمد المسؤولون عن السياسة المالية في حالة الركود إلى تخفيض معدلات الضريبة سواءً على الأرباح لرفع معدلات الإنفاق الاستثماري، أو على الاستهلاك لرفع معدلات الإنفاق الاستهلاكي من خلال دخول الأفراد التي تقوم باستخدامها في زيادة الاستهلاك ما يحفز الطلب الفعال وبالتالي زيادة

⁶² درواسي، مسعود، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي- حالة الجزائر (1990-2004)، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005، ص 252.

الإنتاج، أما في حالة التضخم فإنّ تخفيض حجم الإنفاق العام يقتضي سحب جزء أكبر من النقود من خلال الضرائب المفروضة على الدخل، وتستخدم المحصلة الضريبية لتمويل عملية التنمية⁶³.

2-2- إدارة عجز الموازنة:

تهدف هذه السياسة إلى تقليص العجز في الموازنة العامة الذي يمول عن طريق إصدار سندات وأذون خزينة لامتصاص السيولة الفائضة أو الحصول على قروض من هيئات ومؤسسات وطنية أو أجنبية أو دولية لفترات محددة تتعهد الدولة بسداده في نهاية هذه الفترة، كما يمكن للدولة أن تلجأ إلى الإصدار النقدي الجديد بهدف مواجهة التضخم⁶⁴، إذ تقوم الدولة في حالات التضخم بتخفيض الإنفاق الحكومي ما يؤدي لتخفيض حجم الطلب الكلي وبالتالي تخفيض معدلات التضخم، وتعد هذه الوسيلة إحدى الوسائل المالية الهامة التي يمكن من خلالها التدخل والتأثير على حجم الطلب الكلي في الاقتصاد، فإذا ازداد حجم الإنفاق الحكومي يزداد الطلب الكلي، وبالمقابل إذا انخفض حجم الإنفاق الحكومي ينخفض حجم الطلب الكلي في الاقتصاد⁶⁵.

2-3- تخفيض تكاليف الإنتاج:

يعتبر عدد من الاقتصاديين أنّ المصدر الأساسي للتضخم هو الزيادة في الأجور، لذلك من المنطقي أن تكون سياسة التحكم في الأجور من أهم السياسات المعتمدة في مواجهة ظاهرة التضخم، وبذلك يجب القبول بحد

⁶³ كنعان، علي، الاقتصاد المالي، جامعة دمشق، 2009، ص323-325

⁶⁴ العلي، عادل فليح، المالية العامة والتشريع المالي والضريبي، دار الحامد، عمان، الأردن، 2007، ص158-159.

⁶⁵ مرجع سابق، كنعان، علي، 2012، ص318.

معين من البطالة لتخفيض الضغوط التي تمارسها النقابات العمالية من أجل
الزيادة في الأجور⁶⁶.

مما سبق نجد أنّ معدل التضخم يمثل انعكاساً ونتيجة للسياسات الاقتصادية المتبعة، وفي
واقع الأمر فإن زيادة معدل التضخم بشكلٍ كبير في الاقتصاد يعنى فشل السياسات
الاقتصادية في تحقيق أحد أهم أهدافها ألا وهو هدف الحفاظ على الاستقرار العام
للأسعار، من ناحية أخرى يوجد ارتباط قوي ومباشر بين السياسات الاقتصادية وأهدافها
وكفاءة وفعالية أدائها وبين الجوانب البنوية والهيكلية للنظام السياسي، كل هذا يشير إلى
أهمية هذه الظاهرة ومدى ضرورة مراقبتها، واتخاذ الإجراءات الكفيلة كافة للحد من الارتفاع
الشديد لمعدل التضخم.

⁶⁶ مرجع سابق، عبد الرحمن، اسماعيل، تشرين الأول 2006، ص 50.

المبحث الثاني : عوائد الاستثمار في الأسهم:

يعد قيام النشاط الاقتصادي وتوسعه رهيناً بتوفر عناصر الإنتاج المختلفة وعلى رأسها عنصر رأس المال، لذلك فالحاجة إلى التمويل كانت السبب وراء نشوء وتطور الأسواق المالية، حيث تقوم هذه الأسواق بدور الوساطة المالية وتتيح بذلك للمدخرين سواء أكانوا أفراداً أم منشآت فرصة للاستثمار وتوظيف أموالهم، وتتيح للمقترضين فرصة الحصول على رأس المال الضروري لضمان الاستثمار والتوسع والاستمرار، حيث ينطبق مفهوم السوق على عنصر الأموال على اعتباره مكاناً يلتقي فيه العرض متمثلاً بوحدات الفائض المالي بالطلب متمثلاً بوحدات العجز المالي، من أجل تحقق ذلك يستوجب أن تتوفر في الأسواق المالية المكان الذي يلتقي فيه تيار العرض بتيار الطلب، ولكن غالباً ما ينتج عن هذه العلاقة التمويلية مجموعة من الصعوبات أهمها التعارف وتوافق الرغبات من حيث الزمان وحجم الأموال، إضافةً إلى عدم قدرة المقرض صاحب الفائض المالي على تقدير كل الأخطار المرتبطة بالعملية الإقراضية، ما أدى إلى ظهور طرف ثالث يلعب دور الوسيط بين صاحب الفائض وصاحب العجز، وهو ما يعرف بالوساطة المالية متمثلة بكل المؤسسات الناشطة في السوق المالي، حيث تعمل على التوفيق بين الأهداف المتعارضة لمختلف أطراف العلاقة التمويلية من حيث السيولة والربحية والمخاطرة.

تعتبر الأوراق المالية السلعة الأساسية المتداولة في أسواق رأس المال، ومن هنا تبرز أهميتها باعتبارها تجمع بين جهة الإصدار (الشركات، الهيئات، الحكومات) التي تهدف إلى توفير الأموال اللازمة لنشاطها، أما الطرف الثاني فهو المستثمر الذي يسعى لتوظيف مدخراته بهدف الحصول على عوائد من حيازته لهذه الأوراق المالية والتي تمثل حقاً قانونياً لحاملها تجاه الجهة المصدرة لها.

يمكن تصنيف الأوراق المالية على أساس معايير مختلفة، من أبرز هذه المعايير:

1- معيار طبيعة الحق:

يمكن تصنيف الأوراق المالية إلى أوراق تكفل لصاحبها الحق في أصل عيني أو رأسمالي، إلى جانب الحق في الدخل المتولد عن النشاط فهي أوراق ملكية، أما النوع الثاني فهي الأوراق التي تعتبر صكّ دين تمكن صاحبها من استرداد ماله مع الدخل المتفق عليه وفي تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق).

2- معيار جهة الإصدار:

تصنف الأوراق المالية على أساس كونها صدرت من قبل منشأة أعمال (كالأسهم العادية أو من قبل الحكومة) كالمصرف المركزي، ووزارة المالية، والحكومة المركزية أو الحكومات المحلية، ويُمكن هذا التصنيف من التعرّف على درجة الضمان والمخاطر والعائد حسب جهة الإصدار⁶⁷.

3- معيار السوق التي تتداول فيه الأوراق المالية:

ينقسم سوق رأس المال إلى قسمين، أسواق حاضرة أو فورية تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل حيث يتم تسليمها وتسلمها فور إتمام الصفقة، أما أسواق العقود المستقبلية فهي تتعامل أيضاً في الأسهم والسندات، ولكن من خلال عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

4- معيار الزمن:

تصنف الأوراق المالية على أساس تواريخ الاستحقاق إلى أوراق مالية قصيرة الأجل، متوسطة الأجل، ثم طويلة الأجل، وأوراق مالية دائمة طالما الشركة مستمرة في النشاط.

⁶⁷ الأعرج، طارق محمد، الأسواق المالية، الأكاديمية العربية المفتوحة، كلية الإدارة والاقتصاد، الدنمارك، ص4.

5- معيار التمويل المباشر وغير المباشر:

يقوم هذا التصنيف على أساس أسلوب التمويل، فإذا أصدرت الشركة التي تحتاج إلى أموال أوراقاً مالية وبيعها للوحدات ذات الفائض المالي يكون التمويل مباشراً، أما إذا كلفت الشركة جهة أخرى (وسيط مالي) للقيام بهذه المهمة فعندها يكون التمويل غير مباشر.

6- معيار التداول:

يمكن التمييز بين أوراق مالية قابلة للتداول وأوراق غير قابلة للتداول⁶⁸.

المطلب الأول: تحليل عائد ومخاطر الاستثمار في الأسهم:

يقوم كل قرار استثماري على اعتبارين أساسيين هما العائد المتوقع ومستوى المخاطر المرتبطة بتحقيق هذا العائد، حيث يتأرجح القرار الاستثماري بين الرغبة في الحصول على عائد أكبر والقبول بمستوى عالٍ من المخاطرة والقبول بعائد متواضع مع تخفيض المخاطر المرتبطة بالاستثمار، أما الاستثمار في الأسهم فإنه يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكبر من الاستثمار في أصول رأسمالية أخرى لأن العائد على الأسهم يكون مكوّناً من:

- التوزيعات التي يحصل عليها صاحب السهم من الأرباح السنوية التي تحققها الشركة وتقرر توزيعها.
- الأرباح الرأسمالية الناتجة عن الفرق بين قيمة شراء السهم و قيمة بيعه في تاريخ لاحق، كما أن المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم كثيرة و متعددة، وهذا ما يزيد من انحراف العائد المحقق عن العائد المتوقع من طرف المستثمر⁶⁹.

⁶⁸ الداغر، محمود محمد، الأسواق المالية: مؤسسات-اوراق-بروصات، دار الشروق، ط1، عمان، 2005 ص 86-87.

➤ تحليل العائد:

يعرف العائد بأنه الدخل المتولد عن الاستثمار، وهو عبارة عن مجموعة من المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وبالتالي هو مقدار الأموال الفائضة إلى رأس المال الأصلي، والذي يؤدي إلى تعظيم الثروة.

يكتسب معدل العائد أهميته من كونه أحد أهم متغيرات العملية الاستثمارية لأنه يقيس السرعة التي من خلالها تزداد ثروة المستثمرين أو تنقص، وعليه فإن أكثر ما يهتم به المستثمر هو القيمة المضافة التي يحصل عليها من قيامه باستثماراته، أي من خلال تضحيتها المؤقتة بأمواله التي يمثلها معدل العائد الذي يمكن حسابه وتقديره وفقاً للتغير الذي يحصل في ثروة المستثمر خلال الزمن⁷⁰.

وعلى الرغم من أهمية معدل العائد إلا أن تحديد عائد فترة الاحتفاظ في ظل ظروف عدم التأكد يعد من الأمور الصعبة، وذلك بسبب وجود مجال معين لاحتمال وقوع المخاطر وتحقق العوائد، لذلك يلجأ المستثمرون إلى صياغة توزيع احتمالي لمعدلات العائد المحتملة، ويمكن أن يكون التوزيع الاحتمالي إما موضوعياً أو ذاتياً⁷¹، وبالتالي يمكن تحليل العائد وفق الأسس التالية:

1- قياس العائد التاريخي:

يتم قياس العائد التاريخي المتولد عن الاستثمار في ورقة مالية معرفة بسعر الشراء وسعر البيع والتدفق النقدي خلال هذه الفترة، فمثلاً حساب عائد الأسهم

⁶⁹ الحناوي، محمد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2005، ص25-27.

⁷⁰ بن حاسين، بن اعمر، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2013، ص114.

⁷¹ الشعار، نضال، سوق الأوراق المالية وأدواتها-البورصة، حلب، 2006، ص120-121.

العادية يتطلب معرفة التغير بين فترتين زمنيتين إضافة إلى التوزيعات التي تمت خلال تلك الفترة⁷².

2- التوزيع الاحتمالي لمعدلات العائد:

إنّ التوزيع الاحتمالي للعائد يتطلب تحديد الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال، والعائد المتوقع في كل حالة، كما يجب ألا تتجاوز القيمة الكلية للتوزيع الاحتمالي الواحد الصحيح، وإذا لم يكن توزيع الاحتمالات ثابتاً نوعاً ما بمرور الوقت، فإنّ توزيع الاحتمالات التاريخية لمعدلات العائد لا يكون ذو فائدة كبيرة في المساعدة على التنبؤ بتوزيع الاحتمالات المستقبلية⁷³.

3- العائد المتوقع (Expected Return):

يحسب العائد المتوقع بناءً على احتمالات تحقق ظروف معينة مضروبة بالعوائد المحتملة عند كل ظرف، وتعرف هذه القيمة إحصائياً باسم المتوسط أو العزم الأول للتوزيع الاحتمالي، أما العزم الثاني فهو التباين فيستخدم لقياس المخاطر⁷⁴.

لابدّ للمستثمرين التمييز بين المخاطر وعدم التأكد، إذ يتمثل هذا الفرق في مدى معرفة متخذ القرار باحتمالات تحقيق التدفق النقدي، فالمخاطر تصف موقفاً يتوفر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية كافية تساعده على وضع توزيع احتمالي، أما عدم التأكد فإنه يصف وضعاً لا يوفر لمتخذ القرار معلومات تاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية.

⁷² حنفي، عبد الغفار، أسباسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص 113.

⁷³ حماد، طارق عبد العال، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003، ص 261.

⁷⁴ برادعي، آلاء، تقييم أداء مدير المحافظ الاستثمارية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2013، ص 48.

وبالتالي يمكن اتباع التوزيع الاحتمالي للعائد لتحديد حجم المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار، حيث تزيد المخاطر كلما ازداد العائد عن القيمة المتوقعة، وكلما ازداد التقلب في هذه المعدلات ازداد حجم المخاطر، لذلك يعتبر الانحراف المعياري أو التباين مقاييس يتم استخدامها لمعرفة درجة التشتت في هذه العوائد.

➤ تصنيف المخاطرة:

ترتبط المخاطرة عموماً بعدم اليقين أي بنتائج الأحداث المستقبلية، وتعرف بأنها درجة التقلب في العائد المتوقع، ويمكن التعبير عن المخاطرة بأنها فرصة انحراف العائد الفعلي على أي شكل من أشكال الاستثمار عن العائد المتوقع، وبالتالي العائد المتوقع غير المحقق الذي يأمل المستثمر في الحصول عليه في فترة ما من الفترات المستقبلية⁷⁵،

ووفقاً لهذه النظرية فإنّ المخاطرة الكلية المرتبطة باستثمار ما تتكون من عنصرين:

1-المخاطر المنتظمة:

تمثل المخاطر العامة التي تؤثر على عوائد الأوراق المالية كافة بغض النظر عن المنشأة المصدرة لتلك الأوراق أو الصناعة التي تنتمي إليها، لذلك فهي تعرف باسم مخاطر السوق، ويكون مصدر هذه المخاطر التغيرات التي تطرأ على الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، ونظراً لأن مصدرها ظروف عامة اقتصادية أو سياسية، فإنه يصعب على المستثمر التخلص منها أو تخفيضها بتوزيع مكونات المحفظة⁷⁶.

⁷⁵ Faerber, All about Stocks, 2^{ed}, New York, McGraw- Hill, 2000, P40-49.

⁷⁶ زهرة، شادي، الأسواق المالية الناشئة ودورها في عملية التنمية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ص72.

لهذه المخاطر مصادر عدّة يمكن إدراج بعض منها وفقاً للتالي:

1-1- مخاطر سعر الفائدة:

تعتبر مخاطر التغير في سعر الفائدة من المخاطر المنتظمة لأن تأثير هذا التغير ينعكس على الأوراق المالية كافة بغض النظر عن طبيعة الورقة أو الشركة المصدرة لها، وبالتالي كلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق، انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة والعكس صحيح، وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، ومن المتوقع بالطبع أن يكون لارتفاع أو انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية تأثير على معدل العائد الذي يحققه المستثمر، كما تكون العلاقة عكسية بين أسعار الفائدة وأسعار الأوراق المالية وذلك لأن سعر الفائدة في السوق يمثل سعر الخصم بالنسبة للمستثمر في حساب القيم الحالية للأوراق المالية، وهكذا تميل الأوراق المالية كافة إلى التحرك في اتجاه معاكس أو مضاد للتغيرات الحاصلة في مستوى أسعار الفائدة، ويكون تأثير مخاطر أسعار الفائدة على أسعار الأسهم العادية بدرجة أقل من تأثيره على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت⁷⁷.

1-2- مخاطر السوق:

تنشأ مخاطر السوق نتيجة الاتجاهات الصعودية والنزولية التي تطرأ على سوق رأس المال لأسباب اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية في الدولة أو في دول أخرى تربطها بالدولة المعنية علاقات وثيقة، ونتيجة لهذه الظروف تتجه أسعار الأوراق المالية للتحرك في الاتجاه نفسه ولكن بنسب متفاوتة، وطالما أنه يصعب التنبؤ بالأحداث الخارجية فإن المستثمر لا يستطيع فعل شيء لتجنب

⁷⁷ حنفي، عبد الغفار، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، الدار الجامعية، 2007، ص203

هذه التقلبات القصيرة الأجل في أسعار الأسهم المصاحبة لتلك الأحداث، وتكون الأسهم العادية أكثر عرضة للتأثر بهذه التقلبات على عكس الأوراق المالية الأخرى كالسندات والأسهم الممتازة، حيث تكون قيمتها الحقيقية المقدرة أكثر دقة من القيمة الحقيقية للأسهم العادية⁷⁸.

1-3- مخاطر القوة الشرائية:

يؤدي ارتفاع معدلات التضخم إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود، وتصل مخاطرة القوة الشرائية إلى أقصاها في الاستثمارات ذات الدخل الثابت كالمدخرات والودائع والسندات وغيرها من العقود التي تدفع فوائد ثابتة، وعلى العكس من ذلك فالأسهم العادية تعتبر وسيلة للاحتياط من مخاطر انخفاض القوة الشرائية للنقود، وذلك لأن العائد عليها ليس ثابتاً، وبالتالي فإن ارتفاع هذا العائد يمكن أن يعوض عن انخفاض القيمة الحقيقية للاستثمارات⁷⁹.

1-4- المخاطر السياسية:

تقسم المخاطر السياسية إلى مخاطر خاصة بالمؤسسة بحد ذاتها ومخاطر تتعلق بالدولة والبيئة المحيطة، وغالباً ما تكون المخاطر التي تتعلق بالمؤسسة تتمحور حول مخاطر الأعمال التي تمارسها ومخاطر سعر الصرف، إضافة إلى المخاطر التي تحيط بعدم قدرتها على تحقيق الأهداف المنوطة بها، أما مخاطر الدولة والتي تؤثر على الشركة في ناحيتين، الناحية الأولى تتمحور بالصعوبات التي تواجهها الدولة بخصوص الأموال المجمدة ومخاطر الديون السيادية، والناحية الأخرى تتعلق بالمخاطر الثقافية والمؤسسية الناتجة من هيكل

⁷⁸ خطاب، سامي، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبوظبي، آذار 2007، ص 18.

⁷⁹ حماد، طارق عبد العال، التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006، ص 17.

الملكية والقواعد المتبعة بخصوص الموارد البشرية والأعراف والتقاليد والمرجعية الدينية التي تمس هيكل المنظمة، أما فيما يتعلق بمخاطر البيئة فيمكن تقسيمها إلى مخاطر الإرهاب ومخاطر العولمة والبيئة والفقير⁸⁰.

وعلى العموم فإذا كان من السهل تجنب مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية التابعة للشركات التي تعمل في ظل أوضاع اقتصادية وسياسية مضطربة، فإنه من المستحيل التنبؤ بالأحداث السياسية المستقبلية التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية⁸¹.

1-5- مخاطر السيولة:

ترجع مخاطر السيولة إلى عدم التأكد من إمكانية استرداد أو تسهيل الاستثمار دون خسارة في القيمة، فكلما كان الاستثمار أكثر سيولة كلما كان من السهل الشراء والبيع دون خسارة في السعر⁸².

1-6- مخاطر أسعار الصرف:

يؤدي الاستثمار في شركات أجنبية إلى وقوع المستثمر في مخاطر تغير أسعار الصرف، حيث إن العائد المحقق بالعملة الأجنبية قد يزيد أو ينقص مع تغير أسعار صرف هذه العملة مقابل العملة المحلية، فإذا ارتفع العائد بنسبة 10% وانخفض معه سعر صرف العملة المحلية بنسبة 10% مقابل عملة الدولة الأجنبية، فهذا يعني أن المستثمر لن يحقق أي عائد⁸³.

⁸⁰ Jones, Geoffrey, Managing Political Risk in Global Business, Working Paper 12-003, Harvard Business School, USA, 2011, p4-5.

⁸¹ مرجع سابق، حنفي، عبد الغفار، 2007، ص201-205.

⁸² العريبي، عصام، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الرضا للنشر، سورية، 2008، ص75

⁸³ مرجع سابق، حماد، طارق عبد العال، 2003، ص200-205.

2-المخاطر غير المنتظمة:

تعد المخاطر غير المنتظمة جزءاً من المخاطر الكلية التي تعود لظروف المنشأة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، ونظراً لأن المخاطرة غير المنتظمة تحدث نتيجة لعوامل مؤثرة على منشأة ما أو عدد قليل من المنشآت، فإنه يمكن التنبؤ بها على نحو مستقل لكل منشأة لوحدها.

2-1-مخاطر النشاط :

مخاطر النشاط هي حالة عدم التأكد المصاحبة لمبيعات الشركة وإيراداتها، فبعض الشركات أكثر خطورة من غيرها نتيجة لطبيعة القطاع الذي تنتمي إليه، ولذلك يحدث تقلب كبير في المبيعات والإيرادات المصاحبة لها⁸⁴.

2-2-مخاطر الرافعة المالية:

تزيد الرافعة المالية لأي شركة مع زيادة استخدامها للتمويل بالديون مقارنة بحقوق الملكية، وتقاس الرافعة المالية عادة بنسبة الديون إلى حقوق الملكية أو النسبة بين الديون وإجمالي استخدام المنشأة للرافعة المالية، كما تعرف هذه المخاطر باسم المخاطر المالية وهي ناتجة عن زيادة حجم الديون بالمقارنة بحقوق الملكية، حيث يصبح لازماً على الشركة أن تحقق أرباحاً كافية على الأقل لتغطية الفوائد الثابتة وأقساط سداد القروض، ويمكن تجنب مخاطر الرافعة المالية بالاستثمار في شركات تكون نسب المديونية فيها عند أدنى الحدود⁸⁵.

⁸⁴ مرجع سابق، حنفي، عبد الغفار، 2007، ص197.

⁸⁵ Gastineau, G.L., & Kiritzman, M.P., The dictionary of financial risk management, (N.Y.: Frank J. Fabozzi associates, 1996), PP. 241 – 242 .

2-3-مخاطر الإدارة:

تتمحور مخاطر الإدارة حول مواضيع عدة، منها هوية مجلس الإدارة وأعضائه، والاستراتيجية المتبعة من قبله، والأهداف التي يسعى إلى تحقيقها، إذ تنتج مخاطر الإدارة عن اتخاذ قرارات خاطئة من شأنها أن تؤثر على أرباح الشركة واستمرارها، كما أنّ مدى ممارسة مجلس الإدارة في الشركة لتطبيقات الحكومة له دور كبير في تحقيق مصالح المساهمين، وبشكلٍ خاص فيما يتعلق بتشكيل هذا المجلس والسياسة المتبعة من قبله فيما يتعلق بتوزيع الأرباح، وبالتالي كلما كان مجلس الإدارة مستقلاً بما يتناسب مع ممارسات الحكومة فإنه سيسعى لتحقيق مصالح المساهمين بشكلٍ أكبر، ومن جهة أخرى عندما تكون سياسة توزيع الأرباح التي يتبعها مجلس الإدارة واضحة فإنها ستراعي حقوق مصالح المساهمين والشركة، كل هذه الأمور ستساهم في تدني المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المساهمون وسيكونون على دراية أكبر بالأرباح التي سيحصلون عليها⁸⁶.

2-4-مخاطر الصناعة:

تتعرض المنشآت العاملة في الصناعة نفسها أو في صناعات متفاوتة عدة إلى المخاطر التي تمس هذا الفرع من الاقتصاد دون غيره، لأن هذه المخاطر ناتجة عن ظروف خاصة بصناعة ما، وقد أشار الباحث بورتير إلى وجود أخطار أو تهديدات محتملة تؤثر على الصناعة ككل، وبذلك يمكن أن تنهار صناعة كاملة دون أن تتأثر الصناعات الأخرى من الاقتصاد إلا بعد فترة زمنية معينة، كما يؤكد أن درجة استجابة الشركات المكونة للصناعة للتهديدات

⁸⁶ Risk Management, CLUSIF, Paris, 2008-2009, p8-9.

والمخاطر الخارجية لا تكون متشابهة، وهذا يعود إلى الظروف المتعلقة بالشركة نفسها كالمركز المالي والقدرة الإنتاجية التنافسية وطبيعة منتجاتها إضافة إلى تركيبة الزبائن الذين تخصم هذه المنتجات⁸⁷.

يمكن القول بأن المخاطر المنتظمة هي مخاطر عامة أو كلية، في حين المخاطر غير المنتظمة فيمكن للمستثمر أن يخفضها لأدنى حد عن طريق تكوين محفظة متنوعة تنوعاً جيداً، حيث إن التغيرات من سعر سهم منشأة ما والتي تعزى إلى المخاطر غير المنتظمة لا ترتبط بالتغيرات التي تحدثها المخاطر غير المنتظمة لسعر سهم منشأة أخرى نظراً لاختلاف ظروف كل منهما، ويطلق على المخاطر المنتظمة اسم المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنوع بينما تعرف المخاطر غير المنتظمة بالمخاطر التي يمكن تجنبها بالتنوع.

المطلب الثاني: مقومات الاستثمار في الأسهم:

يسعى المستثمر إلى معرفة العوامل التي تؤثر على اتجاه أسعار الأوراق المالية، ومن خلال هذا المطلب، سنتعرف على العوامل والمتغيرات التي من شأنها أن تؤثر على قيمة السهم السوقية ثم طرق وأساليب تقييم الأسهم.

➤ محددات القيمة السوقية للسهم:

يتفق الأكاديميون على أن السعر الذي يباع به السهم في السوق يتحدد على ضوء متغيرين أساسيين هما: التدفقات النقدية المتوقعة أن تتولد عن عمليات المنشأة، والمعدل الذي تخصم به هذه التدفقات للوصول إلى قيمته الحالية التي تعادل في مجموعها القيمة السوقية للمنشأة.

⁸⁷ هندي، منير ابراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999، ص 256-259.

1- التدفقات النقدية المتوقعة:

يسمح تحليل التدفقات النقدية في تفسير حركة الأموال داخل المنشأة، فالتدفقات النقدية تقع تحت التأثير المباشر لحجم مبيعات المنشأة ومدى تحكمها في التكاليف ويصف الظواهر المتحركة المرتبطة بها، كما أن حجم المبيعات يتأثر بالعوامل الداخلية إضافةً إلى عوامل خارجية، ويأتي في مقدمة العوامل الخارجية الظروف العامة للصناعة والتي من بينها حدة المنافسة بين المنشآت المكونة لها و مدى استقرار أو تغير الطلب على منتجاتها، كما يجب ألا تهمل التغيرات الاقتصادية العامة كالكساد والرواج أو التضخم التي تكون عرضة لها كل المنشآت داخل الدولة بدرجات متفاوتة، إضافةً إلى التغيرات والأزمات الدولية التي يكون لها انعكاس على الاقتصاد المحلي⁸⁸.

2- معدل خصم التدفقات النقدية:

يتمثل في الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه المستثمر عند الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها منشأة معينة، وهذا المعدل بدوره يتحدد على أساس

المتغيرات التالية:

1-2-1- معدل الفائدة الحقيقي:

يمثل معدل العائد الذي يكفي لتعويض المستثمر عن الاستخدام الآني لأمواله، كما تقدر قيمة ذلك التعويض بمعدل العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه وجّه أمواله إلى مجالات استثمار خالية من المخاطر، ويعبر هذا العائد عن أدونات الخزنة التي تصدرها الحكومة والتي لا تتجاوز فترة استحقاقها عن السنة كمثال للعائد على الاستثمار الخالي من المخاطر⁸⁹.

⁸⁸ الحناوي، محمد صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، كلية التجارة-جامعة الإسكندرية، مصر، 2008، ص267

⁸⁹ مرجع سابق، هندي، منير ابراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 1999، ص212-213.

2-2- معدل التضخم:

تؤكد الدراسات أن معدل الفائدة السائد في السوق هو معدل فائدة اسمي و ليس حقيقيا، فمعدل الفائدة الحقيقي يساوي معدل الفائدة السائد في السوق منقوصاً منه معدل التضخم، فإذا حصل مستثمر على عائد قدره 10% في السنة و كان معدل التضخم للسنة نفسها 3%، فإن معدل العائد الحقيقي الذي حصل عليه المستثمر يساوي 7% فقط، هذا العائد ينخفض كلما ارتفع معدل التضخم، حيث تحقق الأسهم معدل عائد حقيقي مرتفع عندما يتجه معدل التضخم إلى الانخفاض بينما قد يكون هذا المعدل سالباً إذا اتجه معدل التضخم إلى الارتفاع، وكقاعدة عامة نجد أن الأسهم تعطي معدل عائد أقل سلبية مقارنة بالسندات، أو أدونات الخزنة في حال اتجه معدل التضخم إلى الارتفاع⁹⁰.

2-3- معدل العائد المطلوب على الاستثمار:

يتجه المستثمر إلى شراء الأوراق المالية التي تضمن له التعويض عن المخاطر المرتبطة بالمنشأة⁹¹.

➤ العوامل المؤثرة على القيمة السوقية:

تحظى القيمة السوقية للاستثمارات التي يختارها المستثمرون باهتمامهم كونها الأساس الذي يعتمدون عليه لتقييم استثماراتهم وحساب العائد المتوقع الحصول عليه من هذه الاستثمارات.

⁹⁰ حنفي، عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص32.

⁹¹ قرياقص، رسمية، الأسواق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2008، ص237.

إذ تتحدّد القيمة السوقية للأسهم على أساس العوامل التالية:

1- المتغيرات الدولية:

ينتقل الأثر الناتج عن المتغيرات الدولية سواءً أكانت اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية من دولة إلى أخرى عبر قنوات عدة، فالأزمات والحروب في منطقة معينة تؤثر على الهيكل الإنتاجي لعدد من الدول، كما أن التضخم ينتقل بين الدول عبر قنوات التجارة الخارجية، إضافةً إلى الانتقال بين أسواق الأوراق المالية في كل دول العالم، لذلك يجب على المستثمر أن يكون على اطلاع بالمتغيرات الدولية كافة حتى يتمكن من اتخاذ القرار الاستثماري السليم تماشياً مع الأوضاع المختلفة.

2- الظروف الاقتصادية المحلية:

إذا كانت الشركات المحلية تتأثر بالمتغيرات الخارجية فإن تأثير الأوضاع الاقتصادية المحلية عليها يكون أكبر، والتي من أهمها درجة النمو الاقتصادي في الدولة، موقع الاقتصاد من الدورة الاقتصادية، معدل التضخم، مستوى سعر الفائدة، نسب البطالة، ومعدلات الاستثمار، حيث أكدت مجموعة من الدراسات الارتباط الكبير بين المتغيرات الاقتصادية العامة وتقلبات أسعار الأسهم في الأسواق الرأسمالية، وكشفت دراسة بيريلي أنّ حجم هذا التأثير يعادل تماماً حجم التأثير الذي تحدثه الظروف الخاصة بالمنشأة نفسها، وبعبارة أكثر دقة إن نسبة (30%-35%) من التغيرات في سعر السهم تعزى إلى الظروف الاقتصادية العامة⁹².

3- ظروف الصناعة:

يتضمن القطاع الصناعي الشركات كافة التي لديها النشاط نفسه، بالتالي تكون منتجاتها متشابهة في العديد من الصفات وتستهدف الفئات نفسها من المستهلكين، إذ

⁹² Macclure, Ben, Introduction to Fundamental Analysis, Investopedia, p10-11.

تتأثر الصناعة بالظروف الاقتصادية العامة المحيطة بالصناعة نفسها، كمدى اعتماد الصناعة على العنصر البشري مقارنة بمدى اعتمادها على التجهيزات الرأسمالية والفرص المستقبلية لتنمية المنتجات والمنافسة مع صناعات أخرى تنتج سلعاً بديلة، والمنافسة بين شركات الصناعة نفسها وغير ذلك من العوامل من خلال تحليله للميزة التنافسية إلى القوى الأساسية المؤثرة على مردود الصناعة.

4- ظروف الشركة:

تشمل كل المتغيرات المتعلقة بالشركة التي من شأنها أن تؤثر على أدائها ومستوى العائد الذي تحققه، وبالتالي تؤثر على نظرة المستثمرين وعلى قراراتهم الاستثمارية، منها المركز المالي للشركة، والاستثمارات المستقبلية، مستوى التنظيم، الحصة السوقية، والمركز التنافسي⁹³.

5- عوامل أخرى:

5-1- العوامل المالية: ينطبق على البورصة قانون العرض والطلب، فكلما ازدادت كمية رؤوس الأموال الموضوعة في التداول كلما تحسنت أسعار الأوراق المالية وبالعكس، كما تجدر الإشارة إلى أن إقدام المستثمرين على توظيف أموالهم في البورصة، أو إجماعهم عن ذلك مرتبط بمتغيرات أخرى أهمها مستوى الأجور، والميل نحو الادخار ومعدلات المخاطرة، إضافة إلى معدلات العائد على الفرص الاستثمارية البديلة كمعدل الفائدة التي تلعب دوراً أساسياً في حساب القيمة الجارية للسهم، فعندما يكون معدل العائد على السهم أعلى من سعر الفائدة الجاري ترتفع القيمة السوقية للسهم عن القيمة الاسمية، وبالتالي عندما ينخفض معدل العائد على السهم عن سعر الفائدة الاسمي تنخفض القيمة

⁹³ مرجع سابق، هندي، منير ابراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 1999، ص 214-217.

السوقية للسهم عن القيمة الاسمية، وعندما يتساوى المعدلان تتساوى القيمة الاسمية والجارية للسهم، إذ يفترض هذا التحليل ثبات كل المتغيرات الأخرى⁹⁴.

5-2- العوامل النفسية: تعتبر المتغيرات المذكورة سابقاً أساساً جيداً يعتمد عليه المستثمرون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية السليمة، خاصةً وأن هذه المعلومات متوفرة في السوق (حسب فرضية كفاءة أسواق رأس المال)، إلا أن استجابة المستثمرين لهذه المعلومات تكون مختلفة تماماً، حيث تلعب العوامل النفسية دوراً هاماً في توجيه الأسعار في سوق الأوراق المالية نحو الارتفاع أو الهبوط، إذ إن هذه التأثيرات النفسية مختلفة و متعددة، ويرتكز بعضها على معلومات ذات أهمية حقيقية فتكون القرارات الناتجة عنها أقرب إلى الموضوعية وبعضها الآخر يركز على الترقب⁹⁵.

5-3- تقدير قيمة الأسهم (تقييم الأسهم): يعتبر شراء الأسهم العادية توظيفاً للأموال، لذلك يتوقع المستثمر الحصول على عائد مجزٍ مقابل هذا التوظيف يعوضه عن تنازله عن الاستخدام الحالي لأمواله ويغطي المخاطر المرتبطة بهذا الاستثمار، لذلك يهتم المستثمرون بشكل كبير بقياس معدلات العائد الناتج عن التوظيفات التي يقومون بها، وذلك لمقارنتها مع المجالات الأخرى المتاحة للاستثمار جميعها، والمخاطر المرتبطة بها حتى يتمكنوا في النهاية من إيجاد أنسب استثمار لتطلعاتهم، لهذا فإن أول خطوة يقوم بها المستثمر في تقييم الاستثمار التحقق فيما إذا كان سعره السوقى يتناسب مع العائد المطلوب، وفي حالة الأوراق المالية يتم ذلك عن طريق تقدير قيمة الورقة المالية بناءً

⁹⁴ مرجع سابق، حنفي، عبد الغفار، 2007، ص198.
⁹⁵ شمعون، شمعون، البروصة - بورصة الجزائر، أطلس للنشر، ص 70-72.

على التدفقات النقدية المتوقعة ، ومعدل العائد المطلوب، وبعد أن ينتهي من تقدير قيمة هذه الورقة المالية يقوم بمقارنة هذه القيمة المقدرة بالسعر السوقي السائد لتحديد ما إذا كان يريد شراء الورقة المالية⁹⁶.

المطلب الثالث: استراتيجيات الاستثمار:

يقوم المستثمر بعد تحديد الاستثمار ومعرفة قيمة العائد المتوقع الحصول عليها منه والمخاطر التي يحتمل أن يتعرض لها، إلى اعتماد استراتيجية محددة للاستثمار، حيث تنقسم استراتيجيات الاستثمار إلى أربعة أقسام، يعرف القسم الأول بالاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة أسواق رأس المال، وهي تخصّ المستثمر الذي يعتمد على التحليل الأساسي لأن هذا المدخل يمدّه بالقيمة الحقيقية للورقة، أي القيمة التي ينبغي أن يكون عليها السعر السوقي لهذه الورقة، ومن هنا يجب تحديد الاستراتيجية التي يتمكن من خلالها المستثمر من تحقيق الأرباح، حيث تعتمد الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق على مبدأ واحد فقط وهو الشراء والاحتفاظ، أما المستثمر الذي يتعامل مع التحليل الفني فهو يبنّي استراتيجياته على أساس تحديد نمط معين لتحرك أسعار الأوراق المالية بناءً على المعطيات التاريخية، ثم توقع الاتجاهات المستقبلية للأسعار، ومن هنا تكون الاستراتيجية الوحيدة هي شراء الأوراق المالية التي تبين التوقعات أنّ قيمتها سترتفع، وبيع الأوراق المالية التي تبين التوقعات أنّ قيمتها ستخفض في المستقبل، أما القسم الثالث والرابع فهو يخصّ استراتيجيات صغار المستثمرين، والتي سنقوم بتوضيحها كما يلي:

⁹⁶ مرجع سابق، حماد، طارق عبد العال، 2006، ص 32.

❖ الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق:

يطلق على هذا النوع من الاستراتيجيات اسم الاستراتيجية الساكنة (Passive Strategy)، حيث تمثل الأسعار في السوق القيمة الحقيقية للورقة المالية، والتي تتحدد بدورها اعتماداً على العائد المتوقع الحصول عليه والمخاطر المرتبطة بتحقيق هذا العائد، وبالتالي يستحيل على المستثمر تحقيق أرباح غير عادية عن طريق شراء الأوراق المالية المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، وذلك لأن المعلومات التي وصلت إليه تكون متوفرة لكل المستثمرين في الوقت نفسه ودون تكلفة وذلك وفقاً لمفهوم كفاءة السوق المالية⁹⁷، ومن أفضل هذه الاستراتيجيات:

1- استراتيجية الشراء والاحتفاظ (Buy-and-hold Strategy):

تقتضي هذه الاستراتيجية بأنه يتوجب على المستثمر بمجرد توفر الأموال أن يسارع إلى الشراء دون الانتظار طالما أن أسعار الأسهم في السوق تعكس التغير في القيمة الحقيقية لها، لكن في الواقع الأسعار في الأسواق لا تتغير مباشرة عند ورود معلومات جديدة بل تحتاج إلى بعض الوقت⁹⁸.

تقوم هذه الاستراتيجية على مجموعة من الاعتبارات كما هو موضح فيما يلي:

أ- تنوع الاستثمارات:

يعتبر التنوع أساس تحكم المستثمر في مخاطر المحفظة المالية، حيث تزيد المخاطر في المحفظة المكونة من أسهم عدد صغير من الشركات، في حين تنخفض المخاطر كلما تنوعت الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة، وهناك مداخل عديدة للتنوع أبرزها:

⁹⁷ موصلي، سليمان، سليمان، عدنان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2012، ص308.
⁹⁸ العمرين ريمة، اختبار عملي لأداء استراتيجية DOW10 للاستثمار في بورصة عمان، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 8، العدد 3، الأردن، 2012، ص438.

• التنوع الساذج: يقوم على فكرة تخفيض المخاطر عن طريق زيادة عدد الاستثمارات في المحفظة، حيث يؤكد الباحثان (Sornsen & Burk) على أن استراتيجية الشراء والاحتفاظ التي تقوم على تنوع ساذج يمكن أن تحقق عائداً يفوق متوسط عائد السوق، ويفترضان في هذا الصدد ترشيح عدد من الصناعات المتميزة على أن يتم بناء مبدئي للمحفظة من أسهم منشآت تنتمي إلى تلك الصناعات، ثم تجري عمليات إحلال في إطار تلك الصناعات من وقت لآخر⁹⁹.

• تنوع ماركويتز: يؤكد تنوع ماركويتز على ضرورة انتقاء الاستثمارات على أساس الارتباط بين العوائد، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة، أي لا يوجد علاقة بينها أو توجد بينها علاقة عكسية¹⁰⁰.

ب- مستوى المخاطر:

يتوقف مستوى مخاطر المحفظة على المستثمر، فالمستثمر المتحفظ يفضل تجنب المخاطر قدر الإمكان، حيث تدخل في تشكيل المحفظة أسهم الشركات التي تكون عوائدها أقل تقلباً مثل شركات الأدوية والشركات الغذائية، كما يمكن أن يزود المحفظة بمجموعة من السندات الحكومية أو سندات شركات ذات جودة عالية.

⁹⁹ Francis, J, Investment Analysis and Mangement, 4th ed, N.Y., 1986, P749.

¹⁰⁰ هندي، منير ابراهيم، الفكر الحديث في منشآت الاستثمار، منشآت المعارف، الاسكندرية، 1996، ص255.

ت- الاعتبارات الضريبية:

تلعب الاعتبارات الضريبية دوراً هاماً في اختيار الأسهم التي ينبغي أن تتضمنها المحفظة، فكبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية قد تفضل توجيه الجانب الأكبر من مخصصات المحفظة إلى أسهم المنشآت التي لا تجري توزيعات لأرباحها أو تجري توزيعات لجزءٍ صغير منها خاصةً عندما يكون معدل الضريبة على التوزيعات من تلك الأرباح يفوق معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية المحققة من بيع الأوراق المالية بقيمة أعلى من قيمة شرائها¹⁰¹.

ث- السيولة:

تعرف السيولة على أنها القدرة على بيع الورقة المالية بسهولة دون تأخر زمني ودون خسارة، ولتحقيق هدف السيولة يجب على المستثمر تكوين محفظة تشمل أوراقاً مالية يسهل تصريفها وتتمتع بثبات نسبي في قيمتها السوقية مثل سندات الخزينة أو السندات الحكومية أو سندات قطاع الأعمال المرتفعة الجودة.

ج- توقيت الاستثمار:

تقوم استراتيجية الشراء والاحتفاظ على فرضية كفاءة السوق، وفي ظل هذا الفرض يجب التسليم بأن القيمة السوقية للورقة المالية تعادل قيمتها الحقيقية، لذلك فالمستثمر الذي قام بشراء أوراق مالية في وقت معين لا يهتم بالتوقيت الذي يبيع فيه تلك الأوراق، لأن القيمة السوقية لها هي قيمتها الحقيقية، وبالتالي فهو يبيعها حين يحتاج إلى السيولة أو حين ترتفع قيمتها السوقية دون اللجوء للمضاربة التي تزيد من التكاليف دون أي جدوى¹⁰².

¹⁰¹ مرجع سابق، هندي، منير ابراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، 1999، ص، 417-418.

¹⁰² مرجع سابق، العمرين، ريمة، 2012، ص439

❖ الاستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة السوق:

تعرف بالاستراتيجيات النشطة وهي تقوم على فرض معاكس تماماً للفرض الذي تقوم عليه الاستراتيجيات الساكنة، حيث إنها لا تعترف بأن القيمة السوقية للأسهم تعكس قيمتها الحقيقية، وذلك لأن المستثمرين لا يحصلون على المعلومات نفسها في الوقت ذاته، كما أنهم لا يعتمدون وسائل تحليل المعلومات نفسها وتقدير القيم وبالتالي لن يصلوا إلى النتائج نفسها، وهذا ما يجعل إمكانية تحقيق أرباح غير عادية ممكنة بالنسبة لقسم منهم، وهو الهدف من تكوين المحفظة والأساس المعتمد في اختيار الأوراق المالية المكوّنة لها¹⁰³.

تقسم هذه الاستراتيجيات إلى:

1- استراتيجية اختيار الأوراق المالية:

تقوم استراتيجية اختيار الأوراق المالية على قيام المستثمر باختيار الأوراق المالية اعتماداً على التحليل الأساسي أو الفني، إضافةً إلى طرق تقييم الأسهم بهدف إيجاد القيمة الحقيقية للورقة المالية ومقارنتها بالقيمة السوقية واتخاذ قرار تضمين المحفظة بناء على هذه النتائج¹⁰⁴.

2- استراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة:

تعرف باستراتيجية توزيع مخصصات المحفظة بين القطاعات، حيث تقوم على إعادة توزيع نسبة الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم منشآت قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم المنشآت التي تنتمي للقطاعات الأخرى، وعادة ما يتم تقسيم الأسهم على أساس القطاعات التي تنتمي إليها الشركات المصدرة لها إلى أربعة أقسام:

¹⁰³ مرجع سابق، موصللي، سليمان، سليمان، عدنان، 2012، ص 309.
¹⁰⁴ Stock Selection Strategy, Investopedia, <http://www.investopedia.com/university/stockpicking/>.

● أسهم الشركات التي تتأثر بالتغير في أسعار الفائدة Interest Sensitive

:Stocks

تنخفض أسعار أسهم هذه الشركات عند ارتفاع معدلات الفائدة وبالعكس مثل البنوك والمؤسسات المالية، لذلك من الأفضل التخلّص من أسهم هذه الشركات في الفترات التي يتوقع فيها ارتفاع أسعار الفائدة وبالعكس.

● أسهم الشركات المنتجة للسلع المعمرة Consumer Durable Stock

تزيد مبيعات الشركات المنتجة للسلع المعمرة في فترات الرواج، فترتفع أسعار أسهم هذه الشركات بسبب توقع ارتفاع الأرباح في حين تنخفض أسعار أسهم هذه الشركات في حالات الكساد بسبب انخفاض المبيعات.

● أسهم الشركات المنتجة للسلع الرأسمالية:

لا تختلف أسهم المنشآت المنتجة للسلع الرأسمالية عن أسهم المنشآت المنتجة للسلع المعمرة إلا من حيث كون أسهم المنشآت المنتجة للسلع الرأسمالية تتأثر كثيراً بموجات الكساد والرواج قصير الأجل على عكس الأسهم الأخرى.

● الأسهم الدفاعية (Defensive Stocks):

لا تتأثر كثيراً بالدورات الاقتصادية لذلك فهي من الأوراق قليلة المخاطرة مثل السندات¹⁰⁵.

3- استراتيجية توقيت السوق (Market Timing Strategy):

تعتمد هذه الاستراتيجية على الفكرة القائلة بأنه يمكن تحقيق أرباح غير عادية إذا ما تمكن المستثمر من معرفة التوقيت المناسب الذي يقوم فيه بتكوين محفظة من

¹⁰⁵ مرهج، عبد الكريم، أثر استراتيجية توقيت السوق على أداء الاستثمار في البورصة المصرية، رسالة دكتوراة، جامعة قناة السويس، مصر، 2003، ص90-95.

الأسهم في أوقات الرواج، والتوقيت المناسب لبيع الأسهم واستثمار الأموال في أصول مالية أخرى عند توقع انخفاض أسعار الأسهم¹⁰⁶.

❖ استراتيجيات السمات المتعددة:

تتوجه هذه الاستراتيجيات للمستثمر الذي يرغب في الاستثمار في أسهم قليلة، حيث يقوم المستثمر بشراء أسهم الشركات التي تتوفر فيها مجموعة من السمات المحددة وفق ما يلي:

1- أن تكون نسبة ربحية السهم إلى السعر ضعف عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل.

2- أن يكون مضاعف الربحية أكبر من 40% مقارنة بأعلى مضاعف ربحية.

3- أن يكون معدل التوزيعات ثلثي عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل.

4- أن تكون القيمة السوقية للسهم أقل من ثلثي نصيب السهم من صافي الأصول المتداولة.

5- أن تكون القيمة السوقية للسهم تساوي ثلثي نصيب السهم من الأصول المكونة للمنشأة.

6- أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من القيمة الدفترية للأصول الملموسة.

7- أن لا تقل نسبة التداول عن الاثنين.

8- أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من ضعف قيمة صافي الأصول المتداولة.

9- أن يتسم معدل نمو ربحية المنشأة بالاستقرار حيث يجب ألا تكون الربحية قد انخفضت أكثر من مرتين خلال العشر سنوات الماضية بمعدل يفوق 5%.

¹⁰⁶ مرجع سابق، هندي، منير ابراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 1999، ص 445.

إنّ السمّات الخمسة الأولى ترتبط بعائد السهم، أما السمّات الأربعة الأخيرة فترتبط بالمخاطر، كما أن السمة الخامسة إلى الثامنة تقيس قوة المركز المالي للمنشأة، والسمة التاسعة تقيس استقرار ونمو ربحية المنشأة في الماضي، وتجدر الإشارة الى أنه لا يشترط توفر السمّات التسع السابقة في السهم الذي يراد شراؤه، حيث إن السمّات الست الأولى تكون كافية ليحقق هذا السهم عائداً يفوق عائد السوق¹⁰⁷.

❖ استراتيجية السمة الواحدة:

على الرغم من أن هذه الاستراتيجية لا تعترف بكفاءة السوق إلا أن بناءها النظري يتفق إلى حد كبير مع التحليل الأساسي، إضافةً إلى كونها من الاستراتيجيات الموجهة لصغار المستثمرين، وتتمثل فيما يلي:

1- استراتيجية المضاعف:

يقصد بها قيام المستثمر بشراء السهم الذي يكون مضاعف الربحية الحقيقي له أكبر من مضاعف الربحية الربعي.

2- استراتيجية السهم المشتق والسهم مقابل توزيعات:

تقتضي أن يقوم المستثمر بشراء الأسهم التي يتوقع أنه سيتم اشتقاقها، أو الأسهم التي يتوقع أن تصدر أسهماً مقابل التوزيعات، وذلك حتى يتمكن هذا المستثمر من الاستفادة من خاصية زيادة السيولة لهذه الأسهم¹⁰⁸.

¹⁰⁷ مرجع سابق، هندي، منير ابراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، 1999، ص 470-479.
¹⁰⁸ هندي، منير ابراهيم، أدوات الاستثمار في الأسواق المالية، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2003، ص 230-231.

3- استراتيجية الأسهم ذات التوزيعات المتزايدة:

يجب على المستثمر شراء الأسهم التي تعلن الشركات المصدرة لها عن زيادة في التوزيعات، لأن هذا مؤشر يدلّ على تحسن أداء هذه الشركات في المستقبل.

4- استراتيجية الإصدارات الجديدة:

تقتضي بتفضيل شراء أسهم المنشأة التي طرحت إصداراتها من الأسهم للتداول في العام لأول مرة، وذلك على اعتبار أن تسعير السهم في تلك الإصدارات عادة ما يكون عند قيمة أقل من قيمته الحقيقية¹⁰⁹.

5- الأسهم التي يعاد شراؤها:

تقوم بعض الشركات بإعادة شراء أسهمها من سوق الأوراق المالية نتيجة مجموعة من الأسباب، حيث تعتبر كل هذه الأسباب مؤشرات إيجابية عن مستقبل السهم، إذ تتمحور هذه الأسباب حول ما يلي:

- خلق تعامل نشيط على هذه الأسهم، وهو ما يزيد في سيولتها ويؤثر في النهاية على قيمتها السوقية.
- ترى إدارة الشركات المصدرة للأسهم في بعض الحالات بأن أسعار أسهمها أقل من المستوى الذي ينبغي أن تكون عليه، وبالتالي إعادة شرائها يعتبر استثماراً مربحاً.
- إن شراء الأسهم يقلل المعروض منها وهو ما يؤثر على ربحيتها وقيمتها السوقية.
- مواجهة خطة مشاركة العمال في الملكية.

¹⁰⁹ الحناوي، محمد، مبدئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2006، ص85.

6- أسهم الشركات الصغيرة :

حيث يولد الاستثمار في أسهم الشركات الصغيرة عائداً يفوق عائد السوق حتى بعد أخذ المخاطر المصاحبة لهذا الاستثمار بعين الاعتبار، غير أن الانتقاد الأساسي الموجه لها مبني على المخاطر المرتبطة بالاستثمار في أسهم الشركات الصغيرة التي تكون أكبر من غيرها¹¹⁰.

7- أسهم المنشأة الخاسرة:

توصلت دراسة Jiff وزملائه إلى استنتاج أن الاستثمار في أسهم المنشأة التي مُنيت بخسارة عادة ما يكون أكثر ربحية مقارنة بالاستثمار في أسهم المنشأة التي حققت أرباحاً، حيث بينت ما يعرف بفرضيات المعلومات غير الأكيدة أن المعلومات الواردة إلى السوق عن أداء الشركة المصدرة لهذه الأسهم تؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب للتعويض عن المخاطر المرتبطة بالاستثمار في هذه الأسهم، وبذلك تنخفض قيمتها السوقية، وعندما تستعيد المنشأة قدرتها على تحقيق الأرباح وتنخفض المخاطر ترتفع القيمة السوقية للأسهم، وبالتالي يحقق المستثمر الذي قام بشراء الأسهم عقب ورود معلومات عن تحقيق الشركة للخسائر، أرباحاً رأسمالية عندما يقوم ببيعها بعد زوال عدم التأكد وتحقيق الشركة للأرباح¹¹¹.

يمكن أن نخلص ممّا سبق إلى أن الباحثين في مجال تقييم الأسهم اعتمدوا على الرياضيات والإحصاء في وضع أساليب ومبادئ الاستثمار في الأسهم، فكانت الأساس في بناء المؤشرات واختيار عيناتها ثم تقييم أدائها، كما اعتمدت في وضع معادلات لقياس

¹¹⁰ اللوغاني، نبيل، العوائد الجارية للأسهم ومعدلات عائد الاستثمار في سوئ الكويت للأوراق المالية، جامعة الملك سعود، الرياض، 2004، ص67

¹¹¹ مرجع سابق، هندي، منير ابراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، 1999، ص 479.

العائد التاريخي وتقدير قيمة السهم، إضافةً إلى دخوله في إعداد نموذج خصم التوزيعات ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وقد كان لكل هذه الأدوات الدور الكبير في بناء استراتيجيات الاستثمار المختلفة، كما مثلت فرضية كفاءة الأسواق الرأسمالية العنصر الفاصل في تحديد استراتيجيات الاستثمار، حيث قسمت إلى قسمين: القسم الأول يعترف بكفاءة الأسواق و يعتمد رواده على مبدأ الشراء والاحتفاظ، في حين يرفض القسم الثاني هذا المبدأ بل يعتمد على تقنيات التحليل الفني في بناء الاستراتيجيات الاستثمارية إضافة إلى استراتيجيات المستثمرين.

الفصل الثاني : العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم

- **المبحث الأول : نظرية كل من فيشر وفاما:**
 - **المطلب الأول : فرضية فيشر**
 - **المطلب الثاني : فرضية فاما**

- **المبحث الثاني : التحوط ضد مخاطر معدل التضخم**
 - **المطلب الأول : استخدام الأسهم كوسيلة تحوط ضد مخاطر معدل التضخم.**
 - **المطلب الثاني : دور السياسة الضريبية في التأثير على فعالية الأسهم كوسيلة تحوط.**
 - **المطلب الثالث : سياسة استهداف التضخم.**

- **المبحث الثالث : الدراسات التجريبية في إطار العلاقة بين معدل التضخم والعوائد .**
 - **المطلب الأول : دراسات في إطار فرضية فيشر.**
 - **المطلب الثاني : دراسات في إطار فرضية فاما.**
 - **المطلب الثالث : دراسات تجريبية أخرى.**

تمهيد:

أدت ظاهرة الارتفاع المستمر لمعدلات التضخم إلى التساؤل عن كيفية التحوط ضد مخاطر التضخم، ففي دراسة قام بها الباحثان (1977) Fama and Schwert لتحديد الأصول التي يمكن استخدامها بهدف التحوط من مخاطر التضخم المتوقع وغير المتوقع خلال الفترة 1953-1971، تبين أن العقارات السكنية تمثل تحوطاً كاملاً لكل من معدل التضخم المتوقع وغير المتوقع، أما بالنسبة لأدوات الدين الحكومي فهي تمثل تحوطاً ضد معدل التضخم المتوقع فقط، إذ إنَّ العوائد الاسمية المتوقعة لهذه الأدوات تتباين بشكل مباشر مع معدل التضخم المتوقع، وبالتالي لا ترتبط هذه العوائد مع معدلات التضخم المتوقعة، في حين شكل رأس المال البشري تحوطاً مناسباً لمعدلات التضخم المتوقعة وغير المتوقعة ولذلك لفترة لا تقل عن ستة أشهر، وكانت النتيجة الأهم أن عوائد الأسهم ترتبط بعلاقة عكسية مع معدلات التضخم المتوقعة، وربما أيضاً مع معدلات التضخم غير المتوقعة¹¹².

يساهم تحليل العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في تحديد آلية التعامل في الأسواق المالية، والتي تعد مؤشراً هاماً يستطيع المستثمرون من خلاله اتخاذ القرارات الاستثمارية للوصول إلى التنويع الأمثل لمحافظهم الاستثمارية، إذ تعود أهمية هذه العلاقة إلى منتصف القرن الماضي، مبتدئة بالعمل الهام الذي قام به الباحث (1930) Fisher، والذي اعتبر أن عوائد الأسهم تمثل تحوطاً جيداً ضد مخاطر التضخم، وهو ما يعرف بتأثير فيشر، ولكن ظهر عدد من الباحثين أمثال Fama Schwert, Ram and Spencer الذين نقدوا هذه الفرضية واعتبروا أن معدل التضخم يرتبط بالعوائد بعلاقة عكسية، إذ فسّر الباحثان (1979) Modigliani and Cohn في نظريتهما (نظرية الوهم

¹¹² Fama, Eugene, et, Asset Returns and Inflation, Journal of Financial Economics 5 (1977) 115-146, North-Holland, Sep. 1977, p 32.

التضخمي) أن الأثر الحقيقي لمعدل التضخم ينتج عن الوهم النقدي، وبالتالي فإذا تضمنت معدلات الفائدة الاسمية علاوة التضخم فعندها تكون أسعار الأسهم مقيمة بأقل مما يجب¹¹³.

أما الباحث (1980) Feldstein فقد اعتمد على نظرية الأثر الضريبي والتي اعتبر فيها أن معدل التضخم يسبب تآكل عوائد الأسهم الحقيقية نتيجة المعالجات الضريبية غير المتوازنة، وبالتالي فإن تدني العائد ينتج عن تخفيض الأرباح الحقيقية بعد الضرائب نتيجة التضخم، أما (1981) Fama فقد استند على نظرية الطلب على النقود، وأشار إلى أن العلاقة العكسية بين هذين المتغيرين ليست علاقة سببية، لكنها ناتجة عن التأثير المتبادل بينهما، وهذا لأنه عندما يرتبط معدل التضخم بالنشاط الاقتصادي بعلاقة عكسية، وترتبط العوائد بعلاقة إيجابية مع النشاط الاقتصادي، فإن العلاقة العكسية بين معدل التضخم والعوائد تبقى كما هي.

المبحث الأول : نظرية كل من فيشر وفاما:

أخذت العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم اهتماماً كبيراً على كلا الصعيدين النظري والعلمي، حيث اعتبر فيشر أن معدل التضخم لا يؤثر على العوائد، فوفقاً لفرضيته يقدم سوق الأسهم تحوطاً ضد مخاطر التضخم، وهذا يعني أن المستثمرين يعوضون ارتفاع الأسعار من خلال ارتفاع العوائد الاسمية للأسهم، وبالتالي تبقى العوائد الحقيقية كما هي¹¹⁴.

¹¹³ Ching-Fang Chi, Chih- Chuan Yeh, The Co-movement and Long run Relationship between Inflation and Stock Return: Evidence from 12 OECD Countries, Journal of Economic and Management, Vol.5, No.2, 167-168, 2009, P168.

¹¹⁴ Swarup, Biswa, Stock Return– Inflation in India 1980-2004, Econometrics and International Development, Vol.9-1, 2009, p 187.

أما فاما فقد اعتبر أن معدل التضخم وعوائد الأسهم يرتبطان بعلاقة عكسية، حيث تقوم فرضيته على اعتبار أن ارتفاع المستوى العام للأسعار يؤدي إلى انخفاض النشاط الاقتصادي والطلب على النقود، والذي يؤثر بدوره على الأرباح وأسعار الأسهم، أي أن العلاقة العكسية بين معدل التضخم والعوائد تعبر عن التأثير السلبي للتضخم على النشاط الاقتصادي¹¹⁵.

المطلب الأول : فرضية فيشر (Fisher Hypothesis):

سببت تصريحات رئيس الاحتياط الفيدرالي عن استمرار ارتفاع معدلات التضخم في عام 1997 إلى حدوث انهيار في أسعار الأوراق المالية، حيث دارت هذه التصريحات حول العلاقة بين معدل التضخم وأسعار الأسهم، مؤكداً أن ارتفاع معدلات التضخم يمثل أكبر تهديد على الانتعاش الاقتصادي بشكل عام، واستقرار الأسواق المالية والنقدية بشكل خاص، وقد وافقه محافظ البنك المركزي الكندي ووضح أن الأسعار في البورصات الأمريكية انخفضت إلى درجة تجعل من المستحيل اعتماد سياسة تعديل سعر الفائدة لمواجهة التضخم، إذ انعكس ارتفاع معدل الفائدة على معدلات العائد الحقيقي للأوراق المالية، وبالتالي فإن أسعار الأسهم لا ترتبط بمعدلات التضخم الحالية ولا المتوقعة، ومن أجل تسليط الضوء على هذه الأفكار يجب أولاً عرض المبادئ الأولى لهذه الفرضيات التي مهدت للدراسات المتعلقة بتوضيح هذه الأفكار والمتمثلة في أثر فيشر والعلاقة بين معدل العائد الحقيقي والاسمي ومعدلات التضخم¹¹⁶.

¹¹⁵ Previous Reference, Swarup, Biswa, 2009, p 187.

¹¹⁶ حيدر، فاخر عبد الستار، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ، الرياض، 2002، ص66.

فرضية فيشر:

على الرغم من أن فرضية فيشر تنطلق من فكرة أنّ الأسهم توفر حماية من مخاطر التضخم إلا أنّ فيشر لم يعالج هذه الفكرة في مؤلفاته، وقد نسبت إليه نتيجةً لمعادلته الشهيرة، إذ اقتصرَت هذه الفرضية في البداية على معدلات الفائدة فقط، إلى أن قام كلٌّ من Fama & Schwert بتعميمها على الأصول الرأسمالية كلّها التي يتم تداولها في أسواق رأس المال.

معادلة فيشر:

بيّن فيشر أن معدل الفائدة الحقيقي ينخفض في حال ارتفاع معدل التضخم مع بقاء معدل الفائدة الاسمي في المستوى نفسه، وذلك لأن معدل الفائدة الحقيقي مكون من معدل الفائدة الاسمي منقوصاً منه معدل التضخم، وتعرف هذه العلاقة باسم معادلة فيشر¹¹⁷.

المطلب الثاني : فرضية فاما (Fama Hypothesis):

اعتُبرت 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.

أشار فاما في دراسته التي صدرت في عام 1981 إلى أنّ الفترة التي أعقبت عام 1953 حملت عدداً من الدلائل أكدت العلاقة العكسية بين معدل التضخم وعوائد الأسهم، حيث بيّن أن أسعار الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الحقيقية مثل الإنتاج والاستثمار والمعدل الحقيقي لعائد رأس المال، بينما يرتبط معدل التضخم ارتباطاً عكسياً بكل هذه

¹¹⁷ Barsky, Robert, The Fisher Hypothesis and The Forecast ability and Persistence of Inflation, Journal of Monetary Economics 19 (1987), North-Holland, 1987, p3.

المتغيرات¹¹⁸، وبناءً عليه استنتج فاما وجود علاقة عكسية حتمية بين عوائد الأسهم ومعدل التضخم، فعندما يزداد النشاط الحقيقي ستزداد عوائد الأسهم، كما أن زيادة مستوى النشاط الحقيقي تؤدي إلى زيادة الطلب على النقود، لكن سياسة المصرف المركزي لتخفيض معدل التضخم ستحد من نمو العرض النقدي، ومن هنا تصبح العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم عكسية، أما عندما ينخفض مستوى النشاط الحقيقي ستخفض عوائد الأسهم وينخفض النشاط الحقيقي فينخفض معه الطلب على النقود، وعندها تؤدي سياسة المصرف المركزي إلى زيادة العرض النقدي عن طريق إجراءات السياسة النقدية إلى ارتفاع معدل التضخم، والتي تعكس بدورها أيضاً العلاقة العكسية بين معدلات التضخم وعوائد الأسهم¹¹⁹.

إن كلاً من الفرضيتين السابقتين شكلتا أساساً هاماً للاستثمار في الأسواق المالية، والتي يسعى المستثمرون من خلالها الحصول على أعلى عائد ممكن من محافظهم الاستثمارية مع اتخاذ التدابير الكفيلة كافة بتأمين التحوط المناسب لهم من مخاطر التضخم.

المبحث الثاني : التحوط ضد مخاطر التضخم:

يعتمد الهيكل النظري لهذه العلاقة على نتيجتين هامتين، تقوم النتيجة الأولى على أساس أن معدل التضخم يرتبط بعلاقة عكسية مع عوائد الأسهم، أما النتيجة الثانية فتبين أنه إذا تضمنت معادلة انحدار عوائد الأسهم كلاً من معدل التضخم والتضخم غير المتوقع معاً، فإن معدل التضخم يفقد دلالاته الإحصائية، وهذا يعني أن معدل التضخم غير المتوقع هو المتغير التابع الأنسب لمعادلة انحدار العوائد¹²⁰.

¹¹⁸ Gautam Kaul, Stock Returns and Inflation "The Role of Monetary Sector", Journal of financial Economics 18 (1987) 253-276, North-Holland, June 1986, p 245

¹¹⁹ Same Previous Reference, Gautam Kaul, June 1986, p 247-249

¹²⁰ Samih Antoine Azar, The Spurious Relation between Inflation Uncertainly and Stock Return: Evidence from the U.S., Review of Economics & Finance, Faculty of Business Administration & Economics, Haigazian University Aug.2013, p 99.

المطلب الأول: استخدام الأسهم كوسيلة تحوط كاملة ضد معدل التضخم:

اعتمد الكثير من الاقتصاديين على أثر فيشر الذي بيّن من خلاله إمكانية استخدام الأسهم كوسيلة تحوط تجاه التضخم، 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 من أسعار منتجاتها في فترات التضخم، في حين يبقى جزء كبير من التزاماتها ثابتاً، لذلك فإنّ أي زيادة في أرباح الشركات توزع على حاملي الأسهم العادية لتعويضهم عن انخفاض القوة الشرائية لدخولهم.

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 الخالي من المخاطر تعويضاً عن فترة الانتظار إضافةً إلى علاوة المخاطر الاقتصادية والمخاطر المالية، ما يجعل الأسهم وسيلة تحوط كاملة تجاه التضخم فقط إذا كان معدل العائد على الأسهم أكبر من معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين ، والفرق بين المعدلين يساوي على الأقل معدل التضخم، أما إذا كان الفرق أقل من معدل التضخم فهذا يعني أن الزيادة في العائد المحتمل على الأسهم ليست كافية لتعويض المستثمر عن الخسارة التي يسببها التضخم في الدخل الحقيقي وهو المفهوم الذي جاءت به معادلة فيشر، كما تم عرضها سابقاً¹²¹.

¹²¹ مرجع سابق، حيدر، فاخر عبد الستار، 2002، ص 68-70.

المطلب الثاني: دور السياسة الضريبية في التأثير على فعالية الأسهم كوسيلة تحوط تجاه معدل التضخم:

تعتمد الحكومات في الفترات التي تزيد فيها معدلات التضخم على اتخاذ مجموعة من الإجراءات تهدف إلى التحكم في مستويات الأسعار والحد من الآثار السلبية لهذه الظاهرة، من أبرزها إجراءات السياسة النقدية والسياسة الضريبية، وقد خُصص هذا المطلب لعرض بعض الأعمال التي اهتمت بتحليل تأثير التغير في معدلات الضريبة على إمكانية استعمال الأسهم كأداة تحوط تجاه التضخم.

▪ دراسة Nicholas (2012):

تنتقل هذه الدراسة من فرضية مفادها أن الالتزامات الضريبية ترتفع في ظل التضخم بالشكل الذي يجعل من القيم الحقيقية للأسهم تنخفض، على الرغم من أن حاملي الأسهم يستفيدون من التضخم لما له من أثر في تخفيض القيمة الحقيقية للديون المستحقة على الشركات التي يمتلكون أسهمها¹²². ويعتمد لتفسير ذلك على المبادئ التالية:

1- التضخم لا يؤثر على العائد الحقيقي لأن نسبة الزيادة في أسعار المواد الأولية التي تشتريها الشركة تنعكس على الربح، إذ يساوي العائد الحقيقي لمالكي الأسهم الأرباح بعد الضرائب والفوائد مضافاً إليه الاهتلاك.

2- يفترض نيكولس حدوث زيادة في المستوى العام للأسعار ، ولبيان أثر هذه الزيادة على القيمة الحقيقية للعائد، يفترض أن تزيد العوائد النقدية لرأس المال بالنسبة نفسها مع بقاء الفوائد والاهتلاك على حالها.

¹²² Johnson, Nicholas, Inflation Regime Shifts: Implications for Asset Allocation, Advisor Perspectives, October 2012, P8

3-توصل نيكولس إلى استنتاج ما يلي:

- كلما كانت الفائدة أكبر، كلما كانت الزيادة في القيمة الناتجة عن التضخم أكبر.
- كلما كانت مدفوعات الاهتلاك أكبر كانت الزيادة في القيمة الناتجة عن التضخم

أقل¹²³.

المطلب الثالث: سياسة استهداف التضخم:

اعتمدت بعض الدول منذ التسعينيات على سياسة استهداف التضخم كسياسة نقدية جديدة، وذلك بهدف الحفاظ على معدل التضخم ضمن مستويات محددة ومنعها من الارتفاع، ما يجعل معدلات التضخم أقل تذبذباً.

انطلق أنصار هذه السياسة من فكرة أنه كلما انخفضت تقلبات معدلات التضخم كلما ساعد ذلك على استقرار سوق الأسهم بشكل أكبر، ولكن على الرغم من النجاح في التحكم في معدلات التضخم، شهدت أسواق رأس المال تارجحاً كبيراً في أسعار الأسهم في أواخر التسعينيات، ما استدعى تخوف الاقتصاديين حول تأثير تحركات أسعار الأسهم على الاقتصاد الحقيقي، وبشكل خاص سياسية استهداف التضخم، حيث بين الباحثان (Kontonikas and Ioannidis (2005 أن تطبيق سياسة استهداف التضخم مع تفعيل استجابة معدلات الفائدة وفقاً للتضخم يؤدي إلى تخفيض التذبذب في سوق الأسهم، ومن جهة أخرى بين الباحثان (Borio and Lowe (2002 أن استقرار المستوى العام للأسعار ليس شرطاً كافياً لضمان استقرار سوق الأسهم، ولكن في الحقيقة إن غياب الضغوط التضخمية يؤدي إلى استمرار الازدهار في سوق الأسهم، من خلال إزالة خطر ارتفاع معدلات الفائدة.

¹²³Same Previous Reference, Johnson, Nicholas, 2012, P9-10

قام الباحث (2006) Alexndros Kontonikas باختبار كيفية تأثير سياسة استهداف التضخم على ديناميكية التفاعل بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في الدول المعتمدة على هذه السياسة، وبيّنت النتائج أن سياسة استهداف التضخم تساعد في ضمان الاستقرار المالي بشكل أفضل، كما أن حجم التذبذبات بين معدل التضخم وعوائد الأسهم كان أقل، وهذا ما يؤكد أن السياسة النقدية التي تستهدف استقرار المستوى العام للأسعار تساعد في تخفيف حدة تذبذبات سوق الأسهم¹²⁴.

من هنا نلاحظ أن الأسهم يمكن أن تمثل تحوطاً مناسباً ضد مخاطر التضخم في حالة وحيدة فقط، وهي عندما يكون الفرق بين العائد على الأسهم والعائد المطلوب من قبل المستثمرين مساوياً لمعدل التضخم أو أكبر منه، في حين تبين أنّ السياسات الضريبية تؤثر على عوائد الأسهم بشكل سلبي كون هذه السياسات تعتمد إلى فرض ضغوط ضريبية أعلى في حال ارتفاع معدلات التضخم في سبيل تخفيضه، أما سياسة استهداف التضخم فهي تساهم في ضمان الاستقرار المالي بشكل أكبر ما يساهم في الحد من تذبذبات الأسواق المالية وبالتالي استقرار العوائد.

المبحث الثالث : الدراسات التجريبية في إطار العلاقة بين معدل التضخم والعوائد :

يقوم هذا المبحث على عرض أهم الدراسات التي قامت في إطار العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم، والتي استندت قسم منها على فرضية فيشر التي تؤكد على العلاقة الموجبة بين المتغيرين، فيما اعتمد القسم الآخر على فرضية فاما التي رفضت فرضية فيشر مؤكدة على العلاقة العكسية بينهما.

¹²⁴ Kontonikas, Alexandros, Stock Returns and Inflation: The Impact of Inflation Targeting, Brunel Business School, Department of Economics and Finance, London, UK, Aug. 2004, p 1-5

المطلب الأول: الدراسات في إطار فرضية فيشر:

- يعتبر الباحث **Michael Firth** من الاقتصاديين الأوائل الذين اهتموا بإجراء دراسات إحصائية لمعادلة فيشر، حيث قام بإجراء دراسة تجريبية حول العلاقة بين عوائد الأسهم (الاسمية والحقيقية) ومعدلات التضخم في إطار فرضية فيشر كالتالي:
 - عمل في البداية على تجميع البيانات الشهرية لعوائد الأسهم ومعدلات التضخم في بريطانيا خلال الفترة الممتدة بين (1955-1976)، وفي مرحلة تالية قام بتمديد فترة الدراسة لتبدأ من عام 1935 معتمداً على بيانات شهرية أيضاً، وأخيراً امتدت فترة الدراسة لتبدأ منذ عام 1919 ولكن بالاعتماد على بيانات سنوية.
 - اتجه فيرث في الجزء الثاني من دراسته إلى الاعتماد على البيانات الشهرية، حيث قام بدراسة ارتباط العوائد الاسمية للأسهم بمعدلات التضخم المتوقعة شهرياً لفترات طويلة، لكن نتائج هذه الدراسة كانت مؤيدة لفرضية فيشر في بعض الفترات ومعاكسة لها في فترات أخرى.
 - توصل فيرث في نهاية دراسته إلى أنّ النتائج المستخلصة من هذه الدراسة تتعارض مع تلك التي توصل إليها الباحثون في الولايات المتحدة والتي أظهرت بأن أسواق الأسهم يمكن أن توفر بعض الوقاية تجاه التضخم أمثال (Jaffe & Mandelker Nelson)¹²⁵.
- أما الباحث **William Schwert** فقد أكدت نتائج دراسته على العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم، وذلك باختبار العوائد اليومية لمحفظه استثمارية خلال الفترة (1953-1978)، إلا أنّ النتيجة الأهمّ التي وصلت إليها هذه الدراسة هي أن رد فعل

¹²⁵ Firth, Mark, The Relation Between Stock Market Returns and Rates of Inflation, The Journal of Finance, VOL. XXXIV. NO. 3, June, 1979, p 743-744,

المستوى العام للأسعار تجاه التضخم تكون حين الإعلان عن معدل التضخم، وأن المستثمرين لا يتفاعلون مع هذه المعدلات المتوقعة قبل الإعلان عنها، وخلصت إلى التأكيد على ضعف ردة فعل السوق تجاه المعدلات المتوقعة للتضخم للفترة اللاحقة¹²⁶.

- عمدت دراسة الباحثين **Wahraos & Berglund** على إثبات استقلال عوائد الأسهم عن معدلات التضخم بناءً على معطيات الاقتصاد الفنلندي للفترة (1969-1982) إلا أن نتائجها دلّت على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين، وفسرت ذلك بأن السياسات المتبعة للحد من التضخم تؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود نتيجة النمو المنخفض في النشاط الاقتصادي الحقيقي والذي يتضمن بالوقت نفسه انخفاضاً في الأرباح المستقبلية وبالتالي انخفاض أسعار الأسهم¹²⁷.
- ركز الباحث **Beryl Sprinkle** على العلاقة بين العرض النقدي وأسعار الأسهم، حيث أشار إلى أن معدل التضخم يؤثر على أسعار الفائدة الجارية والأرباح المتوقعة للشركات نحو الارتفاع، لكن الارتفاع في أسعار الفائدة والأرباح لا يكون بالضرورة بالمستوى نفسه إلا في حالة التوازن طويل الأجل، حيث أكد على أن الارتفاع في أسعار الفائدة والتكاليف الأخرى يكون أعلى من الزيادة في الأرباح التي تحققها الشركات نتيجة ارتفاع المستوى العام للأسعار وبذلك تنخفض أسعار الأسهم¹²⁸.

¹²⁶ Schwert, William, The Adjustment of Stock Prices to Information about Inflation, The Journal of Finance, VOL. XXXVI. NO. 1, march, 1961, p 15.

¹²⁷ مرجع سابق، حيدر، فاخر عبد الستار، 2002، ص 79.

¹²⁸ Sprinkle, Beryl, Money and Stock Prices, Home Wood, Richland Irwin, Inc., 1964.

المطلب الثاني: الدراسات في إطار فرضية فاما:

- استمدت دراسة الباحثين **Jeffrey & Mandelker** أهميتها من كونها تناولت العلاقة بين عوائد الأسهم ومعدل التضخم المتوقع من جهة، ومعدل التضخم غير المتوقع من جهة أخرى، ولكنها لم تخرج عن إطار العلاقة العكسية بين المتغيرين التي جاء بها Fama، أما نتائج الدراسات فكانت مماثلة للنتائج التي توصل إليها بعض الاقتصاديين مثل **Firth & Cagan** في اعتبار الأسهم أداة حماية جزئية تجاه التضخم ولكن على المدى الطويل¹²⁹، كما أشار الباحثان **Jeffrey & Mandelker** إلى الأعمال التي قام بها بعض الاقتصاديين والتي عرفت بأثر فيشر المعمّم والتي توصلت إلى أن معدل العائد المتوقع في سوق الأسهم لا يرتبط مع معدل التضخم المتوقع¹³⁰.

المطلب الثالث: دراسات تجريبية أخرى:

- تناولت دراسة **Phillip Cagan** العوائد الخاصة بالأسهم في الأجل الطويل في العديد من الدول، وقد أخذ بعين الاعتبار توليفة من المراحل الزمنية التي شهدت تغيرات سعرية مختلفة، وافترض بأن المستثمرين يحتفظون بالأسهم خلال جميع الفترات الزمنية سواءً تخللها التضخم أم لا، وتوصل كاغان إلى استنتاج بأن الأسهم العادية كانت وسيلة تحوط جيدة في الأجل الطويل.

¹²⁹Jaffe, Jeffrey; Mandelker, Gershon, The "Fisher Effect" for Risky Assets: An Empirical Investigation, The Journal of Finance, Vol. 31, No. 2, Papers and Proceedings of the Thirty-Fourth Annual Meeting of the American Finance Association Dallas, Texas December 28-30, 1975. (May, 1976), pp. 447-458.

¹³⁰ Horn, Michael, Explain Fisher Effect, University of Essex, January, 2008, p 2.

إلا أن الدراسة المتعمقة لهذه النتائج تشير إلى أن أداء الأسهم لم يكن جيداً خلال الفترات التضخمية ولكنها عوضت هذا الأداء الضعيف بأداء جيد بعد انتهاء التضخم¹³¹.

• اهتم الباحثون **Reilly, Johnson and Smith** بتحليل العلاقة بين تغيرات معدل التضخم وعوائد الأسهم اعتماداً على بيانات شهرية خلال الفترة (1937-1968)، أما النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة فتمثلت في كون معدلات العائد على الأسهم كانت سالبة خلال الفترات التي سادها معدل تضخم عالٍ، ومن جهة أخرى أظهرت الدراسة أن معدل العائد الحقيقي كان أكبر من معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين خاصةً حين تتخفص معدلات التضخم¹³².

وأخيراً تم التوصل إلى نتيجة لهذه الدراسات في أنّ الأسهم لم تتمكن من توفير حماية تجاه معدل التضخم بشكلٍ عام، لكن هذا لا يعني أن الأسهم ليست وسيلة تحوط تجاه معدل التضخم بشكلٍ جزئي لكنها لا توفر الحماية بشكلٍ مستمر، لأن هذه الحماية لن تتحقق إلا إذا كان معدل العائد لا يتحدد بفعل عوامل ذاتية، ولا يوجد اتفاق حول تحديد مستواه في السوق.

ما يمكن استخلاصه مما سبق هو أنّ معدل التضخم يعدّ من أخطر المشاكل الاقتصادية التي يمكن أن تصيب الاقتصاد، وعلى الرغم من اعتباره ظاهرة نقدية بحتة إلا أن مدارس أخرى عالجت الموضوع من جانب الدخل (الادخار والاستهلاك) والطلب الكلي الفعلي، أو من جانب الثروة والدخول الفردية.

¹³¹ Cagan, Phillip, The Relation of Stock Price To Corporate Earning Adjusted for Inflation, NBER Working Paper Series, No. 525, August 1980, P2-3

¹³² مرجع سابق، حيدر، فاخر عبد الستار، 2002، ص 75-81.

يتجه المستثمرون إلى البحث عن مجالات توظيف للنقود التي يملكونها خلال فترات التضخم تمكنهم من الحصول على عائد أعلى يكفي للتعويض عن انخفاض قيمة الدخل، كون معدل التضخم يؤدي إلى فقدان النقود لوظيفتها كمخزن للقيمة، عادة ما يعتمد المستثمرون إلى شراء الأسهم العادية لأنّ عوائدها متغيرة على عكس السندات والأسهم الممتازة، وهذا ما دعمه فيشر في فرضيته والذي عبر عنه بشكل صيغة رياضية تظهر بأن معدل الفائدة الحقيقي يساوي معدل الفائدة الاسمي منقوصاً منه معدل التضخم، ما دفع بعدد من الاقتصاديين إلى اللجوء إلى اختبارات إحصائية لإثبات أو نفي هذه العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم، وعلى الرغم من تعدد الدراسات في هذا المجال واختلافها إلا أنه يمكن تقسيم هذه الدراسات إلى قسمين، قسم استطاع أن يثبت إحصائياً وجود علاقة طردية بين معدل التضخم وعوائد الأسهم، وقسم آخر توصل إلى نتائج تؤكد وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم وعوائد الأسهم، وعليه لا يمكن إطلاقاً اعتماد الأسهم كوسيلة تحوّل كامل أو جزئي ضد مخاطر التضخم.

الفصل الثالث: الجانب العملي للبحث:

- **المبحث الأول : اقتصادات الدول العربية:**
- **المبحث الثاني : نتائج التحليل الإحصائي للبيانات واختبار فرضية الدراسة:**
 - أولاً- مجتمع وعينة الدراسة.
 - ثانياً- منهج البحث.
 - ثالثاً- أسلوب جمع البيانات.
 - رابعاً- أداة الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات.
 - خامساً- المعالجة الإحصائية للبيانات.
 - 5-1- تعريف متغيرات الدراسة.
 - 5-2- اختيار النموذج الأمثل لاختبار العلاقة بين المتغيرات.
 - 5-3- اختبار فرضية الدراسة.

المبحث الأول: اقتصادات الدول العربية:

يشكل اقتصاد المنطقة العربية أهمية خاصة على المستوى العالمي لاستحواذ دول المنطقة على ما يقارب ثلثي الاحتياطي العالمي للنفط وثلث الاحتياطي العالمي من الغاز الطبيعي، وتعتبر الاقتصاديات العربية من أكثر الاقتصاديات انفتاحاً على الاقتصاد العالمي، حيث تشكل التعاملات الاقتصادية مع العالم نسبة كبيرة من الناتج المحلي الإجمالي العربي، وهذا ما يسبب تأثيرها بالاقتصاد العالمي إلى حد كبير، إلى جانب الاهتمام المتزايد من قبل مختلف الدول على تطوير العلاقات الاقتصادية مع الدول العربية، ما يعكس زيادة الأهمية الاقتصادية لهذه الدول التي تستطيع أن توفر معظم المواد الأولية الضرورية للدول الأخرى وبأسعار مناسبة، كلّ هذا دفع الدول الأخرى على زيادة استثماراتها في الدول العربية والتوجه نحوها¹³³.

لم تستطع الدول العربية خلال العقود الماضية على تشكيل وصياغة نموذج اقتصادي يقتدى به نتيجة الاضرابات السياسية والاقتصادية والاجتماعية المستمرة، إذ اتسم أداء الاقتصادات العربية بالضعف ما جعله متأخراً في مجارة التطورات الاقتصادية العالمية، حيث تعرضت الدول العربية للعديد من الصدمات والتقلبات الاقتصادية خلال العقدين الماضيين، ما دفع عدداً من الدول العربية إلى تبني برامج إصلاح هيكلية وسياسات مالية ونقدية استهدفت علاج أوجه الخلل الاقتصادي وزيادة مستويات قدرتها على مواجهة الصدمات بهدف الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي، وتجنب التقلبات الحادة في النشاط الاقتصادي التي تؤدي إلى تثبيط الاستثمار وتعرقل النمو الاقتصادي¹³⁴.

¹³³ المناعي ، جاسم، التغير في البيئة الاقتصادية الدولية والاقتصادات العربية، منشورات صندوق النقد العربي، مركز الخليج للدراسات، الشارقة-دولة الإمارات العربية، أيار 2008، ص2.

¹³⁴ International Monetary Fund, "How the IMF promotes global economic stability", Fact sheet, August (2011), p3.

تتفاوت الدول العربية من حيث درجات النمو الاقتصادي واختلاف الأنظمة الاقتصادية العربية المتبعة، إذ تشير الإحصائيات الدولية إلى أنّ متوسط معدل النمو في الدول العربية قد انخفض من 7.3% في عام 1999 إلى 4.1% في عام 2000¹³⁵، ولكنه عاود الارتفاع في عام 2006 ليصل إلى 6.95%، ليستقر بعدها عند معدل 3.97% خلال عام 2010، ويعزى هذا التحسّن النسبي في الأداء بصفة رئيسة إلى التحسّن التدريجي لأسعار النفط خلال الفترة (2003-2008) وارتفاع مستويات الطلب العالمي عليه¹³⁶، كما تأثرت الاقتصادات العربية بالأحداث المصاحبة للتحوّلات السياسية التي شهدتها عدد من الدول العربية الأمر الذي أدى إلى انكماش معدلات النمو بشكل ملحوظ، حيث سجّل متوسط معدل نمو الناتج بالأسعار الثابتة انخفاضاً إلى 2.4% من معدل 4.6% في عام 2010¹³⁷، إلى جانب ذلك فقد تواصل تباين أداء الاقتصادات العربية خلال عام 2012، فمن ناحية عزّز بقاء أسعار النفط عند مستويات مرتفعة في الدول العربية المصدرة للنفط تسجيل معدلات نمو إيجابية، بينما استمر تباطؤ معدلات النمو الاقتصادي في الدول المستوردة للنفط بفعل عدد من العوامل أهمها تأثر اقتصادات هذه الدول بتباطؤ معدلات نمو الطلب العالمي نتيجة تفاقم أزمة اليورو، فقد انخفض معدل النمو الحقيقي للدول العربية إلى 4% في عام 2012 مقارنة بمعدل نمو 5% في عام 2011¹³⁸، وبقيت معدلات النمو دون تغيير يذكر خلال الفترة (2013-2014) حيث أدّى استمرار التوترات السياسية والاجتماعية في المنطقة وارتفاع مستويات الدين العام ووجود معوقات هيكلية إلى الحد من الزخم الاقتصادي الذي شهدته المنطقة نتيجة التحسّن

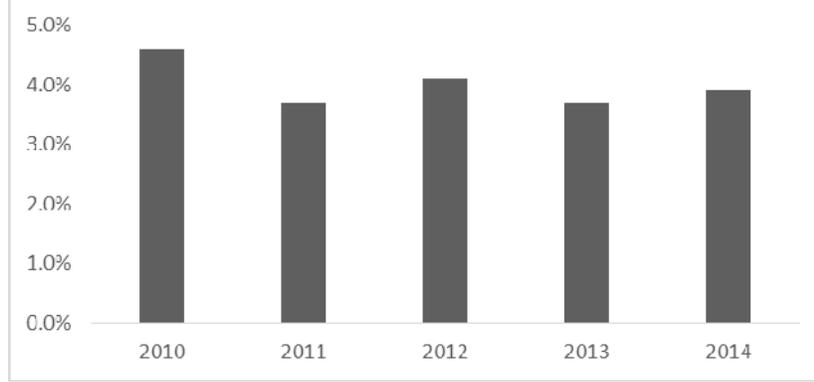
¹³⁵ التميمي، عامر نزياب، السياسات الكلية وإشكاليات النمو في الدول العربية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت 2005، ص3.
¹³⁶ عبد المنعم، هبة، أداء الاقتصادات العربية خلال العقد الماضيين: ملامح وسياسات الاستقرار، منشورات صندوق النقد العربي، كانون الثاني 2012، ص 13.

¹³⁷ التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي، 2011، ص4

¹³⁸ التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي، 2013، ص4-5

في البيئة الخارجية والتقدم في التحولات السياسية المحلية¹³⁹، والذي يوضحه الشكل رقم (1).

الشكل رقم (1) معدلات النمو في المنطقة العربية خلال الفترة (2010-2014)



المصدر: صندوق النقد الدولي، البنك الدولي

يتطلب النهوض بالاقتصادات العربية أن تسعى إلى إنجاز تحول هيكلي من خلال إزالة جميع القيود التي تحد من النشاط الاقتصادي، والانخراط في عضوية منظمة التجارة الدولية بهدف تحسين أداء القطاعات ذات الميزات النسبية في مختلف الدول العربية، إضافةً إلى القيام بالعديد من الإصلاحات الإدارية بما يتوافق مع مستلزمات الإصلاح الهيكلي، وتعزيز إمكانات التعاون الاقتصادي وتفعيل التجارة البينية بين البلدان العربية، ودعم جهود التكامل الاقتصادي عن طريق توفير شروط أفضل لرجال الأعمال¹⁴⁰.

شهدت المنطقة العربية خلال العقود الماضية وإلى وقتنا الحالي تحولات مهمة على الصعيدين الإقليمي والعالمي، إذ تواجه تحديات اقتصادية واجتماعية تتفاعل فيما بينها لرسم مسار جديد للدول والتحالفات السياسية والاقتصادية لفترات طويلة قادمة، وهذا يتطلب من دول المنطقة مراجعة شاملة لسياساتها الاقتصادية والمالية المطبقة خلال العقدين الماضيين، ويستدعي في الوقت ذاته وجود تصوّر واضح لطبيعة الدور

¹³⁹ آفاق الاقتصاد الإقليمي منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان، صندوق النقد الدولي، 2014، ص29.

¹⁴⁰ مرجع سابق، التميمي، عامر ذياب، 2005، ص8-9.

الاقتصادي الذي يتعين أن تلعبه في المرحلة الراهنة بما يمكنها من تجاوز التداعيات المترتبة على الأزمات الاقتصادية التي يمرّ بها الاقتصاد العالمي، وبساعدها على تعزيز دورها الداعم للاستقرار الاقتصادي العالمي.

خلاصة:

بذلت الدول العربية جهوداً عدّة على صعيد السياسات الاقتصادية لرفع معدلات النمو الاقتصادي وزيادة مستويات تنويع الاقتصاد وتقليل التقلبات في النشاط الاقتصادي وضمان سرعة التعافي منها، ولكن على الرغم من ذلك لا زالت مستويات التنويع الاقتصادي غير كافية لتقليل حساسية تعرض الاقتصادات العربية للصدمات الإقليمية والعالمية، كما لا يزال عدد كبير من الدول العربية يفتقر للبيئة المؤسسية المعززة للاستقرار الاقتصادي والمحفزة للنمو، وهو ما يهدّد الاستقرار الاقتصادي على المدى الطويل، وعلى الرغم من أن الإصلاحات في هذه الدول قد ساهمت إلى حدّ كبير في استعادة التوازن الداخلي والخارجي في العديد من الدول العربية، إلا أن تلك البرامج كان لها كلفة اجتماعية كبيرة نتيجة ارتفاع مستويات أسعار العديد من السلع والخدمات وتسريح عدد كبير من العاملين بمؤسسات القطاع العام، بالتالي لابدّ للدول العربية من بذل الجهود الحثيثة في مجال توسيع وتنويع قاعدة الانتاج ودفع وتعزيز قدراتها التصديرية، إضافةً إلى تحسين الشفافية وزيادة الإفصاح والارتقاء بالممارسات المحاسبية وتعزيز المصداقية والجدارة الائتمانية.

المبحث الثاني : نتائج التحليل الإحصائي للبيانات واختبار فرضية الدراسة

- أولاً- مجتمع وعينة الدراسة.
- ثانياً- منهج البحث.
- ثالثاً- أسلوب جمع البيانات.
- رابعاً- أداة الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات.
- خامساً- المعالجة الإحصائية للبيانات.
- 5-1- تعريف متغيرات الدراسة.
- 5-2- اختيار النموذج الأمثل لاختبار العلاقة بين المتغيرات.
- 5-3- اختبار فرضية الدراسة.

المبحث الثاني : نتائج التحليل الإحصائي للبيانات واختبار فرضية الدراسة

أولاً: مجتمع وعينة الدراسة:

تختلف الأسواق المالية العربية من حيث تطورها وكفاءتها والاستثمارات المعتمدة فيها، كما أنها تختلف في فترة إنشائها، إذ عرفت الدول العربية أسواق رأس المال من خلال الاحتلال من قبل الدول الاستعمارية التي قامت بإنشاء العديد من البنوك والبورصات تطبيقاً لنظمها الاقتصادية وضمان تصدير المواد الخام إليها، وتسويق منتجاتها بهذه الدول، ففي أوائل التسعينات تم إنشاء كل من بورصة مصر ولبنان، وفي منتصف التسعينات تم إنشاء كل من بورصة المغرب وتونس والكويت والأردن، أما في أواخر التسعينات فقد تم إنشاء بورصة البحرين، مسقط، العراق، السعودية، السودان، قطر، الجزائر، فلسطين، وفي بداية الألفية تم إنشاء بورصة دبي وبورصة أبو ظبي في دولة الإمارات العربية المتحدة، وآخرها بورصة دمشق والعراق.

تمّ الاعتماد في هذه الدراسة على بيانات شهرية لكل من معدل التضخم وعوائد الأسهم في الدول العربية خلال الفترة (2009-2013)، وتم اختيار عام الأساس للدراسة نظراً لعدم توفر البيانات المطلوبة لحساب معدل العائد على الأسهم لمعظم البورصات العربية قبل هذا العام، ونظراً لصعوبة الحصول على البيانات المطلوبة لكل الدول العربية وعدم توفرها بشكل كامل، إلى جانب صعوبة تطبيق هذه العلاقة على الدول العربية جميعها، فقد شملت العينة مجموعة مختارة من الدول العربية تبعاً لتوفر البيانات خلال فترة الدراسة، لتصبح العينة النهائية خمس دول عربية موزعة وفقاً للتقسيم الإقليمي وهي (الجمهورية العربية السورية - العراق - جمهورية مصر العربية - الجزائر - الكويت).

ثانياً - منهج البحث:

اعتمدت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي الذي يستند على التحليل والتفسير العلمي المنظم لوصف ظاهرة، أو مشكلة محددة، وتصويرها كمياً عن طريق جمع بيانات ومعلومات دقيقة عن الظاهرة، أو المشكلة، وتصنيفها وتحليلها وإخضاعها للدراسة الدقيقة.

ثالثاً - أسلوب جمع البيانات:

بما أن هذه الدراسة ستعتمد على دراسة سلسلة زمنية للعلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم، فإن البيانات المطلوبة لدراسة العلاقة هي الرقم القياسي الشهري لأسعار المستهلك، وأسعار الإقفال الشهرية لمؤشر سوق الأوراق المالية للدول العربية المختارة خلال الفترة الممتدة من 2009/1/1 حتى 2013/12/31، حيث تم الحصول على مصادر هذه البيانات من المواقع الإلكترونية الرسمية للبنوك المركزية ومواقع البورصة والمكاتب الإحصائية التابعة لهذه الدول¹⁴¹.

تم الاعتماد على بيانات شهرية كونها تعطي معلومات أوضح وأفضل وأكثر دقة من البيانات السنوية بهدف توضيح الأثر الفعلي لمعدل التضخم على العوائد، إلى جانب عدم توفر بيانات يومية لمعدلات التضخم للدول المختارة، ما يرجح أفضلية التعامل مع بيانات شهرية لاختبار فرضية الدراسة.

وللوصول إلى معدل التضخم الشهري وعوائد الأسهم الشهرية، تم استخدام برنامج EXCEL للقيام ببعض العمليات الأساسية على البيانات الأولية التي تم جمعها للحصول على البيانات اللازمة للدراسة من خلال تطبيق العلاقتين التاليتين:

¹⁴¹ تم الحصول على بيانات الرقم القياسي الشهري لأسعار المستهلك من المواقع الرسمية للدول العربية كما يلي: المكتب المركزي للإحصاء-الجهاز المركزي للإحصاء-بنك مصر المركزي-بنك الجزائر-الإدارة المركزية للإحصاء)، أما بالنسبة لأسعار الإقفال الشهرية لمؤشر سوق الأوراق المالية فقد تم الحصول عليه من المواقع الرسمية التالية (سوق دمشق للأوراق المالية-سوق العراق للأوراق المالية-البورصة المصرية-بورصة الجزائر-سوق الكويت للأوراق المالية) وذلك للدول العربية (سورية-العراق-مصر-الجزائر-الكويت) على التوالي.

(الرقم القياسي الشهري لأسعار المستهلك خلال الشهر/ الرقم القياسي لأسعار المستهلك للشهر ذاته من العام السابق)-1 (1)

(سعر الإقفال الشهري لمؤشر سوق البورصة خلال الشهر/ سعر الإقفال لمؤشر سوق البورصة خلال الشهر ذاته من العام السابق)-1 (2)

تم الاعتماد على المعادلة رقم (1) للحصول على معدل التضخم الشهري خلال الفترة المدروسة، أما المعادلة رقم (2) فقد تمّ تطبيقها للحصول على معدل العائد الشهري لمؤشر سوق الأوراق المالية خلال فترة الدراسة.

رابعاً- أداة الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات:

اعتمدت هذه الدراسة برنامج EVIEWS للقيام بعمليات التحليل الإحصائي للبيانات المدروسة واختبار فرضية الدراسة، وذلك من خلال إجراء عدة اختبارات مبرمجة ضمن هذا البرنامج، وبما أنّ الدراسة تقوم على اختبار تأثير معدل التضخم على عوائد الأسهم، فقد تمّ الاستناد إلى الاختبارات التالية:

- المتوسط الحسابي (Mean) والانحراف المعياري (Standard Deviation):

يهدف دراسة الخصائص الإحصائية لكلّ من معدل التضخم وعوائد الأسهم اللذين يُعدّان من أهم مقاييس النزعة المركزية ومقاييس التشتت المستخدمة في الإحصاء والحياة العملية.

- معامل الالتواء (Skewness):

يساعد في معرفة ما إذا كان توزيع السلسلة متماثلاً حول وسطها الحسابي أم لا.

- معامل التفرطح (Kurtosis):

يمكن من خلاله معرفة تحدّب توزيع السلسلة.

- احتمالية جارك بيرا (Jarque-Bera):
يستخدم هذا الاختبار لمعرفة إذا كانت المتغيرات تخضع للتوزيع الطبيعي أم لا.
- اختبار الارتباط الذاتي لمعدلات التضخم (Auto Correlogram Test):
يساعد في معرفة مدى درجة ارتباط المتغير بذاته.
- اختبار الاستقرار (Unit Root Test):
لمعرفة درجة استقرار متغير الدراسة.

أما بالنسبة للنماذج المستخدمة في اختبار العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم فقد تم الاعتماد على النموذجين التاليين:

- نموذج (ARMA):
وهو اختصار لـ (Autoregressive Moving Average model)، نموذج الانحدار الذاتي والمتوسط المتحرك، فالجزء (ar) يعني الانحدار الذاتي، والجزء (ma) يعني المتوسط المتحرك، وهذا معناه أن النموذج يجمع بين منهجين في التقدير وهو منهج الانحدار الذاتي ومنهج المتوسطات المتحركة، ويسمى بنموذج بوكس-جينكز، ويستخدم أساساً في التنبؤ بقيمة السلسلة في المدى القصير.
- نموذج (ARCH):
وهو اختصار لـ (Autoregressive conditional Heteroskedasticity) الذي يعرف بنموذج الانحدار غير الخطي، وهو نموذج ارتباط ذاتي مشروط بتجانس تباينات الأخطاء، يستخدم للتنبؤ باتجاه المتغيرات الاقتصادية والمالية المكونة من سلاسل زمنية، والذي تم اقتراحه من قبل روبرت إنجل عام 1982.

خامساً- المعالجة الإحصائية للبيانات:

تسعى الدراسة إلى اختبار العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم، وماهية هذه العلاقة في حال وجودها باستخدام نموذج ARCH، لذلك سنقوم بالخطوات التالية:

1-5 - تعريف متغيرات الدراسة:

INF: معدل التضخم الشهري لكل دولة.

- SYINF: معدل التضخم الشهري في سورية.

- IRINF: معدل التضخم الشهري في العراق.

- EGINF: معدل التضخم الشهري في مصر.

- GEINF: معدل التضخم الشهري في الجزائر.

- KWINF: معدل التضخم الشهري في الكويت.

RE: معدل العائد الشهري لمؤشر سوق الأوراق المالية لكل دولة.

- SYRE: معدل العائد الشهري لمؤشر سوق الأوراق المالية في سورية.

- IRRE: معدل العائد الشهري لمؤشر سوق الأوراق المالية في العراق.

- EGRE: معدل العائد الشهري لمؤشر سوق الأوراق المالية في مصر.

- GERE: معدل العائد الشهري لمؤشر سوق الأوراق المالية في الجزائر.

- KWRE: معدل العائد الشهري لمؤشر سوق الأوراق المالية في الكويت.

2-5- اختيار النموذج الأمثل لاختبار العلاقة بين المتغيرات:

إنّ اختبار العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم يتطلب البحث عن النموذج الأمثل لتطبيق العلاقة بينهما، وبالتالي لا بدّ من دراسة الخصائص الإحصائية للمتغير التابع

(عوائد الأسهم)، وبعد التوصل إلى النموذج الأمثل نختبر العلاقة بين عوائد الأسهم ومعدل التضخم.

ولدراسة عشوائية المتغيرات فإن ذلك يتطلب تحقيق ثلاثة شروط ألا وهي:

- أن تخضع المتغيرات للتوزيع الطبيعي.
- ألا يكون كل متغير مرتبط ذاتياً، أي أن تكون كل قيمة من قيم المتغير مستقلة بذاتها ولا تتأثر بالقيمة التي قبلها.
- أن يكون المتغير مستقراً

وفي حال تحقق هذه الشروط عندها تكون المتغيرات عشوائية وبالتالي يمكن تطبيق نموذج الانحدار الخطي على العلاقة بين المتغيرين.

➤ اختبار التوزيع الطبيعي:

حتى يتبع التوزيع الاحتمالي للمتغير للتوزيع الطبيعي سنقوم بتطبيق اختبار جارك بيرا، فإذا كانت احتمالية جارك بيرا أكبر من (0.05)، ومعامل الالتواء مساوياً للصفر، ومعامل التفرطح مساوياً 3، عندها يمكن اعتبار أن التوزيع الاحتمالي للمتغير توزيعاً طبيعياً، كما هو موضح في الجدولين (1 و 2):

الجدول رقم (1) الخصائص الإحصائية لعوائد الأسهم في الدول العربية

الدولة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	معامل الالتواء	معامل التفرطح	اختبار جارك بيرا	احتمالية جارك بيرا
سورية	0.006461	0.061674	0.866383	6.279396	27.51384	0.000001
العراق	0.003224	0.033230	1.819984	10.18305	129.6912	0.000000
مصر	0.005467	0.093330	0.286786	3.390166	0.962428	0.618033
الجزائر	0.001829	0.022010	0.245831	4.355028	4.155664	0.125201
الكويت	0.003549	0.057689	4.372907	27.30209	1334.162	0.000000

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews.

نلاحظ من الجدول رقم (1) أنّ المتوسط الحسابي لسلسلة العوائد في سورية كان الأكبر بقيمة 0.0065، بينما كان المتوسط الحسابي لسلسلة العوائد في الجزائر يساوي 0.0018 هو الأصغر مقارنةً بباقي الدول، كما أنّ الانحراف المعياري للسلسلة في الجزائر كانت الأصغر بقيمة 0.022، ما يدلّ أنّ سلسلة العوائد في الجزائر هي الأكثر اعتدالاً والأقلّ تشتتاً، بينما كانت سلسلة العوائد في مصر الأكثر تشتتاً، إذ بلغ الانحراف المعياري للسلسلة 0.093 وهو الأكبر مقارنةً بالدول الأخرى، أما بالنسبة لاحتمالية جارك بيررا فهي أكبر من 0.05 في كل من مصر والجزائر، فيما كانت أصغر من 0.05 في باقي الدول، وهو ما يتنافى مع قاعدة التوزيع الطبيعي، أما بالنسبة لمعامل الالتواء فقد جاءت جميع قيم المعامل للدول المذكورة أكبر من الصفر ما يدل على وجود قيم شاذة وأنّ توزيع السلسلة غير متماثل والذيل الأيمن أطول بالمقارنة مع التوزيع الطبيعي، وكذلك بالنسبة لمعامل التفرطح فقد ابتعدت معظم قيم المعامل عن القيمة 3، إذ كانت جميع القيم أكبر من هذه القيمة بتحدّب أكبر من التوزيع الطبيعي، وهذا يشير أنّ التوزيع الاحتمالي في كل من الدول لا يخضع للتوزيع الطبيعي.

الجدول رقم (2) الخصائص الإحصائية لمعدل التضخم في الدول العربية

الدولة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	معامل الالتواء	معامل التفرطح	اختبار جارك بيررا	احتمالية جارك بيررا
سورية	0.273845	0.356848	1.427655	3.921689	22.50577	0.000013
العراق	0.039341	0.019327	0.242098	2.655870	0.882179	0.643335
مصر	0.099570	0.022674	-0.356402	2.754717	1.420636	0.491488
الجزائر	0.055021	0.015158	0.720753	2.615898	5.563687	0.061924
الكويت	0.036407	0.013262	0.415065	2.049839	3.979803	0.136709

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews.

نلاحظ من الجدول رقم (2) أن المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لسلسلة معدل التضخم في سورية كان الأكبر إذ بلغ 0.274 و 0.357 على التوالي، بينما كان أصغرها في الكويت بقيمة 0.037 و 0.013 على التوالي، ما يشير إلى أنّ بيانات السلسلة في سورية هي الأكثر تشتتاً بالمقارنة مع باقي الدول، بينما كانت بيانات سلسلة معدل التضخم في الكويت الأقل تشتتاً، أما بالنسبة لاحتمالية جارك بيررا فهي أكبر من 0.05 في كل من العراق ومصر والجزائر والكويت، وقيم معامل الالتواء في الدول المذكورة تقترب من الصفر، لكنّها أكبر من هذه القيمة ما يدل على وجود قيم شاذة وتوزيع السلسلة غير متماثل والذيل الأيمن أطول بالمقارنة مع التوزيع الطبيعي، وكذلك بالنسبة لمعامل التفرطح فقد اقتربت قيم المعامل جميعها من القيمة 3 ولكن بتحدّب أقل من التوزيع الطبيعي، حيث جاءت جميع القيم أصغر من القيمة 3، وهذا يشير أن التوزيع الاحتمالي في كلّ من الدول المذكورة أعلاه لا يخضع للتوزيع الطبيعي، مع الإشارة إلى أنّ التوزيع الاحتمالي في العراق كان الأقرب من بين الدول للتوزيع الطبيعي، فاحتمالية جارك بيررا تساوي 0.06 ومعامل الالتواء يساوي 0.24، واقترب معامل التفرطح من القيمة 3، حيث جاءت قيمته مساوية لـ 2.65، أما بالنسبة لسورية فنلاحظ من الجدول أنّ احتمالية جارك بيررا تساوي 0.00 وهي أصغر من 0.05، وهذا يعني أنّ التوزيع الاحتمالي لمعدل التضخم في سورية لا يخضع للتوزيع الطبيعي.

➤ اختبار الارتباط الذاتي:

نقصد بالارتباط الذاتي للمتغير أي مدى تأثر قيمة المتغير بالقيمة التي قبلها، وعندها يكون المتغير ليس عشوائياً، أي يجب أن تكون قيم المتغير مستقلة بعضها من بعض لضمان عشوائية المتغير، ومن أجل تحقّق هذا الشرط يجب أن تكون احتمالية الارتباط

الذاتي أكبر من 0.05 عندها نتأكد من عشوائية البيانات، والذي سنوضحه في الجدول التالي:

الجدول رقم (3) اختبار وجود الارتباط الذاتي لعوائد الأسهم في أسواق المال العربية

العراق	مصر	الجزائر	السعودية	الكويت	احتمالية الارتباط الذاتي
0.00	0.00	0.00	0.00	0.483	

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews.

نلاحظ من الجدول أعلاه أن احتمالية الارتباط الذاتي لجميع قيم المتغير في كل من سورية والعراق ومصر والجزائر أصغر من 0.05، وهذا يدل على أن قيم المتغير مرتبطة ذاتياً بعضها ببعض، أي أنّ عوائد الأسهم ليست متغيراً عشوائياً، أما في الكويت فاحتمالية الارتباط الذاتي تساوي 0.483 وهي أكبر من 0.05 ما يعني أن عوائد الأسهم في الكويت ليست مرتبطة ذاتياً ويمكن اعتباره متغيراً عشوائياً.

➤ اختبار الاستقرار:

يتم في هذا الاختبار التأكد من أنّ المعاملات مستقرة، وذلك لتجنب الحصول على نتائج زائفة عند تطبيق العلاقة، وبالتالي من أجل اختبار الاستقرار سيتم تطبيق اختبار جذر الوحدة بحيث يجب أن تكون قيمة (KPSS t-Statistic) في اختبار (Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin) أصغر من قيم (t-Statistic) عند جميع مستويات الدلالة (1%، 5%، 10%)، كما هو مبين في الجدول رقم (4).

الجدول رقم (4) اختبار الاستقرار لعوائد الأسهم في أسواق المال العربية

العراق	مصر	الجزائر	السعودية	الكويت	
0.106827	0.157619	0.496227	0.167160	0.141491	KPSS t-Statistic
0.739000	0.739000	0.739000	0.739000	0.739000	(1%) t-Statistic
0.463000	0.463000	0.463000	0.463000	0.463000	(5%) t-Statistic
0.347000	0.347000	0.347000	0.347000	0.347000	(10%) t-Statistic

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews.

نلاحظ من الجدول السابق أنّ قيمة KPSS t-Statistic كانت أصغر من قيم t-Statistic عند مستويات الدلالة جميعها في كلّ من سورية والعراق ومصر والكويت ما يعني أنّ معاملات العوائد مستقرة عند مختلف مستويات الدلالة، بالمقابل نلاحظ أنّ معاملات المتغير لم تكن مستقرة في الجزائر، حيث جاءت قيمة KPSS t-Statistic أصغر من قيم t-Statistic عند مستوى الدلالة 1% و5% ولكنها أكبر من قيمة t-Statistic عند مستوى الدلالة 10% ما يدلّ على أنّ عوائد الأسهم في الجزائر ليست مستقرة.

نستنتج من الاختبارات السابقة عدم إمكانية تطبيق نموذج الانحدار الخطّي لاختبار العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم نتيجة عدم تحقق الشروط اللازمة كافة لتطبيق هذا النموذج، إذ تبين أنّ كلاً من معدل التضخم وعوائد الأسهم ليسا متغيّرين عشوائيين ولا يخضعان للتوزيع الطبيعي، وهذا يدلّ على وجود عوامل أخرى تؤثر على كلّ منهما، ما يستدعي التأكد من عشوائية هذه العوامل، والبحث عن نماذج أخرى تضمن استقرار البواقي وتجانسها، وبالتالي سيتم اختبار كل من نموذج ARMA و نموذج ARCH للوصول إلى البيئة المثلى من أجل اختبار العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم.

وفي هذا الإطار سنقوم في البداية باختبار إمكانية استخدام بيئة (ARMA) لتطبيق العلاقة بين معدّل التضخم والعوائد، والذي سيتمّ توضيحه في الجدول التالي:

الجدول رقم (5) تطبيق نموذج (ARMA) على عوائد الأسهم في أسواق المال العربية:

الكويت	الجزائر	مصر	العراق	سورية	
ARMA(2,1)	ARMA(1,0)	ARMA(2,1)	ARMA(1,0)	ARMA(1,0)	ARMA
0.9507	0.0144	0.0192	0.7225	0.4594	R² Prob

المصدر: إعداد الطالبة بناءً على مخرجات EViews

يتمّ تحديد البيئة المثلى لـ ARMA لتطبيق العلاقة بين المتغيرين بناءً على ثلاثة مؤشرات رئيسية وهي : Akaike info criterion، Schwarz criterion، Hannan-Quinn criter، من خلال المقارنة بين المؤشرات الثلاثة عن طريق التجربة باستخدام برنامج EXCEL، حيث يتم اختيار أصغر قيمة لمؤشر Schwarz criterion. ولمعرفة ما إذا كانت بيئة ARMA التي تمّ التوصل إليها هي البيئة المثلى لتطبيق العلاقة بين المتغيرين يجب التأكد من عشوائية المتبقيات وتجانسها، وذلك من خلال إجراء اختبار التذبذب على البواقي (Heteroskedasticity Test)، وحتى يتحقق شرط التجانس يجب أن تكون احتمالية التجانس (R^2 Prob) أكبر من 0.05، عندها يتم التأكد من عدم وجود تذبذب في البواقي وتكون الانحرافات المعيارية متساوية، وبالتالي يكون النموذج الذي تم التوصل إليه هو النموذج الأمثل للعلاقة بين المتغيرين.

نلاحظ من الجدول السابق أنّ بيئة (ARMA) في سورية والعراق والجزائر نفسها ARMA(1,0) وهذا يعني أنّ كلّ قيمة من عوائد الأسهم مرتبطة بالقيمة السابقة لها، أي القيم مرتبطة ذاتياً من الدرجة الأولى، مع عدم وجود قيمة للمتوسط المتحرك ما يشير إلى عدم وجود إمكانية للتنبؤ، وبالنسبة لبيئة ARMA في مصر والكويت فقد كانت ARMA(2,1) وهذا يشير إلى أنّ القيم مرتبطة ذاتياً من الدرجة الثانية، مع وجود إمكانية للتنبؤ، إذ يشير وجود المتوسط المتحرك (MA) إلى احتواء السلسلة على تذبذبات غير منتظمة ما يؤدي إلى وجود عدة أوساط تتذبذب حولها البيانات، أما بالنسبة لاحتمالية التجانس فبحسب الجدول السابق كانت الاحتمالية أكبر من 0.05 في كل من سورية والعراق والكويت، ما يعني أنّ البواقي متجانسة، وبالتالي يمكن اعتماد بيئة ARMA في الدول المذكورة فقط لتكون النموذج الأمثل في اختبار العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم، في حين جاءت احتمالية التجانس في أصغر من 0.05، في مصر والكويت، ما يؤكّد على عدم تجانس البواقي وتذبذبها، وخضوع الخطأ المعياري للارتباط الذاتي، أي أنّه

ليس عشوائياً، وبالتالي بيئة ARMA لاتمثل البيئة المثلى للمتغير، ولابدّ من الانتقال إلى بيئة ARCH.

بعد التوصل إلى النموذج الذي سيتم ضمنه اختبار العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في كل من سورية والعراق والكويت، سنتبع الخطوات السابقة نفسها لمعرفة ما إذا كانت بيئة ARCH تمثل البيئة المثلى للعلاقة في هذه الدول كونها تعطي نتائج أفضل عند اختبار العلاقة بين المتغيرات، وهنا أيضاً نقوم بالمقارنة بين المؤشرات الثلاث المذكورة أعلاه، وسيتم اختيار أصغر قيمة لمؤشر Schwarz criterion، كما سيتم إجراء اختبار التذبذب على البواقي للتأكد من عشوائية المتبقيات، و للتأكد من إمكانية تطبيق النموذج الذي تمّ التوصل إليه في بيئة ARCH لاختبار العلاقة بين المتغيرات.

الجدول رقم (6) تطبيق نموذج (ARCH) على عوائد الأسهم في أسواق المال العربية:

الكويت	الجزائر	مصر	العراق	سورية	
ARCH(0,1)	ARCH(2,0)	ARCH(2,0)	ARCH(1,0)	ARCH(1,0)	ARCH
0.9272	0.7577	0.6160	0.6345	0.5974	R² Prob

المصدر: إعداد الطالبة بناءً على مخرجات EViews

نلاحظ من الجدول السابق أنّ بيئة ARCH المطبقة على عوائد الأسهم في العراق وسورية بعد التجريب هي ARCH(1,0)، بينما جاءت في مصر والجزائر ARCH(2,0) وفي الكويت ARCH(0,1)، إذ إنّ الانتقال إلى بيئة ARCH يعني الانتقال من الارتباط الخطي البسيط إلى الارتباط اللاخطي، أما بالنسبة لعشوائية البواقي فنلاحظ أنّ احتمالية التجانس في كل الدول أكبر من 0.05، ما يشير إلى تجانس العشوائيات وبالتالي تمثل هذه البيئة النموذج الأمثل لاختبار العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم.

3-5- اختبار فرضية الدراسة:

تقوم فرضية الدراسة على اختبار العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في الدول العربية ومعرفة طبيعة هذه العلاقة، إذ تنصّ فرضية الدراسة على:

- الفرضية العدم: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التضخم وعوائد الأسهم.

- الفرضية البديلة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التضخم وعوائد الأسهم.

سنقوم في هذه المرحلة على إدخال متغير معدل التضخم ضمن بيئة المتغير التابع (عوائد الأسهم) التي تمّ التوصل إليها، كما هو موضّح في الجدول التالي:

الجدول رقم (7) اختبار العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في الدول العربية:

السورية	العراق	مصر	الجزائر	الكويت	
ARCH(1,0)	ARCH(1,0)	ARCH(2,0)	ARCH(2,0)	ARCH(0,1)	نموذج الدراسة
-0.000893	-0.000985	-0.001601	-0.003590	-0.063375	Coefficient
0.1744	0.8556	0.8431	0.0000	0.0024	t-Statistic Prob
0.457282	0.205403	0.150733	0.272082	0.054548	R ²

المصدر: إعداد الطالبة بناءً على مخرجات EViews

يدلّ نموذج الدراسة على النموذج النهائي الذي تمّ اعتماده لاختبار العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم، والذي تمّ التوصل إليه من خلال الاختبارات التي أجريت سابقاً، كما يساعد الثابت Coefficient في تحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرات سواء أكانت موجبة أم سالبة، واحتمالية t-Statistic فيمكن من خلالها التعرف على معنوية المتغير الذي تمّ إدخاله إلى النموذج، فإذا كانت الاحتمالية أصغر من 0.05، فإن ذلك يؤكد على معنوية المتغير الخارجي، ويثبت وجود علاقة بين المتغيرين، في حين إذا كانت الاحتمالية أكبر من 0.05 فذلك ينفي وجود علاقة بينهما، أما معامل الانحدار R² فسيتمّ

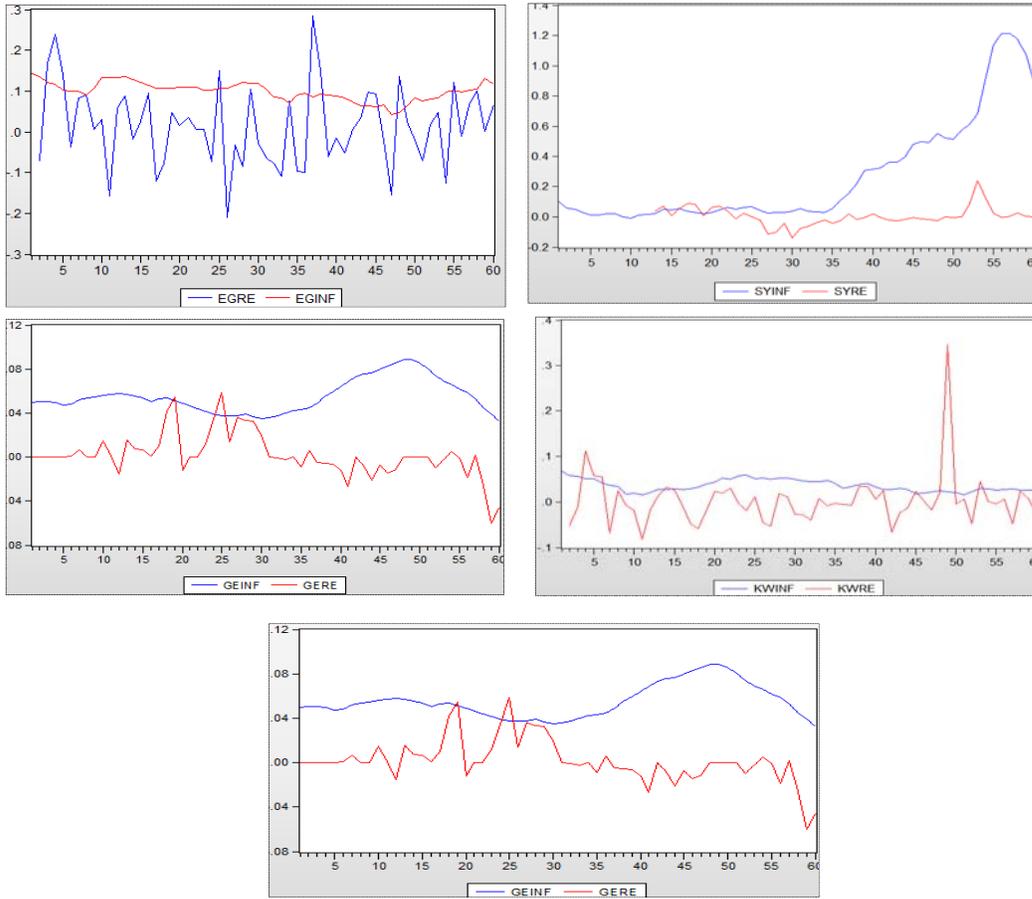
الاستعانة به لمعرفة القوة التفسيرية للعلاقة، فكلما كان أكبر دلّ ذلك على قوّة العلاقة بين المتغيرين.

نلاحظ من الجدول السابق أنّ المعامل (C) سالب في كلّ الدول، ولكن عند الحكم على معنوية المعامل نلاحظ أنّ احتمالية t-Statistic أكبر من 0.05 في كلّ من سورية ومصر والعراق ما يؤكد على عدم وجود علاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في هذه الدول، ويدل أن المستثمرين في هذه الأسواق لا يأخذون معدلات التضخم بعين الاعتبار عند القيام بالاستثمار بالأسهم.

أما في الجزائر والكويت فنلاحظ أنّ احتمالية t-Statistic أصغر من 0.05 ما يدلّ على وجود علاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم، وتأخذ العلاقة طبيعة عكسية كون المعامل (C) ذا إشارة سالبة، وبالعودة إلى القوّة التفسيرية للعلاقة بين المتغيرين نلاحظ أن قيم معامل التحديد أصغر من 50% في كل الدول ما يدل أن العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم ضعيفة ويوجد عوامل أخرى تؤثر على عوائد الأسهم لسنا في صدها في هذه الدراسة.

ولمزيد من التأكيد من صحة النتائج التي تمّ التوصل إليها، سنستعين بالأشكال البيانية لتمثيل العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم، كما هو موضّح في الشكل التالي:

الشكل رقم (2) الأشكال البيانية لمعدل التضخم وعوائد الأسهم في الدول العربية:



نلاحظ من الشكل السابق أن العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم ليست قوية، فالشكل البياني لعوائد الأسهم في هذه الدول يعاني من تقلبات كثيرة بين الارتفاع والهبوط، رغم الاستقرار النسبي لمعدل التضخم والتي عادة ما توصف بالاستدامة، وهذا يؤكد النتيجة التي تم التوصل إليها في الاختبار السابق.

وبالتالي تكون النتيجة النهائية التي تم التوصل إليها تتلخص بعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في سورية والعراق ومصر، بينما يتضح وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بينهما في الجزائر والكويت.

خلاصة:

جاءت هذه الدراسة للبحث في طبيعة العلاقة التي تربط بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في مجموعة من الدول العربية خلال الفترة (2009-2013)، وذلك بهدف معرفة الآثار المحتملة للتضخم على أسواق الأوراق المالية.

ونظراً لتضارب النظريات لهذه العلاقة، فقد سعت الدراسة إلى اختبار طبيعة العلاقة ما إذا كانت تؤيد فرضية فيشر الذي اعتبر أنّ الأسهم تمثل أداة تحوط جيدة ضد مخاطر التضخم، مؤكداً على العلاقة الموجبة بينهما، أم أنّها ستؤيد فرضية فاما الذي رفض فرضية فيشر رفضاً تاماً موضحاً أنّ العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم هي علاقة عكسية.

وعند إجراء التحليل الإحصائي على بيانات الدراسة، أظهرت نتائج الدراسة أن معدل التضخم لا يؤثر على عوائد الأسهم في الأسواق المالية في سورية والعراق ومصر، إذ جاءت هذه النتيجة معاكسة لكل من فرضية فاما وفيشر اللذين أكدا على وجود علاقة بين هذين المتغيرين سواء أكانت موجبة أم سالبة، أما في الجزائر والكويت فقد أكدت النتائج بوجود علاقة عكسية بين معدل التضخم وعوائد الأسهم، مؤيدة الافتراض الذي جاء به فاما بأن الأسهم لا تمثل أداة تحوط ضد مخاطر التضخم، ويمكن أن نعزي الاختلاف في النتائج إلى اختلاف طبيعة الأسواق المالية المطبقة عليها الدراسة، إذ غالباً ما تعرف طبيعة هذه الأسواق بعدم الكفاءة وضعف الوعي الاستثماري قياساً بأسواق الدول المتقدمة، بالإضافة إلى أن معدلات التضخم فيها غالباً ما تكون مرتفعة وهو ما يدفع عدد كبير من المدخرين إلى تجنب استثمار أموالهم في السندات والأسهم وذلك تفادياً لتأثير معدل التضخم، ما يجعل المستثمرين في الدول العربية يقومون باستثماراتهم دون الأخذ بعين الاعتبار معدل التضخم السائد، إضافةً إلى ذلك فإن طبيعة الاقتصادات والسياسات الاقتصادية لعمل البورصات في هذه الدول تشكل نقطة ضعف مهمة في هذه البورصات،

هذا فضلاً عن انعدام دور صناع السوق الذي يعمل بفاعلية على تخفيف آثار التآرجح في أسعار الأسهم نظراً إلى كون نظم حوكمة الشركات تعد ضعيفة نسبياً في الأسواق العربية، كما أن غالبية المستثمرين هم من المدخرين والمضاربين الذين يتخذون القرارات الاستثمارية معتمدين على الإشاعات وعلى بعض آليات التقويم الاستثماري التقني من دون دراية بمقومات التحليل وتقنياته، ومحدودية دور المؤسسات الاستثمارية في هذه الأسواق، وهي مؤسسات متخصصة بهذه الصناعة المالية ولديها الموارد والدراية الكافية لتتخذ قرارات استثمارية، وهي في أسوأ الأحوال أصح وأكثر استمراراً من تلك التي يتخذها المستثمرون الأفراد.

النتائج والتوصيات:

تعدّ ظاهرة التضخم أحد الظواهر الجوهرية في بيئة الاقتصاد للدول العربية، خاصةً في ظلّ التغيرات المستمرة التي تتعرض لها، ما جعل ظاهرة التضخم تبرز لتشكل أهمّ التحديات التي تواجهها هذه البيئة نظراً لآثار السلبية للتضخم على مختلف جوانب الحياة الاقتصادية، وفي إطار أهمية ظاهرة التضخم في الدول العربية سعت هذه الدراسة للبحث في آلية تأثير معدل التضخم على الأسواق المالية للوقوف على طبيعة هذه العلاقة ودور الأنظمة الاقتصادية المتبعة في هذه الدول في التأثير على الأسواق المالية واتجاهات المستثمرين.

النتائج:

خلصت الدراسة إلى التوصل للنتائج التالية:

- 1- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في كل من الجزائر والكويت، وهو ما يتوافق مع فرضية فاما وفيشر اللذين أكدا على وجود علاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم بغض النظر عن طبيعة هذه العلاقة.
- 2- عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في سورية والعراق ومصر، وهو ما يتناقض مع الفرضيات التي جاء بها فاما وفيشر.
- 3- تؤكد العلاقة العكسية بين معدل التضخم وعوائد الأسهم صحة فرضية فاما بأنّ الأسهم لا تعدّ أداة تحوُّط ضد التضخم، وذلك عكس الفرضية الذي جاء بها فيشر والذي أكد فيها على العلاقة الموجبة بينهما.
- 4- إنّ دراسة تأثير معدل التضخم على عوائد الأسهم وحدها لا تكفي لبناء استراتيجيات استثمارية سليمة، إذ يدل ضعف العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم على

وجود عوامل أخرى يتوجب أخذها بعين الاعتبار لمعرفة تأثير هذه العوامل على عوائد الأسهم، وذلك بهدف بناء القرارات الاستثمارية الصحيحة والدقيقة.

5- عدم وجود تأثير فعال لمعدلات التضخم السائدة على القرارات الاستثمارية للمستثمرين في الأسواق المالية، على الرغم من أن معدل التضخم من أهم العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم، وذلك ظهر جلياً في معظم الدراسات الأجنبية التي قامت بدراسة هذه العلاقة.

التوصيات:

مما سبق يمكن استخلاص التوصيات التالية:

1-توصي الدراسة بإعداد المزيد من الدراسات للوقوف على أهم العوامل الأكثر فعالية في تفسيرها للتغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم، إذ لوحظ وجود ندرة في دراسة العوامل المؤثرة على العوائد بشكل عام، وتأثير التضخم عليها بشكل خاص.

2-لابد أن يعمل المستثمرون على تنويع محافظهم الاستثمارية لتجنب حالات التضخم المرتفع من أجل تجنب أثر التضخم على عوائد الأسهم، إذ بينت بعض الدراسات أن عوائد الأسهم قد تشكل تحوطاً جزئياً ضد التضخم على المدى الطويل وذلك في الحالة التي يكون فيها معدل التضخم أقل من معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين.

3- أن تتوفر لدى المستثمر المعرفة والخبرة اللازمة لاستخدام وفهم المعلومات الواردة إلى السوق والقدرة على تحليلها، وذلك من خلال قيام هيئات الأسواق المالية باتخاذ الإجراءات الكفيلة كافة بتحسين الوعي الاستثماري لدى المستثمرين، من خلال قيام الهيئات المسؤولة في الأسواق المالية بعقد ندوات ودورات تدريبية، وإصدار مجلات علمية متخصصة تتضمن تحليل لآخر مستجدات الأسواق، تسعى من خلالها إلى تعريف المستثمرين بأهمية هذه الأسواق، ودورها في تعزيز التنمية الاقتصادية، ودفع عجلة النمو.

4- أن بلحظ المستثمر جميع العوامل المحيطة بظروف الاستثمار، وألا يستند على حركة المؤشر وحدها، وذلك تجنباً لوجود معلومات مضللة قد وردت إلى السوق وغيرت من حركة المؤشر، ومراعاة العوامل النفسية إلى جانب العوامل الأخرى عند

اختيارهم للأوراق المالية، نظراً إلى تأثيرها الكبير على أسعار الأوراق المالية وحركتها.

5- دعم وجود مؤسسات عربية تتولى نشر المعلومات والبيانات عن التداولات داخل البورصات العربية، وإنشاء بنوك استثمارية عربية مشتركة تتولى مهام إصدار الأوراق المالية.

6- إيجاد آلية للتنسيق بين السياسة النقدية والسوق المالية من خلال وضع استراتيجية عامة تتسم بالشفافية وتشمل مختلف الجوانب الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، بحيث تضمن الاستقرار الاقتصادي من جهة، وازدهار السوق المالية من جهة أخرى.

7- ضرورة اتباع السياسات الاقتصادية الكفيلة بالقضاء على الاختلال في بنية الاقتصاد الوطني، وتفعيل الأدوات الكفيلة بتحقيق هذه الغاية.

خاتمة عامة:

تعدّ دراسة وتحليل آلية التأثير بين المتغيرات الاقتصادية وعوائد الأسهم في الأسواق المالية من أهمّ الدراسات التي تساهم في وضع السياسات الاقتصادية الملائمة للمحافظة على الاستقرار في الأسواق المالية والاقتصاد ككلّ.

احتلّت ظاهرة التضخم مكانة هامة في الدراسات الاقتصادية وذلك بسبب التأثير السلبي للظاهرة على المتغيرات الاقتصادية الأخرى، إذ جاء في بعض الدراسات اعتبار عوائد الأسهم وسيلة تحوُّط كاملة تجاه التضخم، وقد كانت معادلة فيشر حول العلاقة العكسية بين معدلات التضخم وعوائد الأسهم الأساس في العديد من الدراسات و الأبحاث التي اعتمدت المنهج الإحصائي لتحديد طبيعة العلاقة التي تربط معدلات العائد على الأسهم بمعدلات التضخم بالاعتماد على تحليل الارتباط البسيط بين هذين المتغيرين، و كان الغرض منها وضع استراتيجية فعّالة للاستثمار في الأوراق المالية خلال الفترات التي تتميز بارتفاع معدلات التضخم، ولكنّ القسم الأكبر من هذه الأعمال توصل إلى أن الأسهم لا يمكن أن تكون أداة تحوُّط - كامل أو جزئي - من مخاطر التضخم، والمثير للانتباه هو أن هذه الدراسات التي عارضت فرضية فيشر أظهرت نتائجها وجود علاقة عكسية بين التضخم و عوائد الأسهم قد بدأت منذ نهاية عقد الستينات و لا سيّما في عقد السبعينات الذي شهد موجات تضخمية كبيرة في الاقتصادات الرأسمالية منها الولايات المتحدة الأمريكية؛ غير أنّ قسماً آخر من الباحثين توصلوا من خلال الأبحاث التي قاموا بها إلى إثبات علاقة طردية لعوائد الأسهم الخاصّة بالشركات الصناعية ومعدلات التضخم، واعتبروا هذه النتائج منطقية لأنّ هذا الصنف من الشركات تحديداً يستفيد من ارتفاع المستوى العام للأسعار في الفترات التضخمية عند قيامها بتصريف مخزونها من

السّلع أو عند إنتاجها اعتماداً على مواد أولية قامت باقتنائها قبل ارتفاع المستوى العام للأسعار، وعلى الرغم من ذلك فإنّ هذه العلاقة الطردية ضعيفة جداً. أمّا هذه الدّراسة التي خصّصت لدراسة العلاقة بين هذين المتغيرين داخل اقتصاد بعض الدول العربية، فقد كانت نتائجها أقرب لفرضية فاما التي أكّدت العلاقة العكسية بين المتغيرين في بعض الدّول، أمّا في بعض الدول الأخرى فقد كانت النتائج مناقضة لفرضية فاما وفيشر بعدم وجود علاقة بين هذين المتغيرين.

قائمة المراجع:

أولاً- المراجع السورية:

• الكتب:

- الحوراني، أكرم، حساني، عبد الرزاق، النقود والمصارف، جامعة دمشق، دمشق، سورية، 2008-2009.
- الشعار، نضال، سوق الأوراق المالية وأدواتها-البورصة، حلب، سورية، 2006.
- العبدلله، مصطفى، علم الاقتصاد والمذاهب الاقتصادية، جامعة دمشق، دمشق، سورية، 1990.
- العريبي، عصام، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الرضا للنشر، سورية، 2008.
- المصري، رفيق يونس، آثار التضخم على العلاقات التعاقدية في المصارف الإسلامية والوسائل المشروعة للحماية، دار المكتبي، ط2، دمشق، سورية، 2009.
- أبو عراج، هاشم، شرف، كمال، النقود والمصارف، جامعة دمشق، دمشق، سورية 2004.
- حبيب، مطانيوس، أوراق في الاقتصاد السوري، دار الرضا، دمشق، سورية، 2006.
- شامية، أحمد زهير، اقتصاديات النقود والمصارف، جامعة حلب، سورية 2000.
- كنعان، علي، النقود والصيرفة والسياسة النقدية، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2012.
- كنعان، علي، الاقتصاد المالي، جامعة دمشق، دمشق، سورية، 2009.
- كنعان، علي، النظام النقدي والمصرفي السوري، دار الرضا، ط1، دمشق، سورية، 2000.
- موصللي، سليمان، سليمان، عدنان، الأسواق المالية، جامعة دمشق، دمشق، سورية، 2012.

• رسائل جامعية:

- المحمد، سلمى، التضخم في الاقتصاد السوري: أسبابه والسياسات الممكنة لمعالجته، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 1987.
- برادعي، آلاء، تقييم أداء مدير المحافظ الاستثمارية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، 2013.
- حساني، عبد الرزاق، النظرية والسياسة النقدية، أطروحة دكتوراه، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق، سورية، 2003.
- زهرة، شادي، الأسواق المالية الناشئة ودورها في عملية التنمية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية.

ثانياً- المراجع العربية:

• الكتب:

- الأعرج، طارق محمد، الأسواق المالية، الأكاديمية العربية المفتوحة، كلية الإدارة والاقتصاد، الدنمارك.
- الداغر، محمود محمد، الأسواق المالية: مؤسسات-اوراق-بروصات، دار الشروق، ط1، عمان، الأردن 2005.
- الحناوي، محمد، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، كلية التجارة-جامعة الاسكندرية، مصر، 2008.
- الحناوي، محمد، مبدئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2006.
- الحناوي، محمد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2005.
- اللوغانى، نبيل، العوائد الجارية للأسهم ومعدلات عائد الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية، جامعة الملك سعود، الرياض، السعودية، 2004.
- المنذري، سليمان، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة المدبولي، مصر، ط2، 2004.
- بني، حسين، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الكندي، عمان، الأردن، ط1، 2003.
- جركس، ابراهيم أحمد، تفعيل أداء الأسواق والمؤسسات المالية في العراق عامل مهم في مواجهة تحديات العولمة، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية بعنوان الاقتصاد العراقي ومتغيرات البيئة العربية ودولية، مطبوعات بيت الحكمة، بغداد، ط1، 2002.
- حماد، طارق عبد العال، التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2006.
- حماد، طارق عبد العال، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر 2003.
- حنفي، عبد الغفار، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر 2007.
- حنفي، عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر 2005.
- حيدر، فاخر عبد الستار، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ، الرياض، السعودية، 2002.
- خريس، جمال، النقود والبنوك، دار الميسرة للنشر والطباعة والتوزيع، الأردن، عمان، الأردن، 2002.
- سالم، عماد صالح، إدارة الأزمات في بورصة الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، أبو ظبي، الإمارات، 2002.
- حسن خلف، فليح، الاقتصاد الكلي، جدارا للكتاب العالمي، ط1، عمان، الأردن، 2007.
- شمعون، شمعون، البروصة - بورصة الجزائر، أطلس للنشر.
- شيحة، مصطفى، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة، بيروت، لبنان 2005.
- صاحب عجام، هيثم، نظرية التمويل، دار زهران، عمان، الأردن، 2001.
- عطية ناصف، إيمان، مبادئ الاقتصاد الكلي، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2006.
- عناية، غازي، التضخم المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2000.

- غزلان، محمد عزت، اقتصاديات النقود والمصارف، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 2002.
- قرياقص، رسمية، الأسواق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2008.
- مجيد، ضياء، اقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2001.
- هندي، منير ابراهيم، أدوات الاستثمار في الأسواق المالية، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2003.
- هندي، منير ابراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 1999.
- هندي، منير ابراهيم، الفكر الحديث في منشآت الاستثمار، منشآت المعارف، الاسكندرية، مصر، 1996.

• رسائل جامعية:

- الأزهر، الياس، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2013.
- الجلال، أحمد، دور السياسات النقدية والمالية في مكافحة التضخم في البلدان النامية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005.
- بن حاسين، بن اعمر، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2013.
- درواسي، مسعود، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي- حالة الجزائر (1990-2004)، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005.
- رشيد، بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006.
- مرهج، عبد الكريم، أثر استراتيجية توقيت السوق على أداء الاستثمار في البورصة المصرية، أطروحة دكتوراه، جامعة قناة السويس، مصر، 2003.

• الدوريات:

- الخرجي، عبدالله، تأثير المعاملات النقدية على التضخم: ديناميكية التضخم في أربع دول خليجية، مجلة دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 29، العدد 2، 2002.
- العمرين ريمة، اختبار عملي لأداء استراتيجية DOW10 للاستثمار في بورصة عمان، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 8، العدد 3، الأردن، 2012.
- أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، صندوق النقد العربي، العدد 75، 2013.
- شنيش، محمد رمضان، دراسة العلاقة بين التضخم وعرض النقود وسعر الصرف في الاقتصاد الليبي خلال الفترة (1992-2008)، المجلة الجامعة، العدد 15، المجلد الأول، 2013.
- صالح، مفتاح، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 7، الجزائر، 2010.

- عبد الفتاح، اسماعيل، التضخم الاقتصادي، معهد الدراسات المصرفية، إضاءات مالية ومصرفية، السلسلة الخامسة، العدد3، تشرين الأول 2012.

• أوراق عمل:

- البيطار، أحمد، المعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الثقافة، منشورات صندوق النقد العربي، 2002.
- التضخم ودور السياسات المالية والاقتصادية، البنك المركزي العراقي، أعمال ندوة التضخم، العدد الثالث، العراق، تشرين الأول 2006.
- التميمي، عامر ذياب، السياسات الكلية وإشكاليات النمو في الدول العربية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2005.
- السيد حسن، موفق، ميزان المدفوعات والوضع الراهن لاقتصادنا النقدي: آفاق السياسات الاقتصادية الممكنة، ندوة الثلاثاء الاقتصادية، 1986.
- المناعي، جاسم، التغيير في البيئة الاقتصادية الدولية والاقتصادات العربية، منشورات صندوق النقد العربي، مركز الخليج للدراسات، الشارقة-دولة الإمارات العربية، أيار 2008.
- آفاق الاقتصاد الإقليمي منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان، صندوق النقد الدولي، 2014.
- بندر، رجاء، استهداف التضخم- دراسة لتجارب بلدان نامية في السياسة النقدية، البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، 2008.
- خطاب، سامي، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبوظبي، آذار 2007.
- سرور، غبريل السياسة النقدية واستهداف التضخم، ورقة عمل، معهد صندوق النقد الدولي، 2005.
- عاكوم، ابراهيم، أسواق المال العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية، منشورات صندوق النقد العربي، أبوظبي-دولة الإمارات العربية، 2009.
- عبد المنعم، هبة، ديناميكية التضخم في الدول العربية (1980-2011)، منشورات صندوق النقد العربي، أبو ظبي-الإمارات العربية، 2013.
- عبد المنعم، هبة، أداء الاقتصادات العربية خلال العقدين الماضيين: ملامح وسياسات الاستقرار، منشورات صندوق النقد العربي، كانون الثاني 2012.

• التقارير:

- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي من عام 2009 ولغاية عام 2013.

• **Books:**

- Faerber, All about Stocks, 2^{ed}, New York, McGraw- Hill, 2000.
- Francis, J, Investment Analysis and Management, 4thed, N.Y., 1986.
- Horn, Michael, Explain Fisher Effect, University of Essex, January, 2008.
- Johnson, Nicholas, Inflation Regime Shifts: Implications for Asset Allocation, Advisor Perspectives, October 2012.
- Kontonikas, Alexandros, Stock Returns and Inflation: The Impact of Inflation Targeting, Brunel Business School, Department of Economics and Finance, London, UK, Aug 2004.
- Mishkin, Frederic, The Economics of Money, banking and financial market, Columbia university, 7thed ,2005.
- Samih Antoine Azar, The Spurious Relation between Inflation Uncertainty and Stock Return: Evidence from the U.S., Review of Economics & Finance, Faculty of Business Administration & Economics, Haigazian University, Aug 2013.
- S. Bernanke, Ben & H. Frank, Robert: Principles of Macroeconomics, McGraw Hill, third edition, 2007.

• **Working Papers:**

- Barsky, Robert, The Fisher Hypothesis and The Forecast ability and Persistence of Inflation, Journal of Monetary Economics 19 (1987), North-Holland, 1987.
- Cagan, Phillip, The Relation of Stock Price To Corporate Earning Adjusted for Inflation, NBER Working Paper Series, No. 525, August 1980.
- Ching-Fang Chi, Chih- Chuan Yeh, The Co-movement and Long run Relationship between Inflation and Stock Return: Evidence from 12 OECD Countries, Journal of Economic and Management, Vol.5, No.2, 167-168, 2009.
- Fama, Eugene, et, Asset Returns and Inflation, Journal of Financial Economics 5 (1977) 115-146, North-Holland, Sep. 1977.
- Firth, Mark, The Relation Between Stock Market Returns and Rates of Inflation, The Journal of Finance, VOL. XXXIV. NO. 3, June, 1979.
- Gautam Kaul, Stock Returns and Inflation "The Role of Monetary Sector", Journal of financial Economics 18 (1987) 253-276, North-Holland, June 1986.

- Gastineau, G.L., & Kiritzman, M.P., The dictionary of financial risk management, N.Y.: Frank J. Fabozzi associates, 1996.
 - Hogarth, Glen: Introduction to monetary policy, bank of England, 1996.
 - Ianchovichina, E. et al., How Vulnerable Arab Countries to Global Food Price Shocks?, The world bank, Policy Research Working Papers, March, 2012.
 - International Monetary Fund, "How the IMF promotes global economic stability", Fact sheet, August 2011.
 - Jaffe, Jeffrey; Mandelker, Gershon, The "Fisher Effect" for Risky Assets: An Empirical Investigation, The Journal of Finance, Vol.31, No.2, Papers and Proceedings of the Thirty-Fourth Annual Meeting of the American Finance Association Dallas, Texas December 28-30, 1975. May 1976.
 - Kowal, Joseph; et al, PPI Detailed Report, U.S. Bureau of Labor Statistics, Vol. 18, No. 9, September 2014.
 - McCracken, Michael, Should food be Excluded from Core from CPI, Federal Reserve bank of ST. Louis, Economic Synopses, 2011.
 - Mills, Geoffrey, The Impact Of Inflation on Capital Budgeting and Working Capital, Journal of Finance and Decisions, VOL.9, No 1, 1996.
 - Producer Price Index Manual: Theory and Practice, International Money Fund, ISBN 1-58906-304-X, Washington, 2004, P 11-12.
 - Schwert, William, The Adjustment of Stock Prices to Information about Inflation, The Journal of Finance, VOL. XXXVI. NO. 1, march, 1961.
 - Sprinkle, Beryl, Money and Stock Prices, Home Wood, Richland Irwin, Inc., 1964.
 - Swarup, Biswa, Stock Return- Inflation in India 1980-2004, Econometrics and International Development, Vol.9-1, 2009.
 - The Consumer Price Index, BUREAU of LABOR Statistics- U.S. Department of Labor, June 2007.
 - Woodford, M, Monetary Policy and Price Level Determinacy in a Cash-in-Advance Economy, Economic Theory 4(3), 1994.
- **Web Sites:**
 - An Introduction to Consumer Price Index Methodology, International Labor Organization, <http://www.ilo.org/public/english/bureau/stat/download/cpi/ch1.pdf>.

- Personal Consumption Expenditure, Investopedia,
<http://www.investopedia.com/terms/p/pce.asp>
- Stock Selection Strategy, Investopedia,
<http://www.investopedia.com/university/stockpicking/>.
- Trimmed Mean, Federal Reserve Bank Of Cleveland,
<http://www.businessdictionary.com/definition/trimmed-mean.html>

الملاحق:

تعتمد جميع الملاحق التي سترد على مخرجات برنامج: EViews

الملحق رقم (1): الخصائص الاحصائية لمعدل التضخم وعوائد الأسهم في الدول العربية:

• الخصائص الاحصائية لعوائد الأسهم:

	SYRE	KWRE	IRRE	GERE	EGRE
Mean	0.006461	0.002878	0.001562	0.001595	0.013665
Median	-0.000472	-0.003384	-0.000283	0.000000	0.005427
Maximum	0.239156	0.346447	0.153100	0.058824	0.283269
Minimum	-0.139312	-0.082033	-0.068412	-0.060022	-0.209325
Std. Dev.	0.061674	0.057378	0.033661	0.019854	0.097760
Skewness	0.866383	3.667063	1.730154	0.295881	0.235907
Kurtosis	6.279396	23.08462	9.747457	5.243055	3.062439
Jarque-Bera	27.51384	1123.904	119.7956	13.45369	0.556830
Probability	0.000001	0.000000	0.000000	0.001198	0.756983
Sum	0.310136	0.169829	0.078093	0.095707	0.806249
Sum Sq. Dev.	0.178772	0.190948	0.055522	0.023257	0.554307
Observations	48	59	50	60	59

• الخصائص الاحصائية لمعدل التضخم:

	EGINF	GEINF	IRINF	KWINF	SYINF
Mean	0.099570	0.055021	0.039341	0.036407	0.273845
Median	0.102455	0.052500	0.036675	0.031889	0.058335
Maximum	0.143981	0.089100	0.087000	0.068038	1.212914
Minimum	0.042546	0.032600	0.001000	0.016000	-0.007033
Std. Dev.	0.022674	0.015158	0.019327	0.013262	0.356848
Skewness	-0.356402	0.720753	0.242098	0.415065	1.427655
Kurtosis	2.754717	2.615898	2.655870	2.049838	3.921689
Jarque-Bera	1.420635	5.563687	0.882179	3.979804	22.50577
Probability	0.491488	0.061924	0.643335	0.136709	0.000013
Sum	5.974171	3.301250	2.360450	2.184429	16.43069
Sum Sq. Dev.	0.030333	0.013557	0.022039	0.010377	7.513083
Observations	60	60	60	60	60

الملحق رقم (2) اختبار الارتباط الذاتي لعوائد الأسهم في الأسواق العربية:

- الارتباط الذاتي لعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في سورية:

Date: 12/24/14 Time: 19:55 Sample: 1 60 Included observations: 48						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. *****	. *****	1	0.677	0.677	23.428	0.000
. ***	. *	2	0.409	-0.092	32.150	0.000
. **	. *	3	0.341	0.188	38.350	0.000
. **	. .	4	0.294	0.006	43.070	0.000
. *	. *	5	0.146	-0.148	44.266	0.000
. .	. *	6	0.009	-0.081	44.271	0.000
. .	. .	7	-0.016	0.027	44.286	0.000
. .	. .	8	-0.013	-0.000	44.295	0.000
. *	. **	9	-0.146	-0.214	45.600	0.000
. **	. .	10	-0.236	-0.031	49.114	0.000
. *	. *	11	-0.174	0.076	51.086	0.000
. *	. .	12	-0.136	-0.048	52.327	0.000
. *	. .	13	-0.136	0.048	53.587	0.000
. *	. *	14	-0.161	-0.076	55.411	0.000
. *	. .	15	-0.094	0.064	56.054	0.000

- الارتباط الذاتي لعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في العراق:

Date: 12/24/14 Time: 19:58 Sample: 1 60 Included observations: 50						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. ***	. ***	1	0.478	0.478	12.119	0.000
. **	. .	2	0.249	0.027	15.477	0.000
. **	. *	3	0.246	0.152	18.812	0.000
. .	. *	4	0.042	-0.176	18.913	0.001
. .	. .	5	-0.021	-0.003	18.937	0.002
. .	. .	6	-0.002	-0.002	18.938	0.004
. *	. .	7	-0.077	-0.057	19.292	0.007
. .	. *	8	0.061	0.181	19.519	0.012
. *	. **	9	-0.094	-0.266	20.076	0.017
. **	. **	10	-0.303	-0.223	26.050	0.004
. **	. *	11	-0.299	-0.159	32.020	0.001
. ***	. *	12	-0.371	-0.154	41.440	0.000
. **	. *	13	-0.302	0.083	47.830	0.000
. *	. .	14	-0.180	-0.033	50.177	0.000
. *	. .	15	-0.176	-0.035	52.477	0.000

• الارتباط الذاتي لعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في مصر:

Date: 12/24/14 Time: 20:01						
Sample: 1 60						
Included observations: 60						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. ****	. ****	1	0.586	0.586	21.661	0.000
. **	. .	2	0.326	-0.027	28.479	0.000
. **	. *	3	0.293	0.171	34.063	0.000
. **	. .	4	0.263	0.044	38.674	0.000
. **	. .	5	0.214	0.031	41.773	0.000
. **	. *	6	0.280	0.183	47.171	0.000
. *	** .	7	0.130	-0.219	48.364	0.000
. *	. **	8	0.155	0.214	50.092	0.000
. *	. *	9	0.170	-0.068	52.209	0.000
. *	. .	10	0.112	-0.015	53.145	0.000
. *	. *	11	0.129	0.122	54.404	0.000
. *	** .	12	0.083	-0.209	54.937	0.000
. .	. .	13	-0.021	0.057	54.973	0.000
. .	. .	14	0.002	-0.065	54.973	0.000
. .	. .	15	0.028	0.024	55.039	0.000

• الارتباط الذاتي لعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في الجزائر:

Date: 12/24/14 Time: 20:02						
Sample: 1 60						
Included observations: 60						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. ****	. ****	1	0.586	0.586	21.661	0.000
. **	. .	2	0.326	-0.027	28.479	0.000
. **	. *	3	0.293	0.171	34.063	0.000
. **	. .	4	0.263	0.044	38.674	0.000
. **	. .	5	0.214	0.031	41.773	0.000
. **	. *	6	0.280	0.183	47.171	0.000
. *	** .	7	0.130	-0.219	48.364	0.000
. *	. **	8	0.155	0.214	50.092	0.000
. *	. *	9	0.170	-0.068	52.209	0.000
. *	. .	10	0.112	-0.015	53.145	0.000
. *	. *	11	0.129	0.122	54.404	0.000
. *	** .	12	0.083	-0.209	54.937	0.000
. .	. .	13	-0.021	0.057	54.973	0.000
. .	. .	14	0.002	-0.065	54.973	0.000
. .	. .	15	0.028	0.024	55.039	0.000

• الارتباط الذاتي لعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في الكويت:

Date: 12/24/14 Time: 20:04 Sample: 1 60 Included observations: 59						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. *.	. *.	1	0.089	0.089	0.4922	0.483
. .	.* .	2	-0.058	-0.066	0.7020	0.704
* .	* .	3	-0.189	-0.180	2.9956	0.392
. .	. *.	4	0.067	0.101	3.2928	0.510
. .	. .	5	-0.006	-0.044	3.2956	0.655
* .	* .	6	-0.082	-0.110	3.7506	0.710
* .	* .	7	-0.137	-0.094	5.0457	0.654
. .	. .	8	0.011	0.010	5.0543	0.752
. *.	. .	9	0.093	0.051	5.6723	0.772
. *.	. *.	10	0.136	0.100	7.0362	0.722
. .	. .	11	-0.029	-0.029	7.1003	0.791
* .	. .	12	-0.066	-0.043	7.4300	0.828
. .	. .	13	-0.061	-0.043	7.7187	0.861
. .	* .	14	-0.036	-0.072	7.8221	0.898
. .	. .	15	0.053	0.069	8.0532	0.922

الملحق رقم (3) اختبار الاستقرار لعوائد الأسهم في الأسواق العربية:

• اختبار الاستقرار لعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في سورية:

Null Hypothesis: SYRE is stationary Exogenous: Constant Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.167160
Asymptotic critical values*:	1% level	0.739000
	5% level	0.463000
	10% level	0.347000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)		
Residual variance (no correction)		0.003724
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.011042
KPSS Test Equation Dependent Variable: SYRE Method: Least Squares Date: 12/24/14 Time: 20:15 Sample (adjusted): 13 60 Included observations: 48 after adjustments		

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.006461	0.008902	0.725821	0.4715
R-squared	0.000000	Mean dependent var		0.006461
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var		0.061674
S.E. of regression	0.061674	Akaike info criterion		-2.713299
Sum squared resid	0.178772	Schwarz criterion		-2.674316
Log likelihood	66.11919	Hannan-Quinn criter.		-2.698568
Durbin-Watson stat	0.638872			

- اختبار الاستقرار لعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في العراق:

Null Hypothesis: IRRE is stationary				
Exogenous: Constant				
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.106827
Asymptotic critical values*:				
		1% level		0.739000
		5% level		0.463000
		10% level		0.347000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				0.001110
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.002528
KPSS Test Equation				
Dependent Variable: IRRE				
Method: Least Squares				
Date: 12/24/14 Time: 20:18				
Sample (adjusted): 11 60				
Included observations: 50 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001562	0.004760	0.328090	0.7442
R-squared	0.000000	Mean dependent var		0.001562
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var		0.033661
S.E. of regression	0.033661	Akaike info criterion		-3.925129
Sum squared resid	0.055522	Schwarz criterion		-3.886888
Log likelihood	99.12822	Hannan-Quinn criter.		-3.910566
Durbin-Watson stat	1.030375			

• اختبار الاستقرار لعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في مصر:

Null Hypothesis: EGRE is stationary				
Exogenous: Constant				
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.157619
Asymptotic critical values*:				
1% level				0.739000
5% level				0.463000
10% level				0.347000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				0.009395
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.007837
KPSS Test Equation				
Dependent Variable: EGRE				
Method: Least Squares				
Date: 12/24/14 Time: 20:20				
Sample (adjusted): 2 60				
Included observations: 59 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.013665	0.012727	1.073698	0.2874
R-squared	0.000000	Mean dependent var		0.013665
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var		0.097760
S.E. of regression	0.097760	Akaike info criterion		-1.795798
Sum squared resid	0.554307	Schwarz criterion		-1.760586
Log likelihood	53.97605	Hannan-Quinn criter.		-1.782053
Durbin-Watson stat	2.025774			

• اختبار الاستقرار لعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في الجزائر:

Null Hypothesis: GERE is stationary				
Exogenous: Constant				
Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.496227
Asymptotic critical values*:				
1% level				0.739000
5% level				0.463000
10% level				0.347000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				0.000388
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.001144

KPSS Test Equation				
Dependent Variable: GERE				
Method: Least Squares				
Date: 12/24/14 Time: 20:22				
Sample: 1 60				
Included observations: 60				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001595	0.002563	0.622331	0.5361
R-squared	0.000000	Mean dependent var		0.001595
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var		0.019854
S.E. of regression	0.019854	Akaike info criterion		-4.984296
Sum squared resid	0.023257	Schwarz criterion		-4.949390
Log likelihood	150.5289	Hannan-Quinn criter.		-4.970643
Durbin-Watson stat	0.733343			

• اختبار الاستقرار لعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في الكويت:

Null Hypothesis: KWRE is stationary				
Exogenous: Constant				
Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
				LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				0.141491
Asymptotic critical values*:				
	1% level			0.739000
	5% level			0.463000
	10% level			0.347000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)				0.003236
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.002865
KPSS Test Equation				
Dependent Variable: KWRE				
Method: Least Squares				
Date: 12/24/14 Time: 20:53				
Sample (adjusted): 2 60				
Included observations: 59 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002878	0.007470	0.385338	0.7014
R-squared	0.000000	Mean dependent var		0.002878
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var		0.057378
S.E. of regression	0.057378	Akaike info criterion		-2.861518
Sum squared resid	0.190948	Schwarz criterion		-2.826306
Log likelihood	85.41479	Hannan-Quinn criter.		-2.847773
Durbin-Watson stat	1.801178			

الملحق رقم (4) بيئة ARCH لعوائد الأسهم في الأسواق العربية

يتضمن هذا الملحق نموذج بيئة ARCH النهائي الذي تم التوصل إليه بعد التجريب

- بيئة ARCH لعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في سورية:

Dependent Variable: SYRE				
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution				
Date: 12/25/14 Time: 12:45				
Sample (adjusted): 14 60				
Included observations: 47 after adjustments				
Convergence achieved after 16 iterations				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
AR(1)	0.734289	0.083790	8.763424	0.0000
Variance Equation				
C	0.000838	0.000208	4.034959	0.0001
RESID(-1)^2	0.814794	0.379857	2.145003	0.0320
R-squared	0.458393	Mean dependent var		0.005749
Adjusted R-squared	0.458393	S.D. dependent var		0.062141
S.E. of regression	0.045732	Akaike info criterion		-3.442478
Sum squared resid	0.096205	Schwarz criterion		-3.324383
Log likelihood	83.89823	Hannan-Quinn criter.		-3.398038
Durbin-Watson stat	1.979957			
Inverted AR Roots	.73			

- بيئة ARCH لعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في العراق:

Dependent Variable: IRRE				
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution				
Date: 12/25/14 Time: 12:50				
Sample (adjusted): 12 60				
Included observations: 49 after adjustments				
Convergence achieved after 41 iterations				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
AR(1)	0.322225	0.229145	1.406202	0.1597
Variance Equation				

C	0.000418	0.000145	2.887252	0.0039
RESID(-1)^2	0.665205	0.221896	2.997817	0.0027
R-squared	0.204669	Mean dependent var		0.002123
Adjusted R-squared	0.204669	S.D. dependent var		0.033773
S.E. of regression	0.030119	Akaike info criterion		-4.263997
Sum squared resid	0.043544	Schwarz criterion		-4.148172
Log likelihood	107.4679	Hannan-Quinn criter.		-4.220053
Durbin-Watson stat	1.685953			
Inverted AR Roots	.32			

• بيئة ARCH لعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في مصر:

Dependent Variable: EGRE				
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution				
Date: 12/25/14 Time: 12:55				
Sample (adjusted): 4 60				
Included observations: 57 after adjustments				
Convergence achieved after 25 iterations				
MA Backcast: 3				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(4) + C(5)*RESID(-1)^2 + C(6)*RESID(-2)^2				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
AR(1)	0.490409	0.172730	2.839165	0.0045
AR(2)	0.062946	0.053260	1.181866	0.2373
MA(1)	-0.724552	0.171775	-4.218023	0.0000
Variance Equation				
C	0.007405	0.002029	3.649841	0.0003
RESID(-1)^2	0.170768	0.119142	1.433312	0.1518
RESID(-2)^2	-0.195565	0.059782	-3.271310	0.0011
R-squared	0.149092	Mean dependent var		0.012493
Adjusted R-squared	0.117577	S.D. dependent var		0.096721
S.E. of regression	0.090857	Akaike info criterion		-1.911601
Sum squared resid	0.445773	Schwarz criterion		-1.696543
Log likelihood	60.48063	Hannan-Quinn criter.		-1.828022
Durbin-Watson stat	1.878623			
Inverted AR Roots	.60	-.11		
Inverted MA Roots	.72			

• بيئة ARCH لعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في الجزائر:

Dependent Variable: GERE				
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution				
Date: 12/25/14 Time: 13:25				
Sample (adjusted): 2 60				
Included observations: 59 after adjustments				
Convergence achieved after 13 iterations				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2 + C(4)*RESID(-2)^2				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
AR(1)	0.611843	0.105455	5.801952	0.0000
Variance Equation				
C	5.22E-05	1.57E-05	3.329833	0.0009
RESID(-1)^2	1.026068	0.342280	2.997744	0.0027
RESID(-2)^2	-0.051705	0.010523	-4.913622	0.0000
R-squared	0.378695	Mean dependent var		0.001622
Adjusted R-squared	0.378695	S.D. dependent var		0.020023
S.E. of regression	0.015783	Akaike info criterion		-5.941099
Sum squared resid	0.014448	Schwarz criterion		-5.800249
Log likelihood	179.2624	Hannan-Quinn criter.		-5.886117
Durbin-Watson stat	1.978225			
Inverted AR Roots	.61			

• بيئة ARCH لعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في الكويت:

Dependent Variable: KWRE				
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution				
Date: 12/25/14 Time: 13:22				
Sample (adjusted): 4 60				
Included observations: 57 after adjustments				
Failure to improve Likelihood after 32 iterations				
MA Backcast: 3				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(4) + C(5)*RESID(-1)^2*(RESID(-1)<0)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
AR(1)	-0.585935	0.083747	-6.996508	0.0000
AR(2)	0.164526	0.048431	3.397134	0.0007
MA(1)	0.783788	0.069499	11.27762	0.0000
Variance Equation				
C	0.002389	0.000101	23.74437	0.0000
RESID(-1)^2*(RESID(-1)<0)	-0.457921	0.027341	-16.74842	0.0000

R-squared	0.050064	Mean dependent var	0.004060
Adjusted R-squared	0.014881	S.D. dependent var	0.057893
S.E. of regression	0.057461	Akaike info criterion	-2.896367
Sum squared resid	0.178294	Schwarz criterion	-2.717152
Log likelihood	87.54645	Hannan-Quinn criter.	-2.826718
Durbin-Watson stat	2.086308		
<hr/>			
Inverted AR Roots	.21	-.79	
Inverted MA Roots	-.78		
<hr/>			

الملحق رقم (5) اختبار تجانس البواقي في بيئة ARCH لعوائد الأسهم في أسواق المال العربية:

- اختبار تجانس البواقي في بيئة ARCH لعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في سورية:

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.268506	Prob. F(1,44)	0.6069	
Obs*R-squared	0.279008	Prob. Chi-Square(1)	0.5974	
Test Equation:				
Dependent Variable: WGT_RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 12/25/14 Time: 12:48				
Sample (adjusted): 15 60				
Included observations: 46 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.924850	0.327329	2.825447	0.0071
WGT_RESID^2(-1)	0.078100	0.150722	0.518175	0.6069
R-squared	0.006065	Mean dependent var	1.004631	
Adjusted R-squared	-0.016524	S.D. dependent var	1.943143	
S.E. of regression	1.959131	Akaike info criterion	4.225384	
Sum squared resid	168.8806	Schwarz criterion	4.304890	
Log likelihood	-95.18384	Hannan-Quinn criter.	4.255168	
F-statistic	0.268506	Durbin-Watson stat	1.974190	
Prob(F-statistic)	0.606932			

- اختبار تجانس البواقي في بيئة ARCH لعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في العراق:

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.217664	Prob. F(1,46)	0.6430	
Obs*R-squared	0.226058	Prob. Chi-Square(1)	0.6345	
Test Equation:				
Dependent Variable: WGT_RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 12/25/14 Time: 12:51				
Sample (adjusted): 13 60				
Included observations: 48 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.921648	0.285825	3.224514	0.0023
WGT_RESID^2(-1)	0.068795	0.147457	0.466544	0.6430
R-squared	0.004710	Mean dependent var	0.991719	
Adjusted R-squared	-0.016927	S.D. dependent var	1.670748	
S.E. of regression	1.684830	Akaike info criterion	3.921980	
Sum squared resid	130.5779	Schwarz criterion	3.999946	
Log likelihood	-92.12751	Hannan-Quinn criter.	3.951443	
F-statistic	0.217664	Durbin-Watson stat	1.969163	
Prob(F-statistic)	0.643028			

- اختبار تجانس البواقي في بيئة ARCH لعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في مصر:

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.243667	Prob. F(1,54)	0.6236	
Obs*R-squared	0.251556	Prob. Chi-Square(1)	0.6160	
Test Equation:				
Dependent Variable: WGT_RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 12/25/14 Time: 12:56				
Sample (adjusted): 5 60				
Included observations: 56 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.048257	0.246522	4.252184	0.0001
WGT_RESID^2(-1)	0.067047	0.135826	0.493626	0.6236
R-squared	0.004492	Mean dependent var	1.123026	
Adjusted R-squared	-0.013943	S.D. dependent var	1.445464	
S.E. of regression	1.455506	Akaike info criterion	3.623646	
Sum squared resid	114.3989	Schwarz criterion	3.695980	

Log likelihood	-99.46208	Hannan-Quinn criter.	3.651689
F-statistic	0.243667	Durbin-Watson stat	2.014725
Prob(F-statistic)	0.623572		

- اختبار تجانس البواقي في بيئة ARCH لعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في الجزائر:

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.092059	Prob. F(1,56)	0.7627	
Obs*R-squared	0.095190	Prob. Chi-Square(1)	0.7577	
Test Equation:				
Dependent Variable: WGT_RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 12/25/14 Time: 13:27				
Sample (adjusted): 3 60				
Included observations: 58 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.167414	0.262722	4.443533	0.0000
WGT_RESID^2(-1)	-0.040501	0.133486	-0.303412	0.7627
R-squared	0.001641	Mean dependent var	1.121997	
Adjusted R-squared	-0.016187	S.D. dependent var	1.631162	
S.E. of regression	1.644311	Akaike info criterion	3.866394	
Sum squared resid	151.4104	Schwarz criterion	3.937443	
Log likelihood	-110.1254	Hannan-Quinn criter.	3.894069	
F-statistic	0.092059	Durbin-Watson stat	1.995726	
Prob(F-statistic)	0.762700			

- اختبار تجانس البواقي في بيئة ARCH لعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في الكويت:

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.008050	Prob. F(1,54)	0.9288	
Obs*R-squared	0.008347	Prob. Chi-Square(1)	0.9272	
Test Equation:				
Dependent Variable: WGT_RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 12/25/14 Time: 13:23				
Sample (adjusted): 5 60				
Included observations: 56 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.400711	0.898564	1.558834	0.1249
WGT_RESID^2(-1)	0.012210	0.136090	0.089722	0.9288

R-squared	0.000149	Mean dependent var	1.418428
Adjusted R-squared	-0.018367	S.D. dependent var	6.500436
S.E. of regression	6.559860	Akaike info criterion	6.634877
Sum squared resid	2323.716	Schwarz criterion	6.707211
Log likelihood	-183.7765	Hannan-Quinn criter.	6.662920
F-statistic	0.008050	Durbin-Watson stat	1.999261
Prob(F-statistic)	0.928840		

الملحق رقم (6) اختبار فرضية الدراسة:

- العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في سورية:

Dependent Variable: SYRE				
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution				
Date: 12/25/14 Time: 12:49				
Sample (adjusted): 14 60				
Included observations: 47 after adjustments				
Convergence achieved after 24 iterations				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2 + C(4)*SYINF				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
AR(1)	0.743503	0.117539	6.325591	0.0000
Variance Equation				
C	0.001244	0.000419	2.969146	0.0030
RESID(-1)^2	0.672842	0.287382	2.341276	0.0192
SYINF	-0.000893	0.000657	-1.358081	0.1744
R-squared	0.457282	Mean dependent var	0.005749	
Adjusted R-squared	0.457282	S.D. dependent var	0.062141	
S.E. of regression	0.045779	Akaike info criterion	-3.440468	
Sum squared resid	0.096402	Schwarz criterion	-3.283008	
Log likelihood	84.85099	Hannan-Quinn criter.	-3.381215	
Durbin-Watson stat	1.994099			
Inverted AR Roots	.74			

• العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في العراق:

Dependent Variable: IRRE				
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution				
Date: 12/25/14 Time: 12:54				
Sample (adjusted): 12 60				
Included observations: 49 after adjustments				
Convergence achieved after 36 iterations				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2 + C(4)*IRINF				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
AR(1)	0.324533	0.230052	1.410696	0.1583
Variance Equation				
C	0.000456	0.000278	1.643699	0.1002
RESID(-1)^2	0.668319	0.218339	3.060932	0.0022
IRINF	-0.000985	0.005414	-0.181993	0.8556
R-squared	0.205403	Mean dependent var		0.002123
Adjusted R-squared	0.205403	S.D. dependent var		0.033773
S.E. of regression	0.030105	Akaike info criterion		-4.224299
Sum squared resid	0.043504	Schwarz criterion		-4.069865
Log likelihood	107.4953	Hannan-Quinn criter.		-4.165707
Durbin-Watson stat	1.691263			
Inverted AR Roots	.32			

• العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في مصر:

Dependent Variable: EGRE				
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution				
Date: 12/25/14 Time: 12:59				
Sample (adjusted): 4 60				
Included observations: 57 after adjustments				
Convergence achieved after 12 iterations				
MA Backcast: 3				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(4) + C(5)*RESID(-1)^2 + C(6)*RESID(-2)^2 + C(7)*EGRE				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
AR(1)	0.490132	0.169784	2.886800	0.0039
AR(2)	0.063051	0.062270	1.012552	0.3113
MA(1)	-0.737147	0.171041	-4.309759	0.0000
Variance Equation				
C	0.007672	0.001782	4.305907	0.0000
RESID(-1)^2	0.120606	0.071219	1.693468	0.0904
RESID(-2)^2	-0.202301	0.064581	-3.132509	0.0017

EGRE	-0.001601	0.008086	-0.197934	0.8431
R-squared	0.150733	Mean dependent var	0.012493	
Adjusted R-squared	0.119279	S.D. dependent var	0.096721	
S.E. of regression	0.090770	Akaike info criterion	-1.908623	
Sum squared resid	0.444914	Schwarz criterion	-1.657722	
Log likelihood	61.39577	Hannan-Quinn criter.	-1.811115	
Durbin-Watson stat	1.858350			
Inverted AR Roots	.60	-.11		
Inverted MA Roots	.74			

• العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في الجزائر:

Dependent Variable: GERE				
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution				
Date: 12/25/14 Time: 13:29				
Sample (adjusted): 2 60				
Included observations: 59 after adjustments				
Convergence achieved after 13 iterations				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2 + C(4)*RESID(-2)^2 + C(5)*GEINF				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
AR(1)	0.306070	0.155444	1.969005	0.0490
Variance Equation				
C	0.000314	6.69E-05	4.690967	0.0000
RESID(-1)^2	0.254556	0.149753	1.699836	0.0892
RESID(-2)^2	0.063539	0.069727	0.911248	0.3622
GEINF	-0.003590	0.000743	-4.834683	0.0000
R-squared	0.272082	Mean dependent var	0.001622	
Adjusted R-squared	0.272082	S.D. dependent var	0.020023	
S.E. of regression	0.017084	Akaike info criterion	-5.633670	
Sum squared resid	0.016927	Schwarz criterion	-5.457608	
Log likelihood	171.1933	Hannan-Quinn criter.	-5.564943	
Durbin-Watson stat	1.255105			
Inverted AR Roots	.31			

• العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في الكويت:

Dependent Variable: KWRE				
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution				
Date: 12/25/14 Time: 13:25				
Sample (adjusted): 4 60				
Included observations: 57 after adjustments				
Convergence achieved after 17 iterations				
MA Backcast: 3				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(4) + C(5)*RESID(-1)^2*(RESID(-1)<0) + C(6)*KWINF				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
AR(1)	-0.632404	0.211479	-2.990386	0.0028
AR(2)	0.201330	0.113328	1.776517	0.0756
MA(1)	0.834477	0.210313	3.967785	0.0001
Variance Equation				
C	0.005241	0.000670	7.821465	0.0000
RESID(-1)^2*(RESID(-1)<0)	-0.630901	0.074976	-8.414662	0.0000
KWINF	-0.063375	0.020875	-3.035985	0.0024
R-squared	0.054548	Mean dependent var		0.004060
Adjusted R-squared	0.019531	S.D. dependent var		0.057893
S.E. of regression	0.057325	Akaike info criterion		-2.978023
Sum squared resid	0.177453	Schwarz criterion		-2.762965
Log likelihood	90.87365	Hannan-Quinn criter.		-2.894444
Durbin-Watson stat	2.068624			
Inverted AR Roots	.23	-.87		
Inverted MA Roots	-.83			

الملحق رقم (7): معدلات التضخم الشهرية للدول العربية خلال الفترة (2009-2013)

العالم	سورية	الجزائر	مصر	العراق	الكويت
2009	10.32%	4.94%	14.44%	3.90%	6.80%
شباط	5.92%	5.06%	13.57%	3.00%	5.90%
آذار	5.30%	5.04%	12.10%	4.40%	5.69%
نيسان	3.06%	5.00%	11.70%	3.40%	5.19%
أيار	1.42%	4.75%	10.21%	3.90%	5.18%
حزيران	1.35%	4.81%	9.90%	3.73%	4.21%
تموز	2.44%	5.19%	9.98%	3.55%	3.74%
آب	2.24%	5.35%	9.00%	3.00%	3.42%
أيلول	0.34%	5.45%	10.75%	4.10%	1.72%
تشرين الأول	-0.70%	5.61%	13.27%	3.00%	1.94%
تشرين الثاني	1.31%	5.67%	13.29%	4.90%	1.64%
كانون الأول	1.72%	5.74%	13.24%	4.40%	2.07%
2010	2.18%	5.71%	13.63%	2.20%	2.81%
شباط	5.41%	5.54%	12.78%	2.50%	2.82%
آذار	4.69%	5.37%	12.20%	3.40%	2.88%
نيسان	5.64%	5.08%	11.38%	2.90%	2.80%
أيار	3.86%	5.31%	10.60%	1.60%	2.87%
حزيران	3.17%	5.41%	10.66%	1.70%	3.38%
تموز	2.18%	5.14%	10.72%	0.60%	3.97%
آب	2.95%	4.92%	10.93%	1.70%	4.42%
أيلول	4.74%	4.64%	10.97%	2.70%	5.28%
تشرين الأول	6.36%	4.37%	11.02%	3.60%	5.06%
تشرين الثاني	5.18%	4.16%	10.19%	3.10%	5.87%
كانون الأول	6.33%	3.91%	10.28%	3.30%	6.01%
2011	7.13%	3.78%	10.79%	5.80%	5.19%
شباط	4.22%	3.73%	10.71%	5.90%	5.35%
آذار	2.74%	3.71%	11.49%	5.00%	5.09%
نيسان	2.93%	3.88%	12.08%	5.80%	5.30%
أيار	2.99%	3.69%	11.80%	6.60%	5.36%
حزيران	4.00%	3.49%	11.79%	6.20%	5.05%
تموز	5.47%	3.60%	10.36%	5.20%	4.60%
آب	3.90%	3.75%	8.49%	5.10%	4.58%
أيلول	3.38%	3.97%	8.21%	4.80%	4.53%
تشرين الأول	3.25%	4.20%	7.10%	4.08%	4.82%
تشرين الثاني	5.75%	4.32%	9.07%	4.08%	4.16%
كانون الأول	11.01%	4.52%	9.55%	6.00%	3.07%
2012	15.67%	4.86%	8.60%	6.40%	3.49%
شباط	21.34%	5.53%	9.19%	5.73%	3.84%

4.09%	8.31%	9.03%	5.91%	30.77%	آذار
3.27%	8.70%	8.78%	6.45%	31.45%	نيسان
2.78%	7.25%	8.30%	6.87%	32.51%	أيار
2.78%	5.84%	7.26%	7.29%	36.10%	حزيران
3.11%	5.74%	6.39%	7.53%	36.13%	تموز
2.83%	7.01%	6.47%	7.65%	39.49%	آب
1.93%	6.35%	6.22%	7.95%	48.10%	أيلول
2.06%	4.80%	6.70%	8.32%	49.87%	تشرين الأول
2.33%	4.50%	4.25%	8.58%	49.51%	تشرين الثاني
2.58%	3.61%	4.66%	8.89%	55.23%	كانون الأول
2.30%	2.80%	6.27%	8.91%	52.40%	2013
2.10%	2.20%	8.21%	8.57%	51.50%	شباط
1.60%	1.28%	7.59%	8.07%	57.25%	آذار
2.30%	1.19%	8.11%	7.40%	61.29%	نيسان
3.00%	1.10%	8.20%	6.93%	68.03%	أيار
2.87%	2.30%	9.75%	6.59%	92.13%	حزيران
2.71%	2.50%	10.28%	6.19%	113.98%	تموز
2.81%	0.10%	9.74%	5.86%	121.29%	آب
2.90%	0.30%	10.15%	5.32%	121.22%	أيلول
2.70%	3.10%	10.44%	4.50%	117.39%	تشرين الأول
2.60%	2.70%	12.97%	3.89%	107.94%	تشرين الثاني
2.66%	3.10%	11.66%	3.26%	88.30%	كانون الأول

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على البيانات الأولية للرقم القياسي لأسعار المستهلك التي تم جمعها من المواقع الرسمية للدول العربية.

الملحق رقم (8): معدلات العائد الشهرية لأسواق الأوراق المالية للدول العربية خلال الفترة (2009-2013)

العالم	سورية	الجزائر	مصر	العراق	الكويت
2009	*-	0.00%	0%	-	0%
شباط	-	0.00%	-7.15%	-	-5.21%
آذار	-	0.00%	16.56%	-	-0.95%
نيسان	-	0.00%	23.77%	-	11.16%
أيار	-	0.00%	14.16%	-	5.88%
حزيران	-	0.09%	-3.76%	-	5.61%
تموز	-	0.68%	8.26%	-	-6.78%
آب	-	0.00%	8.94%	-	2.48%
أيلول	-	0.00%	0.54%	-	-0.80%
تشرين الأول	-	1.43%	3.02%	-	-1.66%
تشرين الثاني	-	0.09%	-15.76%	-2.59%	-8.20%

-1.60%	-5.07%	5.81%	-1.50%	-	كانون الأول
1.36%	-6.84%	8.81%	1.53%	3.99%	2010
3.39%	-1.03%	-1.82%	0.75%	7.39%	شباط
2.70%	-2.45%	2.61%	0.67%	0.83%	آذار
-0.65%	-0.71%	9.49%	0.07%	5.81%	نيسان
-4.81%	2.96%	-12.12%	0.99%	9.27%	أيار
-5.86%	0.88%	-7.88%	4.16%	8.58%	حزيران
-1.83%	-0.87%	4.71%	5.49%	1.08%	تموز
2.39%	-1.38%	1.44%	-1.20%	6.60%	أب
2.04%	0.70%	3.53%	0.00%	7.27%	أيلول
3.07%	1.97%	0.54%	0.00%	4.01%	تشرين الأول
-0.36%	1.92%	0.52%	1.18%	-1.17%	تشرين الثاني
-1.81%	5.50%	-7.40%	3.43%	2.57%	كانون الأول
1.15%	15.31%	15.03%	5.88%	0.35%	2011
-4.52%	6.21%	-20.93%	1.37%	-1.92%	شباط
-5.35%	1.87%	-3.24%	3.62%	-11.22%	آذار
1.90%	1.83%	-8.42%	3.35%	-10.06%	نيسان
1.17%	2.63%	10.37%	3.26%	-4.09%	أيار
-2.64%	-1.28%	-2.72%	1.99%	-13.93%	حزيران
-2.82%	0.65%	-6.27%	0.03%	-7.58%	تموز
-4.02%	-0.32%	-7.86%	-0.06%	-6.39%	أب
0.87%	0.16%	-10.84%	-0.22%	-3.57%	أيلول
-0.80%	-0.08%	7.59%	0.00%	-1.98%	تشرين الأول
-0.32%	-3.26%	-9.68%	-0.85%	-4.19%	تشرين الثاني
-0.47%	-3.37%	-9.90%	0.61%	-2.50%	كانون الأول
-0.71%	-0.29%	28.33%	-0.46%	2.19%	2012
3.42%	0.58%	15.10%	-0.55%	-1.72%	شباط
3.52%	-0.02%	-6.19%	-0.66%	-0.47%	آذار
0.63%	-3.49%	-1.47%	-1.19%	2.31%	نيسان
2.48%	-2.14%	-5.24%	-2.64%	-0.29%	أيار
-6.67%	0.45%	0.49%	0.00%	-2.11%	حزيران
-2.26%	-1.58%	3.27%	-0.83%	-2.28%	تموز
-1.37%	3.14%	9.64%	-2.08%	-1.38%	أب
2.37%	-0.27%	9.19%	-0.72%	-0.39%	أيلول
0.41%	1.39%	-2.16%	-1.43%	-0.92%	تشرين الأول
-1.67%	4.99%	-15.59%	-1.13%	-1.55%	تشرين الثاني
2.22%	-0.03%	13.60%	0.00%	-2.38%	كانون الأول
34.64%	-1.90%	2.64%	0.00%	0.13%	2013
-0.34%	0.51%	-2.09%	0.00%	-0.42%	شباط
0.63%	-3.00%	-7.11%	0.00%	0.21%	آذار
-4.75%	0.76%	1.90%	-0.99%	8.21%	نيسان

4.58%	1.08%	4.68%	-0.20%	23.92%	أيار
0.09%	-3.88%	-12.63%	0.50%	12.36%	حزيران
-0.34%	-0.52%	12.06%	-0.05%	2.68%	تموز
0.63%	1.83%	-1.07%	-1.88%	-0.20%	أب
-4.75%	-3.95%	6.70%	0.17%	0.75%	أيلول
2.43%	1.29%	9.98%	-2.61%	2.52%	تشرين الأول
0.79%	-0.94%	0.03%	-6.00%	0.58%	تشرين الثاني
-2.76%	0.47%	6.61%	-4.52%	0.11%	كانون الأول

* عدم توفر البيانات من المواقع الرسمية المسؤولة عن إصدار بيانات المؤشر

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على البيانات الأولية لأسعار الإقفال لمؤشر البورصة والتي تم جمعها من المواقع الرسمية لأسواق الأوراق المالية العربية.