

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة فرحات عباس - سطيف 1

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

تخصص: علوم مالية ومصرفية

تحت عنوان

تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشرات الأسواق المالية العربية

دراسة حالة السوق المالية السعودية وبورصة عمان خلال الفترة
(2018-2000)

تحت إشراف:

أ.د. ملياني حكيم

إعداد الطالبة:

لعصامي آمنة

أعضاء لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	الرتبة العلمية	الأستاذ
رئيساً	جامعة سطيف	أستاذ التعليم العالي	أ.د جبار محفوظ
مشرفاً ومقرراً	جامعة سطيف	أستاذ التعليم العالي	أ.د ملياني حكيم
مناقشاً	جامعة المسيلة	أستاذ التعليم العالي	أ.د. رابح بلعباس
مناقشاً	جامعة برج بوعريج	أستاذ التعليم العالي	أ.د. بن منصور موسى
مناقشاً	جامعة باتنة	أستاذ محاضر قسم أ	د. كبوط عبد الرزاق
مناقشاً	جامعة سطيف	أستاذ محاضر قسم أ	د. كتاف شافية

السنة الجامعية: 2020-2021

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

١٤٣٨

إِهْدَاءً

أهدي هذا العمل المتواضع إلى من ارتبط رضا الله برضاها ومن لهما
الفضل بعده في وجودي، إلى من رباني وأرشداني وسهرا عليّ، أهدي عملي
إلى من قال الله فيهما:

{ وَاخْفِضْ لَهُمَا جَنَاحَ الذُّلِّ مِنَ الرَّحْمَةِ وَقُلْ رَبِّ ارْحَمْهُمَا كَمَا رَبَّيَانِي
صَغِيرًا }

إلى الوالدين الغاليين

أبي وأمي

إلى زوجي العزيز

إلى زينة الحياة وقرّة عينيّ، ولديّ الصغيرين

إلى أخي الحبيب وزوجه وابنائه

إلى أختي الغالية وزوجها

إلى كل أفراد عائلتي وعائلة زوجي، وإلى جميع الزملاء والأصدقاء والأحباب

إلى كل من علّمني علماً نافعاً، إلى كل من أنار لي طريق النجاح

أهدي حصاد جهدي وثمره عملي

آمنة

شُكْرٌ وَعِرْفَانٌ

الحمد لله الذي عمّ برحمته جميع العباد وخصّ أهل طاعته بالهداية إلى سبيل الرشاد ووفقهم بلطفه لصالح الأعمال والفوز ببلوغ المراد فله الحمد والمنة.

أتقدم بأسمى عبارات الشكر والعرفان والتقدير:

إلى الأستاذ الدكتور ملياني حكيم الذي شرفني بقبول المتابعة والإشراف على هذه الأطروحة ولم يبخل بتوجيهاته القيمة ونصائحه المفيدة وإرشاداته الهادفة.

إلى الدكتورين: خبابة حسان وحاج صحراوي حمودي.

إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة لتكرمهم بتخصيص جزء من وقتهم لقراءة ومناقشة هذا العمل .

إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل بالنصح والإرشاد والدعم

لكم مني جزيل الشكر وعظيم العرفان.

آمنة



فهرس مختصر

أ-س	مقدمة
1	الفصل الأول: الجوانب النظرية للأسواق المالية
3	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
27	المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية
49	المبحث الثالث: مؤشرات الأسواق المالية
75	الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية العربية
77	المبحث الأول: واقع الأسواق المالية العربية والاقتصاديات العربية
117	المبحث الثاني: النشأة والإطار التشريعي والتنظيمي للأسواق المالية العربية (السوق المالية السعودية وبورصة عمان)
138	المبحث الثالث: أداء السوق المالية السعودية وبورصة عمان
157	الفصل الثالث: مداخل التحليل والمتغيرات الاقتصادية الكلية
159	المبحث الأول: مداخل التحليل: التحليل الأساسي والفني
187	المبحث الثاني: المتغيرات الاقتصادية الكلية
204	المبحث الثالث: تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية والأسواق المالية
224	الفصل الرابع: الدراسة القياسية واختبار الفرضيات
226	المبحث الأول: منهجية الدراسة
241	المبحث الثاني: نموذج الدراسة والأساليب القياسية المستخدمة
258	المبحث الثالث: اختبار فرضيات الدراسة وتطبيق نموذج الانحدار الذاتي ذات الفجوات الزمنية المبطنة (ARDL)
304	الخاتمة
314	قائمة المصادر والمراجع
340	الملاحق
348	فهرس الجداول
362	فهرس الأشكال
365	فهرس الملاحق
367	فهرس المحتويات
الملخص	

مقدمة

تمهيد:

تزايدت أهمية الأسواق المالية في ظل التطورات الاقتصادية التي رافقت عصر العولمة والانفتاح الاقتصادي، وصارت أخبار الأسواق المالية تحتل الصدارة في الأخبار الاقتصادية والمالية، ولم يعد في الإمكان تجاهل دورها في التنمية الاقتصادية، فهي تعمل على توفير المصادر المالية اللازمة للتمويل، وتشكّل قنوات تدفق للأموال من الوحدات التي تحقق فائض (Surplus Units) إلى الوحدات التي تعاني من العجز (Deficit Units)، الأمر الذي يساعد على إنشاء مناخ ملائم لاستقطاب الاستثمارات المحليّة والأجنبية.

يعتمد التعامل مع هاته الأسواق المالية، على تحليل البيانات والمعلومات المتوفرة عن أسعار الأسهم وأحجام التداول والقيمة السوقية للأسهم المتداولة، وكذا معرفة أثر التغييرات التي تُحدثها الدولة في سياساتها النقدية والمالية على الأسعار، إضافة إلى العوامل السياسية الداخلية والخارجية، والعوامل النفسية للمستثمرين، إذ يقوم المحللون بتحليل هذه المعلومات لغرض الوصول إلى نتائج يستغلها المستثمرون في اتخاذ قرارات استثمارية سليمة.

وفي ظل تنامي زيادة حركة رؤوس الأموال بين البلدان وتفاقم نسبة المديونية والمنافسة، باتت الدول أكثر عرضة للهزات الاقتصادية والصدمات المالية العالمية، ما أوجب عليها القيام بإصلاحات جذرية تُمس كافة الأصعدة والميادين. ولم يعد بوسع الاقتصاديات النامية بما فيها العربية إلا مُسايرة تلك الأوضاع، مما حتمّ عليها إعادة النظر في أنظمتها المالية والعمل على عصرنه وترقية أسواقها المالية على جميع المستويات: التنظيمية، الإدارية والتشريعية، إلى جانب زيادة وتنويع الأدوات المالية المتداولة.

لذلك غدى موضوع الأسواق المالية محل اهتمام الباحثين والاقتصاديين بُغية دراستها وتحليلها، ونظرًا للخلاف القائم حول طبيعة العلاقة بين مستوى أداء الأسواق المالية وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، التي يُمكن للسوق المالي التأثير بها والتأثير عليها. ستقوم الدراسة الحالية بتحليل واقع الأسواق المالية العربية ودراسة مدى تأثر مؤشر السوق ببعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في الأجلين القصير والطويل.

أولاً: إشكالية البحث

يستدلُّ المستثمرون على مستوى أداء السوق المالي من خلال مؤشرات عدّة تقوم أغلب الأسواق المالية بنشرها، ويعتبر المؤشر العام للسوق المالي أهمها، إذ يساعد على استقراء الاتجاهات المستقبلية للسوق وتحليل سلوك أسعار الأوراق المالية المتداولة. وقد يتأثر هذا الأداء بمجموعة من العوامل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية وغيرها، ولعل أبرزها هي المتغيرات الاقتصادية المتمثلة في معدلات النمو الاقتصادي، المعروض النقدي، معدلات التضخم السائدة في البلاد، أسعار الفائدة المطبقة في البنوك، وأسعار الصرف وغيرها من المتغيرات، التي يتفاوت تأثيرها بين السلب والإيجاب حسب طبيعة اقتصاد كل بلد، وحسب الظروف التي تمرّ بها.

من خلال ما تقدّم، وبالنظر للجدول القائم بين الاقتصاديين حول تأثير المتغيرات الاقتصادية على السوق المالي، إضافة إلى اختلاف النتائج المتوصل إليها في الدراسات السابقة، فإن دراستنا الحالية تهدف إلى محاولة توضيح تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية (النتائج المحلي الإجمالي، عرض النقود بمفهومه الواسع، معدل التضخم، أسعار الفائدة على الودائع لأجل والأزمة المالية العالمية لسنة 2008) على مؤشر سوقيين ماليين عربيين: السعودية والأردن، من خلال تقدير نموذج قياسي لكل سوق وتحديد الأهمية النسبية لكل متغير في الأجلين القصير والطويل.

حتى يتسنى لنا القيام بذلك فإننا سنحاول الإجابة على السؤال الرئيسي التالي:

ما مدى تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر كل من السوق المالية السعودية وبورصة عمان خلال الفترة (2000-2018)؟

وبهدف الإجابة على هذا السؤال تمّ طرح الأسئلة الفرعية التالية:

1. هل يوجد تأثير للنتائج المحلي الإجمالي على مؤشر كل من السوق المالية السعودية وبورصة عمان في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018)؟
2. هل يوجد تأثير لعرض النقود بمفهومه الواسع على مؤشر كل من السوق المالية السعودية وبورصة عمان في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018)؟
3. هل يوجد تأثير لمعدل التضخم على مؤشر كل من السوق المالية السعودية وبورصة عمان في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018)؟
4. هل يوجد تأثير لأسعار الفائدة على الودائع لأجل على مؤشر كل من السوق المالية السعودية وبورصة عمان في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018)؟
5. هل يوجد تأثير للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على مؤشر كل من السوق المالية السعودية وبورصة عمان في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018)؟

ثانيا: فرضيات البحث

للإجابة على هذه الأسئلة ارتأينا طرح الفرضيات التالية:

1. يوجد تأثير إيجابي للنتائج المحلي الإجمالي على مؤشر كل من السوق المالية السعودية وبورصة عمان في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018)؛
2. يوجد تأثير إيجابي لعرض النقود بمفهومه الواسع على مؤشر كل من السوق المالية السعودية وبورصة عمان في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018)؛

3. يوجد تأثير إيجابي لمعدل التضخم على مؤشر كل من السوق المالية السعودية وبورصة عمان في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018)؛
4. يوجد تأثير سلبي لأسعار الفائدة على الودائع لأجل على مؤشر كل من السوق المالية السعودية وبورصة عمان في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018)؛
5. يوجد تأثير سلبي للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على مؤشر كل من السوق المالية السعودية وبورصة عمان في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018)؛

ثالثاً: أهمية البحث

يكتسب البحث أهميته من أهمية الأسواق المالية في تحقيق النمو والاستقرار الاقتصادي، والتي باتت من الضروري الاهتمام بمواضيعها خاصة من الناحية الكمية والقياسية، والتي تعتبر أساليب حديثة لاتخاذ القرار وإدارة المخاطر. كما تكمن أهمية البحث أيضاً في مراجعة الأدبيات والنظريات الاقتصادية للموضوع، كما سيقوم بحثنا الحالي بتبيان عنصر مهم ينبغي تحليله في أي سوق مالي، وهو مدى استجابة هذا الأخير للمتغيرات الاقتصادية الكلية وفق نموذج قياسي، بالإضافة إلى الاطلاع على نشاط وواقع الأسواق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة (2000-2018)، وتقديم بعض التوصيات والمقترحات التي تساعد متخذي القرار والمستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.

رابعاً: أهداف البحث

- في ضوء إشكالية البحث المشار إليها، فإن بحثنا يهدف بشكل عام إلى دراسة مدى تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية محل الدراسة على الأسواق المالية العربية (الأردن، السعودية)، كما يهدف إلى تحقيق ما يلي:
- تحديد الإطار النظري للسوق المالية وفهم آلية عملها وتحديد دورها في التنمية الاقتصادية؛
 - التعرف بالأسواق المالية العربية من حيث النشأة، الواقع والتحديات التي تواجهها؛
 - محاولة الوقوف على العوامل التي تساعد على تطوير الأسواق المالية العربية، نظراً للدور الذي أصبحت تلعبه في تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية في ظل تنامي العولمة والانفتاح الاقتصادي؛
 - إبراز الأدبيات والنظريات التي تعكس اتجاه العلاقة بين مؤشرات الأسواق المالية والمتغيرات الاقتصادية الكلية محل الدراسة؛
 - تحليل تطور مؤشرات الأداء لكل من السوق المالية السعودية وبورصة عمان خلال الفترة (2000-2018)، لأخذ نظرة مسبقة حول طبيعة نشاط السوق كمدخل للدراسة التطبيقية؛

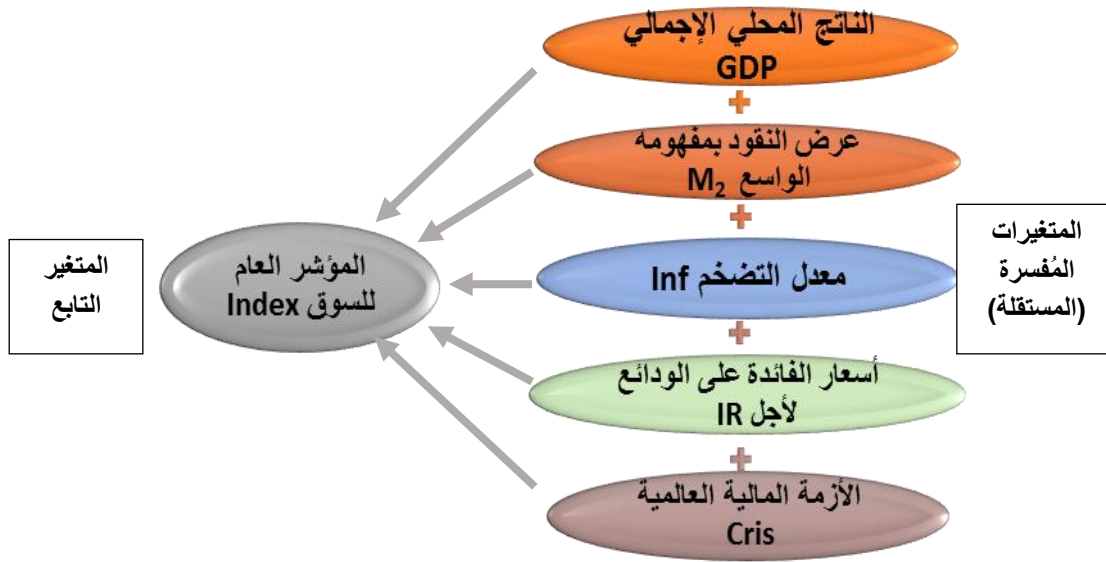
- تحليل تطور متغيرات الاقتصاد الكلي السعودي والأردني خلال الفترة (2000-2018)؛

- دراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية محل الدراسة على مؤشر كل من السوق المالية السعودية وبورصة عمان في الأجلين القصير والطويل، والتأكد من مدى قدرة نموذجي الدراسة على التنبؤ بأسعار المؤشر العام للسوقين، ومقارنة النتائج المتحصّل عليها مع الأدبيات النظرية والنتائج التي توصلت إليها الدراسات التطبيقية السابقة؛

خامسا: منهج ونموذج البحث

لغايات التحليل واختبار مدى صحة الفرضيات، ولتحقيق أهداف البحث الذي جاء لتبيان تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشرات الأسواق المالية العربية محل الدراسة خلال الفترة (2000-2018). سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، الذي يستند على توظيف الإطار النظري والتحليلي للأسواق المالية والمتغيرات الاقتصادية الكلية، بالاعتماد على المراجع المختلفة ذات الصلة بالموضوع، وكذا جمع البيانات وتصنيفها، والمعلومات وتحليلها. حيث تمّ جمع البيانات الفصلية للدراسة من خلال التقارير الشهرية للبنوك المركزية والمواقع الإلكترونية الرسمية للأسواق المالية العربية، بالإضافة إلى تقارير صندوق النقد العربي. ويمكن صياغة نموذج الدراسة في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1): نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة.

من أجل التحليل ولتحقيق أهداف البحث، تمّت صياغة النموذج القياسي التالي بالاعتماد على اللوغاريتم الطبيعي لمتغيرات الدراسة:

$$L(index_{i,t}) = \alpha_i + \beta_{i,1}L(GDP_t) + \beta_{i,2}L(M_{2,t}) + \beta_{i,3}Inf_t + \beta_{i,4}IR_t + \beta_{i,6}Cris_t + e_t$$

L (index_{i,t}): المؤشر العام للسوق المالي باللوغاريتم الطبيعي.

L (GDP_t): الناتج المحلي الإجمالي باللوغاريتم الطبيعي.

L (M₂): عرض النقود بمعناه الواسع باللوغاريتم الطبيعي.

(Inf_t): معدل التضخم.

(IR_t): أسعار الفائدة على الودائع لأجل.

(Cris_t): الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 (متغير وهمي).

كما سيتم استخدام أسلوب القياس الكمي لتحليل البيانات باستخدام برنامج (EViews 9) بإجراء العديد من الاختبارات: اختبار سكون السلاسل الزمنية (Stationary Test-Unit Root) بالاعتماد على اختبار ديكي فولر الموسع (Augmented Dickey-Fuller Test) (ADF) واختبار فيليبس بيرون (Philips-Perron)، بالإضافة إلى اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني، واختبار العلاقة قصيرة وطويلة الأجل بين المتغيرات باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) ومنهجية اختبار الحدود التي اقترحها (Pesaran et al. 2001).

سادسا: دوافع اختيار موضوع البحث

تتمثل المبررات الأساسية لاختيار الموضوع إلى الاهتمام الشخصي بموضوع الأسواق المالية، إضافة إلى أنه بالرغم من تعدد الأبحاث والدراسات التي عاجلت هذا الموضوع، إلا أنها لم تكن بالطريقة التي سيعالجها هذا البحث (في حدود إطلاع الباحثة). وذلك باستخدام طرق قياسية حديثة لمحاولة معرفة مدى استجابة مؤشر السوق المالي في الأسواق المالية العربية (عينة الدراسة) لجملة من المتغيرات الاقتصادية الكلية، والتي لها تأثير على الأسواق المالية في الأجلين الطويل والقصير.

سابعا: الحدود المكانية والزمنية للبحث

يتمثل الإطار المكاني للبحث في كل من السوق المالية السعودية وبورصة عمّان، وذلك من أجل قياس تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية محل الدراسة على كل من مؤشر السوقيين. أما الإطار الزمني فكان الفترة الممتدة من جانفي سنة 2000 إلى غاية ديسمبر 2018، من مُنطلق أنّ بورصة عمّان بدأت باستخدام المؤشر العام المرجح بالأسهم الحرة ابتداءً من سنة 2000 لتوحيد الفترة الزمنية بين السوقيين.

ثامنا: الدراسات السابقة

نال موضوع البحث اهتمام العديد من الباحثين والاقتصاديين، حيث كان موضوع دراسات كثيرة في أسواق مالية متعددة وعبر فترات مختلفة. وتأتي أهمية هذه الدراسات من طبيعة الأسواق المالية في الدول الناشئة واختلافها عن مثيلاتها في الدول المتقدمة، من حيث الكفاءة، السيولة، مستوى التطور، الشفافية والمنافسة. ورغم تعددها إلا أنها في الأغلب تهدف إلى تقييم السوق المالي، وربطه بجملة من المتغيرات الاقتصادية التي من شأنها التأثير على حركة المؤشر العام للسوق. على صعيد الدول العربية هناك شح في الدراسات التي تناولت الموضوع - على غرار بورصة عمان التي تعددت الدراسات حولها- بالرغم من أهميته في ظل ظروف التحرر المالي والعمولة. وسنقوم فيما يلي بعرض بعض الدراسات والأبحاث ذات الصلة بالموضوع وفق إطلاع الباحثة:

1. دراسة خالد النيف (2018) بعنوان "العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي والمؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية" (المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، المجلد 5، العدد 2)

التي هدفت إلى اختبار العلاقة الديناميكية بين المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة عمان، وعدد من متغيرات الاقتصاد الكلي شملت عرض النقود والتضخم والرقم القياسي للإنتاج الصناعي، باستخدام منهجية التكامل المشترك وسببية جرانجر، خلال الفترة (من شهر جانفي 2000 إلى غاية شهر أكتوبر 2016)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين مؤشر البورصة وعرض النقود. كما أشارت النتائج إلى عدم وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين مؤشر البورصة وكل من معدل التضخم، والرقم القياسي للإنتاج الصناعي، وبينت النتائج عن وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه، تتجه من مؤشر البورصة إلى جميع متغيرات الاقتصاد الكلي في الأجل القصير.

2. دراسة Dercio and Patricia (2018) بعنوان:

"The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Market Performance: A Case of Malaysia" (Edelweiss Applied Sciences Technology, Asia Pacific University of Technology and Innovation, Kuala Lumpur, Malaysia, Vol :2, N:1)

جاءت لدراسة العلاقة بين متغيرين هما: سعر الصرف والتضخم وسوق الأسهم في ماليزيا، باستخدام كل من اختبار السببية جرانجر ونموذج (OLS) خلال الفترة (2007-2016)، وجدت نتائج تحليل المدى القصير أن سعر الصرف والتضخم لا يؤثران على مؤشر السوق. كما أظهرت النتائج أن هنالك علاقة سببية أحادية الاتجاه من مؤشر السوق إلى التضخم، وهذا يشير إلى أنه يمكن استخدام القيم السابقة للمؤشر من أجل التنبؤ بمستوى

التضخم المستقبلي. أما فيما يتعلق بنموذج (OLS) فأشارت النتائج إلى أن سعر الصرف والتضخم لهما تأثير سلبي على أداء سوق الأسهم في ماليزيا.

3. دراسة (2017) Faiza Saleem and Mohd Norfian بعنوان:

"Causal Relationship Between Macroeconomic Variables And Stock Prices In Pakistan" (*Jurnal Kemanusiaan*, Special Edition, Faculty of Management, University of Teknology, Johor, Malaysia, Vol: 26, Issue 1)

جاءت لتحليل العلاقة السببية بين سعر الفائدة ومعدل التضخم وسعر الصرف مع أسعار الأسهم في سوق باكستان للفترة (1999-2015)، أشارت نتائج اختبار التكامل المشترك إلى وجود علاقة سلبية بين سعر الفائدة ومعدل التضخم وسعر الصرف مع أسعار الأسهم، كما أظهر اختبار جرانجر أحادية الاتجاه فقط من سعر الفائدة إلى أسعار الأسهم؛ ولم يكن هنالك علاقة لكل من معدل التضخم وسعر الصرف.

4. دراسة صلاح أبو النصير (2016) بعنوان "العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم في سوق المال السعودي: دراسة قياسية" (مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مصر، المجلد 17، العدد 3)

هدفت الدراسة إلى التعرف على أهم العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم في السوق المالية السعودية، بالاعتماد على بيانات فصلية خلال الفترة (2001-2015)، توصلت نتائج الدراسة إلى أن أهم العوامل المعنوية التي تؤثر على أسعار الأسهم هي: العائد على السهم، ومضاعف الربحية، ومعدل النمو الاقتصادي الحقيقي ومعدل التضخم، بينما لم يكن لسعر الفائدة على الودائع وعرض النقود ونسبة المديونية بالشركات المتداولة بالسوق أي تأثير معنوي، كما أوصت الدراسة بالعمل على توفير ونشر البيانات المتعلقة بالقوائم المالية للشركات المسجلة في السوق، وذلك لمساعدة صغار المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية بشكل صحيح.

5. دراسة (2016) Mahmoud Barakat and al. بعنوان:

"Impact of Macroeconomic Variables on Stock Markets: Evidence from Emerging Markets" (*International Journal of Economics and Finance*, The Canadian Center Of Science and Education, Ontario, Canada, Vol :8 (1))

التي هدفت لاختبار العلاقة بين مؤشر سوق الأسهم ومتغيرات الاقتصاد الكلي (مؤشر أسعار المستهلك، عرض النقود، سعر الفائدة وسعر الصرف) في كل من مصر وتونس خلال الفترة (1998-2014)، باستخدام التكامل المشترك وسببية جرانجر، توصلت الدراسة إلى وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة في كلا السوقين،

ووجود علاقة سببية بين مؤشر السوق ومتغيرات الاقتصاد الكلي الأربعة في السوق المصري، أما بالنسبة لسوق تونس فكانت نفس النتائج باستثناء عدم وجود علاقة سببية مع مؤشر أسعار المستهلك.

6. دراسة Francisco and Loredana (2016) بعنوان:

" US Stock Market And Macroeconomic Factors" (*The Journal of Applied Business Research*, The Clute Institute, Littleton, U.S.A, Vol: 32, N: 1)

هدفت إلى تحليل العلاقة بين مؤشر سوق الأسهم الأمريكية وبعض عوامل الاقتصاد الكلي كالناتج المحلي الإجمالي ومؤشر أسعار المستهلك، ومؤشر الإنتاج الصناعي ومعدل البطالة وأسعار الفائدة طويلة الأجل، بالاعتماد على بيانات فصلية خلال الفترة (2008-2014) وباستخدام الارتباط بإحصائية (t) بين المتغيرات، توصلت الدراسة إلى أن الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر الإنتاج الصناعي والتضخم يرتبطان إيجابياً مع المؤشر، بينما المتغيرات الباقية ترتبط سلباً وهذا ما يتوافق مع نتائج الأدبيات السابقة.

7. دراسة Haruna and al. (2013) بعنوان:

"Macroeconomic Variables And Stock Market Returns In GHANA: Any Causal Link?" (*Asian Economic and Financial Review*, Asian Economic and Social Society (AESS), Pompano Beach, Florida, U.S.A, N: 3(8))

هدفت الدراسة إلى تحليل العلاقة السببية بين متغيرات الاقتصاد الكلي (عرض النقود، سعر الصرف، سعر الفائدة على أذونات الخزينة، أسعار المستهلك والاستثمار الأجنبي المباشر) وعائد أسهم السوق المالي في غانا، باستخدام بيانات شهرية للفترة (1995-2010)، حيث يتم استخدام نموذج تصحيح خطأ المتجه (VECM) لإنشاء علاقة طويلة وقصيرة المدى بين المتغيرات. توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية معنوية طويلة الأجل بين عوائد الأسهم وكل من التضخم وسعر الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر لكنها غير معنوية مع أذونات الخزينة، بينما كانت سلبية معنوية مع العرض النقدي. أما على المدى القصير، فقد كشفت وجود علاقة إيجابية بين عوائد الأسهم والعرض النقدي، وعلاقة سلبية مع معدل التضخم، كما أوضح معامل (VECM) أن سوق الأوراق المالية يستغرق حوالي 20 شهراً للتكيف مع وضع التوازن في حالة حدوث صدمة في الاقتصاد.

8. دراسة Yu Hsing (2013) بعنوان:

"The Stock Market and "Macroeconomic Factors in Japan and Policy Implications" (*International SAMANM Journal of Finance and Accounting*, College of Business, Southeastern Louisiana University, Louisiana, U.S.A, No:1)

هي دراسة تُخصّص سوق الأوراق المالية الياباني خلال الفترة (1975-2009)، جاءت لتحليل مدى تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي المختارة: نسبة العجز الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة الناتج المحلي الإجمالي إلى عرض النقود بمفهومه الواسع، مؤشر الإنتاج الصناعي، سعر الفائدة الحقيقي المحلي ومعدل التضخم المتوقع على مؤشر السوق، وتطبيق معادلة لوغاريتمية بنموذج (EGARCH)، وجدت الدراسة أن مؤشر سوق الأوراق المالية الياباني يتأثر بشكل إيجابي بمؤشر الإنتاج الصناعي، ويرتبط بشكل سلبي بكل من نسبة العجز الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، وسعر الفائدة الحقيقي ومعدل التضخم المتوقع.

9. دراسة ندى الحموري (2012) بعنوان "العلاقة بين التذبذبات في أسعار الأسهم والتذبذبات في المتغيرات الاقتصادية الكلية: دراسة تطبيقية" (أطروحة دكتوراه منشورة، تخصص اقتصاد الأعمال، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن)

هدفت إلى اختبار العلاقة السببية بين التذبذبات في أسعار الأسهم والتذبذبات في عدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية التي شملت: معدل سعر الفائدة، عرض النقود، الرقم القياسي للإنتاج الصناعي ومعدل التضخم، في كل من السوق المالي للأردن، تركيا، تونس، الكويت ومصر خلال الفترة (2000-2009) وذلك باستخدام نموذج (GARCH) لتفسير تحركات أسعار الأسهم والتذبذبات الشرطية الحاصلة فيه. أوضحت نتائج تقدير معادلة التباين باستخدام نموذج (GARCH(1,1)) عدم ثبات التباين الشرطي لمعظم متغيرات الدراسة، إلا أنه يوجد تكامل مشترك بينها، كما بينت نتائج اختبار سببية جرانجر بالاعتماد على نموذج (VECM) وجود علاقة توازنية طويلة الأجل من التذبذبات في العائد على السهم إلى التذبذبات في سعر الفائدة في الأردن وتركيا، وبين جميع المتغيرات الاقتصادية والعائد على السهم في تونس، بينما خلصت النتائج إلى وجود علاقة سببية طويلة الأجل باتجاهين في سوق الكويت في جميع المتغيرات باستثناء التذبذبات في معدل الفائدة، وكانت علاقة أحادية الاتجاه بين المتغيرات الاقتصادية الأربعة إلى التقلبات في العائد على السهم في سوق مصر.

10. دراسة Al-Jafari et al. (2011) بعنوان:

"Investigating the Relationship between Stock Market Returns and Macroeconomic Variables: Evidence from Developed and Emerging Markets" (*International Research Journal of Finance and Economics*, Victoria Mahé, Seychelles, Issue 79)

جاءت لفحص العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي: النشاط الاقتصادي الحقيقي، التضخم، سعر الصرف، أسعار الفائدة وعرض النقود وأسعار الأسهم، لعينة من ستة عشرة سوق ناشئة ومتقدمة خلال الفترة (2002-2008)، باستخدام عدّة اختبارات كاختبار (Granger Causality) واختبار التكامل المشترك. بيّنت النتائج

التوصل إليها وجود علاقة سببية تتجه من المتغيرات الاقتصادية إلى أسعار أسهم الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة باستثناء أسعار الفائدة وعرض النقود، وكذلك وجود علاقة سببية تتجه من أسعار الأسهم إلى هذه المتغيرات ماعدا سعر الصرف وعرض النقود. كما أظهرت وجود علاقة موجبة طويلة الأجل بين النشاط الاقتصادي وأسعار الأسهم، بالإضافة إلى أن العلاقة بين متغيرات الاقتصاد وعائد الأسهم في الأسواق الناشئة تتميز بالثبات مما هي عليه في الأسواق المتقدمة.

11. دراسة سميرة لطرش (2010) بعنوان "كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم: دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية" (أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر)

هدفت الدراسة إلى معرفة مدى تأثير كفاءة رأس المال على القيمة السوقية للسهم، وشملت الدراسة ستة أسواق مالية عربية: بورصة عمان، السوق المالية السعودية، بورصة مصر، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، سوق الكويت للأوراق المالية وبورصة الجزائر خلال الفترة (2001-2008)، وذلك من خلال استخدام مجموعة من مؤشرات الأداء وطريقة الأنماط الطارئة لاختبار كفاءة السوق في شكلها الضعيف، كما تمت دراسة ارتباط مؤشر السوق مع مجموعة من العوامل الاقتصادية شملت: معدلات التضخم والبطالة ونمو الناتج المحلي الإجمالي من أجل قياس كفاءة السوق في صيغتها المتوسطة. توصلت نتائج الدراسة إلى أن كل من بورصة عمان والسوق المالية السعودية وسوق الكويت للأوراق المالية كفاءة في المستوى الضعيف، وأن كل الأسواق محل الدراسة ليست كفاءة في صيغتها المتوسطة، وذلك نظرا لعدم وجود ارتباط بين مؤشرات السوق والعوامل الاقتصادية، أي أن أسعار الأسهم لا تستجيب للتغير في العوامل الاقتصادية محل الدراسة.

12. دراسة Ali et al. (2010) بعنوان:

"Causal Relationship between Macro-Economic indicators and Stock Exchange Prices in Pakistan" (*African Journal of Business Management*, Publishes by Academic Journals, Sapele, Nigeria, Vol. 4, N :3)

اعتمدت على تحليل التكامل المشترك واختبار السببية في السوق المالية الباكستانية، باستخدام بيانات شهرية للمتغيرات غطت الفترة (من شهر جويلية 1990 إلى غاية شهر ديسمبر 2008)، حيث شملت الدراسة على المتغيرات: عرض النقود بمفهومه الواسع (M_2)، معدل التضخم، مؤشر الإنتاج الصناعي، سعر الصرف والميزان التجاري. دلت النتائج في الأخير على وجود علاقة طويلة الأجل بين عرض النقد والإنتاج الصناعي وأسعار الأسهم، بينما لم تثبت مثل هذه العلاقة في حالة سعر الصرف ومعدل التضخم والميزان التجاري. وفي

المقابل تبين وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين مؤشر الإنتاج الصناعي والميزان التجاري ومؤشر أسعار الأسهم، وعدم وجود علاقة سببية بين عرض النقد وسعر الصرف من جهة ومؤشر أسعار الأسهم من جهة أخرى.

13. دراسة علي جيران الخفاجي (2009) بعنوان: "قياس استجابة أسعار الأسهم لتحركات سعر الصرف: دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المحلية في سوق العراق للأوراق المالية" (مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، جامعة بابل، العراق، العدد 2، المجلد 455)

قامت بقياس مدى استجابة أسعار الأسهم لمتغير واحد هو سعر الصرف، بالتطبيق على عينة من الشركات المحلية في سوق العراق للأوراق المالية، بلغت 16 شركة خلال الفترة (2003-2007). توصلت نتائج الدراسة إلى أن 17 مشاهدة فقط من أصل سلسلة زمنية شملت 52 مشاهدة، كانت ترتبط فيها التقلبات في أسعار الأسهم بعلاقة عكسية مع تقلبات العملة، بينما لم تُظهر المشاهدات الأخرى أي علاقة ارتباط.

14. دراسة Humpe and Macmillan (2009) بعنوان:

"Can Macroeconomic Variables Explain Long-term Stock Market Movements? A Comparison of the US and Japan" (*Applied Financial Economics, Economics and Econometrics Finance, Chapman & Hall, Vol :19*)

هدفت الدراسة إلى تحليل إمكانية المتغيرات الاقتصادية شرح تحركات أسعار الأسهم لكل من سوق الولايات المتحدة واليابان في المدى الطويل، بالاعتماد على بيانات شهرية خلال الفترة (من شهر جانفي 1965 إلى غاية شهر جوان 2005)، توصلت نتائج الدراسة إلى أن أسعار أسهم الولايات المتحدة تتأثر إيجابياً بمؤشر الإنتاج الصناعي وسلبيًا مع كل من التضخم وسعر الفائدة طويل الأجل، بينما عرض النقود لا يؤثر مطلقاً على الأسعار. أما فيما يخص اليابان فقد وجد أن هناك علاقة تكامل ثنائية الاتجاه: الأولى أكدت أن أسعار الأسهم ترتبط إيجاباً بمؤشر الإنتاج الصناعي لكن سلباً مع عرض النقود، أما الثانية فدلت على وجود ارتباط سلبي لمؤشر الإنتاج الصناعي مع كل من المتغيرين: سعر الفائدة على القروض طويلة الأجل ومعدل التضخم، وهذه النتائج قد تكون متناقضة خصوصاً بسبب الركود الذي حدث في الاقتصاد الياباني بعد 1990.

15. دراسة Türsoy et al. (2008) بعنوان:

"Macroeconomic Factors, the APT and the Istanbul Stock Market" (*International Research Journal of Finance and Economics, IRJFE Editorial Office, Victoria Mahé, Seychelles, Vol: 22*)

قامت الدراسة باختبار لنظرية المراجعة (APT) في بورصة إسطنبول باستخدام كل من: عرض النقود، الإنتاج الصناعي، سعر النفط الخام، مؤشر أسعار المستهلك، الاستيراد والتصدير، سعر الذهب، سعر الصرف، سعر الفائدة، الناتج المحلي الإجمالي، الاحتياطي الأجنبي ومعدل البطالة كمؤشرات اقتصادية، وبالاعتماد على معادلة (OLS) خلال الفترة (من شهر فيفري 2001 حتى سبتمبر 2005)، توصلت الدراسة إلى أن هذه المتغيرات لا تؤثر بشكل كبير وأنه يوجد اختلاف بسيط بين تأثيرها على الأسعار، وهذا ما يدل على وجود عوامل أخرى تؤثر على أسعار الأسهم.

16. دراسة Horobet and Dumitrescu (2007) بعنوان:

"On the Causal Relationships between Monetary, Financial and Real Macroeconomic Variables: Evidence from Central and Eastern Europe"
(Available online at: http://www.nber.org/papers/w14269.pdf?new_window=1.)

هدفت إلى اختبار العلاقة السببية بين المتغيرات الاقتصادية: الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر أسعار المستهلك، ومتغيرات سوق المال التي تضمنت: عرض النقود، معدلات الفائدة وأسعار الصرف الحقيقية وذلك بالتطبيق على أربع دول من أوروبا الوسطى والشرقية هي الجمهورية التشيكية، هنجاريا، بولندا ورومانيا. تم فيها التحليل باستخدام أسلوب متجه الانحدار الذاتي (VAR) ووظفت طريقة التكامل المشترك واختبار جرانجر، بالاعتماد على بيانات ربع سنوية للفترة (من شهر جانفي 1998 إلى غاية شهر مارس 2007). توصلت فيها الدراسة إلى أن المتغيرات في نموذج التكامل تتفق مع المنطق الاقتصادي، حيث أن أسعار المستهلك ترتبط بشكل إيجابي مع مؤشر أسعار الأسهم في حين أن سعر الصرف يسلك سلوكاً معاكساً باستثناء سوق رومانيا، أما بالنسبة لأسعار الفائدة فوجدت أنها ترتبط بعلاقة طردية مع أسعار أسهم التشيك، بولندا ورومانيا وهذا ما يفسر نقص السيولة في الأسواق المالية، أما بالنسبة لاستجابة الناتج المحلي الإجمالي فكانت إيجابية لأسعار أسهم الدول الأربع.

17. دراسة رشيد بوكساني (2006) بعنوان "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها" (أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر)

هدفت إلى محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لإقامة سوق مالية فعالة، ودراسة واقع الأسواق المالية العربية في ظل عصر العولمة وخصوصية مؤسسات القطاع العام، وذلك من خلال مؤشرات الأداء خلال الفترة (2000-2004)، وكذلك الوقوف على معوقات تطوير الأسواق المالية العربية من أجل تقديم إسهامات لتطويرها وخلق الترابط بينها وجعلها أداة للتكامل الاقتصادي العربي، كما قامت بتحليل واقع الاقتصاديات العربية من خلال عرض لأهم المؤشرات الدولية. توصلت الدراسة في الأخير إلى عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية في الأسواق المالية محل الدراسة، وأن العديد منها يعاني من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المتعلقة بأسعار

أسهم الشركات المدرجة، وأوصت الدراسة بمجموعة من التوصيات والاقتراحات من أجل تجاوز مختلف المعوقات والوصول بهذه الأسواق إلى المستوى المطلوب.

18. دراسة **Al-Bashtawi (2006)** بعنوان:

"Macroeconomic Determinants of Common Stock Returns: Evidence from Amman Stock Exchange" (Master Thesis not Published in Finance and Banking Sciences, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Yarmouk University, Irbid, Jordan)

هدفت إلى للبحث عن محددات الاقتصاد الكلي لعوائد الأسهم في بورصة عمان باستخدام تحليل الانحدار خلال الفترة (2000-2005)، حيث بينت نتائج الدراسة أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في أسعار الأسهم وكل من التغير في عرض النقد والرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي، بينما لم تجد الدراسة تأثيراً ذا دلالة إحصائية لمتغيرات اقتصادية أخرى كنسبة التضخم وأسعار الفائدة على ودائع الادخار. كما أوصت الدراسة بتجربة نماذج أخرى ودراسة عوامل جديدة كالمغيرات السياسية والاجتماعية التي تؤثر على الاقتصاد الأردني.

19. دراسة **البازعي وديابي (1999)** بعنوان: "السياسة النقدية وكفاءة سوق الأسهم: دليل قياسي من سوق الأسهم السعودية" (مجلة الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، الرياض، السعودية، 1998، المجلد: 11)

هدفت الدراسة إلى إيضاح العلاقة بين عوائد الأسهم ومتغير التضخم في المملكة العربية السعودية، باستخدام بيانات سنوية للفترة (1995-1997). حيث احتسبت عوائد الأسهم بالفرق الأول للوغاريتم الطبيعي لمؤشر أسعار السوق ككل وللمؤشر القطاعات الثلاث، وقد تم تطبيق اختبار جوهانسن للتكامل المشترك، الذي بين عدم وجود علاقة سببية طويلة الأجل بين المتغيرين. كما أظهرت بالمقابل وجود علاقة سببية في الأجل القصير فقط بين معدل التضخم والعائد على أسهم قطاع الخدمات.

20. دراسة **Al-Bassam & Al-Juhani (1997)** بعنوان:

"The Impact of Some Major Economic Variables on the Saudi Stock Market Index: An Empirical Study" (*Economic Horizon*, Academic Publishing Platforms, Prague Development Center, Bílina, Czech Republic, Vol:18 (70))

هدفت الدراسة إلى قياس أثر بعض المتغيرات الاقتصادية التالية التي شملت: الناتج المحلي الإجمالي، سعر الفائدة، الاستقرار السياسي وأسعار الأسهم التاريخية على أسعار الأسهم في السوق المالية السعودية، واعتمدت على بيانات فصلية غطت الفترة (من شهر فيفري 1985 إلى غاية شهر فيفري 1994). توصل فيها الباحثان إلى أن سعر الأسهم تتأثر فقط بأسعار الأسهم للفترات السابقة وبلاستقرار السياسي. أما على مستوى القطاعات فقد تبين أن قطاع البنوك يتأثر بشكل واضح بالتغيرات التي تحدث في إجمالي الناتج والاستقرار السياسي، كما أن مؤشر أسعار الأسهم لقطاع الخدمات والقطاع الزراعي أكثر تأثراً بتغير أسعار الفائدة، في حين قطاع الاسمنت والكهرباء لم يُبد أي تأثير لأي من هذه المتغيرات.

تاسعا: ما يُميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

من خلال استعراض الدراسات السابقة نلاحظ قلة الدراسات الحديثة على السوقين العربيين المختارين، واعتماد أغلبها على بيانات سنوية لفترات غير حديثة، واستخدامها طرق بسيطة لاستعراض العلاقة بين المتغيرات. بالإضافة إلى أن هذه التقنيات تعاني من قصور في دراسة السببية أو علاقات التكامل المشترك مُقابل المنهجيات القادرة على معالجة مثل هذه العلاقات.

في حين يتميز بحثنا الحالي بأنه سيقوم باختبار تأثير أهم متغيرات الاقتصاد الكلي -من وجهة نظر الباحثة وبالاطلاع على أدبيات الدراسة- على مؤشر السوق (Market Index) لسوقين عربيين هما: السوق المالية السعودية كعينة من دول مجلس التعاون الخليجي، إذ تمتلك المملكة أكبر بورصة عربية بقيمة سوقية تعدت 494 مليار دولار أمريكي (سنة 2017)، وكذا بورصة عمان كعينة من دول الشرق الأوسط. كما سيستخدم البحث بيانات ربع سنوية (فصلية) ستغطي الفترة الممتدة (من شهر جانفي سنة 2000 حتى شهر ديسمبر 2018) لدراسة العلاقة طويلة وقصيرة الأجل.

تأمل الباحثة أن تأتي هذه الدراسة بإضافة حديثة للأسواق المالية العربية بصفة عامة، وللسوق المالي السعودي والأردني بصفة خاصة، وأيضاً بتقديم بعض المقترحات التي قد تفيد في تفعيل وتنشيط بورصة الجزائر، وذلك من خلال دراسة وتحليل وفهم طبيعة العلاقة القصيرة وطويلة الأجل بين متغيرات الاقتصاد الكلي المختارة والرقم القياسي العام لمؤشر السوق، باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذات الفجوات الزمنية المبطة (ARDL) Autoregressive Distributed Lag Model، غير النماذج التقليدية المعتمدة في بعض الدراسات.

عاشرا: خطة البحث

تهتم الدراسة الحالية بتحليل العلاقة القائمة بين بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية وعينة من الأسواق المالية العربية هي: السوق المالية السعودية وبورصة عمّان، للإجابة على الأسئلة الواردة في الإشكالية. وسيتم تقسيم العمل إلى أربعة فصول ومقدمة وخاتمة، حيث سيتناول **الفصل الأول: الجوانب النظرية للأسواق المالية**، من خلال التطرق إلى نشأة وماهية هذه الأسواق، أهم خصائصها وتقسيماتها وأهمية هذه الأسواق في الاقتصاد، ثمّ الحديث عن الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي، والعلاقة بين كفاءة الأسواق والحركة العشوائية للأسعار.

أما **الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية العربية والاقتصادات العربية**، فسيتم فيه تسليط الضوء على نشأة وخصائص الأسواق المالية العربية وإعطاء مقترحات لتطويرها، ولحمة عن الاقتصاد العربي والمناخ الاستثماري فيه، ثمّ التطرق إلى النشأة والإطار التشريعي والتنظيمي للأسواق المالية العربية والتركيز على عينة الدراسة، وفي الأخير سيتم تحليل أداء السوق المالية السعودية وبورصة عمّان من خلال المؤشر العام للسوق، وحجم التداول والقيمة السوقية للأسهم وعدد الشركات المدرجة بالسوق المالي وذلك خلال الفترة (2000-2018).

في حين أن **الفصل الثالث: مداخل التحليل والمتغيرات الاقتصادية الكلية**، سيتناول في البداية مداخل التحليل الفني والأساسي، من خلال مفهومهما وطرق تحليلهما، كما سيتم التطرق إلى ماهية المتغيرات الاقتصادية الكلية وأنواعها وطرق حسابها، وسيتم أخيراً عرض للنظريات التي تفسر العلاقة بينها وبين الأسواق المالية.

أما بالنسبة **للفصل الرابع: الدراسة القياسية واختبار الفرضيات**، فسيركز على التحليل القياسي واختبار فرضيات الدراسة وعرض أهم النتائج المتوصل إليها، وذلك من خلال تقدير العلاقة بين المتغيرات التابعة والمستقلة في نماذج قياسية وقياس تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر كل من السوق المالية السعودية وبورصة عمّان، حيث سيتم أولاً التعريف بالاختبارات التي سيتم استخدامها في تحليل النماذج القياسية، ثمّ عرض تطور متغيرات الاقتصاد السعودي والأردني خلال الفترة (2000-2018)، ومن ثمّة اختبار فرضيات البحث المدرجة سابقاً، ومقارنة النتائج المتوصل إليها مع ما توصلت إليه الدراسات التطبيقية السابقة.

وفي الأخير ستعرض الخاتمة أهم الاستنتاجات والنتائج المتحصّل عليها من اختبار الفرضيات وتقديم بعض الاقتراحات لهذه الدراسة والآفاق المستقبلية للبحث.

المفصل الأول

الجوانب النظرية

للأسواق المالية

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية

المبحث الثالث: مؤشرات الأسواق المالية

تمهيد الفصل

لقد أدت مُتطلبات النظم الاقتصادية والانفتاح العالمي، إلى تطور قنوات تمويل تمثلت في الأسواق المالية، التي ساعدت على توزيع مُدخرات القطاع الخاص بين القطاعات الإنتاجية في الاقتصاديات القومية، وأصبحت الركيزة التنموية التي تعتمد عليها الدول المتقدمة والنامية على حدّ سواء لدعم اقتصادياتها.

وكما تُوجد لكل بضاعة سوق لتبادلها، فإنّ سوق الأوراق المالية على غرار الأسواق الأخرى تتعامل بنوع خاص من السلع تتمثل في الأوراق المالية باختلاف أنواعها، حيث يلتقي الباعة والمشترون لتبادل الأسهم والسندات وغيرها من الأدوات المالية، ويتدخل بعض المتعاملون كالوسطاء الماليين والسماسرة في عمليات البيع والشراء، ممّا يُسهّل انتقال ملكية الأموال وضمن حقوق المتعاملين.

ومن أجل وضع أرضية لموضوع البحث، توجب الحديث عن الخلفية النظرية للأسواق المالية التي تمحورت في أهم النقاط التي سيعالجها الفصل الأول من هذه الدراسة، لذا ارتأينا تقسيمه إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول الذي سنتحدث فيه عن نشأة البورصات وماهية الأسواق المالية، بالإضافة إلى تقسيمات السوق ومُقومات نجاحها، أما **المبحث الثاني** فسوف نتطرق فيه إلى جانب مهم في هذا البحث، وهو كفاءة الأسواق المالية من خلال تقديم تعريفها ومتطلباتها وأهم صيغها، في حين أنّ **المبحث الثالث** سيتناول مؤشرات الأسواق المالية من خلال تسليط الضوء على ماهية هذه المؤشرات وذكر أهم المؤشرات التي تساعد في تحليل السوق المالي، إضافةً إلى كيفية حساب هذه المؤشرات.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

يُعدّ موضوع الأسواق المالية من المواضيع التي تحظى باهتمامٍ بالغٍ في الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء، وذلك لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي، وترفع من رفاهية الأفراد ممّا يعود بالفائدة على المجتمع كله. وبناءً عليه سيتم إعطاء نظرة شاملة عن الأسواق المالية، وذلك من خلال التطرق إلى بعض النقاط في هذا المبحث. بدايةً بمعرفة نشأة وتطور السوق المالية؟، وما مفهومها من خلال تقديم أهم التعاريف، ثم التطرق إلى نقطة ندرج فيها أهم الخصائص والوظائف، وفي الأخير سيتم تحديد أبرز العوامل والمقومات التي تساعد على نجاحه.

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية ومفهومها

تحظى الأسواق المالية بأهمية كبيرة في النظام المالي، لما تؤديه من دور في استقطاب الأموال ودعم للنمو الاقتصادي، وما يُهمنا في هذه النقطة هو معرفة كيف أنشأت؟ وما مفهومها؟

الفرع الأول: تطور البورصة والأسواق المالية

إنّ تتبّعنا لتاريخ السوق المالي يكشف لنا أنّ نشأتها جاءت نتيجةً للظروف والاحتياجات المتزايدة، ولتقتضيات التطور التجاري والاقتصادي بالنسبة للبلدان التي وجدت فيها ولم تكن بالصدفة، بل ساعدها في ذلك التطور العلمي ونشوء شركات الفائض المالي، سعت بدورها إلى استثمار هذا الفائض من خلال تلك الأسواق.

أولاً: نشأة البورصة

ظهرت فكرة الأسواق منذ تفكير الإنسان باستغلال مُدخراته، فمنذ حوالي 4000 عام قبل الميلاد عرفت حضارة وادي الرافدين^(*) أقدم أشكال التمويل والصرافة، من خلال التشريعات القانونية التي نظّمت التجارة وأعمال الصيرفة، وذلك بعد أن تطوّرت التجارة وظهرت أشكال التعامل المالي والنقدي التي كان أهمها: بيوت المال، عمليات الاقتراض، التمويل، تسوية المدفوعات وغيرها من أعمال الصيرفة⁽¹⁾.

ويُعود أصل نشأة بورصة الأوراق المالية إلى فكرة تعدّد النقد التي ولّدت مهنة الصرافة، حيث كلّف حُكام اليونان عام 527 قبل الميلاد صرّافهم بتبديل عُملات الزائرين بالمدن المتواجدين فيها، لتنتشر هذه المهنة وتتطور بعد ذلك بشكلٍ سريعٍ عبر مختلف المناطق⁽²⁾.

(*) بلاد الرافدين: تُعد من أولى المراكز الحضارية في العالم، وتقع حالياً في العراق، سوريا وتركيا ما بين نخري دجلة والفرات.

(1) عباس كاظم الدعبي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2010، ص: 114-115.

(2) محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية: الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، د.ط، 2009، ص: 21.

وقد تأثرت هذه المهنة بعد دخول أوروبا في مرحلة العصور المظلمة^(*) التي دامت خمسة قرون، لتشهد بدورها مرحلة سُكون وغياب كامل باستثناء المنطقة العربية (دامت هذه المرحلة حوالي 550 عام) ثم عادت لتظهر في شمال إيطاليا عندما قرّرَ المشرعون الرومانيون وضع القوانين والتشريعات المتعلقة بعمليات الإيداع وتبادل النقود. بعدها برزت بعض الجمهوريات الإيطالية كجنوة وفينيسيا وفلورنسا، وازدهرت تجارتها مع الشرق، تبوّأت إيطاليا بذلك مركزاً مرموقاً عالمياً، وبدأت رؤوس الأموال تتدفق عليها بكثافة، ما استدعى إعادة ظهور مهنة الصرافة، وفي بداية القرن الرابع عشر (14) تحوّلت نحو مدينة بروج (Bruges) البلجيكية، أين كانت تتجمع العائلات الست الكبرى في مجال الصرافة بشكل دوري في منزل الرئيس الذي كان يُدعى (Van Der Bourse) فان دي بورز، ويعتقد المؤرخون أنّ سنة 1339 هي السنة التي وُلد فيها مفهوم البورصة نسبةً إلى اسم هذه العائلة، حيث كان هذا الشخص يستقبل رجال الأعمال ومثلي المصارف الإيطالية في منزله⁽¹⁾.

قد كانت هذه الاجتماعات تتولّى كتابة بوالص التأمين^(**) وكلّ ما يمتّ بصلة بعمليات بيع وشراء النقود، وبات بذلك الفندق الذي تمتلكه عائلة فان دي بورز قبلاً للتجار من كافة مناطق العالم، وقد تطوّر التعامل بين التجار بعد ذلك؛ وأصبحت التعاملات فيما بينهم تتمّ في شكل عقود وتعهدات، كما استبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على أساس الثقة بين المتعاملين، وأصبح بذلك لفظ (Bourse) يُعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملون بشكل مُنظم ودوري⁽²⁾.

وقد انتقل الأمر بعد ذلك إلى مدينة بلجيكية أخرى هي مدينة إنفريس عام 1536، والتي اعتُبرت كمركز رسمي لكافة أنواع التجارة الدولية؛ وتُعتبر أول سوق نقدية ظهرت في أوروبا. وهكذا تبلور مفهوم البورصة كسوقٍ منظمٍ للتداول، غير أنّ طبيعة الصفقات والعقود المبرمة داخلها كانت مختلطة ومتنوعة، حيث كان يجري بها تداول السلع المختلفة والأوراق التجارية؛ لأنّ الأوراق المالية من أسهم وسندات لم تظهر بعد في ذلك الوقت. وعليه فقد تمّ إنشاء أول سوق مالي سنة 1339 ببلجيكا، ثمّ انتقل إلى فرنسا بمدينة ليون سنة 1639، ثمّ إلى باريس وإلى أمستردام ولندن في القرن التاسع عشر (19). وفي فترة اكتشاف الأمريكيتين الشمالية والجنوبية وإبان الثورة الصناعية التي كان لها الأثر الكبير في تطوّر الفكر الاقتصادي، انتظمت الأسواق في حدود سنة

(*) العصور المظلمة: تمثل العصور الوسطى في أوروبا وهي الفترة ما بين الأعوام 400-1400 تقريباً، والتي تميزت بتفشي الجهل والالتزام الديني الشديد وتعاضم دور الكنيسة في مختلف مجالات الحياة وأيضاً بانتشار الحروب العسكرية بين الشعوب الأوروبية والجرمانية.

(1) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2008، ص: 8-9.

(**) بوالص التأمين: عبارة عن بيان أو وثيقة تضمن للمالكها الحصول على تعويض مالي من قبل شركة التأمين، وذلك في حال تعرّضه لكارثة أو حادثة أوقعت به الضرر، لكن في المقابل تلزم هذه البوليصة مالكيها بدفع مبلغ مالي كل فترة معيّنة يُدعى القسط أو الاشتراك.

(2) صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علمياً- عملياً، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2000، ص: 10.

1890، حيث كان الاستثمار كبيراً في شراء أسهم (*) الشركات المتخصصة في بناء السكك الحديدية، لتحتل آنذاك كل من بورصة لندن ونيويورك وطوكيو المركز الأول في حجم الأموال المتداولة في السوق (1).
مما سبق نستخلص أنّ النواة الأولى لظهور البورصة كانت ببلجيكا انتقلت بعدها إلى دول أوروبية أخرى، ثم إلى أمريكا الشمالية والجنوبية لتعم كامل أنحاء العالم.

ثانياً: تطور السوق المالي

نتيجة للتطور الاقتصادي للمجتمعات وزيادة الحاجات التمويلية لمختلف الوحدات الاقتصادية، بسبب تعدد وتوسع نشاط هذه الأخيرة وزيادة حجم المدخرات ونمو الاقتصاديات، ظهرت العديد من المؤسسات والأسواق التي حاولت الاستفادة من الفوائض المالية لدى الأفراد، وتوظيفها بشكل أمثل يُقلل من درجة المخاطرة، وبذلك بدأت فكرة إنشاء الأسواق المالية التي يتم عن طريقها إجراء الصفقات المالية، وتمكين المساهمين والمستثمرين من بيع حصصهم والاكتتاب في هذه الصفقات.

عند النظر إلى نشأة الأسواق المالية المعاصرة، ما يلفت انتباهنا هو ارتباطها بنشأة المؤسسات المالية التي تقوم بدور الوساطة بينها، وأهمها البنوك التجارية وشركات المساهمة العامة، وذلك عبر أدوات مالية معينة أهمها الأوراق المالية والتجارية. وعليه فبداية نشأة هذه المؤسسات والأدوات المالية يُعدّ بدايةً لنشأة الأسواق المالية بمفهومها المعاصر، حيث تمّ إنشاء أول بنكٍ بمفهومه المعاصر منتصف القرن الثاني عشر (12) في البندقية بإيطاليا سنة 1157م (2).

وتعتبر فرنسا أول دولةٍ شهدت ميلاد أول سوقٍ لتداول الأوراق المالية (Securities)، وذلك في القرن 13 ميلادي؛ حيث كان هنالك تطوّر النشاط التجاري والاقتصادي، والذي تطلّب اعتماد نظامٍ للوساطة المالية والتوسّع في استخدام الأوراق المالية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل، حيث ظهرت بها أول بورصة للأوراق المالية (Stock Exchange) بموجب أمرٍ لكي، تمّ التداول فيها وفق تنظيمٍ مُعين وقوانينٍ مساعدة على تسهيل استخدامها. كما ظهرت بذلك الوقت (الفترة الممتدة بين 1268 إلى غاية 1314) مهنة السماسرة والوساطة. وخلال نفس الفترة تطوّرت المبادلات التجارية في بلجيكا، وبدأ التجار يجتمعون لتبادل الصفقات حيث شهدت هذه الحركة التجارية تطوراً في التبادل، وبذلك ظهر مصطلح البورصة لأول مرة واستقرت آنذاك بورصات الأوراق

(*) السهم: عبارة عن أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول لحامله الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة بالإضافة إلى حصته في موجودات الشركة فهو جزء من رأسمالها، لحامله الحق في التصويت في جمعيات المساهمين والحق في الأرباح، كما لحامله الحق في التخلص من السهم ببيعه والتنازل عنه، ومن أنواعها الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

(1) دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والبندقية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط 1، 2012، ص: 34-35.

(2) محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية: دراسة تطبيقية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2010، ص: 30-31.

المالية في مبنى خاص أطلق عليه (Royal Exchange) (1)، ونتيجة لهذا التطور ظهرت خلال القرنين 16 و17 الميلادي أسواق لتداول الأوراق المالية في بلدان أخرى كهولندا وبريطانيا والدانمارك وألمانيا.

ومع التّمو المستمر للنشاط الاقتصادي وزيادة متطلباته التمويلية، زادت الحاجة إلى التّوسّع في عدد البنوك والمؤسسات المالية من أجل قيامها بالبحث عن موارد مالية جديدة تفي الغرض التمويلي، ممّا أدى إلى إصدار الأوراق المالية من قبل الحكومات والبنوك والمؤسسات المالية وبعض شركات المساهمة خاصةً الكبيرة منها، وأصبحت الأسواق المالية مكاناً مُحدداً لتداول هذه الإصدارات وانتشرت حتى وصلت لقارة أمريكا. أين تمّ إنشاء أول بورصة في أمريكا عام 1792 في الشارع الذي كانت تتمّ فيه هذه المعاملات والتي أطلق عليها وول ستريت (*) (Wall Street) (2)، ومع حلول القرن 19 م أصبح التعامل في هذه الأسواق يُجرى بشكل رسمي في أغلب الدول المتقدمة.

أما الأسواق المالية في الدول العربية فقد انتشرت من خلال الدول الاستعمارية التي احتلت مناطقها، وأنشئت العديد من البنوك والبورصات تطبيقاً لنظمها الاقتصادية وضمناً لتصدير بعض منتجاتها إلى هذه الدول. وفي هذا الإطار تمّ إنشاء سوق الأوراق المالية في مصر نهاية القرن 19، حيث أنشأت بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية سنة 1883م وبورصة القاهرة عام 1904، وقد تمكّنت هذه السوق المالية من القيام بدورها كسوق قوية حتى أصبحت السوق الأولى في إفريقيا؛ والخامسة على مستوى العالم من حيث النشاط وعدد الشركات المدرجة وحجم رؤوس الأموال المستثمرة، لتتم بعد ذلك إعادة تنظيم السوق في ظل سياسة الدولة لتحقيق برنامج الإصلاح الاقتصادي (3).

أما باقي المناطق العربية الأخرى فلم يكن في العالم العربي سوى خمس بورصات إضافة إلى البورصة المصرية، وذلك حتى عام 1989 وهي: بورصة لبنان 1920، المغرب 1967، تونس 1968، الكويت 1977، الأردن 1978، إلا أنّ أكثر هذه البورصات بقيت مُعطلّة النشاط إلى غاية 1995 بسبب ظروف الحروب خاصة بورصة لبنان، وفي عام 1989 تمّ إنشاء بورصات أخرى في البحرين والعراق، وبدأت السوق المالية تنشط في

(1) عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 116.

(*) سمي المكان بشوارع الحائط Wall Street نسبة إلى الحائط الذي بناه الهولنديون لحماية قطعانهم من الأبقار.

(2) عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص: 116-117.

(3) أشرف محمد دوابه، تكامل الأسواق المالية العربية: آفاق وتحديات، بحث مقدم لمؤتمر: القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة خلال الفترة من 14-15 أبريل 2009، كلية إدارة الأعمال، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2009، ص: 12.

السعودية، وفي عام 1999 تم إنشاء البورصات في كل من السودان وقطر والجزائر وفلسطين، وإنشاء بورصة دبي وبورصة أبو ظبي في الإمارات المتحدة سنة 2002⁽¹⁾.

الفرع الثاني: مفهوم السوق المالي (Financial Market)

ارتبط تطور الأسواق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي، الذي مرت به معظم دول العالم لا سيما الرأسمالية منها، وقد أدى إقبال الحكومات على الاقتراض وارتفاع عدد شركات المساهمة إلى خلق حركة قوية ساهمت بدورها في ظهور العديد من بورصات الأوراق المالية.

وقد تشعب المدلول اللفظي للسوق المالي باختلاف آراء الاقتصاديين والماليين، غير أن جميعها تصب في اتجاه واحد يُدلي بأن السوق المالي هو: الآلية والإطار الذي يقوم بعملية جذب وتوفير رؤوس الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز قصد تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة.

والسوق المالي (Financial Market) كلمة مركبة من كلمتين هما: السوق^(*) والمال:

لغةً: السوق هو موضع البيّاعات -البيع والشراء- التي يتعامل فيها والجمع أسواق، وسميت بها لأن التجارة تُجلب إليها وتُساق المبيعات نحوها⁽²⁾. أما المال فيطلق العرب كلمة المال على كل ما يقع عليه الملكية من الأشياء، فهو كل ما ملكته من جميع الأشياء⁽³⁾.

اصطلاحاً: يُقصد بالسوق: المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وتتبادل فيه السلع والخدمات، وفي الوقت الحاضر لم يعد هناك أهمية للمكان وأصبحت السوق تُحدّد بالنظر إلى السلعة التي تُتداول فيها⁽⁴⁾. أما المال في اصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية والمتخصصين في شؤون البورصات، فيُقصد به نوع خاص من المال في صورته النقدية، وبذلك فإنّ الغرض من جميع الأوراق المصدرة في السوق المالي من أسهم وسندات وشهادات إيداع وغيرها، هو تحصيل وجمع الأموال في صورتها النقدية السائلة⁽⁵⁾.

ومن هنا فإنّ مفهوم السوق المالي يندرج ضمن الإطار العام لماهية السوق والمتكون من طرفين أساسيين، أولهما **البائع** وهو صاحب الورقة المالية ومصدرها، وعادةً ما يتمثل في الحكومة والشركات المصدرة الفاعلة في

⁽¹⁾ أشرف محمد دوباب، مرجع سبق ذكره، ص: 13.

^(*) لمصطلح السوق في القرآن عدة معانٍ منها الوارد في قوله تعالى: « وَقَالُوا مَالِ هَذَا الرَّسُولِ يَأْكُلُ الطَّعَامَ وَيَمْشِي فِي الْأَسْوَاقِ »، سورة الفرقان، الآية: 7.

⁽²⁾ ابن منظور، لسان العرب، كلمة: السوق، دار صادر، بيروت، لبنان، ط 3، 1994، المجلد 10، ص: 168.

⁽³⁾ ابن منظور، مرجع سبق ذكره، كلمة: مول، المجلد 11، ص: 635.

⁽⁴⁾ شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر العاصمة، الجزائر، د.ط، 1994، ص: 241.

⁽⁵⁾ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، ط 1، ج 1،

2005، ص: 33. متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://books.google.dz/books?id=UBOoSjEvSoAC>

السوق، وثانيهما مُشتري الورقة المالية وهو الجهة التي تمتلك رؤوس الأموال (المدخرات) سواءً كانت من الحكومات أو الأفراد أو البنوك. وكأي سوق يتم فيها التداول فإنّ سعر الورقة المالية يتحدّد من تفاعل جانبي العرض والطلب في قاعات التداول أو عبر شبكات الأنترنت.

ومن التعاريف السائدة نجد أنّ السوق المالي يُعبّر عن جملة من الأماكن حيث يتم فيها التفاوض والتبادل برغبات العرض الخاصة برؤوس الأموال (عادةً ما تكون طويلة الأجل)، والتي يمتلكها المدّخرون مع رغبات الطلب المستثمرون⁽¹⁾.

إلا أنّ مع التطورات الحاصلة والانفتاح الاقتصادي والتحرّر المالي الذي عرفته معظم الاقتصاديات، حيث كان للثورة الصناعية الأثر الكبير في زيادة نشاط الأسواق المالية، فقد ظهرت الاستثمارات الكبيرة وبدأ أصحاب رؤوس الأموال في البحث عن فرص تسمح لهم بتعظيم أرباحهم. وهذا ما مكّن من تقديم مفاهيم جديدة للسوق المالي والإمام بجوانب أكثر. إذ عُرّفت السوق على أنّها حلقة الوصل بين الادخار والاستثمار، من خلال قنوات رئيسية تتمثل في أدوات ومؤسسات متخصصة، كما أنّ له دور فاعل في تهيئة الفرص الاستثمارية للأرصدة النقدية⁽²⁾.

كما عُرّف السوق بالمكان الذي يتم فيه تبادل الأصول المالية، مع أنّ وجوده ليس شرطاً ضرورياً لخلق وتبادل الأصول المالية في معظم الاقتصاديات، فالأصول المالية تخلق ويتم المتاجرة بها بعد ذلك في أسواق مالية منظمة⁽³⁾. ويمكن تعريف السوق المالي بأنّه شبكة تمويل طويلة الأجل تعمل على إصدار الأوراق المالية ومن ثم تداولها، ممّا يسمح بتحريك الادخار القومي الفردي⁽⁴⁾.

كما يمكن يُعرف السوق المالي على أنّه "الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدّخرة والتي ترغب بالاستثمار؛ ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة"⁽⁵⁾.

من خلال التعاريف السابقة يُمكن القول بأنّ السوق المالي عبارة عن سوقٍ تسمح بالتقاء المتعاملين الاقتصاديين أصحاب العجز والفائض المالي، حيث يتم فيه إصدار الأوراق المالية وتداولها في السوق، وفق إطار

(1) Bernard Bellettante, *Dictionnaire De La Bourse*, Edition Hatier, Paris, France, 1998, P :12.

(2) Frederic Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Market*, Addition –Wesley, U.S.A, 6th Edition, 2001, p:3.

(3) Frank J. Fobozzi and Modigliani Franco, *Capital Markets: Institutions and Instruments*, Prentice -Hall Inc, Prentice, New Jersey, U.S.A, 1992, P: 11.

(4) Pierre Canso, Farouk Hemici, *Gestion Financière De L'entreprise*, Edition Dunord, Paris, France, 10^{eme} Edition, 2002, p:387.

(5) أرشيد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، ط 1، 2004، ص:110.

تنظيمي وقانوني، فهي تُمثل السوق التمويلية للاقتصاد بواسطة مالية كالبنوك التجارية وبنوك الاستثمار وغيرها، وبذلك فالسوق بمثابة مرآة تعكس مستوى الانتعاش والركود في الاقتصاد الوطني.

تتمّ عملية تبادل الأوراق المالية في السوق بطريقتين: الأولى مباشرة، يقوم فيها المقرضون بشراء الأوراق المالية التي تُصدرها الشركات والحكومة مباشرةً، أما الثانية فهي غير مباشرة، يقوم فيها الوسيط المالي بشراء الأوراق المالية ثم يعيد بيعها للأفراد.

المطلب الثاني: خصائص ووظائف السوق المالي

بعد أن تعرفنا على مفهوم السوق المالي نأتي الآن للتعمق أكثر لمحاولة معرفة أهم الخصائص التي تتميز بها، وما هي الوظائف التي تقوم بها؟

الفرع الأول: خصائص السوق المالي

يلعب السوق المالي دوراً حيوياً في النظام المالي، حيث يُساهم في رفع اقتصاد البلاد ورفاهيته. وللسوق المالي بعض الخصائص -ليس كغيره من الأسواق- يجب أن تتوفر فيه نذكر منها:

(1) تسهيل عملية الحصول على السيولة من خلال تحويل الأدوات المالية كالأسهم والسندات وما شابه إلى نقد جاهز عند الحاجة إليه؛

(2) تجزئة السوق؛ حيث يتجزأ العرض والطلب بين عددٍ كبير من المتدخلين المستقلين، الذين لا يستطيعون التأثير في السوق أو توجيه الأسعار به، فلا يدخل هؤلاء في علاقة مباشرة بل يتعاملون من خلال مجموعة من الوسطاء⁽¹⁾؛

(3) اتصاف السوق بالعمق (Depth)، أي أنه يجذب عدداً كبيراً ومتنوعاً من المتعاملين والمستثمرين فيه، بحيث يهتدي هؤلاء بمعطيات العرض والطلب لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وهو ما يمنح التقلبات غير المبررة في أسعار الأوراق المالية المتداولة، إلا بتأثير بعض الأزمات والظروف الطارئة⁽²⁾؛

(4) شفافية وعلائية البيانات والمعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة والوحدات المصدرة للأوراق المالية، من حيث حجم التداول وأسعار أسهمها؛

(5) يُعتبر أكثر تنظيمًا عن باقي الأسواق، نظرًا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء مختصين، وهناك شروطٌ وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية فيه، لذلك توجد في معظم البلدان إدارات مستقلة ذات صلاحيات تُدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتُوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية⁽³⁾.

⁽¹⁾ محمد أحمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على شركات المساهمة، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، ط1، 2014، ص: 43.

⁽²⁾ محمد كمال أبو عمشة، أهمية تطوير أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي، بحوث اقتصادية عربية، مجلة صادرة عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، القاهرة، مصر، العددان 55-56، 2011، ص: 143.

⁽³⁾ جمال جويدان الجمال، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، د.ط، 2002، ص: 56.

6 سهولة تنفيذ الصفقات (نقل الملكية بيعاً وشراءً من مستثمر لآخر) بالإضافة إلى المرونة في الإجراءات التي تتعلق بإنجاز وتنفيذ الصفقات؛

7 يتميز الاستثمار في السوق المالي بكونه أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، لأنّ أدوات الاستثمار فيه كالسندات(*) طويلة الأجل يتحمّل مخاطر سعرية، سوقية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنّها ذات عائد أكبر نسبياً إلا أنّ مخاطرها كبيرة أيضاً⁽¹⁾؛

8 ارتباط سوق الأوراق المالية بالأوراق المالية طويلة الأجل، والتي تكتسب أهمية كبيرة خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تُسدّد على أمد طويل⁽²⁾؛

9 الحرية الاقتصادية والمنافسة الحرة الكاملة لعمليات التداول؛ وفسح المجال لقوى العرض والطلب في تحديد أسعار الأوراق المالية، وعدم السماح بتداول الأسعار غير العادلة؛

10 التكامل بين الأسواق المالية واستخدام تقنيات متطورة للربط بينها، وذلك بتوفير البيانات والمعلومات وإنجاز الصفقات وتسهيل مهمة الوساطة المالية.

تّمّا سبق ومن خلال الخصائص التي يتميز بها السوق المالي، فإنّ ذلك يجعله يلعب دوراً هاماً في توجيه المدخرات والمساهمة في دفع عجلة الاقتصاد الوطني.

الفرع الثاني: وظائف السوق المالي

نظراً للدور الأساسي الذي يلعبه السوق المالي في توفير السيولة، من خلال الجمع بين أصحاب العجز والفوائض المالية، فإنه أصبح أداة هامة في توجيه الموارد المتاحة نحو المجالات الاستثمارية المرشحة للاقتصاديات القومية.

ويمكن القول بأنّ وجود سوق مالي في أيّ اقتصاد من شأنه أن يساهم في أداء مجموعة من الوظائف تُبرز أهمها فيما يلي:

1 اعتبار السوق المالي مرآة عاكسة لمدى نجاح السياسات المالية والاقتصادية، ومؤشراً للحالة الاقتصادية التي تتّوّل إليها البلاد، من خلال الأرقام القياسية للأسعار في السوق المالي؛

2 تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار؛ وذلك عن طريق تسهيل تحويل المدخرات واستثمارها في الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية المتداولة في السوق، بُغية الحصول على عائد معين وتحمل مستوى معين من المخاطر؛

(*) **السند:** عبارة عن شهادة يتعهد بموجها المصدر بدفع قيمة الالتزام لحامله عند تاريخ استحقاق معين مثبت على الشهادة إضافة إلى سعر فائدة محقق مسبقاً، حيث يطرح السند للاكتتاب بقيمة اسمية معينة عادة ما تكون سنوية أو نصف سنوية، كما تقسم حسب فترات استحقاقها إلى سندات قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل. ولا يملك صاحب السند الحق في التدخل في الإدارة ولا يشترك في جمعيات المساهمين العامة.

(1) J. Pilverdier, Tereyt, *Le Marché Boursier*, Eddition Economica, Paris, France, 1998, p: 10.

(2) طاهر حيدر حردان، *مبادئ الاستثمار*، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، د.ط، 1997، ص: 32.

- (3) تسهيل الحصول على الائتمان^(*)، حيث يُوفر السوق المالي أدوات متعددة يُمكن الحصول عليها لمن يطلب التأمين ممن تتوفر فيهم الشروط والضمانات اللازمة للاقتراض⁽¹⁾؛
- (4) المساهمة في تعظيم القيمة الرأسمالية للأوراق المالية ورفع من قيمة الأسهم، وتوفير أشكال متعددة من الأدوات المالية بالسوق وإتاحتها للجمهور المستثمر، ما يُسهّل التداول بها ويُمكن من الحصول على السيولة في الوقت المناسب، ما يُقلّل من درجة المخاطرة⁽²⁾؛
- (5) تخفيض كلفة المعلومات وتكاليف البحث عن الصفقات⁽³⁾؛
- (6) تخفيض الضغط على النظام الائتماني، والمساهمة في استقرار أسعار الفائدة من خلال إيجاد مصادر تمويل بديلة⁽⁴⁾؛
- (7) توسيع رقعة النشاط التجاري، حيث يحتاج هذا الأخير إلى التمويل القصير والمتوسط الأجل، والذي يُمكن الحصول عليه بضمان الأوراق المالية التي تتمتع بالسيولة العالية واستقرار الأسعار⁽⁵⁾؛

✓ إذن ما نستخلصه هو أنّ السوق المالي يُساعد على توجيه المستثمرين إلى شراء وبيع الأوراق المالية التي تُدر عليهم الأرباح المرغوب فيها بدل تخزين أموالهم، الأمر الذي يُؤدي إلى زيادة رؤوس أموال الشركات والمؤسسات الاستثمارية، وبالتالي زيادة معدل النمو الاستثماري الذي ينعكس على زيادة معدل النمو الاقتصادي للبلاد.

(*) الائتمان: يعني الثقة التي يوليها البنك أو المؤسسة المالية لشخص ما سواء أكان طبيعياً أم معنوياً، بمنحه مبلغاً مالياً معيناً لاستخدامه في غرض محدد مقابل وعد بالوفاء في المستقبل، وذلك خلال فترة زمنية متفق عليها وبشروط معينة مقابل عائد مادي أو فائدة متفق عليها.

(1) دينا وليد حنا الرضي، الأسواق المالية: تركيبها، كفاءتها، سيولتها والتجربة العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، ط1، 2015، ص: 5.

(2) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

(3) أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2012، ص: 25.

(4) أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 26.

(5) مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، ط 1، 2009، ص: 20.

المطلب الثالث: تصنيفات السوق المالي وتنظيمه

يُمكن تصنيف الأسواق المالية وفق عدّة أسس، وهذا ما سيتم التطرق إليه في النقاط التالية:

الفرع الأول: تصنيفات الأسواق المالية

تُصنّف الأسواق المالية على أسسٍ مختلفةٍ، ورغم ذلك فإنّها تبقى متداخلة ومن الصعب إيجاد فاصل بينها، إلا أنّها أكثرها شيوعاً يشتمل على نوعين أساسيين هما: أسواق رأس المال وأسواق النقد، ويختلف النوع الأول عن الثاني في آجال استحقاق الأدوات المالية المتداولة، وكذلك في نوع هذه الأدوات وطبيعة المؤسسات المالية العاملة في كلا السوقين. وفيما يلي عرض بإيجاز لهذين النوعين:

أولاً: سوق رأس المال (Capital Market)

هي السوق التي يتمّ فيها التعامل بمساهمات وقروض طويلة الأجل، حيث تقصدها المؤسسات للترؤد بأموال إضافية مقابل التخلي عن جزء أو كلّ ملكيتها وهي شركات المساهمة، وذلك بطرح أسهمها للاكتتاب، أو قد تجمع تلك الأموال في صورة دين بطرحها للسندات⁽¹⁾.

وينقسم سوق رأس المال إلى قسمين: أسواق حاضرة وأسواق آجلة:

1) الأسواق الحاضرة (الفوريّة) (Spot Markets):

هي الأسواق الفورية التي يتم فيها عرض وتداول وتسجيل الأدوات المالية وتنفيذ الصفقات بمختلف أنواعها بشكل فوري، وتتسم بنوعٍ من التأكد اليومي لظروفها السوقية، بغض النظر عن بعض التقلبات الحاصلة أو الظروف الناتجة عن استمرار فترات الركود مثلاً⁽²⁾.

وتنقسم الأسواق الحاضرة إلى قسمين: السوق الأولية والسوق الثانوية:

أ- السوق الأولية (سوق الإصدار) (Primary Market): تُعرف بسوق الإصدارات الجديدة، ليس لهذه السوق مكانٌ محدّد ويتم فيها إصدار الأوراق المالية الجديدة لأول مرة، إذ تُتيح للأعوان الاقتصاديين الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثماراتهم، وبذلك فهي تلعب دور الوسيط بين المستثمر والمقترض⁽³⁾، حيث تعمل فيها مؤسسات مالية تُدعى "مصارف الاستثمار" (Investment Bankers)، تقوم بتقديم النصّح والمشورة للشركات فيما يتعلق بأنسب أنواع الأوراق المالية المصدرة وأنسب توقيت للإصدار⁽⁴⁾؛ وتنقسم السوق الأولية إلى سوق التمويل المباشر وسوق التمويل غير المباشر:

⁽¹⁾ محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، عين مليلة، الجزائر، ط 1، 2010، ص: 562.

⁽²⁾ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2009، ص: 64-65.

⁽³⁾ Pierre Ramage، *Finance De Marché*، Eddition D'organisation، Paris، France، 2002، p: 26.

⁽⁴⁾ محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص: 31.

- سوق التمويل المباشر (Market for Direct Finance): هي السوق التي تتعامل بجميع أنواع الأوراق المالية الأولية التي تصدرها الشركة المقترضة وتسوقها مباشرة أو من خلال خبراء التسويق، ومن دون تدخل الوسطاء؛
- سوق التمويل غير المباشر (Market for Direct Finance): ويقصد بها السوق التي تتضمن جميع المعاملات التي يتم من خلال وسيط مالي معين يقوم بشراء الأوراق المالية، وعادةً ما يكون مؤسسة مالية متخصصة كبنك الاستثمار الذي يتولى مهمة بيعها مرة أخرى للجمهور والمؤسسات التي ترغب بالاستثمار في تلك الأوراق.
- ب- السوق الثانوية (سوق التداول) (Secondary Market): يُطلق عليها أيضاً بورصة الأوراق المالية، حيث يتم في هذه السوق التداول بالأوراق المالية التي أصدرتها السوق الأولية، وتتحدد فيها الأسعار وفقاً لقوانين العرض والطلب، وتمثل الأوراق المتعامل بها في الأوامر^(*) الصادرة من العملاء بالبيع أو الشراء⁽¹⁾. وتنقسم السوق الثانوية إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة:
- السوق المنظمة (Organized Market): "وتتمثل في البورصة التي يتم التعامل فيها بمكان وزمان محددين، وبأسهم شركات مُدرجة في السوق، وفق شروط معينة تحكم الحد الأدنى للصفحة الواحدة، بحيث يتكون هذا الحد من عددٍ من الأسهم يبلغ مجموع قيمتها الاسمية مبلغاً محدداً يُسمى وحدة التعامل"⁽²⁾. وتنعقد هذه الأسواق في أماكن مركزية في أوقات دورية (منتظمة)، يلتقي فيها المتعاملون لشراء وبيع الأوراق المالية المقيدة في تلك السوق، وفقاً لنظم ثابتة ولوائح وقوانين مُحددة تُنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات والشروط الواجب توفرها في المتعاملين⁽³⁾.
- السوق غير المنظمة (الموازية) (Unorganized Market): وهي الأسواق التي تجري فيها المعاملات خارج السوق المنظم، كما أنّ الأوراق المتداولة لا تخضع لقوانين السوق النظامي، إذ تعتبر سوقاً عُرفيةً ليس لها نظامٌ رسمي ولا مكان محدد لإجراء المعاملات، تمتاز بسهولة التعامل فيها بحكم تحررها من القيود والشروط، ويتم فيها التعامل من خلال شبكة اتصالات سريعة تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، إذ يجري المستثمر اتصالاته بالسماسرة والتجار ليختار منهم من يُقدم له أفضل سعر⁽⁴⁾.

(*) الأوامر: هي طلبات الشراء والبيع التي يقوم المستثمرون بإصدارها إلى وكلائهم السماسرة أو يقومون بذلك بأنفسهم إلكترونياً، ليأتي تنفيذها فيما بعد. ويجب أن يكون الأمر الآتي من المستثمر مكتوباً بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر

(1) مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، مرجع سبق ذكره، ص: 28.

(2) دوما وليد حنا الرضي، مرجع سبق ذكره، ص: 7.

(3) Alain Martinet, *Lexiques de Gestion*, 5^{eme} Edition, Dalloz, Paris, France, 2000, p: 53.

(4) محمد أحمد محمود عمارنة، مرجع سبق ذكره، ص: 30.

وعادةً ما تتولاها بيوت الوساطة والسماسرة، وتمتاز هذه السوق ببساطة الإجراءات وكبير حجم المعاملات، وسرعة عمليتي البيع والشراء، والتي تتحدد فيها الأسعار على أساس التفاوض وليس المزاد العلني، وهذا ما يتطلب خبرة وكفاءة عالية في التعامل⁽¹⁾.

كما تنقسم السوق غير المنظمة إلى نوعين هما: السوق الثالث والسوق الرابع:

✓ **السوق الثالثة (Third Market):** السوق الثالثة جزءٌ من السوق غير المنظمة؛ وتتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وإن كان لهم حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة بتلك الأسواق، حيث تقوم بيوت السمسرة بشراء أي كمية مهما صغرت أو كبرت، أما فيما يخص جمهور العملاء فهم المؤسسات الاستثمارية الكبرى كصناديق المعاشات والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية⁽²⁾؛

✓ **السوق الرابعة (Fourth Market):** السوق الرابعة تُشير إلى الصفقات التي تتم بين المستثمرين الأفراد والأغنياء، والمستثمر المؤسسي^(*) بدون تدخل السمسار، حيث تشمل تعاملات هذه السوق الأوراق المالية المتداولة داخل البورصة وخارجها⁽³⁾، وفي بعض الأحيان تتم الاستعانة بوسيط من أجل إتمام الصفقة، حيث يتقاضى عمولة أقل من عمولة السمسرة، كما تتميز السوق بالسرعة في إتمام الصفقات وبتكلفة منخفضة.

وتأخذ السوق الرابعة صيغتين رئيسيتين: تتمثل الصيغة الأولى في شبكة اتصالات الكترونية (Electronic Communication Network) يتم فيها إرسال أوامر البيع والشراء بين المستثمرين بسرعة وشفافية، أما الصيغة الثانية فهي شبكات التقاطع (Crossing Network) وتتمثل في نظام خاص لتنفيذ صفقات متقابلة للمتعاملين في حالة بيع والشراء الأوامر بسرعة وبأقل تكلفة⁽⁴⁾.

(2) الأسواق الآجلة Forward Markets:

تُعرف الأسواق المستقبلية (Future Markets) بأسواق المشتقات المالية (Financial Derivative Markets)، لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق^(*) أسعار أدوات الأسواق المالية الرئيسية كالأسهم والسندات⁽⁵⁾،

⁽¹⁾ فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2008، ص: 57.

⁽²⁾ عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

^(*) **المستثمر المؤسسي:** هو كيان يقوم بتجميع الأموال لشراء الأوراق المالية والممتلكات العقارية والأصول الاستثمارية الأخرى أو القروض الناشئة، ويشمل البنوك وشركات التأمين والمعاشات وصناديق التحوط وصناديق الاستثمار العقاري ومستشاري الاستثمار والأوقاف وصناديق الاستثمار المشتركة .

⁽³⁾ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 105-106.

⁽⁴⁾ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 106.

^(*) **اشتقاق الأسهم أو السندات (التجزئة-Split):** هي عملية زيادة عدد الأسهم أو السندات المكونة لرأس المال دون أن يصاحب ذلك زيادة في حقوق الملكية، وهذا ما يعمل على انخفاض القيمة السوقية للسهم أو السند.

⁽⁵⁾ هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص: 65-66.

وتتعامل هذه الأسواق بنفس الأدوات التي تتداول في الأسواق الحاضرة ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

وتنقسم إلى ثلاثة أنواع هي أسواق العقود المستقبلية وأسواق عقود الخيارات وأسواق عقود المبادلات:

أ- سوق العقود المستقبلية (Future Contracts Market):

هي سوق مُنظمة يتم فيها إبرام عقود ملزمة نمطيّة (Standardized) بين الباعة والمشتريين، ويتم فيها التعامل بعقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (قد يكون سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم أو التسلم في تاريخ لاحق في المستقبل هي تاريخ استحقاق العقد، كما تُستخدم المستقبلات أيضاً في التحوط والاستثمار بحيث يُمكن إعادة بيع العقد قبل تاريخ الاستحقاق وتحقيق أرباح جراء ذلك. وعادة ما يُفرض على طرفي العقد إيداع ضمان في صورة نقدية أو أوراق مالية لدى السمسار، كما يتم تداول المستقبلات بمساعدة غرف للمقاصة أو بيوت للتسوية⁽¹⁾.

ب- سوق عقود الخيارات (Option Contracts Market):

وهي نوع جديد من الاستثمارات ظهر التعامل به لأول مرة في السوق الأمريكية سنة 1971، وتعتبر الخيارات عقوداً يُمنح بموجبها مُصدر الاختيار أو المشتري حق الاختيار في إلغاء العملية أو إتمامها مقابل مبلغ يدفعها للبائع في وقت محدد مُقابل مبلغ من المال يُسمى "علاوة الخيار" يتم دفعها لمصدر الخيار يتم الاتفاق عليه مسبقاً⁽²⁾.

ويُمكن التمييز بين نوعين من الخيارات هما: خيار الشراء وخيار البيع⁽³⁾:

- خيار الشراء (Call Option): عقد خيار الشراء عبارة عن عقد يُعطي حامله الحق في شراء الورقة المالية المعنية بسعر محدد لفترة محددة من الزمن؛

- خيار البيع (Put Option): عقد خيار البيع عبارة عن عقد يُعطي حامله الحق في بيع الورقة المالية المعنية بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة.

ج- سوق عقود المبادلات (Swaps Contracts Market):

عقود المبادلة عبارة عن عقد بين طرفين أو أكثر وتعرف بأنها سلسلة من العقود اللاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية.....) ⁽⁴⁾، وعقد المبادلة مُلزم لطرفي العقد

⁽¹⁾ محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سبق ذكره، ص:248.

⁽²⁾ Frank J. Fabozzi and Franco Modigliani, Op. cit , P:5.

⁽³⁾ The Options Industry Council (O.I.C), <http://www.optionseducation.org>, *The Option Strategies Quick Guide*, Chicago, U.S.A, p :5-6. Available at web site : <http://www.optionseducation.org/content/dam/oic/documents/literature/files/options-strategies-quick-guide.pdf>

⁽⁴⁾ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص:153-154.

على عكس عقود الاختيار، كما أنّ الأرباح والخسائر لا تتم تسويتها يومياً كما في العقود المستقبلية ولا مرة واحدة كما في العقود الآجلة، ويستخدم هذا الصنف من العقود غالباً لتغطية المخاطر (Hedging Risks) خاصةً مخاطر تغيير أسعار الفائدة والصرف، وأهم أنواع عقود المبادلات:

- عقود مبادلة أسعار الفائدة (Interest Rate Swap)؛

- عقود مبادلة العملات (Currencies Swap).

ثانياً: أسواق النقد (Money Markets)

أسواق النقد هي "أسواق مفتوحة تنافسية، تتعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل والتي لا تتجاوز فترات استثمارها غالباً سنة واحدة، وبالتالي فإن تسمية الأسواق المعنية بهذه الأدوات أسواق نقدية، جاءت بسبب سرعة وسهولة تحوّلها للسيولة"⁽¹⁾. وتعتبر السوق النقدية أداةً للسياسة النقدية وضبط حجم الكتلة النقدية المتداولة في الاقتصاد، من خلال تحليل ومتابعة حركات الأصول المالية بين العارضين والطلبين للقروض.

ومن أهم الأدوات التي تتعامل بها هذه السوق هي أذونات الخزينة^(*)، شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول^(**)، شهادات الادخار طويلة الأجل^(***) والقبولات المصرفية^(****)، الأوراق التجارية^(*****).

وتنقسم أسواق النقد إلى ثلاث أقسام: أسواق الخصم، الأسواق المفتوحة وقروض السماسرة (النقود) تحت الطلب، وهذا ما سندرجه فيما يلي:

(1) هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص: 69.

(*) أذونات الخزينة: أداة دين تباع بخصم عن القيمة الاسمية بطريقة المزايدة العلنية، ويحق لحاملها الحصول على القيمة الاسمية المثبتة بشهادة الإذن عند الاستحقاق (تتراوح عادة بين 3-12 شهراً) أي أنّها تملك القدرة على خلق الإيراد وعدم تعرضها للإفلاس، وتصدر من طرف الحكومة بغرض تمويل العجز في موازنة الدولة، كما يقوم البنك المركزي بتسويقها إلى المستثمرين سواء كانوا أفراداً أو شركات.

(**) شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول: يمثل إيصلاً بالبلغ المودع لدى الجهة المصدرة ويملك حاملها الحق في الحصول على الفائدة وأصل المبلغ عند الاستحقاق، وتتراوح مدتها غالباً بين شهر إلى أربعة أشهر وقد تصل إلى 12 شهراً، فهي بذلك تؤكد إيداع مبلغ نقدي معين (تصدر لصالح صاحبها أو باسم مشتريها الأول) مقابل سعر فائدة ثابتاً أو موعوماً.

(***) شهادات الادخار طويلة الأجل: تعتبر من الأوعية الادخارية الجديدة التي تقدمها البنوك لجذب ودائع طويلة الأجل وتنشيط سوق العمل، وتمكن هذه الشهادات البنوك من جدولة ودائعها بالشكل الذي يساعد على استثمارات متوسطة وقصيرة الأجل، بما يحقق مصالح البنك ويوازن بين متطلبات السيولة واعتبارات الربحية ويتم دفع قيمة هذه الشهادات في نهاية مدة الشهادة.

(****) القبولات المصرفية: تمثل أداة دين تصدر من طرف البنوك التجارية وتتضمن تعهد البنك بدفع قيمة الدين عند الاستحقاق في حالة عدم تسديدها، وتتراوح فترة تسديدها بين 30-270 يوماً، وتستخدم عادة مقابل خصم معين كوثائق دفع آجلة عند محاولة التجار في بلد ما استيراد سلع معينة من بلد آخر، إذ تعد ضماناً على قيمة هذه السلع حين تسليمها إلى المستوردين.

(*****) الأوراق التجارية: تمثل تعهداً غير مضمون بأصول مادية تباع بخصم عن القيمة الاسمية، ويحق للمستثمر الحصول على قيمتها الاسمية عند تاريخ الاستحقاق الذي يتراوح بين يوم واحد إلى تسعة أشهر، وتصدر من طرف الشركات ذات المراكز الائتمانية والمالية العالية كالبنوك التجارية، شركات التأمين وصناديق التقاعد، وتعد أداة قابلة للتداول في السوق المالي مقابل عوائد معينة عادة ما تكون منخفضة مقارنة بأسعار الفائدة المفروضة على قروض البنوك.

(1) أسواق الخصم (Discount Markets):

تُمثل أسواق الخصم السوق التي يتم فيها خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل، وأهمها: الأوراق التجارية العادية (الكمبيالات والسندات الأذنية)، القبولات المصرفية، أذونات الخزينة⁽¹⁾. وتُعد هذه الأدوات من أكثر أنواع رؤوس الأموال سيولة بعد النقود والودائع تحت الطلب، ويتم اقتناؤها من قبل البنوك التجارية والأفراد.

(2) الأسواق المفتوحة (Open Markets):

تُمثل الأسواق المفتوحة سوقاً يتعامل فيها بإسناد القرض والعملات الأجنبية، وكذا بيع وشراء السندات الحكومية كسندات الخزينة التي تستخدمها الدولة، كأداة لتخفيض أو لزيادة عرض النقود في السوق النقدي، من أجل مُحاربة حالة التضخم أو الكساد الواقعة⁽²⁾.

(3) قروض السماسرة تحت الطلب (Brokers Call):

تُمثل القروض تحت الطلب المبالغ التي تُقرضها البنوك لسماسرة الأوراق المالية، لتمويل مُشتريات الزبائن من الأسهم والسندات، حيث يقوم السماسر باقتراض جزءٍ من قيمة الصفقة المراد تمويلها من قبل أحد البنوك، والتي تُمثل الأموال المقترضة تحت الطلب (Loan Call)، ويتفق السماسر مع البنك المعني بإعادة القرض مباشرةً عند طلبه من قبل البنك المقرض⁽³⁾.

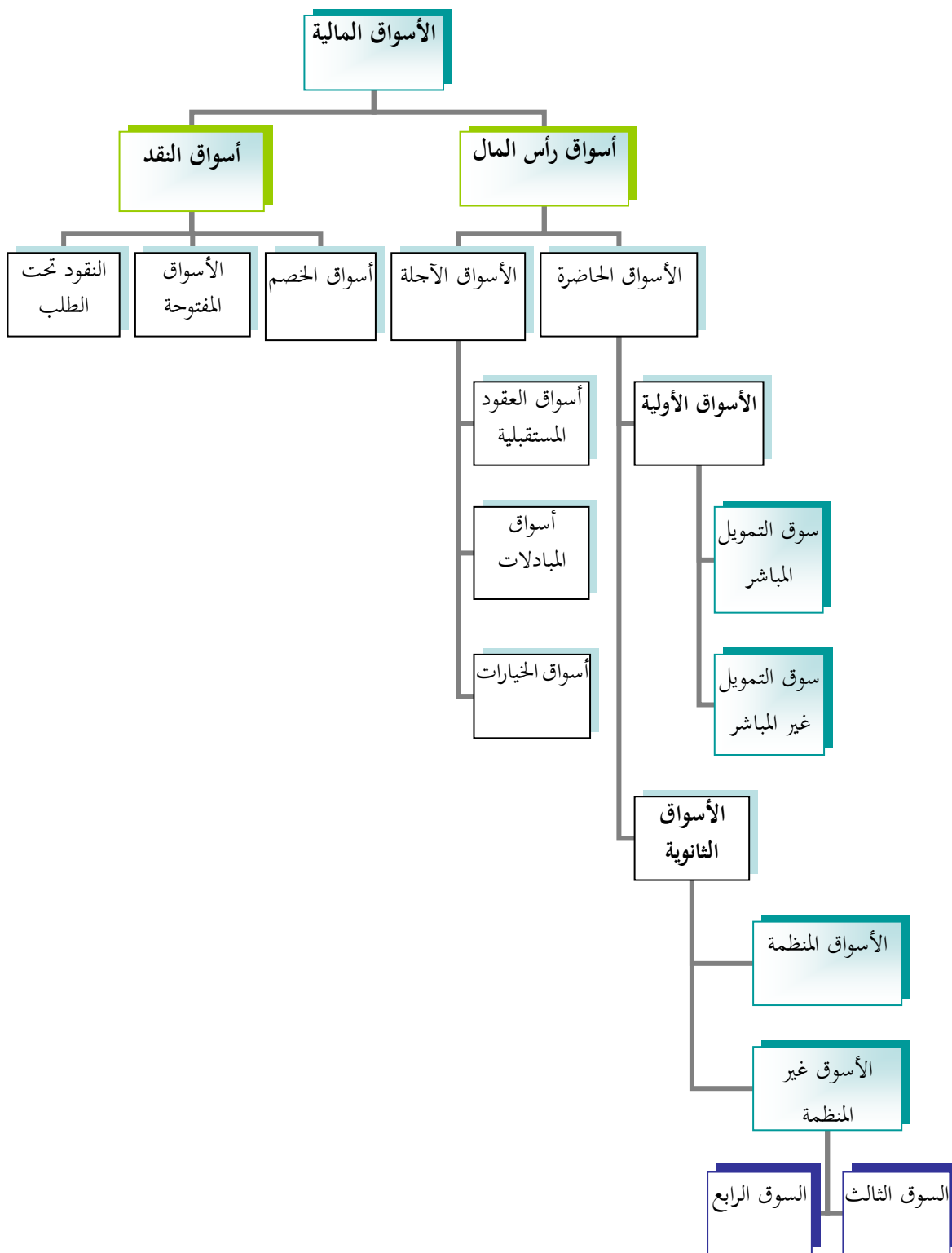
✓ وخلاصةً للقول فإنه بالرغم من هذه التقسيمات المتعددة والمختلفة للأسواق المالية، إلا أنها تظل تلعب دوراً مهماً في الاقتصاد الوطني من خلال الدمج بين العارضين والطالبين لرؤوس الأموال، وتزويدهم بما يحتاجونه من أدوات مالية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل بما يسمح بتحقيق التوازن. والشكل الموالي يلخص تصنيفات الأسواق المالية كما تم تناولها في النقاط السابقة.

⁽¹⁾ متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، ط 1، 2010، ص:94.

⁽²⁾ الهادي آدم محمد ابراهيم، أسواق الأوراق المالية: مفهومها ومستويات كفاءتها، مجلة العلوم الإدارية للبحوث العلمية، جامعة أم درمان الإسلامية، أم درمان، السودان، العدد 1، 2010، ص:239.

⁽³⁾ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص:80-81.

الشكل رقم (1،1): تصنيفات الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الباحثة.

الفرع الثاني: تنظيم السوق المالي وطبيعة التعامل فيه

تُشكل الأسواق المالية البنية الأساسية لأيّ نظام مالي في أيّ بلد، فهي تلعب دور الوساطة المالية من خلال توجيه المدخرات وتنمية الادخار؛ عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، عبر آليات خاصة لبيعها وشراءها، وذلك بواسطة النظام الذي يشتغل به سوق الأوراق المالية، ولتوضيح تنظيم سوق الأوراق المالية وأنواع الأوراق المالية المتداولة فيه، سنحاول التطرق إلى العناصر الآتية: نظام تشغيل أسواق الأوراق المالية والمتعاملون، بالإضافة إلى أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي.

أولاً: نظام تشغيل السوق المالي

تختلف الإجراءات التنظيمية لأسواق تداول الأوراق المالية من بلد إلى آخر كما يختلف تنظيم السوق باختلاف نوع السوق، وعليه فإنّ مكونات نظام التشغيل تتكون من:

(1) صالة التداول (قاعة التداول): هي المكان المخصص للتداول، وهناك أكثر من بديل حيث يوجد نظام الصالة الواحدة للتداول ونظام التداول باستخدام الحاسبات الإلكترونية الذي يُسهل هذا النظام عمليات المتابعة الفورية لعمليات التداول في كافة الأوراق المالية، ويتميز نظام القاعة الواحدة بتوفير الفرصة الكافية لسلامة عملية التداول، حيث تكون أسعار الأسهم الناتجة عن عمليات التداول في هذا النظام أسعاراً متوازنة⁽¹⁾.

(2) الوسطاء المرخص لهم بالعمل في السوق المالي: الوسطاء المرخص لهم بالعمل في السوق هم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية، ويمكن أن يكون الوسيط منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة. كما أنه يحصل على أوامر البيع والشراء من العملاء عن طريق الهاتف أو الفاكس⁽²⁾. كما يجب على الوسطاء أن يكونوا على دراية كاملة بما يحدث في السوق المالي، بالدوافع والأسباب التي تكمن وراء تقلباته، وأن يكونوا مُلمين بقواعده وتوازناته من خلال التحصيل العلمي والخبرة المكتسبة في مجال سوق المال⁽³⁾.

(3) طرق التداول بسوق الأوراق المالية: يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسطاء بإحدى الطريقتين⁽⁴⁾:

⁽¹⁾ مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، ط 1، 2009، ص: 94.

⁽²⁾ مصطفى يوسف الكافي، مرجع سبق ذكره، ص: 94-95.

⁽³⁾ رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر العاصمة، الجزائر، 2006، ص: 49.

⁽⁴⁾ مصطفى يوسف الكافي، مرجع سبق ذكره، ص: 95.

أ- طريقة المفاوضة (Negotiation): في هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض (البيع) وأسعار الطلب (الشراء) لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، وتُمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية؛

ب- طريقة المزايمة (Auctioning): في طريقة التزايد يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري (Lowest-Offer)، أما الإعلان عن الأسعار فيتم علناً، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، ويتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي.

4) الهيئة المُشرفة على إدارة السوق المالي: تقوم الهيئة المشرفة بإلزام الشركات الجديدة التي تقوم بطرح أسهمها للاكتتاب العام بإصدار نشرة اكتتاب لتوضيح أغراضها وبرامجها، كما تقوم بالرقابة على تداول أسهم هذه الشركات الجديدة بالجدول المؤقت للأسعار وذلك حماية للمستثمرين، وتعمل الهيئة أيضاً على وضع متطلبات للإفصاح عن تداول الأشخاص لأسهم شركاتهم، وذلك بتقييد تداول الأسهم للمؤسسين قبل مرور فترة زمنية معينة⁽¹⁾.

ثانياً: المتعاملون في السوق المالي

هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما: التصنيف حسب الهدف إلى مستثمرين ومضاربين ومتأمريين، والتصنيف إلى عارضين وطالبن للمال:

1) تصنيف المتعاملين حسب الهدف إلى مستثمرين ومضاربين: يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية باختلاف الهدف، فهناك من يهدف إلى تحقيق العائد من الاستثمار في الأوراق المالية، وهناك من يهدف إلى السيطرة على إدارة الشركة المصدرة لهذه الأوراق. ويُصنف المتعاملون إلى مستثمرين ومضاربين هواة ومضاربين محترفين ومتأمريين:

أ- المستثمرون (Investors): هناك نوعان من المستثمرين⁽²⁾:

✓ المستثمر العادي: هو مستثمر يتعامل في الأوراق المالية بهدف الحصول على عائد مناسب؛

✓ المستثمر الداخلي: وهو المستثمر الذي يقوم بشراء الأوراق المالية لشركة معينة، ويكون هدفه الأول المشاركة في إدارتها والتأثير على مجريات أمورها من خلال تملكه لعدد كافٍ من الأسهم فيها، في حين أنّ تحقيق العائد يكون هدفه الثاني.

⁽¹⁾ مصطفى يوسف الكاكي، مرجع سابق، ص: 95-96.

⁽²⁾ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، ط 1، 2008، ص: 122.

ب- المضاربون المحترفون (Speculators): تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروقات الأسعار، حيث يهتم هذا الصنف بمتابعة تحركات الأسعار بصفة دائمة، بالإضافة إلى محاولة التنبؤ باتجاه السوق لتخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، كما يكون على دراية بالعمليات الفنية التي تدور داخله⁽¹⁾.

ج- المضاربون الهواة (Outsiders): عبارة عن مجموعة من المضاربين هدفهم الاستفادة من فروقات الأسعار بين عمليات البيع والشراء، من دون أن تكون قراراتهم مدروسة دراسة كافية ومتأنية⁽²⁾، للعوامل المؤثرة واتجاهات السوق، وعادةً ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة لتحقيق خسائر.

د- المتآمرون (Manipulations): تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعوداً وهبوطاً بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى (Over Valued) أو بسعر أدنى (Under Valued) من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم⁽³⁾.

ويتميز هذا التصنيف بأنه يعتمد على الهدف من وراء التعامل في سوق التداول متجاهلاً الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار، لهذا نورد فيما يلي النوع الثاني من التصنيف:

2) تصنيف المتعاملين إلى عارضين وطالبيين لرؤوس الأموال ووسطاء ماليين:

يُمكن تقسيم المتعاملين في السوق المالي إلى عارضين و طالبيين لرأس المال والوسطاء الماليين:

أ- العارضون لرؤوس الأموال (المُقترضون) (Lenders): ويقصد بالعارضين لرؤوس الأموال أو المقرضين في السوق المالي مجموعة المستثمرين الذين يزيد دخلهم النقدي عن إنفاقهم الاستهلاكي من الأفراد والمؤسسات، ويتم الإقراض بثلاث طرق هي⁽⁴⁾: الإقراض المباشر؛ والذي يتمثل في إيداع الأموال في حساب مصرفي للادخار أو دفع أقساط التأمين لشركات التأمين وشراء الأسهم، بالإضافة إلى شراء السندات أو وثائق صناديق الاستثمار أو صناديق التقاعد.

ويصنف عارضو الأموال في السوق المالي إلى عدة أقسام تتمثل في المجموعات التالية:

⁽¹⁾ مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

⁽²⁾ محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص: 122.

⁽³⁾ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 97.

⁽⁴⁾ متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 70.

- **المستثمرون الأفراد (العائلات) (Individual investors):** ويُعرف المستثمرون الأفراد بالمدخرين التقليديين، إذ يُشكلون العدد الأكبر من المتعاملين في الأسواق المالية، نظرًا للحجم الهائل الذي يمتلكونه من السيولة ما يعطي حركية بالسوق.

وقد عرّف تدخل هؤلاء المتعاملين في سوق الأوراق المالية تطورًا كبيرًا خلال السنوات الماضية، جراء سعي الحكومات إلى زيادة الادخار المالي والتحفيز على استثماره في هذه السوق، من خلال التشريعات والتنظيمات التي تشرعها في السوق المالي، وكذا بإعطاء المدخرين الصغار نفس حظوظ المدخرين الكبار، وحمائتهم من السرقة والتدليس، وذلك بإملاء مجموعة من شروط التعامل خاصة في السوق المنظمة (البورصة) أهمها⁽¹⁾:
تنظيم التعاملات بين فئات السوق ومنع الاحتكار، وتنظيم مهمة الوساطة وحمائتها من الغش، إضافةً إلى الرقابة على الأسعار ومنع التلاعبات بالمعلومات.

- **المستثمرون التأسيسيون (Institutional investors):** يُعد المستثمرون التأسيسيون من أهم المتدخلين في السوق المالية، وأكبر المالكين للسيولة، وتشتمل هذه المجموعة على كلٍّ من: صناديق التعاقد، صناديق الضمان الاجتماعي، صناديق البطالة وشركات التأمين، إضافةً إلى هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية كشركات وصناديق الاستثمار، والبنوك التجارية.

ب- الطالبون لرؤوس الأموال (المقترضون) (Borrowers): يُعرفون بوحدات العجز، وهم من لديهم نقص في السيولة لتمويل مشاريعهم واستثماراتهم، ويتمثلون في الوحدات التالية:

- **الحكومات والهيئات الحكومية (Governments):** تلعب الحكومة دوراً هاماً في الأسواق المالية من خلال أنشطتها في الاقتراض والإقراض، على اعتبار التدفقات النقدية الناشئة عنها أي ما بين الإيرادات والنفقات العامة لها، حيث نجد الضرائب والرسوم والتي عادة ما تمثل المصدر الرئيسي لإيرادات الحكومة، بالإضافة إلى ما تنفقه الحكومة والذي يتضمن المشتريات الحكومية من السلع والخدمات المنتجة، وكذا المدفوعات التحويلية⁽²⁾؛

- **الشركات:** وتتمثل في جميع أصناف الشركات سواءً صناعية أو تجارية أو زراعية أو خدمية، وسواءً كانت تابعة للقطاع العام أو الخاص، ويرغب أصحابها في إقامة مشاريع جديدة أو توسيع وتجديد المشاريع القائمة بالفعل. فهُم بذلك يعمدون إلى تكوين شركاء ودعوة مدخرين جُدد للمساهمة معهم، أو يميلون إلى زيادة رأس المال بقبول مساهمين جدد أو إصدار سندات أو الإئتين معاً⁽³⁾؛

⁽¹⁾ محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية: دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر العاصمة، الجزائر، 1998، ص: 134.

⁽²⁾ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 136-137.

⁽³⁾ حسين بن هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، عمان، الأردن، د.ط، 2002، ص: 31.

- الوسطاء الماليون: تمثل فئة الوسطاء الماليين مجموعة الأشخاص المرخص لهم بموجب قانون السوق المالي وأنظمتهم وتعليماتهم، والذين يُشكلون حلقة وصل بين أصحاب الفائض المالي من المدخرين، وأصحاب العجز المالي من المقترضين والمستثمرين في شراء وبيع الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها، مقابل تقاضي رسوم أو عمولة لقاء خدماتهم عند تنفيذ أوامر البيع والشراء الخاصة بعملائهم من الطرفين⁽¹⁾.

المطلب الرابع: أهمية الأسواق المالية ومقومات نجاحها

عرفت الأسواق المالية نقلةً معتبرةً نحاية القرن العشرين، والتي اقترنت بتطور العديد منها مما زاد الاهتمام بها خاصةً لدى الدول النامية، بعد قيامها بعمليات التحرر المالي والانفتاح الاقتصادي التي استهدفت اندماجها وتكاملها مع الأسواق المالية العالمية، ما ساعد على تعبئة المدخرات عموماً بصرف النظر عما صاحب ذلك من انعكاسات إيجابية وسلبية.

الفرع الأول: أهمية الأسواق المالية

تلعب الأسواق المالية أهمية بالغة في الاقتصاديات القومية، من خلال جذب رؤوس الأموال والمدخرات والاستثمارات الأجنبية، فهي تعمل على⁽²⁾:

- 1) تمويل خطط التنمية الاقتصادية؛
- 2) توفير التمويل اللازم للدول النامية، ما يُغنيها عن اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية؛
- 3) اعتبار السوق من وسائل الاستثمار وتشجيع المدخرات؛
- 4) الحد من نمو معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني؛
- 5) توفير مجموعة من الأدوات المالية التي بدورها تُهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار، مما يُجنب المدخرين مشقة البحث عن وجوه الاستثمار التي تناسبهم؛
- 6) نشر سلوك الاستثمار، ما يُحفز الجمهور على الاستثمار في هذه الأسواق؛
- 7) ربط النشاطات قصيرة الأجل بالأنشطة الاستثمارية طويلة الأجل، ما يُساهم في تراكم المزيد من المصادر التمويلية فيها؛
- 8) ضمان التوازن من خلال الحفاظ على النمو المستقر في عوائد الأدوات الاستثمارية عن طريق عمليات التحوط^(*)؛

(1) محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

(2) محمد الصيرفي، المرجع السابق، ص: 39.

(*) التحوط: عبارة عن مجموعة من الإجراءات المتخذة للتقليل من الخسائر الناجمة عن تحركات الأسعار في الاتجاه غير المرغوب للمستثمر.

9) تمكين البنوك التجارية من توظيف جزءٍ من أموالها بشكلٍ آمنٍ، واستعمال الأموال الفائضة ما يُساعد على الاحتفاظ باحتياطي نقدي ثابت.

وعليه فإنّ وجود السوق المالي يُمثل مؤشراً لمدى قوة أو ضعف الاقتصاد القومي، باعتباره الآلية التي تعمل على جمع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ما يرفع من معدلات نمو الاقتصاد.

الفرع الثاني: المقومات الأساسية لنجاح السوق المالي

لم تنشأ الأسواق المالية من فراغ، وإنما قامت نتيجةً لتطورات اقتصادية استوجبت نشأتها، من أجل تيسير وتطوير المعاملات الاقتصادية والمالية، ويعتمد السوق المالي في أيّ دولة على مجموعة من المعايير والمقومات التي تُساعد على نجاحه وتطوره، نذكرها في النقاط التالية:

أولاً: وجود نظام اقتصادي يُؤمن بالملكية الخاصة

إنّ وجود نظام يُؤمن بالملكية الخاصة يسمح بإنشاء الشركات وانتقال الملكية من جهة إلى أخرى، وتميز الاقتصاديات بصفة الرأسمالية الحرة وبوجود دافع الربح كمحرك للنشاط الاقتصادي، فضلاً عن سيادة السوق وتلاقٍ لقوى العرض والطلب لتحديد أسعار السلع والخدمات، وهذا من شأنه زيادة الثروات في المجتمع بدافع الربح، كما تسبق عادةً عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية دراسة مكثفة؛ تهدف إلى تقليل التعرض للمخاطر إلى أكبر قدرٍ ممكن⁽¹⁾.

ثانياً: الأطر التشريعية والتنظيمية للسوق المالي

تُعتبر الأطر التشريعية والتنظيمية هي الأساس التي تقوم عليها أيّ سوق مالي، وتمثّل في مجموعة من القوانين والقواعد والأنظمة والإجراءات التي تضبط فعاليته، وتُنظّم مختلف عملياته سواءً من إصدار أو تداول للأدوات المالية وإدراج للشركات، وإشراف على إتمام الصفقات وغيرها من العمليات.

ويجب أن يكون في مقدمة هذه الأطر قانون خاص بإنشاء السوق المالي، الذي على أساسه يُقام السوق كمؤسسة مالية ذات صفة اعتبارية، بالإضافة إلى القوانين الإجرائية لفقرات اللائحة الداخلية^(*) الخاصة بعمليات التداول (تنظيمات إدراج الأوراق المالية)، والقوانين الخاصة بمُدققي الحسابات وقوانين المصارف والمؤسسات المالية وشركات المساهمة⁽²⁾.

(1) أحمد حسين رشد الكبيسي، مقومات نجاح الأسواق المالية، 2005/9/14، منتديات شبكة الأسهم القطرية، بتاريخ 2015/03/28، 14:39، متوفر

على الموقع الإلكتروني: <http://www.qatarshares.com/vb/showthread.php>

(*) اللائحة الداخلية: وتضم هيكل الإدارة وكيفية تشكيل مجلس الإدارة، صلاحيات رئيس مجلس الإدارة والأجهزة الفنية والإدارية التابعة له، النصوص القانونية للجان التحكيم، إجراءات تصنيف الشركات المدرجة والأوراق المالية المسموح بتداولها، الضوابط التنظيمية التي تخص حركة رأس المال المحلي والأجنبي ومتطلبات التوظيف في السوق المالي.

(2) بشير هادي عودة، مرجع سبق ذكره، ص: 167-168.

ثالثاً: توفر الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في السوق المالي

إذ يجب على المستثمر في الأسواق المالية أن يستخدم المعلومات الخاصة بالشركات وأسعار أسهمها، بطريقة سليمة وأن يتبع أسلوب الرشادة في اتخاذ القرار خاصة أثناء عملية الشراء، لأن معرفة المركز المالي للشركة ومستقبل مشاريعها يُعتبر من الأسس التي يُحدد على ضوءها سعر الورقة المالية⁽¹⁾.

رابعاً: توفر المؤسسات المالية العاملة في السوق المالي

يقوم السوق المالي بناءً على وجود مجموعة من المؤسسات المالية، وينبغي توفر حد أدنى من هذه الأجهزة الائتمانية، المتمثلة في المؤسسات المصرفية ومكاتب الوساطة، التي تتميز بدرجة عالية من الكفاءة والتقنيات الإدارية المتقدمة، وكذا استخدامها لشبكات الاتصالات المحلية والدولية على مدار الساعة، ما يساعدها في للوصول إلى كافة نطاق عرض وطلب الأصول الرأسمالية داخل وخارج البلاد، ما يسمح بجذبها إلى الأسواق المالية في بلادها⁽²⁾.

خامساً: وجود الأدوات المالية اللازمة للتداول

يُعتبر وجود الأوراق المالية من أهم عوامل قيام السوق المالي، حيث يجب توفرها بمستويات مختلفة ومتنوعة من المخاطر، وهذا لتلبية الاحتياجات والشروط المختلفة للمستثمرين بالسوق.

سادساً: وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاقتصادي

يُعدّ الاستقرار السياسي من العوامل التي تُساعد على جذب واستقطاب رؤوس الأموال، خاصةً الأجنبية منها، من خلال توفير تسهيلات للمستثمرين الأجانب، وهذا ما يجب أن تتوفر عليه الدولة المنشأة للسوق المالي. كما أنّ عدم تعرض السوق المالي لأية هزات اقتصادية مستمرة، يُمكن المستثمرين من التنبؤ بالمستقبل بدرجة عالية من الدقة، ويُجنبهم المخاطر غير المتوقعة التي تؤدي إلى تحقيق خسائر فادحة⁽³⁾.

سابعاً: توفر نظام اتصالات فعّال

يجب توفير نظام فعّال للاتصالات، لأنّ حركة السوق تتأثر بشكل مباشر بالمعلومات الجديدة، ولهذا فإنّ توفر أجهزة الاتصال المتطورة كالهاتف والفاكس والكمبيوتر والإنترنت، له دور فعال في إيصال آخر المستجدات والتطورات بأقصى سرعة، بالإضافة إلى إمكانية الربط بين الأسواق الإقليمية والدولية ببعضها، وبالتالي التعرّف على الفرص الاستثمارية الموجودة في هذه الأسواق⁽⁴⁾.

(1) محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص: 36.

(2) هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص: 87.

(3) محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص: 64-65.

(4) عصام ع. الوهاب محمد، تحليل اقتصادي لمتطلبات أسواق الأوراق المالية في الدول النامية، 2015، ص: 22، تم الاطلاع بتاريخ 2015/3/27، الساعة 22:50، متوفر على الموقع الإلكتروني: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2546921

ثامناً: وفرة البنى التحتية للسوق المالي

يجب أن تعمل الحكومة على توفير البنية الأساسية للسوق المالي، من خلال تطوير البورصة وشركات المقاصة، كما يجب أن تعمل الهيئة العامة للسوق على ضرورة توفير المقومات الأساسية واستخدام التكنولوجيا الحديثة في نظام التداول، وتشجيع جمعيات السماسرة وغيرها للقيام بأدوارهم في تنشيط السوق. كما يجب توفير قدرٍ كافٍ من الإفصاح عن المعلومات المالية، التي تعكس المركز المالي والأرباح المحققة وتوقعاتها في المستقبل. كما يجب توفير تنظيم قويّ وفعالٍ لمهنة المراجعة والمحاسبة، التي تعمل على نشر المعلومات والقوائم المالية الخاصة بالشركات المدرجة في السوق بدقة وبكل شفافية ووثوق.

✓ من خلال ما تم تقديمه، يمكن القول أنّ الأسواق المالية تستمد أهميتها من خلال دورها في النشاط الاقتصادي، إذ تلعب دوراً أساسياً في تطوير أساليب التمويل وتجميع وتوجيه الموارد المالية لأجل توظيفها في المشروعات الاستثمارية، إلا أن دراسة ومعرفة مدى كفاءة هذه الأسواق يعتبر أمراً ضرورياً من أجل تحليل المعلومات والبيانات واتخاذ القرارات الاستثمارية، وهذا ما سنحاول تسليط الضوء عليه في المبحث التالي.

المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية

نتيجةً للتطورات الحاصلة في الأسواق المالية فقد ظهر مفهوم كفاءة السوق المالي، والذي أثار الجدل بين المالىين والاقتصاديين حول مدلوله، خصائصه والشروط الواجب توفرها ليكون السوق كفوًا، وهذا ما سنعرفه في النقاط اللاحقة من هذا المبحث.

أين سيتم التطرق في البداية إلى مفهوم كفاءة السوق المالي، وأهم الشروط التي يجب توفرها في السوق من أجل أن يكون السوق كفوًا، بالإضافة إلى دراسة الفرق بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، والتعرف على أشكال السوق الكفو من شكله الضعيف، شبه القوي والقوي، أما في الأخير فسيتم الحديث عن العلاقة بين كفاءة السوق والحركة العشوائية للأسعار.

المطلب الأول: ماهية الكفاءة في الأسواق المالية

بدأ الاهتمام بمفهوم كفاءة السوق المالي وعلاقته بالمعلومات التي تحتوي عليها القوائم المالية، كنتيجة لقيام محللي الأوراق المالية بما يُعرف بالتحليل الأساسي أو تحليل القوائم المالية، بهدف تسعير الأوراق المالية تسعيرًا صحيحًا، ومعرفة كل صغيرة وكبيرة حول المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، ومعرفة مدى انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية وتحقيق أرباح غير عادية.

وفي النقاط الموالية سيتم التطرق إلى مفهوم كفاءة السوق والشروط الأساسية للسوق الكفو بالإضافة إلى سمات السوق المالي الكفو.

الفرع الأول: مفهوم كفاءة السوق (Market Efficiency Concept)

تعددت التعاريف التي وضعها الباحثون لمفهوم كفاءة السوق المالي، إلا أنّ جميعها تصبّ في معنى واحد. ويعود أصل نظرية كفاءة(*) السوق إلى بداية القرن الماضي، عندما قام عالم الرياضيات (Bachelier) سنة 1900 بتقسيم أطروحته التي بيّن فيها أنّ أسعار السوق تعكس جميع الأحداث الماضية والحاضرة، لكن لا تُظهر عادةً أيّ علاقة مع تغيرات الأسعار واستنتج أنها تتغير عشوائياً⁽¹⁾.

بعد ذلك قام (Pearson) سنة 1905 باقتراح مفهوم للحركة العشوائية، استخدمه فيما بعد (Kendall) سنة 1953 لتحليل عدد من السلاسل الزمنية لبيانات أسعار أسبوعية، ووجد أنّ حركة هذه

(*) لغة: كفاؤه على الشيء: جازاه، والمصدر الكفاءة والكفاءة في النخل: حمل سنتها، وهو في الأرض: زراعة سنة. واستكفأت فلاناً إبله؛ أي سألته نتاج إبله سنة فأكفأتها: أي أعطاني لبنها ووبرها وأولادها منه. للمزيد انظر: ابن منظور، لسان العرب، كلمة: كفاً، مرجع سبق ذكره، المجلد: 10، ص: 139.

(1) حاكم محسن محمد، عدّي عباس عبد الأمير، تحليل العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والقيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، جامعة بابل، العراق، العدد 11، المجلد 174، 2014، ص: 115.

الأسعار عشوائية أي أنّ احتمال صعود الأسعار يمثل احتمال هبوطها دون أن يكون أي دور لما حدث في الماضي.

وانطلاقاً من أهمية هذه الدراسات وإمكانية التنبؤ قام Eugene Fama^(*) بنشر عدد من المقالات؛ التي وضع فيها مجموعة من الأسس سمّيت بنظرية كفاءة السوق، حيث قام بنشر دراسة سنة 1965 لقياس الحركة العشوائية لمؤشر داوجونز، ثمّ قام (Robert) سنة 1967 بتحديد المصطلح الدقيق لفرضية السوق الكفؤة وعرّف مستويات الكفاءة الضعيفة والقوية، ثمّ طوّر (Fama) نتائج دراسة (Robert)، وقام سنة 1970 بنشر أول مقالة من مقالاته الشهيرة عن فرضية السوق الكفؤة وعرض فيها مستويات الكفاءة الثلاث⁽¹⁾.

وقد عرّفت الكفاءة بعدة تعاريف، إذ عرفها (Fama) على أنّها السوق التي تعكس فيه الأسعار تماماً جميع المعلومات المتاحة وليس لها قابلية للاختبار التجريبي⁽²⁾.

كما عرّفت فيما بعد على أنّها تعبر عن "مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية -خاصة الأسهم- وبين البيانات والمعلومات المتاحة، والمتوفرة لدى جمهور المتعاملين سواءً أكانت هذه المعلومات تاريخية أو عامة أو خاصة، أي قدرة السوق على عكس أيّة معلومات على تقييم الورقة المالية بقيمتها الحقيقية (Intrinsic Value)، وأن تصل المعلومات إلى المستثمرين داخل وخارج السوق نفسه وبنفس النوعية والكمية وبكلفة منخفضة"⁽³⁾.

كما يُمكن القول بأنّ كفاءة السوق المالي تعني الانعكاس الكامل (Fully Reflect) للمعلومات في أسعار الورقة المالية وبشكل دائم وسريع وغير متحيز، ويُقصد بالانعكاس الكامل أنّ تعكس أسعار الأوراق المالية المعلومات الحالية المتاحة، إذ يقوم المتعاملون بتحليلها وعكسها في توقعاتهم، بحيث لا يمكن للمستثمرين التنبؤ بها ولا يمكنهم استغلالها لتحقيق عوائد غير عادية⁽⁴⁾.

وعليه يكون السعر المعلن عنه هو حصيلة تصرفات وتوقعات المتعاملين بناءً على المعلومات المستلمة، كون معظم هؤلاء لا يحتاجون إلى وقت كبير للبحث عن المعلومات والوصول إليها، إذ لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج محددة بسعر الورقة المالية.

(*) Eugene Fama: عالم اقتصاد أمريكي (1939) حاصل على جائزة نوبل اشتهر بأبحاثه النظرية والتجريبية في نظرية المحفظة وتسعير الأصول، تحصّل على ماجستير في إدارة الأعمال ودكتوراه في الاقتصاد والتمويل من جامعة شيكاغو، وبعد أشهر من درّس كفاءة السوق المالي.

⁽¹⁾ سام سعد محمد، عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمان للأوراق المالية، مجلة دراسات للعلوم الإدارية، كلية الأعمال، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، العدد 2، المجلد 41، 2014، ص: 418.

⁽²⁾ Fama Eugene F., **Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work**, *The Journal of Finance*, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association, New York, U.S.A, Vol. 25, No. 2, 1970, p: 384.

⁽³⁾ دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص: 70-71.

⁽⁴⁾ Pyemo N. Afego, **Market Efficiency In Developing African Stock Markets : What Do We Know?**, *The Journal of Developing Areas*, Volume 49, No. 1, Tennessee State University, Nashville, U.S.A, 2015, p :244.

كما أنّ كفاءة السوق المالي، تعني السوق الذي يعكس المعلومات التي تصل إليه على أسعار الأوراق المالية فوراً وبشكل صحيح. وبعبارة أخرى، إذا كانت أيّ معلومة أخرى يتم الحصول عليها في السوق لا تُنبئ عن إيرادات إضافية للمستثمر، فإنّ تلك السوق يمكن وصفها بأنها كفؤة⁽¹⁾.

ومن خلال ما سبق يُمكن القول، بأنّ السوق المالي الكفء هي السوق التي تستجيب فيها أسعار الأوراق المالية للتغيرات الحاصلة في البيانات والمعلومات المتدفقة إليه، بحيث تحدث الاستجابة فوراً وبسرعة وقت وصولها، وبذلك تتساوي القيم السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية؛ وتكون القيمة السوقية دالة في المعلومات المتاحة بحيث يُزول الفارق بين القيمتين بوجود هذه الآلية في السوق.

الفرع الثاني: الشروط الأساسية للسوق الكفاء (Efficient Capital Market Hypothesis)

بعد أن أوضحنا مفهوم كفاءة الأسواق المالية، وباعتبار أنّ أيّ قاعدة أو قانون لا يخلو من شروط وقواعد لتطبيقه. سنحاول التعرّف على أهم الشروط التي يجب توفّرها في السوق المالي من أجل أن يكون سوقاً كفئاً، وأهمها⁽²⁾:

- (1) أن تسود السوق المالية حالة المنافسة الكاملة، وهذا الشرط مرهون بتوافر عدد كبير من البائعين والمنتجين لهم حرية الدخول إلى السوق والخروج منه؛
- (2) أن يتصف المستثمرون بالرّشد الجماعي أي أنّهم يسعون إلى تعظيم المنفعة من استغلال ثرواتهم، ما يعني أنّ السلوكيات غير العقلانية من المستثمرين هي مستقلة، ولا تؤثر على الأسعار⁽³⁾؛
- (3) أن يكون السوق عميقاً بحيث لا تُؤثر الأوامر ذات الأحجام الكبيرة على الأسعار؛
- (4) أن توفر السوق المالية خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها، وهذا ما يتيح الفرص أمام المستثمر لبيع وشراء الأوراق المالية بالتكلفة والوقت والسرعة المناسبة؛
- (5) أن تتوفر للسوق المالي وسائل وقنوات اتصال فعالة، تُوفّر للمتعاملين معلومات دقيقة وحديثة حول الأسعار وأحجام التداول بالإضافة إلى مؤشرات العرض والطلب؛
- (6) توفّر عنصر الشفافية بقدرٍ يوفر ويتيح المعلومات الخاصة بأسعار الأوراق المالية لجميع المتعاملين في السوق؛

(1) Ayhan Kapusuzoglu, **Testing Weak Form Market Efficiency on The Istanbul Stock Exchange (ISE)**, *Int.J. Buss. Mgt. Eco. Res.*, Ankara, Turkey, Vol 4:(2), 2013, p: 700.

(2) قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، د.ط، ص: 165-166.

(3) Emmanuel O. Nwosu, Anthony Orji and Ogomegbunam Anagwu, **African Emerging Equity Markets Re-examined: Testing the Weak Form Efficiency Theory**, *African Development Review*, African Development Bank, Published by Blackwell Publishing Ltd, Malden, U.S.A, Vol. 25, No. 4, 2013, p: 486.

(7) عدم وجود أية قيود على التعامل مثل الضرائب وتكاليف المعاملات الأخرى⁽¹⁾؛

(8) توفّر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر تنفيذ الصفقات؛

(9) وجود هيئة مشرفة محايدة تُعرف بهيئة الأوراق المالية، تقوم بمراقبة وتنفيذ القوانين واللوائح، والاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ولجنة البورصة ولجانها الفرعية، إذا صدرت منها مخالفة لقوانين ولوائح البورصة أو للصالح العام.

فإذا تحققت الشروط السابقة، فإنّ ذلك يعني وجود سوق كفأة تعكس المعلومات المتاحة، بحيث تستجيب الأسعار بشكل فوري لهذه المعلومات، بحيث لا توجد أية فواصل زمنية بين ورود المعلومات الجديدة إلى السوق وتحليلها وبين انعكاس تلك المعلومات على أسعار السوق، إذ أنّ حصول المستثمرين على المعلومات الجديدة يكون بنفس الوقت.

الفرع الثالث: سمات السوق المالي الكفؤ

يعمل السوق المالي الكفء على تحقيق التخصيص الكفء للموارد المتاحة، حيث يتم توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية. ولكي يُحقق السوق هذا الهدف يجب أن يتصف بميزتين أساسيتين هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل. وهذا ما سنشير إليه في النقاط الموالية.

أولاً: كفاءة التسعير (Price Efficiency)

يطلق عليها بالكفاءة الخارجية (External Efficiency)، ويُقصد بها ضمان وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق بسرعة وبأدنى تكلفة، بحيث تعكس أسعار الأسهم كافة المعلومات المتاحة، ويقتضي تحقيق ذلك وجود شبكة منتظمة للاتصالات على درجة عالية من الكفاءة، لتساعد في تشكيل ردود أفعال المتعاملين في السوق، بسرعة تجاه المعلومات الجديدة، ما يسمح لهم باتخاذ القرارات المناسبة⁽²⁾.

ويُصبح التعامل في السوق لعبة عادلة (Market Fair Game) ويمثابة منافسة عادلة، فجميع المتعاملين لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح⁽³⁾، وتقلّ فرص تحقيق أرباح غير عادية، إذ يُحقق المستثمرون الذين يفقدون القدرة على تحليل المعلومات المتوافرة وعدم درايتهم بالمعلومات خسائر عظمى.

(1) محمد الصربي، مرجع سبق ذكره، ص: 32.

(2) عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2005، ص: 155.

(3) محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص: 42.

ثانياً: كفاءة التشغيل (Operational Efficiency)

ويُطلق عليها بالكفاءة الداخلية (Internal Efficiency)؛ ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض، دون تحمّل تكاليف عالية للسمسرة ودون أن يُتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) (*) فرصة لتحقيق هامش ربح مبالغٍ فيه⁽¹⁾.

تعتمد كفاءة التسعير على كفاءة التشغيل إلى حدٍ كبير، فلكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة في السوق، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرون لإتمام المعاملات عند حدها الأدنى، وهذا ما يُشجعهم على بذل جهدٍ أكبر للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها، مهما كان حجم تأثير تلك المعلومات على سعر الورقة المالية.

كما توجد كفاءتان بالإضافة إلى كفاءة التسعير والتشغيل، تُعرف الأولى **بالكفاءة التنظيمية** للسوق، وتتحدد من خلال توافر إطار تنظيمي للسوق، تُحدد خلاله مسؤولية القائمين على إدارة شؤونه، وكذا تنظيم مهمة الوسطاء وتحديد اختصاصاتهم عند عقد الصفقات، بالإضافة إلى وضع التشريعات الكافية والمناسبة للسوق والرقابة عليها من طرف الأجهزة الفنية المختصة. أما الثانية فتُعرف **بالكفاءة الفنية**، التي تتحدد من خلال تعدد أدوات الاستثمار، وعدم اعتمادها في الأساس على الأسهم والسندات وأذونات الخزينة فقط، وهذا بالعمل بنظام المزاد المكتوب في التداول الذي يعمل على توحيد الأسعار في العرض والطلب⁽²⁾.

إلا أنه يوجد مصطلحان آخران هما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، فما نقصد بهما؟

(*) **صانع السوق (Market Maker)**: يعمل في السوق كمنظم مزاد يؤمن استمرار السوق ويقوم بتوفير المعلومات للمستثمرين، والسيطرة على حركة هذه المعلومات والحد من عمليات المضاربة لضمان استمرارية السعر، كما يعمل على إيجاد السعر الحقيقي الذي يعكس نقطة التوازن بين العرض والطلب في لحظة زمنية معينة، وذلك من خلال الاحتفاظ بمخزون خاص من الأصول المالية بغرض تحقيق التوازن.

(1) محمد المصري، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

(2) عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 211-212.

المطلب الثاني: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

يمكن التمييز بين نوعين من الكفاءة: هما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

الفرع الأول: الكفاءة الكاملة للسوق (Perfect Efficient Market)

الكفاءة التامة أو الكاملة هي الكفاءة التي ينعدم فيها الفاصل الزمني ما بين تلقي المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق والاستجابة السعيرية للأدوات المتداولة⁽¹⁾، حيث يحدث تغيير فوري في السعر، بحيث لا يُتاح لأي مستثمر فرصة لا تتاح لغيره⁽²⁾. يجب في البداية معرفة ما هي الشروط التي تقوم عليها الكفاءة الكاملة، وما المعوقات التي تُحول دون تطبيقها؟

أولاً: شروط الكفاءة الكاملة: لكي يكون السوق المالي مُتصفاً بالكفاءة الكاملة يقتضي توافر الشروط التالية⁽³⁾:

(1) إتاحة المعلومات الخاصة بالسوق للجميع، في نفس الوقت ودون وجودٍ للتكاليف، وهذا ما يجعل توقعات المستثمرين متجانسةً لتجانس معلوماتهم؛

(2) عدم وجود قيود على التعامل كتكاليف المعاملات، مع حرية خروج أو دخول المستثمرين من وإلى السوق⁽⁴⁾؛

(3) وجود عددٍ كبيرٍ من المستثمرين، الأمر الذي يمنع تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم، ولا يسمح بهيمنة بعض المستثمرين على السوق؛

(4) رشادة المستثمرين أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثروتهم.

ثانياً: معوقات الكفاءة الكاملة

نظراً لصعوبة تحقيق جميع الشروط المدرجة سابقاً مرة واحدة، حيث نجد التكاليف والضرائب في الأسواق والبورصات، وكذا وجود المستثمرين المحظيين^(*) بمعلوماتهم، خاصةً مع توفّر مؤسسات مالية وسيطة لها قدرة استثمارية كبيرة، وإمكانية واسعة في الحصول على المعلومات وتحليلها، ذلك ما يُؤثر على أسعار الأوراق المالية بواسطة صفقاتهم ومعاملاتهم الواسعة⁽⁵⁾، لذلك فإنّ تحقق الكفاءة الكاملة للسوق غير ممكن.

(1) مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص: 55.

(2) محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص: 31.

(3) عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 32.

(4) مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 55.

(*) **المستثمر المحظي (Insider)**: أو المطلع وهو أيّ مسؤول أو موظف أو عضو في مجلس الإدارة أو أي شخص آخر له علاقة أو صلة بأي منهم أو بالشركة، يكون مطلعاً على معلومات جوهرية لم يتم الإعلان عنها بعد لعامة المستثمرين، وتمتع الأسواق المالية لجميع دول العالم هذا النوع من المستثمرين من التداول إلا بشروط معينة ودرجة معينة من الإفصاح.

(5) مصطفى يوسف كافي، المرجع نفسه، ص: 56.

الفرع الثاني: الكفاءة الاقتصادية للسوق (Economically Efficient Market)

كون الكفاءة الكاملة لا تتحقق؛ فإنّ ذلك أوجب وجود نوع آخر يمكن قُبوله هو الكفاءة الاقتصادية، فما هو مفهومها؟ وما هي متطلباتها؟

أولاً: مفهوم الكفاءة الاقتصادية

تقوم الكفاءة الاقتصادية أساساً على مبدأ سعي غالبية المتعاملين في السوق إلى تعظيم ثرواتهم، ووفقاً لمفهومها فإنه يتوقع أن يمرّ بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق، حتى يبدأ تأثيرها على الأسعار⁽¹⁾. ممّا يعني أنّ القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية لفترة زمنية على الأقل، ولكن بسبب المعلومات والضرائب وتكاليف الاستثمار وغيرها، لن يكون هنالك فارق بين القيمتين⁽²⁾، ممّا يسمح للمستثمر بتحقيق أرباح غير عادية جراء ذلك على المدى الطويل.

ثانياً: متطلبات الكفاءة الاقتصادية

إنّ تحقُّق شروط الكفاءة الاقتصادية تعني أنّ تلك الأسواق تُساعد على التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية بين الاستخدامات المختلفة، وتحقيق ذلك يتطلب شرطين هما⁽³⁾:

الأول: أنّ يكون استخدام الأسواق من قِبل المتعاملين بأقل تكلفة مُمكنة للتبادل؛

الثاني: أنّ تعكس الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق القيم الحقيقية للأصول المالية، بحيث تكون متناسبة مع معدلات العوائد خلال فترة حياة كل استثمار في تلك الأصول.

بذلك يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، ويكون من شأنها تغيير نظرهم إلى المنشأة المصدرة للسهم؛ إيجابياً أو سلبياً، بحيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.

(1) السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 105.

(2) محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص: 32.

(3) عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية خلال الفترة 24-26 أبريل 2005، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة الزيتونة، عمان، الأردن، 2005، ص: 8.

الفرع الثالث: سلوك الأسعار في ظل الكفاءة الكاملة والاقتصادية

يختلف سلوك الأسعار في ظل السوق الكفاءة وغير الكفاءة بناءً على المعلومات الواردة إلى كل سوق، ويمكن توضيح ردة فعل كل سوق وحركة التغير التي تحصل في الأسعار فيما يلي⁽¹⁾:

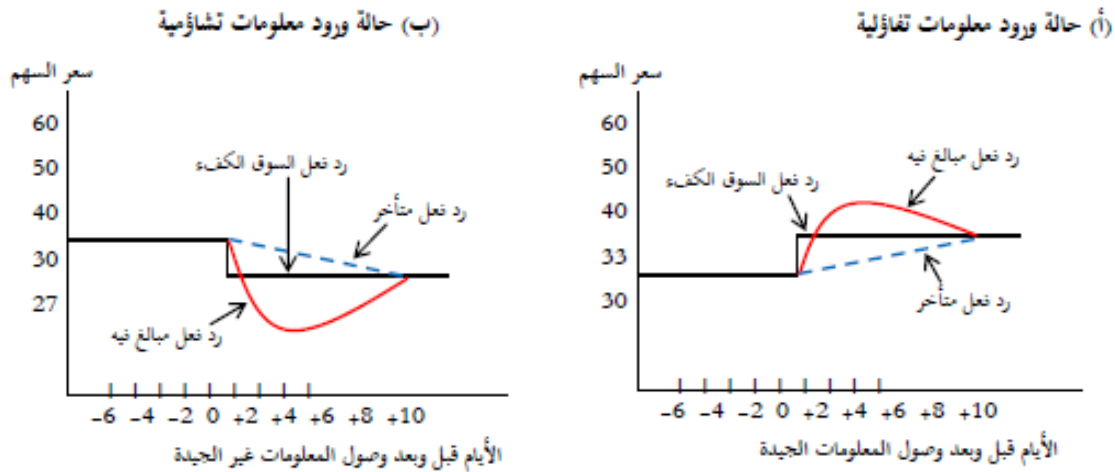
(1) في حالة وصول معلومات جديدة ومشجعة عن إحدى الشركات، سينعكس ذلك مباشرة في استجابة فورية وتلقائية في سعر السهم بالارتفاع، مما يؤدي إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم وهو ما يُحقق للسوق كفاءة عالية، وهذا ما يوضحه الشكل رقم (1،2،أ)؛

(2) وفي حالة وصول معلومات غير سارة إلى السوق، فإن ذلك سينعكس سلباً على سعر السهم بالانخفاض في القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية، فتكون الاستجابة متأخرة حتى يستوعب السوق هذه المعلومات. مما يجعل المستثمرين لا يحققون أرباحاً، وهو ما يجعل السوق تتصف بعدم الكفاءة، وهذا ما يوضحه الشكل (1،2،ب)؛

(3) أما في حالة الاستجابة المغالى فيها، والتي يُقصد بها بلوغ سعر السهم مستوى أعلى من السعر الحقيقي نتيجة المبالغة في تأثير هذه المعلومات، بذلك سيصبح السعر في أعلى مستوياته ثم ينخفض بعد ذلك تدريجياً.

والشكل الموالي يوضح التغيرات الحاصلة في سعر السهم في ظل الكفاءتين الكاملة والاقتصادية:

الشكل رقم (1،2): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



المصدر: صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، بسكرة، الجزائر، العدد 7، 2010، ص:193.

⁽¹⁾ صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، بسكرة، الجزائر، العدد 7، 2010، ص:183.

المطلب الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي

كما ورد فإن كفاءة السوق المالي تعني أنّ تعكس أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات المتاحة، إلا أنّ طبيعة وماهية هذه المعلومات تختلف من سوق لآخر. هذا ما يُوضح وجود صور مختلفة لكفاءة السوق، تتمثل هذه الصور في ثلاثة أنواع: السوق الكفاء في شكله الضعيف، السوق الكفاء في شكله شبه القوي والسوق الكفاء في شكله القوي، والتي سنلقي الضوء عليها بالتفصيل في النقاط الموالية.

بالرغم من وجود العديد من الانتقادات حول نظرية (Fama)، إلا أنّ ما أضفى أهمية للموضوع هو قيامه بتطوير مضمونها ومفاهيم مستوياتها بما يتفق مع الدراسات التي تناولتها، ما فتح المجال لدراسات عديدة حول سوق واحدة لكن في فترات زمنية مختلفة، كون السوق المالي لا يتصف بمستوى معين بشكل دائم، ما يجعل الكفاءة تختلف وترتبط بفترة الدراسة.

الفرع الأول: الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق (The Weak Form Efficient Market)

مع افتراض أن تعكس أسعار الأوراق المالية جميع العوائد الماضية وأية معلومة تاريخية في السوق، فإنّ هذه الصيغة تفترض أنّ أية معلومات تاريخية ليست لها علاقة مع معدلات العائد المستقبلية، وأنّ أيّ استخدام للمعلومات التاريخية من قبل المستثمرين لا يُمكنهم من تحقيق عوائد غير عادية⁽¹⁾. وقد اقترح Fama (1991) هذه الصيغة ليشمل المزيد من المتغيرات كاختبار التنبؤ بالعوائد؛ الذي يعتمد على توقُّع العوائد على أساس بعض خصائص المؤسسات كتوزيع الأرباح، حجم المؤسسة ونسب السعر إلى الأرباح، بالإضافة إلى بعض متغيرات الاقتصاد الكلي كأسعار الفائدة والعوائد الموسمية⁽²⁾.

يمكن التفصيل في هذه الصيغة بتقسيمها على ثلاثة اختبارات هي: سلسلة الارتباطات وقواعد التصفية واختبار الأنماط الطارئة، وهذا ما سندرجه في النقاط التالية:

أولاً: سلسلة الارتباطات (Serial Correlation)

نقصد بالارتباط مدى استجابة متغير ما للتغيرات الحاصلة في متغير آخر خلال فترات متتالية، ويقاس الارتباط بمعامل الارتباط (Correlation Coefficient).

⁽¹⁾ فاروق رفيق التهموني، إمكانية التنبؤ بعائد مؤشر السوق ومدى ارتباطه بالمؤشرات القطاعية: دراسة تحليلية لقياس كفاءة مؤشر بورصة عمان للفترة 2003-2007، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، مؤتم للبحوث والدراسات، الكرك، الأردن، العدد 6، المجلد 24، 2009، ص:215.

⁽²⁾ Emmanuel O. Nwosu, Anthony Orji and Ogomegbunam Anagwu, **Op. cit**, p :487.

ويستند هذا الاختبار إلى دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل، ويعتمد على المدى القصير فقط، لأنّ المدى الطويل سوف يكشف في الغالب عن وجود نمط في الأسعار، ويرجع هذا الاختبار إلى (Eugene Fama)، الذي قام باختبار لاتجاه الأسعار على 30 سهماً من مؤشر داوجونز من خلال اختبار معامل الارتباط لفترة امتدت من (يوم إلى 10 أيام)، ووضّح أن نسبة ضئيلة من الأسهم يتغير سعرها نتيجة لارتباطها مع التغيرات السابقة للأسعار⁽¹⁾.

ولقد اختبر الكثير من المحللين الماليين المعروفين منذ الستينات من القرن الماضي، مدى ارتباط أو استقلالية أسعار الأسهم عن بعضها البعض خلال فترات متتالية، فبعد أن جاء Osborne and Robert، بفكرة أنّ الأسعار تتبع حركة عشوائية في تطورها، اتجه كلٌّ من (Fama (1962، Morgenstern and Garanger (1963)، Solnok (1973)، Moore Branch (1977)، Roll (1982)، Reinganum (1983)، Golden Berger (1988)، إلى اختبار هذه الصيغة عن طريق معامل الارتباط للتغيرات المتتالية لأسعار الأسهم، وتوصلوا إلى نتيجة مفادها وجود استقلالية بين تلك التغيرات⁽²⁾.

فمثلاً درس (Moore) التغيرات الأسبوعية لـ 29 سهماً مختاراً بطريقة عشوائية خلال الفترة 1951-1958، ووجد أنّ معامل الارتباط يقارب (0.06) ما يُؤكّد استقلالية الأسعار وتغيراتها في الفترات التالية، كما درس (Fama) التغيرات اليومية لأسعار 30 سهماً تُمثل مؤشر داو جونز الصناعي لفترة خمس سنوات متتالية (1957-1962)، ووجد أنّ معامل الارتباط منخفض جداً بلغ قيمة (0.03)، ومع أنّه وسع الفترات الزمنية لكلّ يومين وثلاثة أيام، إلّا أنّ المعامل ظلّ دوماً قريباً من الصفر⁽³⁾.

ثانياً: قواعد التصفية (Filtering Rules)

يعترض البعض على مدخل تحليل الارتباطات، باعتباره أسلوب بسيط وغير كافٍ لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار، ويقترحون بديلاً واقعياً لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق، التي تُمكن المستثمر من تحديد توقيت أوامر البيع والشراء، بالشكل الذي يُحقق له عائداً متميزاً على غرار المستثمرين الذين لا يتبعون مثل هذه القواعد والتي تُعرف بقواعد أو تقنيات التصفية⁽⁴⁾.

(1) إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، د.ط، 2010، ص: 47.

(2) محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سبق ذكره، ص: 303.

(3) محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، المرجع السابق، ص: 304.

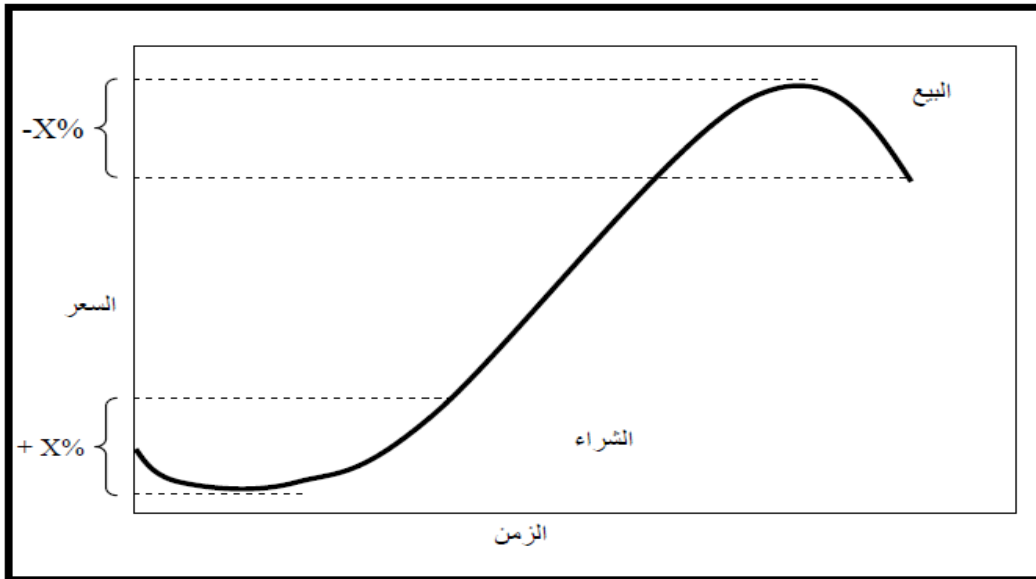
(4) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ط1، 1999، ص: 504.

وانطلاقاً من كون الأسعار تتغير في نفس الاتجاه لمدة معينة، فإن تقنية قواعد التصفية يُمكن استخدامها لتحقيق أرباح غير عادية، أو لتحقيق أرباح أكبر من تلك التي يمكن تحقيقها باستعمال استراتيجية اشتر واحتفظ (Buy and Hold Strategy)، وبذلك فهي تُلغي سمة العشوائية وإمكانية رصد نموذج يتغير وفقه سعر الورقة المالية المعنية، إذ يُمكن من خلال هذه القواعد برجة عملية البيع والشراء بما يُحقق ربحاً أكبر⁽¹⁾. وانطلاقاً مما سبق توجد أربع مجموعات هي⁽²⁾:

(1) المجموعة الأولى:

وتتضم مجموعة من المؤشرات، التي يُمكن اعتمادها كأساس لاتخاذ قرار شراء أو بيع الأوراق المالية، فمثلاً ظهور اتجاه لارتفاع سعر السهم بنسبة معينة، سيُشجع المستثمر على اتخاذ قرار الشراء، في حين أنّ ظهور اتجاه لانخفاض سعر السهم بنسبة معينة سيدفعه إلى اتخاذ قرار البيع. والشكل الموالي يوضح قواعد التحليل الفني، حيث يظهر لنا أن عملية البيع تتم في حالة نقصان السعر بـ $(-X\%)$ ، أما الشراء فيكون عند ارتفاع السعر بـ $(+X\%)$ وفقاً لتغير الزمن (t).

الشكل رقم (3،1): قواعد التصفية



Source : Jacquillat; Bertrand, Solinque; Bruno, *Marchés Financiers, Gestion de Portefeuilles et Des Risques*, 4^{ème} Edition, Edition Dunod, Paris, France, 2002, p : 59.

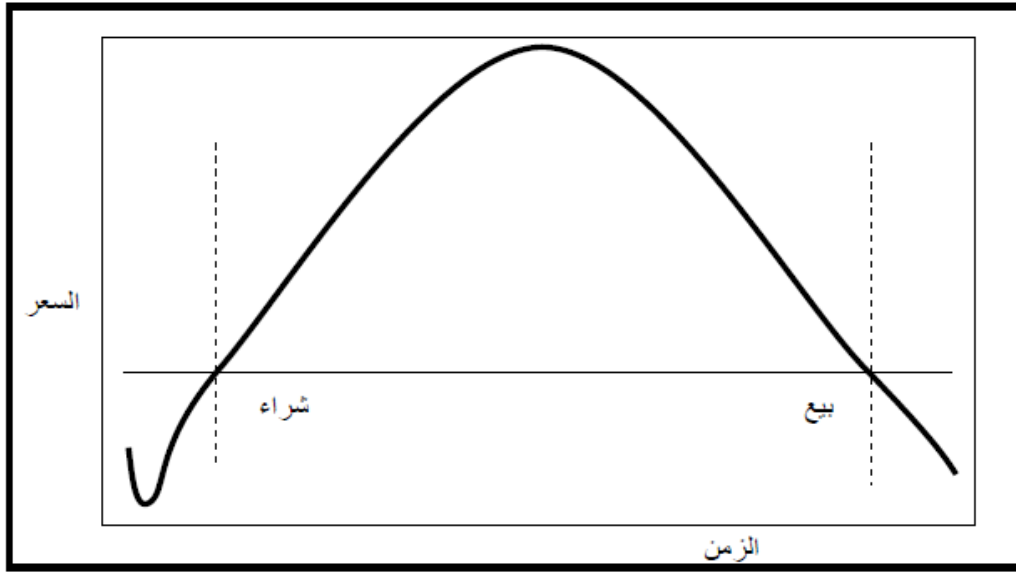
⁽¹⁾ محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، المرجع السابق، ص:304.

⁽²⁾ منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص:505.

(2) المجموعة الثانية:

تمثل هذه المجموعة قواعد الدورات الموسمية، من بينها تلك التي تقضي بأن الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاضها، ومنها كذلك ما يقضي بأن أسعار الأسهم تنخفض بوضوح في شهري سبتمبر وأكتوبر مقارنةً بباقي شهور السنة، وهو ما يسمى بتأثير التوقيت. والشكل الموالي يوضح توقيت الدورات بشكل يشبه الشكل الجيبي للدوال، حيث يرتفع السعر في مواسم معينة وينخفض في المواسم الأخرى الباقية.

الشكل رقم (4،1): توقيت الدورات الموسمية



Source : Jacquillat; Bertrand, Solinique; Bruno, *Marchés Financiers, Gestion de Portefeuilles et Des Risques*, 4^{ème} Edition, Edition Dunod, Paris, France, 2002, p:55.

(3) المجموعة الثالثة:

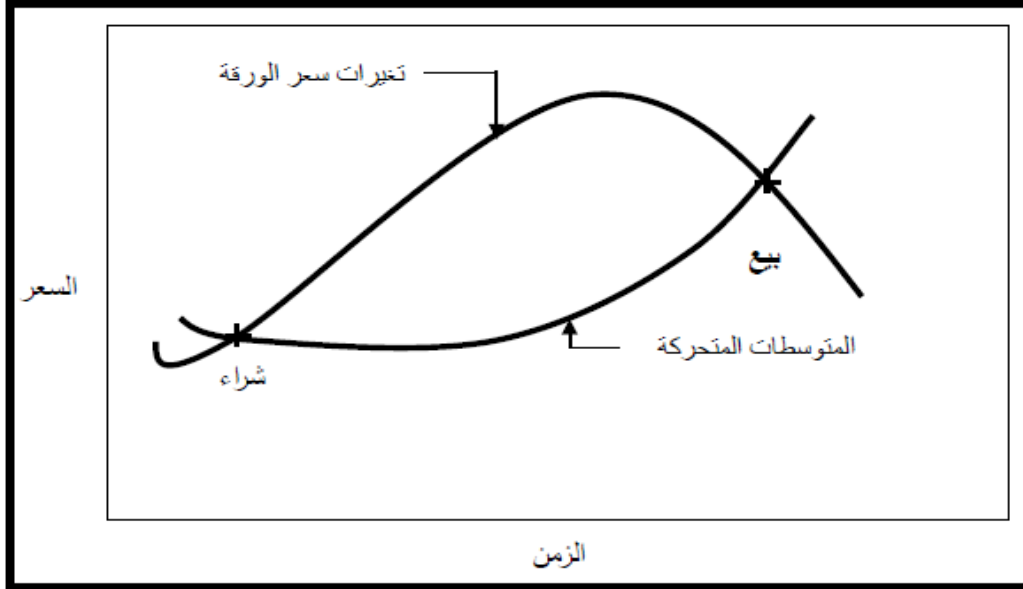
تضم المتوسط المتحرك، حيث تميل أسعار الأسهم في هذه المجموعة إلى التحرك في اتجاه معين، كما يلتقي المنحنى البياني الممثل لتغيرات سعر الورقة المالية بالمنحنى البياني للمتوسطات المتحركة المحسوبة في نقاط البيع والشراء، وذلك على أساس أن هذه التغيرات متأخرة بفترة زمنية (t) (عادةً ما تكون 200 يوم أو ثلاثون أسبوعاً) أساساً⁽¹⁾.

ويتم تحديد نقطة الشراء عندما يتقاطع المنحنى البياني الممثل لتغيرات الورقة المالية المتجه نحو الصعود مع المنحنى الممثل للمتوسطات المتحركة (أي عندما يكون المنحنى صعودياً)، ثم تتجه بعد ذلك الأسعار نحو الارتفاع.

(1) منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 446.

أما نقطة البيع فيمكن تحديدها حين يتجه المنحنى البياني الممثل لتغيرات الورقة المالية إلى الانخفاض (أي عندما يكون نزولياً)، ثم يتقاطع المنحنى البياني للمتوسطات المتحركة⁽¹⁾ لتتخلف الأسعار بعد هذه النقطة، وهذا كما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (5،1): تقاطع منحنى سعر الورقة مع منحنى المتوسطات المتحركة



Source : Jacquillat; Bertrand, Solinique; Bruno, *Marchés Financiers, Gestion de Portefeuilles et Des Risques*, 4^{ème} Edition, Edition Dunod, Paris, France, 2002, p : 59.

(4) المجموعة الرابعة:

تضم القوة النسبية للسهم، التي عادةً ما يتم الاعتماد فيها على معدل العائد على الاستثمار في السهم كمؤشر للحكم على القوة النسبية لذلك السهم، من خلال حساب متوسط معدل العائد على الاستثمار للسهم خلال فترة زمنية معينة، وبالتالي تكون الأسهم التي تعرف ارتفاعاً في متوسط عائد الاستثمار فيها أسهمًا ذات قوة نسبية خلال نفس الفترة. كما يمكن كذلك حساب نسبة سعر السهم خلال فترة زمنية معينة إلى أحد مؤشرات السوق، أو بحساب نسبة سعر السهم إلى مؤشر الصناعة أو القطاع الذي تنتمي إليه المنشأة المصدرة للسهم⁽²⁾.

⁽¹⁾ سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم: دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010، ص: 111.

⁽²⁾ سميرة لطرش، مرجع سبق ذكره، ص: 112.

ثالثاً: اختبار الأنماط الطارئة (Test of Emergency Patterns)

يعترف أنصار هذا المدخل بأنّ التغيرات السعرية قد تكون عشوائية معظم الوقت، إلا أنّها قد تأخذ من آن إلى آخر نمطاً معيناً يمكن تتبع أثره، وللتأكد من مدى إمكانية حدوث ذلك يُمكن استخدام عدّة اختبارات لمعرفة عدد المرات التي حدث فيها تغير اتجاه الأسعار وطول الفترة في كل مرة⁽¹⁾.

وترتكز اختبارات الكفاءة في هذا المستوى على فحص إمكانية التنبؤ بأسعار الأسهم المستقبلية من خلال القوائم المالية التاريخية للشركات. ومن أهمها: اختبار الدورة (Run Test) واختبار المرشح (Filter Test) وطريقة المتوسط الحسابي (Moving Avarade Mean)، فإذا أثبتت هذه الاختبارات إمكانية استخدام استراتيجيات استثمارية، مبنية على أساس معلومات سابقة لتحقيق أرباح غير عادية، يكون السوق غير كفاء على المستوى الضعيف، وإذا أشارت إلى عشوائية حركة الأسهم فإن السوق كفو عند هذا المستوى⁽²⁾.

وما يُميز هذا المدخل عن المدخلين السابقين (سلسلة الارتباط، وقواعد التصفية)، هو أنّه يُمكننا من قياس التغيرات الطارئة التي تظهر في السلسلة الزمنية لسعر السهم سواءً كانت هذه التغيرات موجبة أو سالبة، معبرين عنها بالإشارة (+) في الحالة الأولى بالإشارة (-) في الحالة الثانية. بينما نضع صفرًا في حالة عدم وجود أيّ تغيير في الأسعار، مع ضرورة الأخذ بعين الاعتبار المدة الزمنية التي يستغرقها كل تغيير⁽³⁾.

وتؤكد دراسات ميدانية عديدة استخدمت واحدًا أو أكثر من المداخل الثلاثة: سلسلة الارتباط، قواعد التصفية واختبار الأنماط الطارئة، على مصداقية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق.

الفرع الثاني: الصيغة شبه القوية لكفاءة السوق (The Semi-Strong Form Efficient Market)

يكتسب السوق المالي الكفاءة شبه القوية (المتوسطة)، عندما تنعكس جميع المعلومات العامة والمتاحة بشكلٍ كاملٍ وسريعٍ بالأسعار السوقية، حيث تُظهر فرضية السوق أن الأسعار لا تعكس الأسعار التاريخية فقط، ولكن بعض المعلومات المتعلقة بالظروف الاقتصادية العامة أو ظروف الصناعة أو الشركة مثل: الإعلان عن

(1) منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 505.

(2) ديماء وليد حنا الرضي، مرجع سبق ذكره، ص: 86.

(3) سميرة لطرش، مرجع سبق ذكره، ص: 116.

الأرباح الفصلية أو توزيعات الأرباح على المساهمين، وعمليات الدمج⁽¹⁾ أو تغيير معدلات الفائدة، وظروف التضخم وغيرها من الظواهر التي تؤثر على الأسعار السوقية للورقة المالية.

طبقاً لهذا المفهوم، فإن الأسعار السابقة والمعلومات العامة والمتاحة بشكلٍ علني، لا تمنح أيّ مستثمر ميزة لتحقيق عوائد غير إضافية، وتبقى الفرصة متاحةً أمام المطلعين بالاستفادة من المعلومات غير المعلنة وتحقيق عوائد من تغيير الأسعار في الأجل القصير⁽²⁾.

وقد اختُبرت الصيغة المتوسطة مدى سرعة الاستجابة في تعديل حركة أسعار الأوراق المالية إلى المعلومات العامة الواردة. ومن أهم المعايير التي يُمكن قياس استجابة الأسعار لتغيرها نجد: اشتقاق الأسهم، التغيرات الحاسبية، التغيرات في عرض النقود، الإعلان عن الأرباح والتوزيعات وحجم التعامل على الأوراق المالية⁽³⁾. وفيما يلي سنعرض أهم اختبارات هذا المستوى:

أولاً: اشتقاق الأسهم (Stocks Split)

اشتقاق الأسهم أو التجزئة (Split) هي عملية زيادة عدد الأسهم المكونة لرأس المال، وتقسيم السهم الواحد إلى سهمين أو أكثر، دون أن يُصاحب ذلك زيادة في حقوق الملكية. وهذا ما يعمل على انخفاض القيمة السوقية للسهم، ما يُسهل التعامل معها.

وأول من استعمل هذا النموذج هم (Roll, Jensen Fisher, Fama)، حيث ركّز هؤلاء على سلوك أسعار الأسهم المرافقة لعمليات الاشتقاق، ومن خلال نتائج الدراسة التي أُجريت والتي شملت 940 اشتقاقاً على مدى 60 شهراً، أُستخدم فيها نموذج تسعير الأصول المالية لتقييم العوائد الإضافية للأوراق المالية، ف لوحظ ارتفاع أسعار الأسهم المعنية بالاشتقاق خلال 30 شهراً، والتي سبقت عملية الاشتقاق وثباتها نسبياً بعد إتمام عملية التجزئة، حيث أكّد النموذج أنّ المعلومات التي يحصل عليها المستثمرون لا يؤدي استعمالها إلى تحقيق أرباح غير عادية⁽⁴⁾.

⁽¹⁾ Pradipta Kumar Sanyal, Padma Gahan, Smarajit Sen Gupta, **Market Efficiency in Emerging Economics: An Empirical Analysis**, *Globsyn Management Journal (GMJ)*, Globsyn Business School, Kolkata -West Bengal, India, Vol: 8, Issue 1 & 2, 2014, p: 22.

⁽²⁾ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار التنظيم، مرجع سبق ذكره، ص: 47-48.

⁽³⁾ إيهاب الدسوقي، مرجع سبق ذكره، ص: 50.

⁽⁴⁾ محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سبق ذكره، ص: 313-314.

⁽⁵⁾ Fama Eugene F., **Op. Cit**, p :405.

ثانياً: المعلومات المحاسبية (Accounting Informations)

من شأن التغيرات الحاصلة في إجراءات المحاسبة لدى المؤسسة أن تُغير من النتائج المحققة، حيث يلجأ المديرون إلى بعض التقنيات المحاسبية لإظهار مؤسستهم في وضعية مالية أحسن، كتغيير طرق تقييم المخزون وحساب الاهتلاكات. ولقد أكدت بعض الدراسات أن السوق تستجيب لمثل هذه التغيرات في التقنيات، والتي تُمس القوائم المالية غير أنها لا تُحقق أرباحاً غير عادية للمستثمرين لأنهم يُدركون مسبقاً أثر تلك القواعد على النتائج وعلى الأسعار⁽¹⁾.

وعليه فإنّ المعلومات الخاصة بتغيير القواعد المحاسبية سرعان ما تنعكس على أسعار الأسهم، وهذا ما يدلّ على كفاءة السوق عند المستوى المتوسط، ولقد اختُبر هذا الشكل باستعمال عدة مؤشرات أهمها: الإصدارات الجديدة، حجم التعامل والاندماج. حيث وُجد بأنّ هذه المعلومات سرعان ما تنعكس في السعر، ولا تُحقق أرباحاً متميزة⁽²⁾.

عموماً فإن الاختبارات تتركز عند هذا المستوى، على دراسة وجود عوائد تراكمية غير عادية (Cumulative Abnormal Returns) حول الإعلان عن حدث معين كتوزيعات الأرباح. فإذا ثبت وجود هذه الأرباح فإن السوق يكون غير كفاء على المستوى المتوسط، لأنّه لم يعكس المعلومات الجديدة الواردة بشكل فوري، وهذا ما سمح لبعض المستثمرين باستغلال هذه المعلومات لتحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين⁽³⁾.

الفرع الثالث: الصيغة القوية لكفاءة السوق (The Strong Form Efficient Market)

تتمتع السوق بالكفاءة القوية إذا كانت الأسعار تعكس جميع المعلومات المتاحة للجميع، وبشكل علني حتى المعلومات الخاصة والسرية، لأنّ التغيرات التي تحصل في الأسعار تكون عشوائية ومستقلة، بمعنى أنّه لا يمكن لأيّ مستثمر تحقيق عوائد إضافية على حساب مستثمرين آخرين حتى ولو استعان بخبرات مستشاري الأسواق المالية⁽⁴⁾.

⁽¹⁾ محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سبق ذكره، ص: 316-317.

⁽²⁾ محفوظ جبار، المرجع السابق، ص: 317-318.

⁽³⁾ دينا وليد حنا الرضي، مرجع سبق ذكره، ص: 86.

⁽⁴⁾ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 48.

بذلك تكون منهجية اختبار هذا المستوى هي مقارنة أداء المستثمرين المحظيين، الذين يتحصلون على المعلومات الخاصة من طرف أعضاء إدارة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية أو استنتاجات المحللين الماليين، وبين أداء المستثمرين العاديين لتحقيق أرباح غير عادية. وقد اختبر هذه الصيغة باستعمال عدة مؤشرات أهمها:

أولاً: المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار (Investment Specialized Financial Institutions)

تُعد صناديق الاستثمار أو تعاونيات استثمار الأموال(*) من أهم المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، ولقد تم اختيار هذا النوع من المؤسسات لتكون محل اختبار؛ كون مديرها كثيري التردد على السوق المالي ولهم علاقات خاصة واتصالات في المجال المالي، إذ يُمكنهم الحصول على معلومات قبل غيرهم ما يُؤهلهم لتحقيق أرباح أعلى من الأرباح العادية⁽¹⁾.

لقد أُجريت عدّة اختبارات على مثل هذه المؤسسات أهمها اختبار قام به (Irwin Friend) حيث درس النتائج المسجلة لمجموعة من المؤسسات الاستثمارية المتخصصة، واختبارات أخرى قام بها بعض الاقتصاديين (W.F Sharpe, Cheney, Glemviet, Williamson...) ⁽²⁾، وجدوا في مجملها عدم وجود دليل يُؤكد قدرة مثل هذه المؤسسات على تحقيق عائد يفوق العائد الذي يُمكن تحقيقه باستخدام استراتيجية اشتر واحتفظ، والتي لا تطلب القيام بأي نوع من التحليل، هذا ما يُؤكد عدم قدرة مديري هذه المؤسسات على التنبؤ باتجاه أسعار الأسهم في المستقبل وتحقيق أرباح غير عادية⁽³⁾⁽⁴⁾.

ثانياً: المتاجرة الداخلية للأسهم (Shares' internal trading)

ترتكز الاختبارات في هذا المستوى على مجموعة معينة من المستثمرين المطلعين، فإذا قام هؤلاء بالتداول اعتماداً على معلومات داخلية خاصة غير معلن عنها من داخل الشركة، حققوا عوائد غير عادية وغير مُبررة بالمخاطر التي يتضمنها الاستثمار⁽⁵⁾.

(*) تعاونيات استثمار الأموال (Mutual Funds): هي مؤسسات مالية تقوم بجمع الأموال عادة من صغار المستثمرين، وتقوم بتوظيفها في أوراق مالية لصالحها، فهي توفر لصغار المدخرين وسيلة لتنويع مدخراتهم بدلاً من إيداعها في البنوك بسعر فائدة ثابت وحمائهم من المخاطر التي تكون منخفضة.

⁽¹⁾ محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سبق ذكره، ص: 319.

⁽²⁾ محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سابق، ص: 319-320.

⁽³⁾ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 511.

⁽⁴⁾ Fama Eugene F., Op. Cit, p :412.

⁽⁵⁾ دهما وليد حنا الرضي، مرجع سبق ذكره، ص: 86.

وهذا ما أكدته بعض الدراسات كدراسة (Neiderhoffer & Lorie)، (Zaman, Rozeff, Born & Sheyn) وغيرها، على أنّ المسؤولين الذين يتاجرون في الأوراق المالية التابعة لمؤسستهم يحققون أرباحاً متميزة لاستحواذهم على معلومات غير منشورة، حيث عادةً ما يشترون أكثر قبل ارتفاع السعر للأوراق المعنية ويبيعون أكثر قبل انخفاضها، وهذا ما يُؤكد أنّ السوق غير كفء على المستوى القوي⁽¹⁾.

ومن واقع تقلب تقلب أسعار بعض الأسهم، كون بعض المتعاملين يشترون هذه الأسهم على أساس ما حققته سابقاً، وليس على أساس قيمتها الحالية الحقيقية، من خلال واقع تعاملات الأسواق؛ يُمكن أن تقسّم الأسواق إلى جزئين⁽²⁾:

- الجزء المرتفع كفاءة: يتميز بتوفر معلومات حسنة للمستثمرين والمؤسسات المالية؛

- الجزء الأقل كفاءة: يكون ناتجاً عن انعدام المعلوماتية الحسنة للمستثمرين أو صغار المستثمرين، بحيث تكون ظاهرة عدم اتساق المعلومات موجودة فضلاً عن كون المعلومات شائعة وضعيفة المحتوى.

من خلال ما سبق يمكن أن نستخلص أنّ كل صيغة من الكفاءة تعتمد على نوع معين من المعلومات كما في الشكل الموالي:

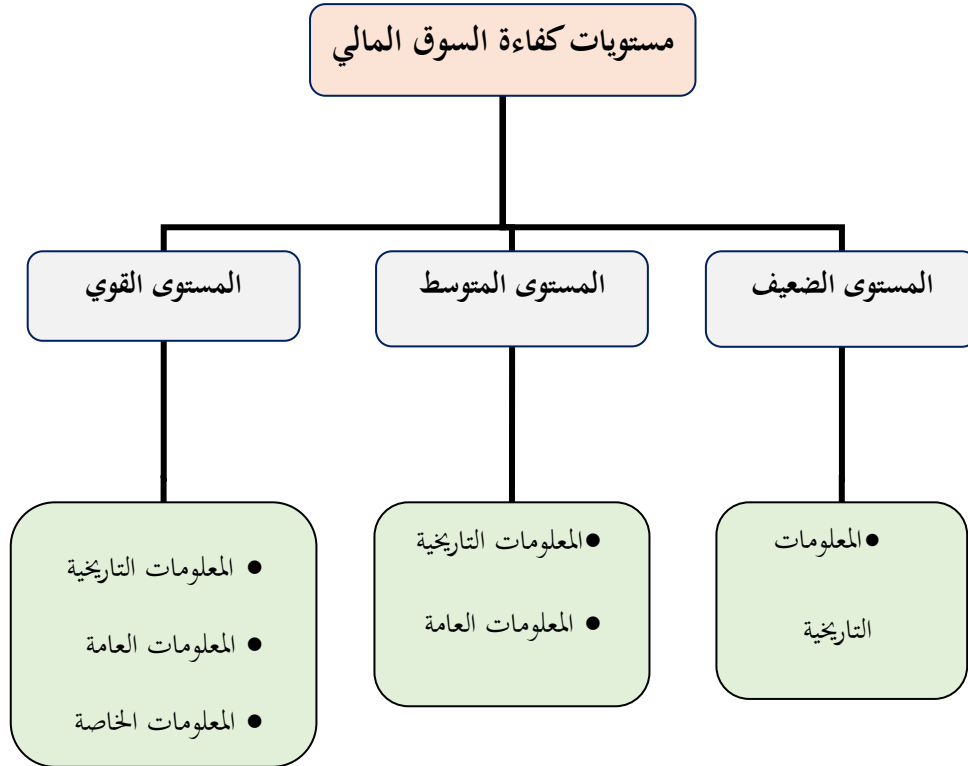
- الصيغة الضعيفة تعتمد على المعلومات التاريخية.
- الصيغة المتوسطة (شبه القوية) تعتمد على المعلومات التاريخية والمعلومات العامة.
- الصيغة القوية تعتمد على المعلومات التاريخية، العامة والمعلومات الخاصة (المتميزة).

والشكل الموالي يُلخص مستويات كفاءة السوق المالي الثلاث:

⁽¹⁾ محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سابق، ص: 312.

⁽²⁾ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 287.

الشكل رقم (6،1): مستويات كفاءة السوق المالي

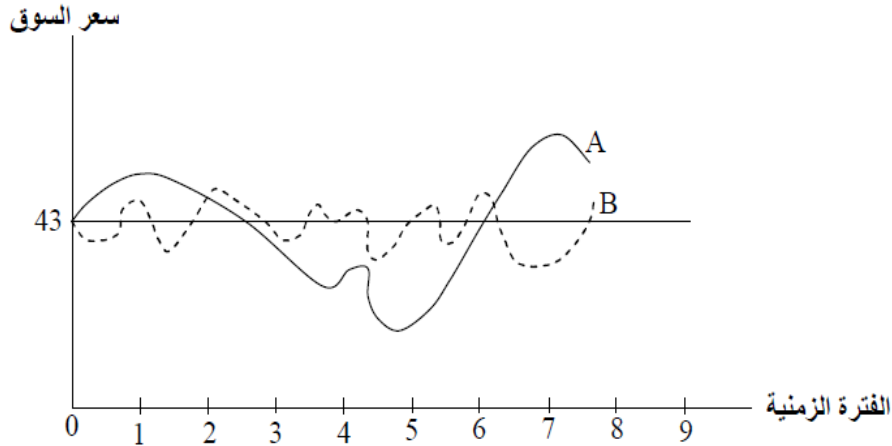


المصدر: من إعداد الباحثة.

ويمكن توضيح العلاقة بين صيغ الكفاءة الثلاث للسوق المالي من خلال الشكل أدناه، إذ يتبين لنا أنه ليمتد السوق بالكفاءة شبه القوية أو المتوسطة، يجب أن يكون كفوًا بصيغته الضعيفة أولاً، وكي يكون كفوًا بصيغته القوية يجب أن يتصف بالكفاءة شبه القوية والضعيفة.

حيث يظهر لنا من خلال الشكل رقم (7،1) أنّ المنحنى (A) يعكس التباين الكبير بين سعر الورقة في السوق وبين قيمتها الحقيقية، وهو يمثل الكفاءة الضعيفة للسوق. في حين أن المنحنى (B) يوضح عدم وجود فروقات كبيرة جداً بين سعر الورقة وقيمتها الحقيقية، إذ تكاد الفروقات تكون مساوية للصفر لتعكس الكفاءة القوية للسوق. أما الخط المستقيم فيعكس حالة التوازن المستمر أين تتساوى القيمة الحقيقية مع سعر الورقة المالية.

الشكل رقم (7،1): العلاقة بين صيغ الكفاءة لسوق الأوراق المالية



المصدر: أرشد فواد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للطبع والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، د.ط، 2004، ص:145.

المطلب الرابع: كفاءة السوق والحركة العشوائية للأسعار

توجد علاقة وثيقة بين كفاءة السوق والحركة العشوائية لأسعار الأوراق المالية المتداولة، إذ تتحرك الأسعار بعشوائية في السوق الكفوءة، ويجب أن تتبع سلوك السير العشوائي الناتج عن حركة المستثمرين في السوق المالي، في محاولة لتحقيق الأرباح. ومن خلال هذا المطلب سنتطرق إلى العلاقة بين الكفاءة وحركة الأسعار، وهذا بالتعرف على ظاهرة الحركة العشوائية وأعمال (Louis Bachelier) حول عشوائية الأسعار، بالإضافة إلى تحليل العلاقة بين كفاءة الأسواق والحركة العشوائية للأسعار.

الفرع الأول: نظرية الحركة العشوائية (The Random Walk Theory)

اهتم العديد من الخبراء الماليين والاقتصاديين بتطوير واختبار نماذج سلوك أسعار الأسهم، ومن بين النماذج المهمة نموذج نظرية السير العشوائي، والذي كان يعتبر شرطاً كافياً لتحقيق كفاءة السوق. ويرجع اكتشاف ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار أو السير العشوائي (Random Walk) للباحث الفرنسي لويس باشيليه (Louis Bachelier, 1900) الذي كشف خاصية السير العشوائي في السوق المالي، حيث أنّ المضاربة في السوق تصبح لعبة عادلة لا يمكن في ظلها أن يُحقق البائع أو المشتري أرباحاً غير عادية على حساب غيره⁽¹⁾.

(*) لويس باشيليه (1870-1946): عالم رياضيات فرنسي قام من خلال أعماله بربط عالم الاحتمالات بالأسواق المالي، حيث أكد أن تحديد اتجاهات الأسعار في البورصة يكون بتأثير عدد لا متناهي من العوامل، ويستحيل التنبؤ بالأسعار، وقد ألف مجموعة من الأعمال أهمها: La Théorie de la Spéculation،

Théorie Des Probabilités، La Théorie Mathématique du Jeu

(1) السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص:106.

بل وأضاف أنّ الأسعار الحالية للعقود المستقبلية في السوق المالي، تُعد في حقيقة الأمر تقديرًا غير متحيز للسعر الذي سوف يسود في السوق الحاضرة، في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد؛ وهذا يعني بمفهوم كفاءة السوق أنّ الأسعار الحالية تعكس الظروف التي يتوقع أن تسود في التاريخ المحدد للتنفيذ، والتي تتحدد الأسعار على ضوءها في ذلك التاريخ، بمعنى أنّ الأسعار الحالية تعكس المعلومات المتاحة عن السوق في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد⁽¹⁾.

ثم قام بعده (Pearson, 1905) بتقديم مفهوم الحركة العشوائية، واستخدمه (Kendall, 1953) وقام بتحليل عدد من السلاسل الزمنية السعرية الأسبوعية الخاصة بالأسعار، ووجد أنّ حركة الأسعار في هذه السلاسل عشوائية، أي أنّ احتمال تحرك الأسعار صعوداً يُماثل احتمال هبوطها دون أيّ دور لما حدث في الماضي⁽²⁾.

ثم جاءت دراسة (Fama, 1965) لتقدّم دليلاً على صحة فرضية السير العشوائي لأسعار الأوراق المالية، من خلال قياس عشوائية أسعار ثلاثين سهماً مُسجلاً بمؤشر داو جونز (Dow Jones 30)^(*) وذلك خلال الفترة (1956-1961)، حيث تمّ احتساب معامل الارتباط بين التغيرات في لوغاريتم أسعار الأسهم بفجوة زمنية قُدرت بين يوم إلى عشرة أيام، وقد كانت نتيجة الاختبار أنّ معاملات الارتباط كانت قريبة من الصفر في معظم الحالات، وكانت على علاقة عكسية مع الفاصل الزمني المستخدم⁽³⁾.

وعليه فإنّه لا يُمكن التنبؤ بالأسعار اعتماداً على الأسعار التاريخية لها، ولا يُمكن للمستثمر من تحقيق أرباح غير عادية، لأنّ قيمة الأسعار قد تنخفض أو ترتفع من دون وجود ارتباط بين قيمتها على طول السلسلة الزمنية. بذلك فالأسعار السوقية تتحدد في السوق الكفاء وفقاً للمعلومات والأحداث المتاحة بالقيم الحالية والسابقة والنتائج المالية للشركات المصدرة، والتغيرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية واتجاهاتها داخل الدولة أو خارجها، إذ يتجاوب السوق مع هذه المعلومات بفعالية ما يُؤثر على الأسعار بشرط توفرها وتمثيلها مع جميع المتعاملين في السوق من مستثمرين وممولين⁽⁴⁾.

ومنه فإن فرضية السير العشوائي في سوق الأوراق المالية لا يمكن التنبؤ بها، لأنّ هذه الأسعار تتبع صيغة عشوائية فريدة من نوعها، لا يُمكن أن يتمّ تحليلها بشكل كامل نظراً لتوافر جميع المعلومات لكل فرد في السوق المالي.

(1) منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 515-516.

(2) سام سعد محمد، عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمان للأوراق المالية، دراسات العلوم الإدارية، كلية الأعمال، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، المجلد 41، العدد 2، 2014، ص: 418.

(*) مؤشر **Dow Jones 30**: مؤشر صناعي لأكثر 30 شركة صناعية أمريكية في بورصة نيويورك أنشأ سنة 1896، وهو أقدم مؤشر في العالم وكان يحتوي على أكبر 12 شركة أمريكية إذ كانت أول شركاته شركة جنرال اليكتريك، ليزداد عدد الشركات المدرجة حتى وصل إلى 30 شركة عام 1928، ومن الشركات التي تم إدراجها في المؤشر شركتي شيفرون وبنك أوف أمريكا سنة 2008.

(3) السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 106.

(4) فيصل محمود الشواره، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2008، ص: 49.

الفرع الثاني: العلاقة بين كفاءة الأسواق والحركة العشوائية للأسعار

بعد تطوير نموذج السير العشوائي أول مرة من قبل (Bachelier, 1900) الذي أكد أنّ تغيرات الأسعار غير مترابطة تقريباً، ما يدل على السلوك أو الطبيعة العشوائية للأسعار. أثار العديد من الاقتصاديين الجدل حول النموذج، حيث قام بعده كل من (Fama, 1965) (Samuelson, 1965)، (Jennergeen and Korsvold, 1974)، بفحص سلوك عوائد الأسهم من خلال تطبيق اختبارات الارتباط والخروج بنتيجة مفادها أنّ الأسواق تتميز بالكفاءة⁽¹⁾. من خلال ما أثبتته العديد من الدراسات الميدانية بأنّ التغيرات التي تحدث في أسعار الأسهم تكون مستقلة عن بعضها البعض، وأنّ التنبؤ بها مستحيل، وبالتالي لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية من طرف مستثمرين معينين على حساب آخرين، أي لا يمكن تسجيل اتجاه عام لتطور الأسعار في البورصة، لأنّ أسعار الأسهم تمتاز بالعشوائية (Randomness)⁽²⁾.

وعليه يتضح أنّ الفرض الأساسي الذي يقوم عليه مفهوم كفاءة السوق هو أنّ المستثمرين يهدفون إلى تعظيم أرباحهم، ويسعون - كل منهم في استقلال عن الآخر- لتحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن، ما يؤدي في النهاية إلى اعتبار الأسعار مرآة عاكسة لتلك المعلومات. غير أنّ كون المعلومات ترد في أي وقت وفي نمط عشوائي أو غير منظم، وأنّ الأخبار التي تنطوي عليها قد تكون سارة أو غير سارة، فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع نمطاً معيناً لاتجاه حركة الأسعار في السوق، فالحركة المتوقعة في ظل هذا المناخ لا بد أن تكون عشوائية⁽³⁾. كما أنّ بعض الأسواق تُبدي شذوذاً عن الكفاءة من حيث تحقيقها لعوائد غير اعتيادية للأسهم وذلك أيام الاثنين والجمعة، وهذا ما يدل على آثار عطلة نهاية الأسبوع (Weekend Effect)⁽⁴⁾.

وعليه يمكن القول بأنّ المعلومات الواردة للسوق الكفاء تنعكس على الأسعار الحالية، نظراً لأنّ الأسعار يستحيل أن تتغير إلا إذا وردت معلومات جديدة، كما لا يمكن التنبؤ بها مقدماً فكذلك الحال بالنسبة للتغيرات في مستويات الأسعار الناتج عنها.

(1) Arvind Kumar, Dharmendra Singh, **Testing Weak Form Stock Market Efficiency On Muscat Securities Market: Oman**, *Skyline Business Journal*, Skyline University College, Sharjah, U.A.E, Volume IX, Issue 1, 2014, P: 9.

(2) محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سبق ذكره، ص: 283.

(3) منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 520-521.

(4) محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 287.

المبحث الثالث: مؤشرات الأسواق المالية

يستخدم الاقتصاديون مؤشرات السوق المالي للتعرف على الحالة الاقتصادية للدولة، حيث تمثل مقياساً يُعطي صورة شاملة على اتجاه وتطور السوق، ويعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية، فالسؤال المطروح: ما المقصود بمؤشر السوق المالي؟ وفيما تتمثل أهميته؟ وكيف يحسب؟

سيتم في هذا المبحث التعرف على ماهية المؤشرات، وأهم المؤشرات المستخدمة في تحليل السوق المالي، بالإضافة إلى كيفية بناء وطرق حساب المؤشر العام للسوق المالي.

المطلب الأول: ماهية مؤشرات السوق المالي

يقيس مؤشر السوق المالي مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من الشركات المدرجة في السوق سواء المنظمة أو غير المنظمة، ويتم اختيار العينة بعناية ما يسمح للمؤشر بأن يعكس حالة السوق. وفي هذا المطلب سيتم تسليط الضوء على مفهوم مؤشر السوق، وأهم المؤشرات المستخدمة في تحليل الأسواق المالية.

الفرع الأول: تعريف مؤشرات السوق وأنواعها

يُعتبر مؤشر السوق وسيلةً تعكس اتجاه السوق المالي، فقد شهدت فترة الثمانينات من القرن العشرين قفزة نوعية، إذ انتقلت من مجرد كونها أداةً فقط تعكس صدق السوق المالي، إلى أداة من الأدوات الواجب توفرها في السوق. في هذا الصدد يجب البدء أولاً بتعريف مؤشرات السوق المالي ثم التطرق إلى المؤشرات المستخدمة في تحليل الأسواق المالية.

أولاً: تعريف مؤشرات السوق (Market Indexes)

يعتبر مؤشر السوق من الوسائل المهمة التي يسترشد بها المستثمرون في الأسواق المالية المحلية والدولية من أجل تحديد توقيت تنفيذ عملياتهم الاستثمارية. وقد تعددت التعاريف المقدمة لتوضيح مفهوم مؤشرات السوق المالي، ومن هذه التعاريف نجد:

أنّ مؤشر السوق يُعرف على أنّه " أداة أو مقياس يعتمد على مجموعة من الأسهم داخل السوق، والذي من خلاله تتم معرفة اتجاهه هل هو اتجاه نحو الصعود أم اتجاه نحو الهبوط، بالشكل الذي يساعد المستثمر على

اتخاذ القرار الاستثماري السليم. وعليه فإن المؤشر محصّل للتغيرات التي حدثت خلال فترة زمنية معينة، بما يُساعد على كشف الاتجاه العام للسوق" (1).

يمثل المؤشر أو الرقم القياسي معدلاً أو نسبة معينة من المتوسطات الخاصة لمجموعة من الأسهم، بالاعتماد على سلسلة زمنية للأرقام القياسية، يتم فيها تحديد سنة الأساس (فترة زمنية ماضية) والتي تحسب منها القيمة الأصلية للرقم القياسي، ليتم بعد ذلك التنبؤ بالفترات المستقبلية (2).

كما يُمكن تعريف المؤشر على أنه "أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالي بصدق، أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات" (3).

كما يُمثل مؤشر السوق "قيمة رقمية مطلقة (Absolute) بصورة متوسطات (Average) أو أرقام قياسية (Indices) تصلح لعمليات المقارنة (Comparing)، الملاحظة (Wathing)، التتبع (Following) والقياس (Measuring)، للتغيرات الزمنية أو التغيرات المقطعية بين الشركات والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين، والحاصلة في سوق رأس المال وبشكل رئيسي سوق الأسهم، سواء كانت سوق منظمة أو غير منظمة" (4).

كما يُعتبر المؤشر مجرد مقياس للأداء خلال الزمن، إذ يقيس التغير في أسعار محفظة من الأسهم، ويعكس عدد أسهم هذه المحفظة مستوى السوق بأكمله والذي يُمثل بمؤشره (5).

ويعني الرقم القياسي أيضاً نسبةً أو معدلاً مستخلصة من المتوسطات الخاصة بمختلف الأوراق المالية، وهذا ما يدل أن السلسلة الزمنية للأرقام القياسية يتم إعدادها من نفس القاعدة من المعلومات والقيم، بحيث تتكون المجموعة من 100 رقم أو 10 أو رقم واحد، شرط أن تكون هذه الأرقام صالحة للمقارنة لذلك يتم اختيار فترة

(1) محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2011، ص:373.

(2) حسين قبان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية: دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، العدد 11، 2011، ص:93.

(3) عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2000، ص:77.

(4) محمود أحمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص:298.

(5) Course 8: Market Indices and Market Sectors, Copyright 2010 ASX Limited ABN, Division of The McGraw-Hill Companies Inc, 2010, p: 3. Available at:

http://www.asx.com.au/documents/resources/shares_course_08.pdf?shares_course_08_text

ماضية تعتبر بمثابة سنة الأساس، التي يتم منها احتساب القيم الأصلية للرقم القياسي والانتقال إلى الفترات المستقبلية⁽¹⁾.

من خلال التعاريف السابقة الذكر، يُمكن القول بأن المؤشر عبارة عن أرقام إحصائية، تُصمّم وفق عينة مختارة على أسس معينة من أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي، وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تُتيح للمؤشر معرفة الاتجاه العام لهذه السوق.

ثانياً: المؤشرات المستخدمة في تحليل الأسواق المالية

هناك مؤشرات ومعايير مختلفة يتفق عليها الاقتصاديون والمحللون، لقياس أداء ونشاط الأسواق المالية ومعرفة درجة تقدّمها، وذلك من أجل التنبؤ في بناء القرارات الاستثمارية والتمويلية لتحقيق الربح وتعظيمه أو لتفادي الخسارة المتوقعة. وتتمثل أهم هذه المعايير في: المؤشر العام لأسعار الأسهم، مؤشر حجم السوق، مؤشر سيولة السوق بالإضافة لدرجة تركّز السوق، وسيتم عرضها فيما يلي:

1) المؤشر العام لأسعار الأسهم (Stock Prices Index):

معدل أو مؤشر السوق يمثل مؤشراً إحصائياً، يُستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق، الذي يتم احتسابه عادةً من معدل أسعار مجموعة من الأسهم المختارة من السوق المالي.

بما أن المؤشر يقيس المستوى العام للأسعار في السوق، فإن هناك نوعان من المؤشرات، مؤشرات تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل: مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (Dow Jones Industrial Average) ومؤشر ستاندر آند بورز (Standard & Poor's 500)، ومؤشرات تقيس حالة السوق بالنسبة لصناعة معينة أو قطاع معين وتسمى المؤشرات القطاعية، كمؤشر داو جونز لصناعة النقل. وهذه المؤشرات يُمكن أن تكون مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية للبلد.

ويمكن معرفة الاتجاه العام لأسعار الأسهم في السوق المالي من خلال اتجاه خط ميل السوق، الذي يُعبّر عنه بخط مستقيم تخيلي لمدة زمنية معينة، حيث يبقى هذه الاتجاه قائماً إلى أن يتغير، وتوجد ثلاثة حالات للسوق تتمثل فيما يلي⁽²⁾:

⁽¹⁾ عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية: أسهم-سندات-وثائق استثمار-الخيارات، مرجع سبق ذكره، ص: 77.

⁽²⁾ رافعة إبراهيم الحمداني، عمر غازي العبادي، أثر المعلومات المالية في حركة أسعار الأسهم بسوق عمان للأوراق المالية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية للبحوث الإدارية والاقتصادية والمحاسبية والمعلوماتية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، العدد 7، المجلد 3، 2007، ص: 7.

أ- السوق الصاعدة (Bull market): حيث تكون تحركات المؤشر العام لأسعار الأسهم كسلسلة تصاعدية من الارتفاعات والانخفاضات، يُمكن الوصل بينها بخط مستقيم يشير إلى الأعلى وتزداد فيه حركة الشراء للأسهم على البيع؛

ب- السوق الساكنة (Static market): حيث تكون تحركات المؤشر فيه باتجاه أفقي نسبياً؛

ج- السوق النازلة (Bear market): حيث تكون تحركات المؤشر سلسلة تنازلية بخط مستقيم إلى الأسفل، وفيه تنخفض حركة الشراء للأسهم على البيع.

لذلك عندما يكون معدل العائد المحقق-وفقاً للمؤشر- أعلى من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر (Riskless Security) يكون السوق صعودياً، ويُوصف المضاربين في هذه السوق بالمُضارب على الصعود (Bullish) لاعتقادهم بأنّ السوق ستأخذ منحى الصعود، أما عندما يكون معدل العائد أقل من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر فيكون السوق نزولياً، ويُطلق على المضارب الذي يعتقد أنّ الأسعار متجهة نحو الهبوط بالمُضارب على الهبوط (Bearish)⁽¹⁾.

يكتسب المؤشر العام لأسعار الأسهم أهمية كبيرة بالنسبة لمختلف المتعاملين في السوق، ذلك من خلال إعطائهم فكرة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية، ما يُمكنهم من تتبع مؤشرات الأسواق المالية، فهو بذلك يُمثل مستوى مرجعياً للمستثمرين، إذ يسترشدون به من أجل تحديد توقيت اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بالنسبة لعمليات البيع والشراء.

كما أصبحت المقارنة بين كفاءة الأسواق المالية تتم من خلال هذا المؤشر، وأضحت الصحف العالمية تنشر يومياً قائمةً بمختلف المؤشرات عن تطورات أسعار الأسهم، ما يُعطي صورةً واضحةً للمستثمرين للتنبؤ بالأوضاع المستقبلية، هذا ما يدفعهم إلى توجيه أموالهم نحو الأسواق الأكثر كفاءةً واستقراراً، بالإضافة إلى التعرف على نشاط السوق والقدرة على مقارنته بأداء السنوات السابقة⁽²⁾.

(2) مؤشر حجم السوق (Market Volume):

غالبًا ما يُقاس حجم السوق المالي بمؤشرين أساسيين هما: القيمة السوقية للأسهم المتداولة (رسملة السوق) وعدد الشركات المدرجة.

(1) عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 38.

(2) عماد محمد علي العاني، اندماج الأسواق المالية، بيت الحكمة، بغداد، العراق، 2002، د.ط، ص: 62.

أ- القيمة السوقية (رسملة السوق) (Market Capitalization):

يُشير هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق المالي. ولتحديد درجة تطور هاته السوق يتم استخدام معدل رسملة السوق، الذي يُقاس من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، ويتم استخدام هذا المؤشر من طرف العديد من المستثمرين⁽¹⁾.

تعكس رسملة السوق مستوى النشاط الذي يحققه السوق المالي، فكلما ارتفعت قيمتها دلّ ذلك على ارتفاع مستوى أداء السوق سواء من حيث زيادة عدد الأسهم والشركات المدرجة فيه، أو من حيث ارتفاع الأسعار الذي يكون انعكاساً لاتساع حجم المعاملات المالية داخل السوق المالي.

غير أنّه لا يُمكن الاعتماد كلياً على هذا المؤشر للدلالة على تطور السوق المالي، إذ يُعاني من بعض القصور، بحيث أنّ بعض الأسواق المالية تتميز بارتفاع القيمة السوقية فيها، في حين يكون حجم التعاملات بها صغيراً، والذي يعني أنّه بالرغم من كبر إجمالي قيمة الأوراق المتداولة للسوق المالي، إلاّ أنّها تفضّل سوقاً غير نشطة⁽²⁾.

ب- عدد الشركات المدرجة (Number of Companies):

يُتّصّد بهذا المؤشر عدد الشركات المدرجة والمقيدة في بورصة الأوراق المالية، والتي يتم تداول أوراقها المالية في السوق المنظمة (البورصة)، وتُشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق المالي في البلد، إلاّ أنّ هذا المؤشر قد يفقد دلالاته إذا لم يُصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً ولكن إجمالي قيمة الأوراق المالية لتلك الشركات يكون صغيراً⁽³⁾.

(3) مؤشر سيولة السوق (Market Liquidity):

تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها بسهولة في السوق المالي، فالسيولة تجعل الاستثمار المالي أقلّ خطراً. ومن بين المؤشرات التي تقيسه سيولة السوق المالي، مؤشران مهمان هما: حجم التداول، ومعدل دوران الأسهم، واللذان سنعرضهما فيما يلي:

(1) Ross Levine and Sara Zervos, *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, *The American Economic Review*, American Economic Association, U.S.A, Vol. 88, No. 3, 1998, p :540.

(2) عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص:95.

(3) عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص:178.

أ- نسبة حجم التداول (Value of Trading):

تُمثل نسبة حجم التداول قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، إذ تُشير إلى حجم المعاملات في السوق بالنسبة لحجم الاقتصاد القومي للبلد، تعكس هذه النسبة بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني⁽¹⁾، وتُبين ملامح السوق وتُشير إلى توقعات صعوده أو هبوطه في المستقبل.

ب- معدل دوران الأسهم (Share Turnover Ration):

يُحسب هذا المؤشر بقسمة قيمة إجمالي الأسهم المتداولة على القيمة السوقية خلال فترة زمنية معينة، وعليه فإن معدل الدوران يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق المالي، ويُستخدم كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات⁽²⁾. فهو يقيس النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد، للتعرف على نشاط هذه الأسهم خلال فترة زمنية معينة، كما يُشير ارتفاع المعدل إلى كثافة التداول، فكلما زاد معدل دوران السهم كلما زادت سيولته وكلما كان سعره أقرب للسعر العادل له، والعكس صحيح.

ويكامل معدل دوران الأسهم مؤشر رسملة السوق لتوضيح مستوى نشاط السوق المالي، إذ يعكس مؤشر الرسملة حجم السوق، فليس بالضرورة ليكون السوق كبيراً أن يتمتع بالسيولة العالية، فأحياناً يكون السوق كبيراً ويملك مؤشر رسملة سوقية مرتفعة، لكنه غير نشط وله معدل دوران منخفض⁽³⁾.

4) مؤشر درجة تركيز السوق (Degree of Concentration):

يُقصد بدرجة التركز في السوق المالي سيطرة عدد محدد من الشركات المدرجة، ويتم قياس درجة التركز من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول في السوق ككل⁽⁴⁾.

وتعتبر درجة التركز المرتفعة دليلاً على زيادة درجة سيطرة أسهم معينة للشركات في السوق المالي، وهو ما يعني انخفاض الفرصة أمام المستثمر لتنويع استثماراته، كما أنه يؤدي إلى زيادة درجة احتمال حدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب، نتيجةً لزيادة الطلب على أسهم الشركات الكبرى، وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع درجة المخاطر عند الاستثمار في السوق المالي.

⁽¹⁾ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 96.

⁽²⁾ Ross Levine and Sarra Zerous, **Capital Control Liberalization and Stock Market Development**, *The World Development*, Elsevier Science Ltd, Amsterdam, Netherlands, Vol. 26, No. 7, 1996, p: 1171.

⁽³⁾ Ross Levine and Sara Zervos, **Stock Markets, Banks, and Economic Growth**, Op.Cit, p :540.

⁽⁴⁾ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

الفرع الثاني: استخدامات مؤشر السوق المالي

مؤشر السوق المالي كغيره من المؤشرات الأخرى، يعتبر بارومتراً لقياس درجة تطور الاقتصاد بصفة عامة والسوق المالي بصفة خاصة ويُلخص أداء السوق بأكمله، فالشركات عينة المؤشر يجب أن تكون ممثلة للسوق وتعكس أداءه سواءً على المستوى العام أو القطاعي. ونظراً لاختلاف المؤشرات من سوق إلى أخرى ومن قطاع لآخر، فهذا يؤدي إلى اختلافات اهتمامات الأطراف لها نظراً للدور الذي تؤديه، ومن بين تلك الاستخدامات نذكر:

أولاً: متابعة أداء المحافظ الاستثمارية

يعكس التغيّر الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة، وبالتالي حتى يعكس أداء مؤشر الأسهم أداء المحافظ الاستثمارية المالية التي تتشكل منها، يجب أن يُمثّلها بشكل مناسب. ترتفع كفاءة المؤشر كلما كانت العينة ممثلة أكثر لكافة الأسهم في السوق المالي؛ أيّ يعكس أداء المحفظة الاستثمارية المالية المكوّنة لهذه الأسهم، ما يعني وجود علاقة طردية بين التغير في سعر السهم وأيّ تغير يطرأ على هذا المؤشر، وهذا ما يُمثّل انعكاساً لحركة أسعار كافة الأسهم المتداولة في السوق المالي⁽¹⁾.

بذلك يُمكن للمستثمر أن يُقارن بين العائد على المحفظة الاستثمارية التي يحتفظ بها وبين العائد السوقي، فإذا رغب المستثمر في الاستثمار وفق اتجاه السوق، يُمكن له تكوين محفظة استثمارية تُكافئ محفظة الاستثمار التي يتم على أساسها حساب المؤشر⁽²⁾.

هذا ويجب مراعاة أنّ هنالك مؤشرات يتم حسابها على أساس قطاعي مثل: مؤشر ستاندر آند بور لشركات المنافع العامة (Standard and Poor's Index for Utilities)، ومؤشر داو جونز لشركات النقل (Dow Jones Transportation Average-DJTA)، وفي هذه الحالة لا يجب الاعتماد عليها كمؤشرات لكل الأسهم المتداولة بالسوق، لأنها تشتمل على أسهم الشركات المنافع العامة وشركات النقل فقط⁽³⁾.

ثانياً: التنبؤ بحركة أسعار الأسهم

يُمكن التّوصّل إلى نمط التغيرات التي تطرأ على المؤشرات التي تقيس حركة السوق المالي، من خلال التحليل التاريخي لهته المتغيرات، باستخدام السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة، وهذا ما يُمكننا من التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل⁽⁴⁾.

(1) منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 247.

(2) أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، مصر، د.ط، 1998، ص: 233.

(3) أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، الصفحة نفسها.

(4) أحمد سعد عبد اللطيف، المرجع السابق، ص: 234.

كما يُمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية والتغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية، كطريقة المربعات الصغرى وتحليل الانحدار والارتباط بالإضافة إلى الأساليب القياسية الحديثة؛ والتي تُمكن من التنبؤ بحركة السوق، وتفيد مُتخذي القرار الاستثماري في ترشيد عملية اتخاذهم القرار⁽¹⁾.

ثالثاً: الحكم على أداء المديرين المحترفين

وفقاً لفكرة التنوع العشوائي (Naive Diversification)، فإنه يُمكن للمستثمر العادي أن يُحقق عائداً على محفظة مُكونة من أوراق مالية مختارة عشوائياً (أي عدد غير محدد)، يُعادل تقريباً معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أنّ المستثمر أو المدير المحترف للمحفظة يستخدم أساليب متقدمة في التنوع، ويعمل على الاستثمار في محفظة مؤسسة مالية (بنوك، شركات تأمين، شركات استثمار...)، يكون لزاماً عليه أن يُحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق⁽²⁾. كما يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان التباين الموجود بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق.

رابعاً: التنبؤ بالحالة الاقتصادية

يُشير بعض الباحثين في الاقتصاد إلى أنّه إذا أمكن للمُحللين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية والتغيرات التي تطرأ على مؤشرات السوق المالي، وهو ما يُشار إليه عادةً "بالتحليل الأساسي" (Financial Analysis)، فإنه يُمكنهم التنبؤ مقدماً بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل، وهذا ما يُساعد على اتخاذ القرار السليم في التوقيت المناسب⁽³⁾.

كما أنّ إجراء تحليل في وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق، قد يكشف عن وجود نمط لهته التغيرات، وإذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق المالي.

يُمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر الأسواق المالية المحلية، بمؤشرات الأسواق المالية الدولية وتحديد اتجاهات السوق مقارنةً بأسواق أخرى، ما يعمل على زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة ما إذا كانت السوق من الأسواق الصاعدة⁽⁴⁾.

⁽¹⁾ رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص: 114.

⁽²⁾ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 247.

⁽³⁾ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 248.

⁽⁴⁾ محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 252.

خامساً: السوق كأداة للمتاجرة

يُعد المؤشر أداةً للمتاجرة في أسواق المشتقات (Derivatives Markets) من خلال عقود المستقبلات والخيارات، وذلك من أجل أن يتحوط المستثمرون ضد مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية، حيث تُعتبر عقود خيارات شراء مؤشرات الأسهم، عقوداً مبرمةً على أحد المؤشرات، وتضمن لحاملها حق شراء مؤشر أسهم بأسعار مختلفة متفق عليها مسبقاً⁽¹⁾.

سادساً: تقدير مخاطر المحفظة

يُمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية (Systematic Risk) لمحفظة الأوراق المالية، وهي التي العلاقة بين معدل العائد لأصول ذات مخاطرة (Risky Assets) ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من مجموعة من أصول ذات مخاطرة.

بالإضافة إلى هذه الاستخدامات والمزايا التي يتمتع بها مؤشر السوق المالي، فإن هنالك شروطاً وأسساً يجب توفرها فيه أهمها⁽²⁾:

- أن يكون المؤشر عبارة عن أسهم تمثل جميع الأنشطة الاقتصادية؛
- أن تكون طريقة حسابه واضحة بالنسبة إلى المستثمر العادي؛
- أن يتضمن حجماً كبيراً من الأسهم؛
- أن يُحدّد وزن وأهمية نسبية كل سهم وأن يكون الوزن معروفاً.

⁽¹⁾ فاروق رفيق التهموني، إمكانية التنبؤ بعائد مؤشر السوق ومدى ارتباطه بالمؤشرات القطاعية: دراسة تحليلية لقياس كفاءة مؤشر بورصة عمان للفترة 2003-2007، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، مؤتمراً للبحوث والدراسات، الكرك، الأردن، العدد 6، المجلد 24، 2009، ص: 219.

⁽²⁾ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 176.

المطلب الثاني: كيفية بناء وحساب مؤشر السوق المالي

تهدف المؤشرات المالية إلى معرفة الاتجاه العام لحركة الأسعار في السوق المالية، من حيث ارتفاعها وانخفاضها، كما تساعد في اتخاذ قرارات الشراء والبيع الخاصة بالعمليات الاستثمارية. غير أنه توجد بعض العوامل المؤثرة على هذه المؤشرات تتمثل في مدى دقة وشفافية الأخبار الموجودة في السوق المالي، وقُدرة المتعاملين على استخدام هذه الأخبار في التأثير على حركة الأسعار وحجم التداول، بالإضافة إلى التوقيت (الزمن) وطبيعة المتغيرات الاقتصادية.

على الرغم من تفاوت الطرق والأساليب التي تُبنى بها مؤشرات الأسواق المالية، إلا أنها تعتمد على ثلاثة أسس تتمثل في: بناء العينة (اختيار عينة المؤشر)، وتحديد الأوزان النسبية لكل سهم ضمن عينة المؤشر، وطريقة احتساب قيمة المؤشر، وهذا ما سيتم عرضه في هذا المطلب.

الفرع الأول: حجم وملائمة العينة

تعتبر المؤشرات السوقية أداةً من أدوات تحليل السوق المالي والتنبؤ بحركته في المستقبل، ويتم احتسابها من خلال اختيار مجموعة من الأوراق المالية المتداولة، وتُعرف العينة التي يُبنى عليها المؤشر بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر⁽¹⁾. وبذلك فالمؤشر يُلخص الأداء الكلي للسوق المالي، ويعكس الظروف الاقتصادية ويُشخص المشاكل التي تؤدي إلى انحراف الأسعار من أجل تصحيحها وتصويب اتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية بدقة.

حتى يكون الاختيار جيداً ويتم بناءه بشكل سليم ينبغي أن تكون الأوراق المالية المختارة تتميز بثلاثة صفات أساسية هي: الحجم، الاتساع والمصدر، بالإضافة إلى عنصر الملائمة⁽²⁾:

أولاً: الحجم (Sample Size): ويُمثل عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر، فكلما احتوى المؤشر على عدد كبير منها كلما كان أكثر تمثيلاً وصدقاً عن واقع السوق المالي.

ثانياً: الاتساع (Breadth): ويُقصد به أن تكون العينة المختارة تُمثل مختلف القطاعات المشاركة في السوق المالي، هذا فيما يخص المؤشر العام، أما بالنسبة للمؤشرات القطاعية فتكون العينة المختارة مُكونة من عدد من الشركات التي تُمثل القطاع.

⁽¹⁾ حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، العدد: 27، السنة الثالثة، الكويت، الكويت، 2004، ص: 8.

⁽²⁾ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 93-94.

ثالثاً: المصدر (Source): يُمثّل مصدر الحصول على أسعار الأوراق المالية التي يتم بها بناء المؤشر، وينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي يتم فيه تداول هذه الأوراق المالية.

رابعاً: الملائمة (Convenient Units): أي يجب أن تكون وحدات المؤشر مناسبة؛ بمعنى من السهل فهمها وقراءتها⁽¹⁾، وذلك من أجل استخدامها للإجابة على بعض الاستفسارات التي تخص اتجاهات المؤشر والتوصل من خلاله إلى إجابات ملائمة على الأسئلة المطروحة.

الفرع الثاني: الأوزان النسبية لمفردات العينة (عملية الترجيح)

بعد أن تمّ تحديد واختيار العينة الملائمة للمؤشر، تأتي المرحلة الموالية التي تتمثل في تحديد الأوزان النسبية التي يُبنى عليها المؤشر، ويجب الأخذ بعين الاعتبار أسلوب تمثيل كل ورقة مالية داخل العينة والقيمة السوقية لها وعدد الأوراق المالية المكونة لمؤشر السوق المالي.

وتُعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات على أنها: القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وهنالك ثلاثة مداخل لاحتساب وتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر⁽²⁾، وتتمثل في: مؤشر السوق الموزون بالأسعار، مؤشر السوق الموزون بالقيمة السوقية ومؤشر السوق المبني على أساس الأوزان المتساوية، وهذا ما سنعرضه في النقاط التالية:

أولاً: مؤشر السوق الموزون على أساس السعر (Market Value Price Index)

ويُعد أقدم طريقة لحساب المؤشر إذ قام تشارلز داو (Charles Dow)^(*) سنة 1885 بإصدار مؤشر لسوق الأسهم الأمريكية، الذي سمي باسم (Dow Jones)، باعتماده على 12 سهماً من أنشط الأسهم في بورصة نيويورك (10 أسهم لشركات النقل بالسكك الحديدية وسهمين من شركات القطاع الصناعي)⁽³⁾، حيث تمّ حسابه بقسمة أسعار مجموعة من الأسهم والسندات المتداولة في سوق الأوراق المالية بنيويورك، على عدد الأسهم الممثلة لهذا المؤشر.

⁽¹⁾ عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية: أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

⁽²⁾ حسين قبيلان، مرجع سبق ذكره، ص: 95.

^(*) تشارلز داو Charles Dow (1851-1902): رائد أعمال وصحفي اقتصادي أمريكي، أسس صحيفة وول ستريت، واختراع مؤشر داو جونز الصناعي كجزء من أبحاثه في مجال تحركات السوق، كما طوّر سلسلة من المبادئ من أجل فهم وتحليل سلوك السوق الذي أصبح فيما بعد يعرف باسم نظرية داو والتي تُعد الأساس للتحليل الفني. كما شارك في تأسيس مؤشر "Dow Jones & Company" مع إدوارد جونز وتشارلز بيرجستريسير.

⁽³⁾ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 94.

أما الآن فأصبح المؤشر يعكس أسعار 30 شركة من الشركات الصناعية، والتي تُشكل 25% من حجم التداول في السوق المالي الأمريكي، وهو أكثر المؤشرات استخداماً. ويمكن بناء هذا المؤشر كما يلي⁽¹⁾:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{مجموع أسعار الأسهم المختارة}}{\text{عدد الأسهم في المؤشر}}$$

والمثال التالي يُوضح طريقة احتساب المؤشر المبني على أساس السعر:

لنفرض أن مؤشراً موزوناً بالسعر يتضمن ثلاثة أسهم (أ، ب، ج) ظهرت أسعارها في اليوم الأول وكانت 160 ون، 80 ون و 20 ون على التوالي. إذن عند حساب قيمة المؤشر في اليوم الأول (يوم الأساس) تكون:

$$index = \frac{160 + 80 + 20}{3} = 86.67$$

لنفرض أن سعر السهم (أ) ارتفع بنسبة 10% (بافتراض ثبات أسعار الأسهم الأخرى) في اليوم الموالي، فإنّ السعر يصبح (176=1.10*160).

$$index = \frac{176 + 80 + 20}{3} = 92$$

وبذلك تصبح قيمة المؤشر في اليوم الثاني:

ويكون عائد السوق في اليوم الثاني مقارنة باليوم الأول:

$$return = \frac{P_1 - P_0}{P_0} = \frac{92 - 86.67}{86.67} = 2.061$$

وهذا يعني أنّ معدل العائد ارتفع بمعدل (2.061) نقطة، ما يدل على أنّ اتجاه السوق صعودي.

أما بافتراض أن سعر السهم الثالث (ج) ارتفع في اليوم الثالث بنسبة 10% لتصبح قيمته 22 نقطة،

$$index = \frac{176 + 80 + 22}{3} = 92.6$$

وبالتالي تكون قيمة المؤشر في يومه الثالث:

أي أنّ عائد السوق يرتفع بنسبة 2.069 مقارنة مع يومه الأول كما تُوضحه المعادلة التالية:

$$return = \frac{P_1 - P_0}{P_0} = \frac{92.6 - 86.67}{86.67} = 2.069$$

⁽¹⁾ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، الصفحة نفسها.

ما يمكن قوله هو أن المؤشرات المبنية على أساس السعر هي مؤشرات مُميّزة للأسهم ذات الأسعار المرتفعة. وما يمكن قوله أنّ هنالك مجموعة من الانتقادات والعيوب تُشوب هذا النوع منها⁽¹⁾:

- أنّ هذا المؤشر لا يُغطي جميع الشركات المدرجة في السوق المالي، وإنما يميل إلى الشركات المختارة الكبيرة (عينة المؤشر).

- ارتفاع الأهمية النسبية وتأثير أسعار الأسهم بشكل كبير، ما يُهمل حجم الشركة وقيمتها بالسوق.

ثانياً: مؤشر السوق الموزون بالقيمة السوقية (Market Value Weighted Index)

حسب هذه الطريقة يتم إعطاء وزنٍ للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم لكل شركة ممثلة في المؤشر، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر، بغض النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة⁽²⁾.

والمثال التالي يوضح ذلك، فإذا كان هناك مؤشر معين يتكون من أربعة أسهم (أ، ب، ج، د)، وكانت أسعار الأسهم هي: 30 ون، 80 ون، 50 ون، 40 ون على التوالي.

يتم تحديد الوزن النسبي للسهم الواحد بقسمة سعر السهم الفردي على مجموع أسعار أسهم المؤشر، وبذلك يكون الوزن النسبي للأسهم الأربعة كما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (1،1): مثال توضيحي عن حساب مؤشر السوق الموزون بالقيمة السوقية

السهم	السعر السهم (و.ن) وحدة نقدية	الوزن النسبي لأسهم المؤشر
أ	30	$0.15 = 200 \div 30$
ب	80	$0.4 = 200 \div 80$
ج	50	$0.25 = 200 \div 50$
د	40	$0.2 = 200 \div 40$
المجموع	200	1

المصدر: من إعداد الباحثة.

⁽¹⁾ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 97.

⁽²⁾ حسين قبلا، مرجع سبق ذكره، ص: 96.

من خلال الجدول نلاحظ أنّ الوزن النسبي لأسعار الأسهم الأربعة بلغ: 0.15، 0.4، 0.25، 0.2 على التوالي.

مما يُعاب على هذا النوع من المؤشرات، هو أنّ المؤشر يرتفع تبعاً لقوة الشركة، متجاهلاً بذلك الشركات الصغيرة وذات العدد الضعيف من الأسهم المصدرة⁽¹⁾.

ثالثاً: مؤشر السوق المبني على أساس الأوزان المتساوية (Equally-Weighted Index)

يعتمد حساب هذا المؤشر على افتراض أنّ الاستثمار يكون بمبالغ متساوية في الأسهم، والتي يتكون منها المؤشر عند بداية تكوينه، بالتالي يزيل فكرة التحيز للأسعار مثل المؤشر المبني على أساس السعر، وبذلك فإنّ التغيرات اللاحقة في قيمة هذا المؤشر تعكس اتجاههاً حقيقياً للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق⁽²⁾.

من أهم المؤشرات التي تعتمد على هذا الأساس مؤشر فاينانشل تايمز (Financial Times 30) FT30^(*) الذي يجمع أهم ثلاثين ورقة مالية في بورصة لندن⁽³⁾.

وعليه فإنّ هذا المؤشر يعتمد على إعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر وفق الخطوات التالية⁽⁴⁾:

(1) تحديد وزن نسبي يُساوي واحداً للسهم أو للأسهم ذات السعر الأقل؛

(2) تحديد الوزن النسبي لأي سهم آخر يتكون منه المؤشر من خلال العلاقة التالية:

$$\text{الوزن النسبي} = \text{قيمة السهم} \div \text{السعر الأقل} / \text{سعر السهم}$$

(3) حساب قيمة المؤشر بضرب الأوزان النسبية لكل سهم في سعر السهم السوقي.

⁽¹⁾ عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 45.

⁽²⁾ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 185.

^(*) مؤشر **Chares Index 30 (FT30)**: أقدم مؤشرات الأسواق المالية البريطانية، أنشأ عام 1935 ويضم 30 سهماً من أكبر الشركات الصناعية ببريطانيا، ويمثل 35% من جملة قيمة الأسهم المتداولة ببورصة لندن.

⁽³⁾ متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 196.

⁽⁴⁾ محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2013، ص: 189.

المثال التالي يوضح طريقة حساب هذا المؤشر، وذلك بأخذ سعر ثلاثة أسهم أ، ب، ج. حيث يتم في الخطوة الأولى إعطاء الوزن النسبي بالرقم واحد (1) للسهم (ج) الأقل سعراً ثم حساب الأوزان النسبية للسهمين الباقيين (أ، ب) في الخطوة الثانية، كما هو مبين في الجدول أدناه:

الجدول رقم (2،1): مثال توضيحي عن حساب مؤشر السوق على أساس الأسعار النسبية

السهم	سعر السهم	الوزن النسبي لكل سهم
أ	160	$0.125 = \frac{1}{8} = \frac{20}{160}$
ب	80	$0.25 = \frac{1}{4} = \frac{20}{80}$
ج	20	1

المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2013، ص:190 بتصرف.

أما الخطوة الثالثة فهي حساب قيمة المؤشر بالعلاقة التالية:

$$\text{قيمة المؤشر} = \text{حاصل ضرب أسعار الأسهم} \times \text{أوزانها النسبية}$$

$$60 = 20 + 20 + 20 = (1 \times 20) + \left(\frac{1}{4} \times 80\right) + \left(\frac{1}{8} \times 160\right) = \text{قيمة المؤشر}$$

ما يُعاب على هذا الأسلوب أنه لا يعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر، حيث يقتصر الترجيح على سعر السهم بصرف النظر عن عدد الأسهم المكونة له، بالإضافة إلى تغيير الوزن النسبي للسهم مع تغيير سعر السهم في السوق⁽¹⁾. كما أنه يعطي أوزاناً متساوية للأسهم، رغم احتمال تباين حجم وأهمية المؤسسات التي أصدرتها.

(1) أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص:237.

رابعاً: مؤشر السوق المبني على أساس الأسعار النسبية (Relative-Price Index)

تعتمد فكرة الترجيح في هذا المؤشر على إيجاد السعر النسبي لكل سهم داخل المؤشر، ذلك من خلال معرفة التغير النسبي للسعر بين فترتين زمنيتين، بعد ذلك يتم حساب الوسط الهندسي (Geometric Mean)، لتحدد في الأخير قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار النسبية المستخرجة في قيمة أساس المؤشر، لمعرفة التغير في حالة السوق⁽¹⁾.

المثال التالي يوضح طريقة حساب مؤشر افتراضي يتكون من ثلاثة أسهم (أ، ب، ج) لثلاثة شركات، حيث يمثل الجدول أدناه أسعار الإقفال ليومين متتاليين لهذه الأسهم، وقد تمّ حساب التغير النسبي لسعر كلّ سهم كخطوة أولى بقسمة سعر اليوم الثاني على سعر اليوم الأول، علماً أنّ قيمة المؤشر الأساسية بلغت (105).

الجدول رقم (3،1): مثال توضيحي عن حساب مؤشر السوق على أساس الأسعار النسبية

السهم	سعر الإقفال لليوم الأول (P ₁)	سعر الإقفال لليوم الثاني (P ₂)	X _n = P ₂ / P ₁
أ	20	22	1.1 = 20 ÷ 22
ب	35	30	0.857 = 35 ÷ 30
ج	50	60	1.2 = 50 ÷ 60

المصدر: محمود أحمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات أوراق البورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2005، ص:312.

ثم كخطوة ثانية يتم حساب الوسط الهندسي من خلال العلاقة التالية:

$$\text{Mean} = \sqrt[3]{X_1 \times X_2 \times X_3} = \sqrt[3]{1.1 \times 0.857 \times 1.2} \approx 1.042$$

وتكون قيمة المؤشر يوم المقارنة = الوسط الهندسي x قيمة الأساس = 109.41 = 105 x 1.042

$$\text{return} = \frac{109.41 - 105}{105} = 0.042 = 4.2\%$$

أما عائد السوق فيكون:

⁽¹⁾ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص:312.

المطلب الثالث: المؤشرات العالمية والعربية وطرق حسابها

تؤثر الطريقة المستخدمة في حساب المتوسط على قيمة المؤشر، حيث يتم حساب معظم المؤشرات على أساس المتوسط الحسابي وأخرى على أساس المتوسط الهندسي، وباختلاف طرق الحساب تختلف وتظهر مؤشرات عديدة لكل سوق من الأسواق المالية العالمية والعربية منها. وهذا ما سيتم التطرق إليه في هذا المطلب.

الفرع الأول: بعض المؤشرات العالمية والعربية

نظرًا لاختلاف الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية وطرق حساب المؤشر العام للسوق، تختلف مؤشرات الأسواق المالية من دولة إلى أخرى، ومن أهم الطرق التي يعتمد عليها في الحساب هي المبنية على أساس السعر والقيمة. في هذه النقطة سيتم التطرق إلى أهم المؤشرات العالمية والعربية حسب كل أسلوب.

أولاً: المؤشرات المبنية على أساس القيمة

من المؤشرات المعروفة والتي تبنى على أساس القيمة مؤشرا معروفان هما: مؤشر كولس ومؤشر ستاندر آند بور:

1) مؤشر كولس (Cowlex Index): بدأ استخدام هذا المؤشر عندما قدم "الفريد كولس" سنة 1949 بيانات من عام 1871 لكلّ الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك، حيث كان أول مؤشر يقوم على أساس إعطاء وزن لكل سهم بناءً على معدل الرسملة الخاص بالسهم أو القيمة السوقية له. ويعتبر الأسلوب الذي استخدمه كولس أفضل وسيلة لتحديد اتجاه السوق بشكل إجمالي⁽¹⁾، ويُعد مؤشر كولس الأساس لمؤشر S&P 500، وتتم حساب المؤشر وفق العلاقة التالية:

$$\text{قيمة المؤشر} = (\text{القيمة الافتتاحية للمؤشر}) \times X$$

القيمة السوقية الحالية
القيمة السوقية (الأساس)

2) مؤشر ستاندر آند بور (S & P 500) (Standard & Poor's 500 Index): يقيس هذا المؤشر متوسط أسهم 500 شركة أمريكية، إذ يعطي فكرة جيدة عن اتجاهات الأسعار في السوق المالي الأمريكي، وقد تمّ إنشاؤه سنة 1957 ويُعبّر عن ثلث الأسهم المسجلة لدى بورصة نيويورك، سواءً كانت أسهم شركات كبيرة أو صغيرة، رابحة أم خاسرة، وسواءً كانت مسجلة لدى بورصة نيويورك أو يتم تداول أسهمها في السوق الموازية وسواء كانت شركة صناعية أو خدمية. يتكون مؤشر (S&P 500) من أربع مجموعات رئيسية، تتكون المجموعة الأولى

⁽¹⁾ محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 179.

من 425 سهم للشركات الصناعية أما المجموعات الأخرى فتتكون من: 25 سهم من منشآت المنافع العامة أي قطاع الكهرباء والماء... إلخ، و50 سهم من شركة الخدمات العامة. ولأنه يُعبر أكثر عن البورصة في الو.م.أ، اكتسب شهرة كبيرة⁽¹⁾.

بالإضافة إلى ما سبق هناك مؤشرات أخرى أهمها⁽²⁾:

- المؤشر المركب لبورصة نيويورك (ASECI) American Stock Exchange Composite Index؛

- مؤشر الجمعية الدولية لنظام المتاجرة الآلي للأوراق المالية (NAZDAQ)

The National Association of Securities Dealers Automated Quotation System

- مؤشر بورصة طوكيو (Tokyo Stock Exchange (TSE)؛

- مؤشر ولشير Wilshire 5000، وهو مركب من المؤشرات: NYSE, NASDAQ, AMEX؛

- المؤشر العام لسوق المال في مصر.

ثانياً: المؤشرات المبنية على أساس السعر

من أهم المؤشرات العالمية المبنية على أساس السعر نجد: مؤشر داو جونز (Dow-Jones).

هو أول مؤشر مالي أمريكي حيث نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت سنة 1884، ويتكون من 30 شركة رئيسية تُشكل أسهمها حوالي 30% من أسهم بورصة نيويورك، فهو بذلك يقيس حالة السوق لمتوسط الشركات الصناعية والتي تعكس أداء البورصة الأمريكية والشركات المدرجة في سوق المال الأمريكي⁽³⁾.

وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 12 سهماً؛ أي عشرة أسهم من أسهم شركات السكك الحديدية، وسهمين من أسهم الشركات الصناعية، وبعد مرور 4 سنوات تضمن مؤشر داوجونز 20 سهماً؛ أي 18 من أسهم السكك الحديدية وسهمين من أسهم الشركات الصناعية⁽⁴⁾ سنة 1916، ليرتفع حجم العينة إلى ثلاثين سهماً سنة 1928، ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة.

⁽¹⁾ محمد أحمد الجيزاوي، أسواق الأوراق المالية وحلول الإدارة الإلكترونية، كلية إدارة الأعمال، جامعة الملك فيصل، الأحساء، السعودية، 2019، ص: 76.

⁽²⁾ محمد صالح الخناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 179-180.

⁽³⁾ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 106.

⁽⁴⁾ أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص: 222.

ثالثًا: المؤشرات المبنية بطرق أخرى

من المؤشرات العالمية المشهورة في مؤشرات الأسواق المالية في الو.م.أ، اليابان وفرنسا وإنجلترا، بالإضافة إلى المؤشرات في الأسواق المالية العربية في دول الخليج والشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وهذا ما سنعرضه فيما يلي:

1) مؤشرات الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية:

أ- مؤشر ناسداك (NASDAQ)*: ظهر سنة 1971 وهو مؤشر للسوق المالي الأمريكي المعروف ببورصة ناسداك وهي أكبر بورصة تعمل على أساس الشاشات الالكترونية في الو.م.أ ومقرها نيويورك، يشمل المؤشر أكثر من 5000 سهم للشركات الصناعية والبنوك وشركات التأمين والشركات المالية الأخرى وشركات النقل والمنافع العامة ويتكون من ستة مؤشرات منفصلة كلها مرجحة بالقيمة، ويتم تبادل هذا المؤشر عبر المنصات فقط وليس من خلال البورصة، كما يتم نشر بيانات هذا المؤشر في جريدة وول ستريت⁽¹⁾.

ب- مؤشر نايس (NYSE): وهو مؤشر لبورصة نيويورك للأوراق المالية التي تعود جذورها إلى عام 1792، كما تُعرف البورصة "Wall Street" التي يبلغ إجمالي القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المدرجة ما يقارب 30 تريليون دولار أمريكي، ويحتوي على جميع القطاعات وأنواع الشركات الصناعية والخدمية والإلكترونية، وهو اختصار لاسم (New York Stock Exchange)⁽²⁾.

ج- مؤشر فاليو لاين (Value Line 1400): أنشئ هذا المؤشر في الو.م.أ سنة 1963 م بعينة تتكون من 1400 شركة مقسمة على مختلف القطاعات كما يلي: 1217 شركة صناعية، 154 شركة تابعة لقطاع الخدمات و29 شركة لقطاع النقل، أُعطيت له قيمة 100 نقطة سنة الأساس عام 1961، وهو موزون على أساس السعر وبالتالي يُعدل كلما كان هناك رفع برأس المال أو غيره من العمليات المالية⁽³⁾.

(* مؤشر بورصة ناسداك (NASDAQ System National Association of Securities Dealer Automated Quotations):

مؤشر الجمعية الدولية لنظام المتاجرة الآلي للأوراق المالية.

⁽¹⁾ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص:106.

⁽²⁾ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، الصفحة نفسها.

⁽³⁾ حسين قبلان، مرجع سبق ذكره، ص:105.

2) المؤشرات اليابانية:

توجد العديد من المؤشرات الهامة في البورصات اليابانية خاصة بورصتي طوكيو وأوساكا، أهمها مؤشر نيكاي وتوبيكس اللذان يكثر استخدامهما ولهما شهرة عالمية نوجزهما فيما يلي⁽¹⁾⁽²⁾:

أ- **مؤشر نيكاي (NIKKEI)**: تم إنشاؤه سنة 1950 ويتكون من 225 مؤسسة يابانية كبيرة، إذ أنه يقيس السوق بشكل عام ولا يُركز على قطاع معين في بورصة طوكيو، وطريقة حسابه تعتمد ببساطة على الوسط الحسابي للعينة المكونة له أي بجمع أسعار الأسهم 225 مؤسسة وقسمتها على عددها. ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبياً، والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة.

ب- **مؤشر توبيكس (Topix)**: أنشأ هذا المؤشر سنة 1968، وأعطيت له قيمة 100 نقطة بنفس التاريخ الذي اعتبر سنة الأساس، ويُعتبر هذا المؤشر أهم من السابق لأنه يُغطي حوالي 1165 مؤسسة تُمثل كل القطاعات في بورصة اليابان، كما جاء موزوناً على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر.

3) مؤشرات الأسواق المالية في فرنسا:

من أهم المؤشرات الخاصة بالأسواق المالية في فرنسا نجد مؤشري كاك وكاك⁽³⁾:

أ- **مؤشر كاك (CAC) لكافة الأسهم**: يُمثل سوق الأوراق المالية في فرنسا ككل، أنشأ سنة 1981 وتم استخدامه من طرف البورصات الفرنسية، ويتكون من 300 مؤسسة سنة 1991 وبلغت قيمة المؤشر 100 نقطة بتاريخ 1981/12/31، ويشير الرمز CAC إلى شركة أعوان الصرف (Compagnie Des Agents en de Charge).

ب- **مؤشر كاك (CAC 40)**: بدأ العمل والتداول بهذا المؤشر بتاريخ 31 ديسمبر لعام 1987 بمقدار 1000 نقطة، هو مؤشر يعكس نشاط أكبر 40 شركة فرنسية والمدرجة في بورصة باريس، وهو أهم المؤشرات في بورصة باريس وفي أسواق الأسهم الأوروبية، ويساهم مع المؤشرات المهمة الأخرى كمؤشر فاينانشال تايمز ومؤشر داكس الألمانيين، ومؤشرات رئيسية أخرى في نشاط الاقتصاد في أوروبا خاصة وفي العالم ككل. حيث تتم مراجعة

⁽¹⁾ حسين قبلان، مرجع سابق، ص:106.

⁽²⁾ رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص:120.

⁽³⁾ رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص:121.

وإدارة المؤشر بشكل ربع سنوي أي كل ثلاثة أشهر، ليُعاد ترتيب أسهم الشركات المدرجة بناءً على نشاط وأداء هذه الشركات خلال سنة سابقة⁽¹⁾.

4) مؤشرات الأسواق المالية في إنجلترا:

من أهم المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية البريطانية نجد⁽²⁾:

أ- **مؤشر الفايانانشال تايمز (FT-SE 100) (Financial Times Stock Exchange 100):** يُعدّ أحدث مؤشر يتم حسابه في بريطانيا، ويتكون من 100 سهم تمثل 100 شركة من أكبر الشركات وتمثل قيمة هذه الأسهم 70% من رأس المال المتداول. وقد كان أول حساب لهذا المؤشر على أساس أسعار الإقفال في 30 ديسمبر 1983، وتم إعطاء قيمة أساسية لمؤشر قدرها 100 نقطة في هذا التاريخ؛ ويعتمد حساب هذا المؤشر على المتوسط الحسابي المرجح، ويتم تعديله عند الضرورة لاستيعاب التغيرات التي قد تؤثر على قيمة المؤشر، ويتم حسابه كل دقيقة من خلال نظام إلكتروني، كما يتم نشر قيمته من خلال الإذاعة ودور النشر⁽³⁾.

ب- **مؤشر الفايانانشال تايمز الـ 30 (FT 30-Chares Index 30):** يُعتبر من أقدم مؤشرات الأوراق المالية الأمريكية وأكثرها حساباً من عام 1935، ويضم 30 سهماً لأكبر الشركات الصناعية البريطانية، وهو يمثل 35% من إجمالي الأسهم المتداولة ببورصة لندن. ويعتمد في حسابه على المتوسط الهندسي، ولا يتم ترجيح أسهم المؤشر حتى يتم إعطاء كافة أسهم المؤشر أوزاناً متساوية، أي أنه يُهمل حجم الشركات المصدرة لأسهم المؤشر.

ج- **مؤشر الفايانانشال تايمز لكافة الأسهم (FT-All Share):** يضم هذا المؤشر مجموعة من المؤشرات الفرعية تخص قطاع معين، والتي تمثل قيمة المؤشر العام، ويسمح هذا المؤشر بوجود مقاييس يُمكن استخدامها كمؤشرات عامة للمحافظ الاستثمارية النوعية، ويتم حساب هذا المؤشر على أساس المتوسط الحسابي.

5) مؤشرات الأسواق المالية في ألمانيا:

- **مؤشر داكس (DAX 30):** يتكون مؤشر داكس (Deutscher Aktien Index) من أكبر 30 شركة ألمانية يتم تداولها في بورصة فرانكفورت للأوراق المالية وتم إنشاؤه في 30 ديسمبر 1987 بقيمة بلغت 1000 نقطة، ويشكل المؤشر نسبة 75% من القيمة في بورصة فرانكفورت للأوراق المالية. إذ يعكس مؤشر داكس 30 وضع الاقتصاد الألماني، وعادةً ما يتم مقارنته بمؤشر داو جونز الصناعي في الولايات المتحدة. وهو مؤشر القيمة

⁽¹⁾ عالم البورصة، تعرف إلى مؤشر كاك 40، تم الاطلاع يوم 20/03/2016، الساعة: 19:05، متاح على الموقع الإلكتروني: www.fxcc.ae/blog/

⁽²⁾ رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص: 123.

⁽³⁾ أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص: 231-232.

السوقية المرجحة وفقاً للقيمة السوقية لجميع الأسهم، حيث يتم اختيار الشركات المكونة له على أساس القيمة السوقية وحجم طلبات الاكتتاب، ويتم مراجعة مكونات المؤشر كل ثلاثة أشهر⁽¹⁾.

6) بعض المؤشرات العربية:

ومن أهم المؤشرات العربية هي مؤشرات الدول التالية: قطر، المملكة العربية السعودية، البحرين، الأردن، سلطنة عمان، الكويت، لبنان، مصر، الإمارات العربية المتحدة، المغرب والجزائر⁽²⁾ (3):

أ- مؤشر بورصة قطر (QEI): تم إطلاق هذا المؤشر سنة 1986 بـ 100 نقطة إذ يقوم بقياس أكبر 20 سهماً في السوق القطري وأكثرها سيولة، ويحتسب على أساس إجمالي القيمة السوقية للتداول لـ 20 شركة مدرجة في المؤشر ضرب مؤشر الأسعار ليوم الأساس على إجمالي القيمة السوقية ليوم الأساس.

ب- المؤشر العام للأوراق المالية (المملكة العربية السعودية) (TASI): وضع هذا المؤشر من قبل مؤسسة النقد السعودي سام (SAMA) مع بداية 1985، هو يضم جميع الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي، وبلغ عدد الشركات المدرجة فيه 76 شركة سنة 2001.

ج- مؤشر سوق البحرين المالي (البحرين) (BSEX): بدأ المؤشر أعماله رسمياً بتاريخ 17 جوان 1989، ويتم احتسابه بطريقة رسمية السوق ومرجح بـ 24 شركة مدرجة في السوق، وبعد أن حلت محلها بورصة البحرين سنة 2010 أصبح يضم 50 شركة مدرجة.

د- مؤشر بورصة عمان (الأردن) (ASE): بدأ سوق عمان المالي احتساب رقم قياسي مرجح بالقيمة السوقية سنة 1992، وبدأت سنة الأساس بـ 100 نقطة، ويقوم هذا المؤشر على أساس اختيار عينة مكونة من 50 شركة ممثلة للسوق، ثم أصبحت 60 شركة سنة 1994، ثم صارت 70 شركة سنة 2001.

هـ- مؤشر مسقط الأوراق المالية (سلطنة عُمان) (MSM 30): أنشئ مؤشر سوق مسقط للأوراق المالية سنة 1992 على اعتبار سنة الأساس هي 1990 لاحتساب المؤشر، وبلغ عدد الشركات المكونة لعينة المؤشر أنشط 30 شركة من حيث السيولة والربحية والقيمة السوقية على مستوى السوق ككل، حيث اعتمد منذ إنشائه على رقم 100 كرقم قياسي لسنة الأساس، إلا أنه ابتداء من جوان سنة 2004 تم تغيير الرقم إلى 1000، كما

⁽¹⁾ موقع UFX.com، تداول مؤشر داكس الألماني، تم الاطلاع يوم 20/03/2016، الساعة: 19:05، متاح على الموقع الإلكتروني: <https://www.ufx.com/ar>

⁽²⁾ حسين قبلان، مرجع سبق ذكره، ص: 107.

⁽³⁾ موقع اتحاد البورصات العربية، البورصات: الأعضاء، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.arab-exchanges.org/Members/Exchanges.aspx?lang=ar-KW>، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 06/08/2017، الساعة 14:14.

يتم احتسابه على أساس المؤشر الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات بداية من شهر جويلية 2009، وتمّ تحديد نسبة 10% كسقف أعلى لتأثير الشركات ذات القيمة السوقية الأكبر.

و- مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية (الكويت) (BKM50): مؤشر السوق الرئيسي (BK Main 50) عبارة عن مؤشر وزني للسوق الرئيسي يتكون من 50 شركة من حيث أعلى قيمة سيولة في السوق، بقيمة أساس مقدارها 5000 دينار كويتي ويتم احتساب المؤشر الوزني بمنهجية العائد السعري، إذ يتم إدراج أو خروج الشركات من المؤشر بناءً على احتساب متوسط القيمة اليومية المتداولة للشركة المدرجة (ADTV).

ز- مؤشر بورصة بيروت (مؤشر بلومفي BLOM 30) (لبنان): وضع هذا المؤشر من قبل بنك لبنان سنة 1996، وحددت قيمته الأساسية بـ 1000 نقطة مع تثبيت القيمة الأساسية لإجمالي الأسهم بـ 2.3 بليون دولار أمريكي.

ح- مؤشر كاس CASE (مصر): وضع المؤشر سنة 1998 وهو يضم سوقي القاهرة والإسكندرية بـ 30 شركة مدرجة، وبلغت قيمة المؤشر في فترة الأساس 1000 نقطة.

ط- مؤشر أبو ظبي (الإمارات العربية المتحدة) (ADI): تمّ انشاء هذا المؤشر في 15 نوفمبر سنة 2000، وهو مؤشر مُرّجح بطريقة رسمية السوق يضم 38 شركة مدرجة في سوق أبو ظبي ودبي للأوراق المالية، والتي تمثل نحو 70% من السوق الكلي، موزعة على القطاعات التالية: 18 مؤسسة مالية مصرفية، 12 شركة تأمين و22 شركة خدمات.

ي- مؤشر مازي (المغرب) (MAZI): هو المؤشر الرئيسي لبورصة الدار البيضاء، تمّ إنشاؤه سنة 2004، إذ يأخذ جميع القيم المدرجة في بورصة الدار البيضاء كونه مؤشراً شاملاً للرسملة، على عكس مؤشر مادكس الذي يعتبر فقط القيم الأكثر نشاطاً وغير المنقطعة التداول في السوق، أي ربط وزن كل سهم في مؤشر معين بحجمه المتداول في السوق، وليس برأسمال الشركة المصدرة.

ك- مؤشر دزاير أندكس (الجزائر) (DZAIR INDEX): أطلقت بورصة الجزائر مؤشر يضم إجمالي المؤسسات المسعرة في السوق الرئيسي، ويتم حسابه بإتباع مبدأ ترجيح الرسملة العائمة للسوق على أساس (1000) نقطة بداية من سنة 2008، بحيث يكون وزن كل قيمة متضمنة في المؤشر موافقة لعدد الأسهم القابلة للتداول لكل شركة مدرجة بالبورصة، ويتم حسابه اعتماداً على أسعار قيم العينة عند الإغلاق نهاية كل حصة تداول.

الفرع الثاني: طرق حساب المؤشرات

تختلف المؤشرات من حيث الكيفية والطريقة التي تُحسب على أساسها، ومن هذه الطرق نجد مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس المتوسطات، ومجموعة أخرى على أساس الأرقام القياسية، وهذا ما سنورده في النقاط التالية:

أولاً: طريقة الحساب على أساس المتوسطات

يتم اعتماد طريقة حساب المؤشر على أساس المتوسطات استناداً إلى أسلوبين، يتمثل الأول في المتوسط الحسابي، الذي يُمثل مجموع أسعار أسهم الشركات المكونة للمؤشر مقسومةً على عددها، بحيث تكون النتيجة عدد نقاط المؤشر. أما الأسلوب الثاني فيعتمد على المتوسط الهندسي؛ والذي يُحسب بأخذ الجذر النوني لحاصل ضرب أسعار الأسهم المكونة للمؤشر، وفق العلاقة التالية⁽¹⁾:

$$\sqrt[n]{X_1 \times X_2 \times \dots \times X_n} = \text{المتوسط الهندسي}$$

حيث يمثل X : سعر السهم، n : حجم العينة أي عدد الأسهم التي تُكوّن المؤشر.

وتتميز المؤشرات التي تعتمد في حسابها على المتوسط الهندسي، بأنها ترتفع ببطء شديد وتنخفض قيمتها بسرعة، مقارنة مع المؤشرات التي تعتمد في حسابها على المتوسط الحسابي، وهذا ما يجعلها تستغرق فترات طويلة لتحسين أدائها الضعيف. بالإضافة إلى أنه في حالة مقارنة أداء محافظ الأوراق المالية التي يقوم المستثمرون بتكوينها في إطار هذه المؤشرات، ستُظهر دوماً نتائج أفضل، حيث يتم حساب العائد لهذه المحافظ على أساس المتوسط الحسابي، لذلك فمن المهم معرفة أساس حساب المؤشر قبل إجراء المقارنة بين أداء المحافظ الاستثمارية وأداء المؤشر، أو قبل استخدامه كمؤشر عام للمحفظة الاستثمارية⁽²⁾.

(1) أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص: 241.

(2) مصطفى يوسف كاني، مرجع سبق ذكره، ص: 252.

ثانياً: طريقة الحساب على أساس الأرقام القياسية

تتم طريقة حساب المؤشر بإيجاد رقم قياسي عن طريق قسمة إجمالي القيمة السوقية لجميع الشركات المكونة للمؤشر على القيمة السوقية لها في أول يوم لحساب المؤشر، وتتغير هذه القيمة بتغير أسعار البسط مع ثبات المقام⁽¹⁾.

ويتم حساب مؤشر السوق الموزون على أساس القيمة وفق العلاقة التالية⁽²⁾:

$$Index_t = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} \times Beginning \cdot Index \cdot Value$$

حيث تمثل: $Index_t$: قيمة المؤشر في الفترة (t)؛

P_t : إقفال أسعار الأسهم في الفترة (t)، Q_t : عدد وحدات الأسهم في الفترة (t)؛

P_b : إقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس، Q_b : عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس.

⁽¹⁾ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 252.

⁽²⁾ حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

خاتمة الفصل

لقد حاولنا في هذا الفصل تسليط الضوء على أهم الجوانب المتعلقة بالأسواق المالية، من حيث المفهوم والخصائص ومقومات إنشاء السوق المالية، حيث اتضح لنا أنّ السوق المالي يُعتبر سوقاً من نوع خاص، يسمح بالتقاء المتعاملين الاقتصاديين أصحاب العجز والفائض المالي، ويتم فيه تداول الأوراق المالية بمختلف أنواعها ضمن إطار تنظيمي وتشريعي، كما قسمناها وفقاً لآجال الاستحقاق إلى سوق نقد وسوق رأس مال وكل قسم له مميزاته وخصائصه.

ما أمكن استخلاصه من هذا الفصل هو أنّ السوق بمثابة مرآة تعكس مستوى الانتعاش والركود في الاقتصاد الوطني، ولكي تنعكس المعلومات الداخلة إلى السوق على أسعار الأوراق المالية يجب أن يتّصف السوق بالكفاءة، التي قُسمت إلى ثلاثة أشكال متمثلة في الكفاءة الضعيفة، والمتوسطة والقوية، حيث تتغير فيه سعر الورقة المالية وفقاً لكل نوع بحسب طبيعة المعلومات الواردة إلى السوق سواء كانت تاريخية، عامة أو خاصة، ولمعرفة اتجاه السوق المالية بصفة جيدة يجب اتباع حركة المؤشرات التي تعكس أداءه.

كما يعتمد السوق على مؤشرات أداء عدّة لرصد ومتابعة التطورات الحاصلة في هذه الأسواق ومدى فعاليتها، وكذلك التعرف على اتجاهاتها لأجل مقارنته بالأسواق المالية الأخرى، كما أنها تعمل على توجيه المستثمرين لاتخاذ قراراتهم على ضوء ما تعكسه، من معلومات حول نشاط وأداء الأسواق المالية.

نتيجة للتطورات التي شهدتها صناعة الأوراق المالية عالمياً، قامت العديد من الدول العربية بإنشاء أسواق مالية وعملت على إعادة هيكلتها وتطوير تشريعاتها، وتبني أنظمة تداول إلكترونية بدل اليدوية لما توفره من شفافية وكفاءة في عمليات التداول والرقابة، إلا أننا يجب أن نتعرف على واقع هذه الأسواق المالية العربية وخصائصها والإطار التشريعي والتنظيمي لها، هذا ما ستجيب عليه الدراسة الحالية في فصلها الثاني بشيء من التفصيل.

الفصل الثاني

واقع الأسواق المالية

العربية

المبحث الأول: واقع الأسواق المالية العربية والاقتصاديات العربية

المبحث الثاني: النشأة والإطار التشريعي والتنظيمي لبعض
الأسواق المالية العربية (السوق المالية السعودية وبورصة عمان)

المبحث الثالث: أداء السوق المالية السعودية وبورصة عمان

خلال الفترة (2000-2018)

تمهيد الفصل

نظراً لما تلعبه الأسواق المالية من دور بالغ الأهمية في تنمية اقتصاديات الدول وجذب الفائض من رؤوس الأموال، واعتبارها أهم وسائل الاستثمار للأفراد والشركات، فإنّ التطورات وعمليات الانفتاح الاقتصادي التي عرفها العالم في الآونة الأخيرة أثرت بشكل كبير على عملها، ما دفع بأغلب الدول النامية إلى إنشاء أسواق مالية تتوفر فيها الشروط والمقومات التي تضمن نجاحها.

في ظل نظام الاقتصاد الحرّ ورغبة الدول في تنمية اقتصادياتها، قامت بالعديد من الإصلاحات التي تعتبر من متطلبات الانفتاح الاقتصادي، حيث قامت بإنشاء العديد من الأسواق المالية باعتبارها آلية ضرورية لسيرونة النظام الرأسمالي ومظهر من مظاهره. بالإضافة إلى عدّة عوامل ساعدتها على ذلك كاعتمادها آليات لتسيير السوق المالية وفق معايير عالمية، بالإضافة إلى التطور التكنولوجي المتسارع الذي أتاح زيادة التدفقات المالية على المستوى الدولي، وإزالة الحواجز التي تُعيق الاستثمار الأجنبي.

في هذا الفصل سيتم عرض ثلاثة مباحث يتضمن فيها **المبحث الأول** واقع الأسواق المالية العربية، من خلال التطرق إلى نشأتها، وخصائصها والعوائق التي تواجهها وأهم المقترحات لتطويرها، بالإضافة إلى التطرق إلى واقع الاقتصاديات العربية وتحليل المناخ الاستثماري في الدول العربية. أما **المبحث الثاني** فسيعرض النشأة والإطار التشريعي والتنظيمي للأسواق المالية العربية والتركيز على الأسواق المالية محل الدراسة وهي السوق المالية السعودية وبورصة عمّان. في حين سيكون **المبحث الثالث** عرضاً لتطور أداء هذه الأسواق (السوق المالية السعودية وبورصة عمّان) من خلال تطور كلّ من: المؤشر العام للسوق، وحجم التداول العام، والقيمة السوقية للأسهم وعدد الشركات المدرجة في السوق خلال الفترة (2000-2018).

المبحث الأول: واقع الأسواق المالية العربية والاقتصاديات العربية

تُعد الأسواق المالية العربية من الأسواق المالية الناشئة(*)، مقارنةً بنظرتها في الدول المتقدمة كالسوق المالي في نيويورك ولندن، وسنحاول في هذا المبحث تسليط الضوء على الأسواق المالية العربية بالتطرق إلى نشأتها، خصائصها وتحليل أدائها من خلال المؤشر المركب لصندوق النقد العربي، والقيمة السوقية وأحجام التداول وعدد الشركات المدرجة بها، وعرض أهم العوائق التي تُواجه الأسواق المالية العربية، وتقديم مقترحات لتطوير مثل هذه الأسواق والربط فيما بينها، بالإضافة إلى عرض لواقع وخصائص الاقتصاديات العربية والمناخ الاستثماري في الدول العربية.

المطلب الأول: نشأة وخصائص الأسواق المالية العربية

تزايد الاهتمام في السنوات الأخيرة بضرورة إنشاء أسواق مالية في الدول العربية، لما لها من دور في تفعيل التنمية الاقتصادية، نظراً لتوفر بعض الخصائص والعوامل الداخلية والخارجية لإقامة هذه الأخيرة. في هذا الصدد سنحاول إعطاء نظرة عامة لنشأة الأسواق المالية العربية، وأبرز سماتها وأهم العوائق والعيوب التي تواجهها.

الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية العربية

يتكون هيكل الأسواق المالية العربية من ثمانية عشر (18) سوقاً، وتمثل في كلٍّ من سوق: السعودية، البحرين، أبو ظبي، الكويت، الأردن، مصر، المغرب، تونس، سلطنة عُمان، دبي، قطر، لبنان، تونس، الجزائر، فلسطين، السودان، سوريا، العراق وليبيا. ويتم رصد تطور أداءها مجتمعة من خلال احتساب مؤشر مركب مُرجح بالقيمة السوقية، ويضم المؤشر حالياً 16 سوقاً مالياً عربياً باستبعاد ليبيا والعراق (سنة 2018).

مرّت الأسواق المالية العربية منذ نشأتها في بداية القرن الماضي بثلاثة مراحل رئيسية، إذ كانت البداية بالمرحلة الأولى بإنشاء بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883 وبورصة القاهرة عام 1903، حيث تمكنت هذه الأخيرة من احتلال مكانتها كسوق مالية قوية، حتى أصبحت الأولى في أفريقيا والخامسة على

(*) الأسواق المالية الناشئة (Emerging Stock Markets): هي أسواق قائمة في الدول النامية التي شهدت حالة من التطور والنمو بعدما كانت في حالة ركود، وأهم ما يميزها هو ارتفاع القيمة السوقية للأسهم. لديها القدرة على تطويرها وتحسين درجة كفاءتها وفعاليتها، كونها قطب لجذب رؤوس الاموال المحلية والدولية من خلال العوائد المرتفع التي حققتها. وتعود كلمة ناشئة في الأصل إلى بنوك الاستثمار الأمريكية، التي كانت تبحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوي من أجل الاستفادة من العوائد المرتفعة فيها، فكل سوق مالية قد مرت بمرحلة النشوء في بداية تطورها.

مستوى الأسواق المالية العالمية، كما تمّ إنشاء بورصة لبنان سنة 1920، والتي ظلت معطلة حتى عام 1995 بسبب ظروف الحرب الأهلية في لبنان، يليها بعد ذلك إنشاء بورصة الدار البيضاء بالمغرب سنة 1929⁽¹⁾.

بعد توقف دام 40 سنة بدأت المرحلة الثانية بتأسيس بورصة تونس سنة 1969، تليها بورصة الكويت عام 1972، ثمّ الأردن سنة 1977، السعودية 1984 والبحرين سنة 1987. أما المرحلة الثالثة فقد كانت بعد توقف دام 13 سنة، حيث تمّ فيها تأسيس بورصة أبو ظبي، دبي، الدوحة، ثمّ بورصة الخرطوم وبورصة الجزائر سنة 2003، ليأتي تأسيس بورصة فلسطين سنة 2004⁽²⁾. وعلى الرغم من الجهود المبذولة في سبيل تطوير هذه الأسواق، إلا أنّها تعاني من بعض المعوقات التي تحوّل دون ذلك كمحدودية الأدوات المالية المتداولة بها، ما جعلها تتسمّ بضعف وركود الأداء وانخفاض في أحجام التداول، على غرار ما تتسم به أسواق الدول المتقدمة.

الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية العربية

تتميّز الأسواق المالية العربية بالعديد من السمات المشتركة مُقارنةً بمثيلاتها في أسواق الدول المتقدمة، وهذا نتيجةً لما يلعبه التطور الاقتصادي والتكنولوجي في هاته الدول. ومن أهم ما يميز الأسواق المالية العربية: ضآلة حجم السوق وعدد الشركات المدرجة، وكذا محدودية الأوراق القابلة للتداول وغيرها من الخصائص، وهذا ما سيتم التطرق إليه في النقاط التالية:

أولاً: ضآلة حجم السوق وضيق نطاقه

تختلف الأسواق المالية العربية من حيث حجم الصفقات المبرمة، وعدد الشركات المدرجة بها ومدى مساهمتها في الاقتصاد الوطني، وزيادة على هذه الاختلافات فهي تتميز -في مجملها- بضيق نطاقها وركود في حركة تداولها مقارنةً بأسواق الدول المتقدمة، على خلاف بعض أسواق دول مجلس التعاون الخليجي التي تتميز بنشاط معتبر نوعاً ما. حيث تتميز هذه الأخيرة بتوفر فائض القدرة على التمويل، وتحقيق مدخرات فردية مرتفعة

⁽¹⁾ هشام البساط، دروس وعبر: فورة أسواق رأس المال العربية وتراجعها 2004-2006، بحوث اقتصادية عربية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، مركز دراسات الوحدة العربية، عمان، الأردن، العدد 38، 2007، ص: 80.

⁽²⁾ هشام البساط، مرجع سبق ذكره، الصفحة نفسها.

يتم استثمارها في أسهم السوق المالي، هذا على غرار بعض الإصلاحات التنظيمية والتشريعية التي قامت بها خلال السنوات الأخيرة من أجل تشجيع الاستثمارات الأجنبية بها⁽¹⁾.

وتتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاقها من حيث انخفاض العرض من جهة، والذي يُقاس بعدد الشركات المدرجة، وانخفاض الطلب المتمثل في انخفاض عدد وحجم أوامر الشراء من جهة أخرى. حيث يبلغ متوسط عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية حوالي 70 شركة، ويُعتبر هذا العدد منخفضاً مقارنة بالأسواق الناشئة التي تبلغ حوالي 350 شركة، والمتقدمة التي يصل فيها عدد الشركات حوالي 800 شركة.

الجدول الموالي يمثل عدد الشركات المدرجة وعدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية^(*) خلال الفترة (2000-2018)، حيث سيتم التحليل^(**) وفق هذين المتغيرين كما يلي:

الجدول رقم (1،2): عدد الشركات المدرجة وعدد الأسهم في الأسواق المالية العربية (2000-2018)

التغير (%)	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	التغير (%)	عدد الشركات المدرجة	البيان السنوات
-	9073,06	-	1678	2000
159,26	23522,53	0,54	1687	2001
95,92	46086,30	8,24	1826	2002
37,54	63388,63	-5,64	1723	2003
10,03-	57028,74	-7,31	1597	2004
94,37	110847,81	4,26	1665	2005
52,08	168582	-2,52	1623	2006
91,61	323020	-4,50	1550	2007

⁽¹⁾ إبراهيم أونور، خصائص أسواق الأسهم العربية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الدول العربية، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، الكويت، العدد 80، السنة الثامنة، 2009، ص: 3.

^(*) تضم مجموعة الأسواق المالية العربية المشاركة في حساب المؤشر المركب 16 سوقاً هي: بورصة عمان، بورصة البحرين، بورصة تونس، السوق المالية السعودية، سوق مسقط للأوراق المالية، سوق الكويت، بورصة بيروت، البورصة المصرية، بورصة الدار البيضاء، سوق أبو ظبي، سوق دبي المالي، بورصة قطر، سوق الخرطوم، بورصة الجزائر، سوق فلسطين وسوق دمشق للأوراق المالية (سنة 2018).

^(**) تم تحليل بيانات الجداول الخاصة بخصائص الأسواق المالية من خلال الاعتماد على التقارير والنشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

13,20-	280373,68	-0,52	1542	2008
25,12	350816,30	-3,05	1495	2009
42,77-	200757,89	-5,62	1411	2010
24,04-	152496,56	-1,35	1392	2011
46,85	223945,58	-2,44	1358	2012
21,88	272937,00	1,10	1373	2013
30,43	356000,30	2,26	1404	2014
34,98-	231457,38	0,21	1407	2015
10,08-	208130,36	1,28	1425	2016
3,85-	200108,77	7,30	1529	2017
37,59-	124873.00	0,98	1544	2018

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية وتقارير صندوق النقد العربي للسنوات (2018-2000)، أعداد مختلفة، متاح على الموقع الإلكتروني: www.amf.org.ae.

1. عدد الشركات المدرجة:

من خلال تحليل بيانات الجدول أعلاه، نلاحظ أنّ عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية في مجملها في انخفاض مستمر، نتيجة لشطب واندماج عدد من الشركات بهذه الأسواق، إلا أنها عرفت نوعاً من الاستقرار في الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وبلغ عددها 1678 شركة سنة 2000 لترتفع إلى 1826 شركة سنة 2002، ينخفض بعدها حتى سنة 2005 ويصل إلى 1665 شركة، تواصل الانخفاض إلى غاية 2013 ويبلغ عددها 1358 شركة، تُعاود الارتفاع من جديد خلال السنوات الموالية حتى تصل إلى 1544 شركة سنة 2018.

علماً أن النسبة الأكبر تعود إلى السوق المالي السعودية، ثم تأتي الأسواق الأخرى كسوق الكويت، المغرب، تونس ومسقط، على غرار البورصة المصرية التي شهدت نزولاً شديداً في عدد شركاتها المدرجة من 1075

شركة سنة 2000 (تُشكل 64% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية) إلى 235 سنة 2013 إلى أن وصلت إلى 250 شركة مدرجة سنة 2018⁽¹⁾.

✓ وبالنظر إلى هذا فلا وجه للمقارنة بين عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية والمدرجة في غيرها من الأسواق المتقدمة، حيث تفوق الشركات بها ما عليه الحال في الأسواق العربية سواءً من حيث العدد أو حجم وقيمة الأوراق المالية للشركات.

✓ كنتيجة لما سبق، فإنّ العدد القليل من الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية يرجع إلى سيادة نمط الشركات العائلية في الدول العربية، وعدم رغبتها في إدراج أسهمها تفادياً للالتزام بقواعد الإفصاح والشفافية المطلوبة في البورصات.

2. عدد الأسهم المتداولة:

فيما يخص الأسهم المتداولة التي تمّ تداولها في قاعات الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018)، بلغ عددها 9073,06 مليون سهم سنة 2000، ارتفع بنسبة 159,26% سنة 2001، ليتضاعف تقريباً عدد الأسهم المتداولة بنسبة 100% ويصل إلى 46086,30 مليون سهم سنة 2002؛ بسبب التحسن في الأسواق المالية في كلّ من: الأردن، البحرين، السعودية، سلطنة عمان، لبنان، المغرب، فيما تراجع في كل من تونس ومصر.

أما سنة 2003 فقد بلغ عدد الأسهم 63388,63 مليون سهم بسبب إدراج أسهم جديدة، بالأخص في كل من سوق الكويت والسعودية وسوق الخرطوم. أما سنة 2004، فقد انخفض عدد الأسهم المتداولة إلى 57028,74 مليون سهم، بسبب تراجع عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية وكذا سوق الخرطوم للأوراق المالية.

لتصل سنة 2005 إلى 110847,81 مليون سهم بنسبة ارتفاع وصلت إلى 94,37% عن سنة 2004، بسبب الإصلاحات الإيجابية على النشاط الاقتصادي في العديد من الدول العربية وموجة الاكتتابات، ما عمّل على زيادة عدد الأسهم المتداولة في أسواقها.

⁽¹⁾ وللتوضيح أكثر بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية فرادى، أنظر الملحق رقم (1) ص: 341-344.

يبقى عدد الأسهم في تزايدٍ حتى 2008 حيث ينخفض بنسبة 13,2% عن سنة 2007 بسبب الأزمة المالية العالمية والتي أدت إلى تباطؤ معدلات النمو الاقتصادي في بلدان الوطن العربي، وتراكم الخسائر وانخفاض أسعار الأصول المالية وغيرها، ما أثر على المشاريع التنموية بصفة عامة، وعلى الأسواق المالية بصفة خاصة.

كما أنّ انخفاض عدد الأسهم بالبورصات العربية؛ كان نتيجةً لانخفاض عدد الأسهم في كل من سوق دبي وبورصة الكويت وسوق أبو ظبي، والتي تُشكّل وحدها مُجتمعة نحو 88,4% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق العربية سنة 2007، ثمّ ترتفع النسبة إلى 25,12% مع نهاية سنة 2009 ليصل عدد الأسهم حينئذٍ إلى 350816,3 مليون سهم.

ثم يتراجع سنّي 2010 و2011 إلى حوالي (-42,7%) و(-24,04%) على التوالي، وهذا عائد إلى الاضطرابات التي شهدتها عدّة دول عربية بسبب ما يسمى أحداث الربيع العربي، وتراجع الإصدارات داخل الأسواق المالية العربية، لتعود الأسواق العربية للانتعاش خلال الفترة (2012-2014) حيث يصل عدد الأسهم إلى 356000 مليون سهم سنة 2014، ويُمكن تفسير هذا إلى التحسّن في السوق المالية السعودية نتيجةً للاكتتابات الأولية التي حدثت سنة 2012.

في حين انخفض عدد الأسهم المتداولة سنة 2015 مقارنة بالسنة السابقة بنسبة تعادل 34,9%، نتيجةً لتراجع عدد الأسهم في السوق المالية السعودية بالدرجة الأولى وفي أغلب الأسواق المالية في منطقة الخليج العربي بصفة عامة، وذلك بسبب تداعيات انخفاض أسعار النفط مع نهاية عام 2014.

ويستمر التراجع إلى غاية سنة 2017 بنسبة تُعادل 3,85% عن سنة 2016، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية ما يُقارب 200108 مليون سهم، وذلك انعكاساً لاستمرار انخفاض أسعار النفط العالمية، وتداعياته على النمو الاقتصادي خاصة على الدول العربية المصدرة له، لينخفض العدد إلى 124873 مليون سهم سنة 2018.

ثانياً: صغر متوسط القيمة السوقية للأسهم

تتسم الأسواق المالية العربية بصغر القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة (رسملة السوق)، إذ نجد أنّه في الدول المتقدمة تستحوذ الشركات على حوالي 60% من الاستثمارات، في حين يستحوذ الأفراد في الأسواق المالية العربية على ما يُقارب 80% من حجم التداول، باستثناء السوق السعودي الذي يُعد من أكبر الأسواق

العربية، والتي يصل مُتوسط حجم الشركة الواحدة فيها إلى حوالي 2500 مليون دولار^(*)، وقد استحوذت السوق على 44.6% من القيمة السوقية لـ 15 بورصة عربية بقيمة 533 مليار دولار أمريكي، تليها بورصة أبو ظبي ودبي، ثم بورصة الكويت والدار البيضاء حسب آخر تقارير صندوق النقد العربي. كما تتميز البورصات العربية بصغر متوسط القيمة السوقية للأسهم كنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، باستثناء سوق الكويت، الأردن وقطر التي ترتفع فيها هذه النسبة، أما بقية الأسواق المالية الأخرى فإنّ النسبة أقل من 100%⁽¹⁾.

والجدول الموالي يُمثل تطور القيمة السوقية للأسهم المتداولة (الرسملة) للأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018).

الجدول رقم (2،2): تطور القيمة السوقية للأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018)

السنوات	القيمة السوقية	التغير (%)	السنوات	القيمة السوقية	التغير (%)
2000	148158,38	-	2010	986832	9,23
2001	152230,05	2,75	2011	876982	-11,13
2002	208858,11	37,20	2012	922153,58	5,15
2003	361824,69	73,24	2013	1137248,84	23,33
2004	622422,24	72,02	2014	1234576,80	8,56
2005	1290938	107,41	2015	1089279,01	-11,77
2006	888138	-31,20	2016	1133439,26	4,05
2007	1338550	50,71	2017	1083822,91	-4,38
2008	769589	-42,51	2018	1166565,17	7,63
2009	903427	17,39			

الوحدة: مليون دولار أمريكي.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية لصندوق النقد العربي للسنوات (2000-2018).

^(*) تم حساب متوسط حجم الشركة الواحدة بقسمة القيمة السوقية الإجمالية 450305,45 مليون دولار أمريكي على عدد الشركات المدرجة 179 شركة.

⁽¹⁾ ندى الحموري، العلاقة بين التذبذبات في أسعار الأسهم والتذبذبات في المتغيرات الاقتصادية الكلية: دراسة تطبيقية، أطروحة دكتوراه منشورة، تخصص اقتصاد الأعمال، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2012، ص: 65.

من خلال بيانات الجدول أعلاه نلاحظ أنّ القيمة السوقية للبورصات العربية مجتمعة تتجه نحو الانخفاض مقارنة بالدول المتقدمة، حيث شهدت ارتفاعات محسوسة خلال الفترة (2000-2005)، إذ بلغت 148158,38 مليون دولار أمريكي سنة 2000 ووصلت إلى غاية 1290938 مليون دولار سنة 2005 بما يقارب 107,41% كنسبة نمو عن السنة السابقة. إلا أنّ هذه القيم عرفت نسب نمو قياسية سنة 2007 حيث بلغت 1338550 مليون دولار، كانت النسبة الأكبر لسوق الأسهم السعودي بنحو 58,8% وصلت إلى 519 مليار دولار أمريكي والتي تمثل ما نسبته 38,7% من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية.

لكنها انخفضت بسبب الأزمة المالية العالمية سنة 2008 بنسبة 42,51% إلى ما يعادل 769589 مليون دولار، ما يدلّ على تدهور دور البورصات العربية في تعبئة رؤوس الأموال، لكنّها سرعان ما تبدأ في التعافي النسبي من آثار الأزمة المالية، حتى وإن كان هذا التعافي لم يتجاوز الخسائر الكبيرة التي لحقت بهذه الأسواق خلال عام 2008 وبداية 2009، حيث كان في الإمكان أن ترتفع إلى قيمة أكبر من 903427 مليون دولار أمريكي، لولا تداعيات أزمة الديون الأخيرة في دبي؛ والتي أثرت على أداء الأسواق العربية خاصة بورصات مجلس التعاون الخليجي.

في عام 2011 يتراجع أدائها ويصل إلى 876982 مليون دولار أمريكي، لترتفع تدريجياً خلال السنوات التي تليها وتصل إلى 1234576,8 مليون دولار سنة 2014، لكنها سرعان ما تُعاود الانخفاض بنسبة 11,7% أي ما يعادل 1089279,01 مليون دولار أمريكي سنة 2015، ما يُعزى إلى انعكاسات استمرار انخفاض أسعار النفط العالمية وتأثيرها على الدول العربية المصدرة له وعلى النمو الاقتصادي لهته الدول، لتنتعش البورصات سنة 2016 حيث بلغ 1133439,26 مليون دولار أمريكي، الذي يرجع إلى استمرار التحسّن في مستويات أسعار النفط العالمية واستقرارها عند مستويات مرتفعة نسبياً، لكنها تنخفض بنسبة 7.63% سنة 2018 مقارنة بسنة 2017 لتصل إلى 1166565,17 مليون دولار أمريكي.

✓ وفقاً للتحليل أعلاه، يتضح أنّ الانخفاض العام في القيم السوقية يعكس صغر حجم الأسواق المالية العربية وضعف قدرتها على تعبئة المدخرات.

ثالثاً: ضعف فرص التنويع

تتسم أسواق الأسهم العربية بضعف فرص التنويع، بالإضافة إلى نوعية الأوراق المالية المتداولة فيها، التي تنحصر فقط على الأسهم ووسائل التمويل التقليدية دون وجود بدائل أخرى كالصكوك، السندات، والمشتقات

المالية. الأمر الذي يُقلل من فرص تكوين محافظ استثمارية ذات مخاطر مُنخفضة، وهذا ما يُوجب وضع قيود على استراتيجيات الاستثمار سواء للمستثمر الفرد أو المؤسسي، إذ أصبحت سياسة القطيع تحكّم سلوك المستثمرين على الرغم من وجود العديد من القطاعات الواحدة ذات الربحية العالية⁽¹⁾. فعلى الرغم من اعتماد الحكومات العربية في الآونة الأخيرة على الاقتراض المحلي، إلا أنّ تملك السندات لا يزال يسيطر على الشركات ما حال دون تداولها في السوق.

رابعاً: التقلبات الشديدة للأسعار

تتحكم في سير حركة أسعار الأسهم في أسواق المالية العربية العديد من العوامل، كتركيز التداول في أسهم محدودة، واعتماد الشركات في معظم الدول على التمويل الخارجي المتمثل في القروض وإصدار المزيد من الأسهم بدرجة أكبر من اعتمادها على مصادر داخلية كالأرباح المحتجزة.

بالإضافة إلى عامل مهم هو ضعف الإطار الرقابي والتنظيمي لبعض الأسواق المالية العربية، فغياب إطار رقابي مستقل يُتيح للمستثمرين البيع على المكشوف؛ واستدراج الأسعار نحو الانخفاض (Short Selling) بغرض تحقيق المزيد من الأرباح، أو استدراجها نحو الارتفاع (Long Position) لتحقيق أرباح مماثلة عند الانخفاض، يُسبب عدم استقرار السوق المالي على العموم⁽²⁾.

انطلقت قاعدة الأسواق المالية العربية في حساب مؤشر لها من خلال صندوق النقد العربي بداية عام 1995، بالتعاون مع ستة أسواقٍ ماليةٍ هي: الأردن، البحرين، تونس، سلطنة عُمان، الكويت والمغرب، ثمّ انضمت إليها الأسواق الأخرى كالسعودية، لبنان ومصر. وخلال الربع الأول من سنة 2002 انضمت إلى القاعدة سوق أبو ظبي ودبي وقطر، ومن حينها استمر الصندوق بنشر التقارير الفصلية حول تطورات الأسواق العربية المشاركة في القاعدة⁽³⁾. حيث أضحى مؤشر الصندوق المركب يشتمل مؤشرات الأسواق المالية لستة عشر سوقاً (16)، إذ يعتمد الصندوق في احتساب المؤشر على منهجية احتساب المؤشر لكل دولة على حدى، ذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول المشاركة في قاعدة البيانات وكأنها لدولة واحدة، ويتم احتساب المؤشر المركب

(1) حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة 1994-2003 مع دراسة خاصة للبورصة المصرفية، سلسلة رسائل البنك الصناعي، بنك الكويت الصناعي، صفاة، الكويت، العدد 79، 2004، ص: 16.

(2) إبراهيم أونور، مرجع سبق ذكره، ص: 6-7.

(3) ازهري الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، د.ط، ص: 150.

بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملات المحلية. إذ يتم اختيار الأسهم المدرجة في عينة المؤشر وفق شروط عدّة هي: القيمة السوقية، معدل دوران السهم وتصنيف الشركات قطاعياً⁽¹⁾.

وفيما يخص الأسواق المالية العربية فإن هنالك هامشاً مسموحاً به، لمدى تذبذب السعر اليومي للورقة الواحدة المتداولة في السوق يتراوح بين (7-10) %، كما قد يرتفع هذا الهامش إلى نحو 20%، مما قد يترتب عنه زيادة حدة التقلبات بالسوق المالي⁽²⁾. والجدول الموالي يُلخص تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي والعائد في الأسواق المالية العربية للفترة (2000-2018):

الجدول رقم (2،3): تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي والعائد في الأسواق المالية العربية للفترة (2000-2018)

السنوات	قيمة المؤشر المركب (نقطة)	العائد (*)	السنوات	قيمة المؤشر المركب (نقطة)	العائد (*)
2000	102,21	-	2010	240,0	22,26
2001	100,11	-2,05	2011	213,3	-11,13
2002	100,71	-0,37	2012	226,4	6,14
2003	141,87	40,87	2013	298,4	31,80
2004	215,67	52,02	2014	320,9	7,54
2005	413,31	91,64	2015	197,1	-38,58
2006	222,8	-46,09	2016	245,6	24,61
2007	328,7	47,53	2017	274,74	11,86
2008	153,3	-53,36	2018	318,70	16,00
2009	196,3	28,05			

*: تم حساب عائد السوق من خلال التغير النسبي في قيمة المؤشر المركب.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية وتقارير صندوق النقد العربي للسنوات (2000-2018)، متاح على الموقع الإلكتروني: www.amf.org.ae.

⁽¹⁾ موقع صندوق النقد العربي، المنهجية العامة لاحتساب مؤشر صندوق النقد العربي، متاح على الموقع الإلكتروني: <http://www.amf.org.ae/ar/page/A>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2018/09/14، الساعة: 16:10.

⁽²⁾ شذا جمال الخطيب، صغف الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2008، ص:98.

من خلال مُعطيات الجدول أعلاه يتبين لنا أنّ المؤشر المركب للصندوق شهد أداءً ضعيفاً حيث بلغ 102,21 و 100,11 نقطة فقط سنتي 2000-2001، لكنه ارتفع سنة 2003 من 141,87 نقطة سنة 2002 إلى 215,67 بعائد يُقارب 40,56%؛ وهذا يرجع إلى أبرز التطورات الاقتصادية التي لها علاقة بنشاط الأسواق العربية، إضافة إلى التغييرات التي طرأت على الأطر التشريعية والمؤسسية المنظمة لها.

كما بلغ 215,67 نقطة عام 2004 ومرّد هذا الارتفاع بشكل عام إلى عدة عوامل من أهمها: الأرباح التي حققتها الشركات المدرجة في الأسواق خلال العام الماضي، ومُحافظة أسعار الفائدة على معدلاتها المنخفضة بالإضافة إلى أسعار النفط المرتفعة وأحجام السيولة الفائضة. ليواصل المؤشر أدائه الجيد حتى سنة 2005 ويصل إلى 413,31 نقطة، وهذا راجعٌ إلى الزيادة في السيولة المحلية الناجمة عن الارتفاع المستمر في الإيرادات النفطية والتي واكبت موجة اكتتابات في العديد من الأسواق المالية العربية، بالإضافة إلى الإصلاحات الإيجابية على النشاط الاقتصادي في بعض الدول العربية ما عزّز أداء الشركات المدرجة في البورصات.

ينخفض أداء المؤشر بشدّة سنة 2006 ليصل إلى 237 نقطة، بنسبة انخفاضٍ في عائد السوق بلغت حوالي 46% عن سنة 2005، ويُعزى هذا التراجع الشديد؛ إلى أنّ أغلب البورصات شهدت أداءً قياسياً كان سببه في كثير من الأحيان المضاربات المفرطة، ما رفع الأسعار لتتسع الفجوة بين قيمتها الحقيقية والسوقية. هذا ما أدى بأغلب البورصات إلى القيام بحركة تصحيحية في أسعار الأسهم. ليتحسن الأداء سنة 2007 ويرتفع العائد إلى 47,5% وهذا أدى إلى ارتفاع وتحسن أداء معظم البورصات العربية، ليُسجل المؤشر سنة 2008 انخفاضاً بلغ فيه العائد 53,3% ويصل إلى 153,3 نقطة، ما يعزى إلى تراجع أداء معظم البورصات العربية بسبب الأزمة العالمية 2008.

كما نلاحظ ارتفاع العائد في السنوات الموالية 2009-2010 لكن بنسب طفيفة لم تتعدى 30%، على الرغم من مواصلة الجهود لتحديث أداءها، من خلال تطوير الأطر الرقابية والتنظيمية والقوانين التي تحكّم عملها نتيجة لتداعيات الأزمة المالية. ثمّ يُسجل المؤشر تراجعاً في الأداء قُدِر بـ 11,13% مقارنةً بسنة 2010، وهذا عقب الاضطرابات السياسية التي شهدتها عدّة دول عربية، مع تراجع نشاط الإصدارات وانكماش عمليات الاندماج والاستحواذ داخل الأسواق المالية العربية.

يرتفع أداء المؤشر المركب تدريجياً ليصل إلى 320,9 نقطة سنة 2014 بنسبة تُعادل 7,5% مقارنة بسنة 2013، لكنه انخفض سنة 2015 إلى 197,1 نقطة بنسبة قاربت 38,6%، حيث جاء ذلك انعكاساً

لاستمرار انخفاض أسعار النفط العالمية، وتداعيات ذلك على النمو الاقتصادي للدول العربية المصدرة للنفط، إلى جانب انعكاسات تباطؤ نمو الاقتصاد العالمي ومخاوف رفع البنك الفيدرالي الأمريكي لأسعار الفائدة. لتعود فترة الانتعاش سنتي 2016 و2018 حيث بلغ 247,6 و318.7 نقطة على التوالي ويصل فيها العائد إلى 16% سنة 2018، الأمر الذي دلّ على تحسّن أداء المؤشرات السعريّة وأحجام التداول لهذه الأسواق بصفةٍ عامة، والذي ساعد على ذلك هو استمرار التحسّن في مستويات أسعار النفط العالمية واستقرارها عند مستويات مرتفعة نسبياً، بالإضافة إلى التحسّن النسبي للأوضاع الجيوسياسية في العديد من الدول العربية.

خامساً: ضعف درجة السيولة

هنالك مؤشران رئيسيان يتم استخدامهما لقياس سيولة(*) الأسواق المالية هما: نسبة التداول ومعدل الدوران. ويمثل مؤشر دوران الأسهم المقياس الأمثل لقياس السيولة ونشاط حركة التداول من حيث عدد الصفقات وقيمتها، حيث تعتبر سيولة السوق من أولويات المستثمر المحلي والأجنبي، وهذا من أجل توضيح درجة نشاط السوق، بمعنى أنه يُتيح للمستثمرين الدخول والخروج في أيّ وقت. بالتالي تقلص عامل المخاطرة على الاستثمار في الأسهم، حيث تؤدي السيولة إلى توفير فرصٍ أوسع للشراء والبيع، وتزيد من الجاذبية الاستثمارية للسهم أو السوق بصفةٍ عامة، ما يساعد على تنظيم الأسعار واستقرارها، وهنالك مؤشر آخر لقياس مدى سيولة السهم هو نسبة أيام التداول لسهم مُعين إلى إجمالي أيام التداول خلال فترة زمنية معينة.

ويُحسب مؤشر دوران الأسهم بقسمة قيمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق، وهو في الحقيقة يُكمل مقياس رسملة السوق، فقد تكون السوق صغيرةً من حيث رسملتها ولكنّ مُعدل الدوران فيها مرتفع فتوصفُ بالنشاط، وقد يكون للسوق أعلى أحجام للرسملة ومعدلات التداول ولكن معدل الدوران فيها ضعيف. ويُمكن رصد ما تتمتع به الأسواق المالية العربية من ضعف في سيولتها من خلال تطوّر مؤشر معدل دوران الأسهم الذي كلما ارتفع دلّ على انخفاض في تكاليف الصفقات، بالإضافة إلى حجم التداول الذي يدل على سيولة السوق للفترة (2000-2018) وفق الجدول التالي:

(*) السيولة: ويقصد هنا بالسيولة توافر أوامر الشراء والبيع في معظم أيام التداول أو جميع الأيام (ما لم ترد معلومات جديدة عليها)، أي إمكانية تحويل السهم إلى نقدية بسرعة (شراؤها أو بيعها) وبأقل تكلفة وبسرعة يقارب آخر سعر للتداول، فكلما زادت معدلات التداول على السهم ارتفعت سيولته والعكس صحيح.

الجدول رقم (4،2): تطور معدل دوران الأسهم وحجم التداول في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2018-2000)

التغير (%)	أحجام التداول (مليون دولار أمريكي)	معدل دوران الأسهم (%)	البيان السنوات
-	36538,94	24,66	2000
16,83	42687,85	28,04	2001
53,21	65400,09	31,31	2002
255,38	232420,38	63,88	2003
144,51	568289,15	91	2004
152,58	1435412,0	111	2005
17,39	1684997,6	189	2006
34,24-	1108070,1	98	2007
19,50-	891999,98	57,7	2008
36,34-	567872,92	66	2009
38,55-	348944,77	38,2	2010
8,87	379897,20	44	2011
54,35	586387,58	37,4	2012
17,57-	483364,33	47	2013
65,70	800955,65	69,4	2014
32,52-	540506,96	43	2015
33,52-	359355,80	44,24	2016
25,38-	268148,17	29,9	2017
-12,51	234597,84	26,6	2018

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي للفترة (2018-2000)،

أعداد مختلفة، متاح على الموقع الإلكتروني: www.amf.org.ae.

1. معدل دوران الأسهم المتداولة:

من خلال بيانات الجدول نلاحظ أنّ معدل الدوران متذبذبٌ خلال فترة الدراسة، حيث بلغ 24,66% سنة 2000 ليرتفع بعد ذلك حتى سنة 2006 ويصل إلى الذروة 189%، وقد سُجلت هذه الزيادات بالسوق المالية السعودية وبورصة الكويت. لكنه ينخفض سنتي 2007-2008 إلى 57,7% بسبب الأزمة المالية العالمية وأزمات المديونية كأزمة الديون في دبي، ثمّ يرتفع إلى 66% سنة 2009 أين بدأت البورصات العربية تتعافى من تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

ارتفع المعدل سنة 2011 مقارنةً بسنة 2010 بمعدل يُقارب 44% لينخفض بعدها مباشرة إلى 37,4% سنة 2012، بسبب تداعيات الأحداث السياسية التي عرفتها المنطقة آنذاك، كما أنّ لجوء السلطات العربية إلى أسواق التمويل المحلية لتمويلها من خلال إصدار سندات الخزانة، أدى لامتنعاص جزء من السيولة المتاحة وارتفاع تكلفة التمويل الممكن توفيره للاستثمار في أسواق المال. ليُسجل أعلى معدل بعد هذه الفترة وذلك سنة 2014 حيث بلغ 69,4%؛ ما يدلّ على تنامي الاستثمارات في الأسواق المالية العربية قبل أزمة انخفاض أسعار النفط.

انخفض المعدل بنسبة تُقارب 43% سنة 2015 نتيجة لانخفاض أسعار النفط العالمية، بالإضافة إلى تداعيات رفع أسعار الفائدة الأمريكية ومخاوف العودة إلى السياسات النقدية الاحتياضية، وانكماش نمو الأرباح الصافية لمعظم الشركات العربية. غير أنّ معدل دوران حركة الأسهم بالأسواق العربية يصل إلى ما يعادل 26,6% سنة 2018؛ مقارنةً بالأسواق العالمية التي وصل فيها المعدل إلى 110%، نتيجةً لانخفاض السيولة وافتقار الأسواق العربية للأدوات المالية التي تُساعد على بناء مراكز مالية مُتخصصة.

2. أحجام التداول:

أما بالنسبة لأحجام التداول فقد شهدت تذبذباً شديداً خلال الفترة (2000-2018)، حيث بلغ حجم التداول في بداية الفترة 36538,94 مليون دولار أمريكي، ثمّ يرتفع بمعدلاتٍ متزايدةٍ حتى وصل إلى 232420,38 مليون دولار سنة 2003 بنسبة ارتفاعٍ قُدرت بـ 255.38% مقارنةً بسنة 2002، ليواصل الارتفاع بنسب مختلفة ويصل إلى 1684997,6 مليون دولار أمريكي عام 2006 بنسبة ارتفاع بلغت 17,39% عن سنة 2005، وهذا راجعٌ إلى موجة الاكتتابات في العديد من الأسواق المالية العربية التي زادت من السيولة المحلية بسبب الارتفاع المستمر في الإيرادات النفطية.

خلال سنة 2007 عرفت أحجام التداول تراجعاً محسوساً، بلغ 34,2% لتصل إلى 1108070 مليون دولار بعد أن سجلت 1684,862 مليون دولار أمريكي في السنة السابقة، وهذا يرجع إلى انخفاض أحجام التداول في ثلاث بورصات رئيسية هي السوق المالي السعودي وبورصة الكويت وسوق دبي المالي. لتتخفف سنة 2008 بنسبة 9,9% عما حققته سنة 2007 بسبب الأزمة المالية العالمية، واستمر التراجع مع نهاية 2009 ليصل إلى 653457 مليون دولار أمريكي، وهذا نتيجة لتداعيات الأزمة المالية وانخفاض أحجام التداول في أكبر البورصات، التي تُشكل ما نسبته 51% من إجمالي التداولات في البورصات العربية وهي: السوق المالية السعودية وسوق الكويت والبورصة المصرية.

نهاية سنة 2010 بلغ حجم التداول 379585,87 مليون دولار، واستمرت ظاهرة الشُّح في السيولة ولازمت الأسواق المالية العربية سنة 2011، وهو ما ارتبط بمهيمنة المستثمرين الأفراد الذين لا يزالون يستحوذون على الجزء الأكبر من تداولات هذه الأسواق، وبالرغم من أنّ حجم التداول شهد ارتفاعاً نسبياً سنة 2012 مقارنة بسنة 2010، حيث بلغ 399756 مليون دولار عام 2011 ما يعكس عودة الثقة في البورصات العربية، إلا أنّ هذا الارتفاع نتج فقط عن التحسُّن في سيولة السوق المالية السعودية وبدرجة أقل في البورصة القطرية مع دخول بعض صناديق الاستثمار، في حين كان هنالك تراجع واضح في نشاط الأسواق والبورصات الأخرى.

لكنّ حجم التداول اتجه نحو الارتفاع سنة 2014 وبلغ 800955,65 مليون دولار أمريكي بنسبة ارتفاع بلغت 65,7% عن سنة 2013، نتيجة لتأثره بارتفاع أسعار النفط، والاستقرار الإقليمي النسبي بعد أحداث ما يسمى بثورات الربيع العربي، إلى جانب أداء الأسواق العالمية.

إلا أنّ أحجام التداول خلال السنوات الأخيرة لم تشهد إلا تدهوراً، حيث وصل نسبة الانخفاض إلى غاية (-33.53%) و(-25.38%) للسنوات (2016-2017)، بسبب ظاهرة الشُّح في السيولة التي كان سببها التراجع الملموس في مستويات السيولة في السوق المالية السعودية، كما وصل حجم التداول سنة 2018 ما يُعادل 234597.84 مليون دولار أمريكي، وهذا يُعزى إلى استمرار انخفاض أسعار النفط العالمية ما أثر على النمو الاقتصادي في الوطن العربي وبالأخص على الدول العربية المصدرة له.

سادساً: ارتفاع درجة التركز

تُقاس درجة تركُّز السُّوق بحساب حصة أكبر عشرِ شركاتٍ في رسملة السوق أو في قيمة التداول، ويقصد بهذا المؤشر نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، والمعنى الاقتصادي له هو معرفة مدى هيمنة الشركات الكبرى على رسملة السوق والتي تعكس جودة الأوراق المالية، وبالتالي مدى تأثر السوق بالتغيرات في قيم أوراق هذه الشركات.

تتميز كافة الأسواق العربية بارتفاع درجة تركُّز التداول، وهو ما يعني انخفاض عدد الأسهم ذات الجاذبية وتتركز عمليات التداول على عدد محدود من الأسهم، فبعد أن كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، أصبحت أسهم شركات الاتصالات تستحوذ على نسبةٍ عاليةٍ من حجم التداول⁽¹⁾، كما وصلت درجة التركز في بورصة عمان مثلاً إلى أكثر من 70%، وإلى أكثر من 75% في السوق المالية السعودية. كما يعبر عن التركز بنصيب أكبر الشركات حجماً في السوق من الرسملة الإجمالية لهذه السوق، وحسب احصائيات اتحاد البورصات العالمية؛ فقد نُشرت البيانات الخاصة لأكثر الشركات رسملة في السوق (بنسبة 5% و10%). والجدول الموالي يبيِّن تركُّز حجم وسيولة بعض الأسواق المالية العربية لسنة 2017.

الجدول رقم (2،5): تركُّز رسملة وسيولة السوق لبعض الأسواق المالية العربية لسنة 2017

البورصة	تركُّز رسملة السوق عند مستوى 10%	تركُّز سيولة السوق عند مستوى 10%
السعودية	59.30	46.3
الأردن	65.6	36.1
البحرين	78.20	80.1
مصر	46.5	45.6
المغرب	72.5	58.8

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: World Federation of Exchanges, Annual Report and Statistics, 2017, <http://www.world-exchanges.org/home/>

⁽¹⁾ شذا جمال الخطيب، صغفق الركبي، مرجع سبق ذكره، ص: 94.

من خلال بيانات الجدول أعلاه، نلاحظ أنّ نصيب 10% من أكبر الشركات حجماً في الأسواق العربية يُقدَّر بأكثر من 50% من إجمالي رسملة السوق، حيث بلغ المؤشر مستوياته القصوى في كل من البحرين والمغرب بما يُعادل 78.2% و72.5% على التوالي، وهذا ما يعكس مدى ارتفاع درجة التركز الحجم في الأسواق المالية العربية.

كما تتميز هذه الأخيرة بتركز عمليات التداول في عدد محدود من الأسهم، وهذا ما تُظهره إحصائيات الجدول حيث تجاوزت هذه النسبة 40% باستثناء بورصة عمان التي بلغت فيه 36.1%، ووصلت إلى 80.1% في سوق البحرين؛ وهذا ما قد يعود إلى احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة وانخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة في البورصات⁽¹⁾.

إضافة إلى الخصائص السابقة الذكر، تتميز الأسواق المالية العربية بـ:

- ضُعب نشاط السوق الأولية؛
 - اعتماد معظم الشركات المدرجة في البورصات على التمويل الخارجي، ذلك عن طريق القروض وإصدار الأسهم بدل التمويل الذاتي، وهذا ما يزيد من تقلب ربحية الأسهم وبالتالي قيمتها السوقية؛
 - محدودية الوعي المالي لدى المستثمرين واعتمادهم بشكل كبير على تمويل احتياجاتهم على المصادر التقليدية؛
 - القصور الذي تعرفه القوانين والتشريعات الخاصة التي تنظم الأسواق المالية وتداول الأوراق المالية بها.
- ✓ ما يمكن استخلاصه من النتائج السابقة لتحليل خصائص الأسواق المالية العربية، هو مدى قدرتها على المساهمة في توفير التمويل اللازم للنشاط الاقتصادي إذا لقيت الاهتمام اللائق من قبل الحكومات، على الرغم مما تعانيه من أوجع قصور وضآلة في أحجام الأسواق المالية.

⁽¹⁾ سلمى حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية: دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2018، ص: 102.

الفرع الثالث: معوقات نمو الأسواق المالية العربية

تواجه الأسواق المالية العربية العديد من العقبات التي تحدّ من دورها في التنمية الاقتصادية والقيام بدورها التمويلي، على الرغم من الجهود التي تبذلها الدول العربية سعياً لتطورها، إلا أنّها لا تصل إلى مستوى الأسواق المتقدمة، حيث لا تزال الدول العربية تُسجل إلى حد اليوم عجزاً في تمويل الاحتياجات والمشاريع الاقتصادية التي أضحت تُلبى عن طريق البنوك. ومن أهم العوائق التي تُواجه أسواقنا العربية نذكر:

أولاً: قصور التشريعات

تُعاني معظم الأسواق العربية من قصور في التشريعات التي بدورها تحكّم نشاطها، خاصة فيما يتعلق بتوفير الحماية الكافية للمستثمرين والشركات المدرجة فيها، فهناك عدة أسواق لم تشهد إلى حد الآن صدور قوانين تأديبية تُخصّ المخالفات والصفقات المشبوهة، إذ تفتقر بعض الأسواق المالية العربية إلى آلية الرقابة والإشراف على عمليات التداول، كتنسّب معلومات أو إشاعات خاطئة والحصول على بيانات بطرق غير شرعية... إلخ⁽⁴⁾. في هذا الخصوص تمّ فرض شروط خاصة بالتراخيص، المتعلقة بإدراج الأوراق المالية الخاصة بالشركات الأجنبية وقوانين خاصة بتملك وحيازة غير المقيمين الحاملين لأوراق بعض الشركات الوطنية، لكنّ هذه القيود تحوّل دون إيجاد قنوات للاتصال بين الأسواق المالية العربية، ما يمنع تحقيق الانفتاح والتكامل فيما بينها.

ثانياً: محدودية الأدوات المالية

تُعتبر الأدوات المالية الحديثة المستخدمة في عمليات أسواق الأوراق المالية من أهم الوسائل المعتمدة لجذب رؤوس الأموال، والملاحظ في أسواق الأوراق المالية العربية اقتصر معظمها على تداول الأسهم والسندات؛ وإهمال الأوعية الاستثمارية الأخرى التي أصبحت بالية لدى الأسواق العالمية.

ثالثاً: محدودية المؤسسات المالية

إنّ ما نجده في الدول العربية هو انخفاض عدد المؤسسات المالية ولاسيما البنوك، إضافة إلى انخفاض عدد الأسواق المالية التي لم تتجاوز 16 سوقاً مع صغر أحجامها، فضلاً عن ضعف الهياكل التنظيمية لهذه الأسواق ومحدودية الخبرة، وقلة الكفاءات المتخصصة في مجال الأسواق المالية. كما نلاحظ صغر الدور الذي تلعبه

(4) حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2004، ص: 13.

مؤسسات الاستثمار في الأسواق المالية؛ حيث تُشكل ما نسبته 60% في الأسواق العالمية وما تبقى هو 40% للأفراد، أما في الدول العربية فالأفراد يُشكلون 80% أما 20% فهي للمؤسسات⁽¹⁾.

رابعاً: عدم الاستقرار السياسي والأمني

يؤثر عدم الاستقرار السياسي والأمني على الأسواق المالية العربية ويؤدي بها إلى تقلبات دورية، وهذا ما يميز بعض الأسواق المالية العربية، كما أنّ الاعتماد الكبير على مصادر التمويل الخارجية يُؤثر سلباً على نشاط الأسواق المالية بها.

إضافةً إلى ما سبق، تعاني الأسواق المالية العربية من عوائق أخرى أهمها⁽²⁾:

1. تواضع برامج الخصخصة في بعض الدول العربية، ممّا حدّد من فرص توسيع حجم وكفاءة أسواقها؛
2. ضعف الثقة لدى المستثمرين وذلك لقلة المعلومات وعدم الشفافية والإفصاح، فضلاً عن انعدام الأنظمة الكفؤة في عمليات المقاصة والمحاسبة والمراجعة؛
3. ضعف الأسواق العربية في جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية مقارنةً مع مثيلاتها في أسواق الأوراق المالية الناشئة؛
4. ضعف نشاط السوق الأولي إذ تتسم بضآلة أحجام الإصدارات الأولية للشركات الحديثة؛
5. انخفاض الطلب على الأدوات الاستثمارية، إذ تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من تدني الطلب على الأوراق المالية بسبب انخفاض معدلات الدخل النقدي والادخار في بعض الدول؛
6. ضعف نشاط الوساطة إذ يقتصر هذا النشاط على أعمال الوساطة بالعمولة، وعلى تنظيم عمليات الاكتتاب في الإصدارات الجديدة في البعض الآخر.

⁽¹⁾ مفيد ذنون يونس، رغيد عماد الدين، تأثير التضخم على أسواق الأوراق المالية العربية، تنمية الرافدين، العدد 93، المجلد 31، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، الموصل، العراق، 2009، ص: 15-16.

⁽²⁾ مفيد ذنون يونس، رغيد عماد الدين، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

المطلب الثاني: مقترحات لتطوير الأسواق المالية العربية

يجب على الدول العربية أن تقوم ببعض التحديثات والتطورات في أسواقها المالية، تماشياً مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي وتحذو حذو الأسواق المالية العالمية، من أجل تحقيق الكفاءة والفعالية المطلوبة وقيامها بالدور المنوط لها في تمويل عمليات التنمية، ويمكن بلورة عدد من المقترحات لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية نلخصها فيما يلي:

الفرع الأول: العمل على تعميق العلاقات الثنائية والمتعددة بين الدول العربية

سعيًا إلى تحقيق التكامل الاقتصادي العربي وتفعيل اتفاقية التجارة الحرة، وتشكيل حرية تحرك رؤوس الأموال بين أسواق الأوراق المالية العربية لإنشاء سوق عربية مشتركة، مع دراسة إمكانية التوسع فيها لتشمل في نطاقها الخدمات المالية، باعتبارها أحد عناصر تشجيع الصادرات الخدمية والتي من شأنها جذب المزيد من الاستثمارات بكافة أنواعها⁽¹⁾.

الفرع الثاني: أهمية التعاون مع اتحاد أسواق المال العربية لتفعيل إنشاء بورصة عربية موحدة

ذلك من خلال قيام مؤسسة عربية متخصصة تعمل على استمالة التعامل في الأدوات المالية، والمساعدة على إعادة تخصيص الموارد العربية بكفاءة اقتصادية أعلى؛ ما يُحدث التوازن المطلوب بين مجموع المدخرين العرب ومجموع المستثمرين، من أجل توفير السيولة اللازمة للتبادل التجاري وتعميق العلاقات الاقتصادية العربية بين الدول العربية، كما تعمل بوجه خاص على⁽²⁾:

1. تنظيم أو ترتيب إصدارات أوراق مالية لصالح الحكومات والشركات العربية بالنسبة للدول المساهمة في هذه المؤسسة، وذلك بشكل منفرد أو بالتعاون مع مؤسسات مالية عربية أخرى؛
2. توفير وابتكار أوراق مالية نشطة وجاذبة لمختلف المستثمرين بالسوق حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من تنمية المدخرات وتعبئتها،

⁽¹⁾ حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

⁽²⁾ جابر محمد عبد الجواد، تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي (مع الإشارة إلى بعض بورصات دول مجلس التعاون الخليجي)، مداخلة ضمن المؤتمر العلمي الخامس عشر: أسواق الأوراق المالية والبورصات-آفاق وتحديات- خلال الفترة 6-8 مارس 2007، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 36-37.

3. القيام بعملية الاكتتاب وشراء الأدوات المعروضة لحسابها ثم إعادة بيعها، أو تلعب دورها كوكيلٍ وتقوم بتسويق الأوراق المعروضة وبيعها للعملاء العرب؛

4. العمل على إشراك مُستثمرين في عدة أقطارٍ عربية، في مشاريع إنتاجية قطرية إقليمية ومشاركة عن طريق إصدار أسهم وسندات؛

5. تقديم استشارات في مجال دراسة الموقف المالي للشركات وتحديد الفجوة التمويلية، وكذلك مدى القدرة الاستيعابية للسوق واحتمالات التغطية، بالإضافة إلى اقتراح طرق الترويج والإعلان وخطوات فتح وقفل باب الاكتتاب.

الفرع الثالث: إزالة العقبات التي تعترض التعاون بين البورصات

إنّ الربط بين البورصات العربية ليس مجرد عملية فنية، وإنما المهم أن يكون لهذا الربط أثر فعلي على التعامل، بمعنى أنّه بعد عملية الربط يستطيع المتعامل في سوق الكويت مثلاً أن يتعامل على الأسهم المصرية من مكانه، دون أن يُعطي أمر الشراء أو البيع لسمسار في مصر، ويتم كذلك تحويل أو تسوية العمليات مقابل استلام البائع للأموال والمشتري للأسهم والسندات بسرعة، لزيادة حجم التعاملات ولعل أهم العوائق التي يجب إزالتها هي⁽¹⁾:

1. محاولة توحيد التشريعات والتنظيمات المنظمة للأسواق المالية العربية، وتنسيق السياسات الاستثمارية؛

2. التغلب على ضيق الطاقة الاستيعابية لسوق رأس المال في بعض الدول العربية؛

3. محاولة التغلب على عدم توافر أساليب وأدوات مالية متنوعة ومتطورة؛

4. إنهاء أية قيود ورقابة تضعها السلطات النقدية والمالية على تداول الأوراق المالية بين دولة عربية وأخرى؛

5. العمل على تطوير واستكمال تنظيم الأطر القانونية والمؤسسية للأسواق المالية، وخلق ودعم الشركات وأدوات التعامل الحديثة في الأسواق العربية؛

6. محاولة جذب قدر من الأموال العربية الفائضة والمستثمرة في الخارج.

(1) حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

الفرع الرابع: التركيز على موضوع الشفافية والإفصاح

وذلك بالنسبة للأوراق المالية المدرجة في السوق المالي، من خلال التشديد على ضرورة توفير المعلومات والبيانات لجميع المتعاملين بشكلٍ دوري ومُنظم، ومنع التعامل الداخلي (Insider Trading)، والعمل على تطبيق معايير المحاسبة والتدقيق والإفصاح الدولية، بالإضافة إلى إلزام الشركات المدرجة بإعداد قوائمها المالية وفقاً للقواعد المعمول بها، ما يساعد على اتخاذ القرار السليم وتحديد المخاطر والعوائد المتوقعة من الاستثمار⁽¹⁾.

الفرع الخامس: وضع نظام تداول آلي وخُطة إعلامية لنشر الوعي الاستثماري

العمل على زيادة التوعية بدور الأسواق المالية في الاقتصاد الوطني من خلال التركيز على نشر الوعي الاستثماري، ونشر المعلومات باستخدام كافة وسائل الاتصال خاصة الأنترنت⁽²⁾، لذا يجب وضع نظام آلي للتداول تُنفذ من خلاله الصفقات ونظام للإفصاح المالي والالتزام به، ما يُساعد على تبادل طرح الإصدارات في الأسواق المالية العربية وفق ضوابط معينة. بالإضافة إلى التعريف الإعلامي بفرص وإمكانيات مزايا الاستثمار المالي بين الدول، وذلك من خلال الوسائل التالية⁽³⁾:

1. الترويج للشركات المساهمة العربية من خلال تصميم موقع إلكتروني، لنشر بيانات كافية وسهلة الاستقراء على جمهور المستثمرين العرب، بالإضافة إلى ما يتم نشره عند الدعوة للاكتتاب في إصدارات جديدة من الأسهم، بحيث تشتمل نشرة الاكتتاب على كل ما يُهم المستثمر العربي، ويساعده على اتخاذ القرار المناسب له؛
2. تبسيط البيانات الدورية المنشورة عن أنشطة الشركات العربية، وبصفة خاصة الميزانية السنوية وحسابي الأرباح والخسائر والتوزيعات وتقارير مجالس الإدارة، ودراسة إمكانية إرسالها للمساهمين حتى يكونوا على علم بأحوال شركاتهم وأشعارهم بأنهم مُلاك حقيقيون للشركة؛

⁽¹⁾ سامي خطاب، تطور الأسواق المالية العربية: فرص التكامل والتنافس، مداخلة ضمن المؤتمر السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني " أسواق رأس المال الصاعدة: نظرة مستقبلية " يوم 27 أكتوبر 2008، سوق فلسطين للأوراق المالية، رام الله، فلسطين، 2008، ص:7.

⁽²⁾ سامي خطاب، مرجع سبق ذكره، ص:7.

⁽³⁾ حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سبق ذكره، ص:18.

3. دراسة إمكانية إعداد مقرر موحد عن أسواق الأوراق المالية وعن كيفية التعامل فيها، بحيث يتم تدريسه في الجامعات والمدارس العليا للتجارة، وإمداد الأساتذة بالدراسات والتقارير التي تعكس تطورات هذه الأسواق، وترتيب زيارات ميدانية لطلاب هذه الكليات والمدارس للأسواق المالية، تمكيناً لهم من المشاركة الإيجابية في نشاط السوق بعد تخرجهم؛

4. إقامة الندوات واللقاءات في أماكن التجمعات المختلفة، بما في ذلك تجمعات العرب في الخارج للتعريف بأهمية الاستثمار بالشركات المساهمة العربية، من خلال الأسواق المالية العربية وصناديق الاستثمار العربية، وجدوى الاستثمار فيها من جانب المدخرين سواءً بالنسبة لما يعود عليهم مباشرة أو ما يعود على مجتمعهم.

✓ في الأخير يمكن القول بأنه لتنشيط أسواق الأوراق المالية العربية يجب توافر عدّة دعائم وأساسيات تتمثل أهمها فيما يلي⁽¹⁾:

- توسيع الطاقة الاستيعابية للاقتصاد القومي بتوفير مشاريع إنتاجية وخدمية ذات ربحية مجزية؛
- إفساح المجال أمام المبادرات الفردية والقطاع الخاص والشركات، وتهيئة المناخ اللازم لتشجيعهم للمشاركة في النشاط الاستثماري؛
- ضرورة العمل على إيجاد الأطر التشريعية والتنظيمية المرنة، والتي تتلاءم مع المستجدات والمتغيرات العالمية والإقليمية ما يضمن الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين؛
- ضرورة تنوع أدوات الاستثمار المالي مما يزيد من فرص الاختيار أمام المتعاملين وفق مصالحهم وأهدافهم، وبما يُغري المدخرين بالتعامل في السوق، وبالتالي توسيع الأسواق الثانوية ما يساعد على توفير السيولة باستمرار؛
- تنشيط سوق السندات وتشجيع إصدارها وتوعية جمهور المتعاملين والمستثمرين بأهمية هذه الأداة، كونها وسيلة جيدة للتمويل وأقل تكلفة مقارنة مع الاقتراض من البنوك التجارية، بالإضافة إلى زيادة عمق السوق وسيولته من خلال تشجيع شركات المساهمة على إدراج أسهمها، وتشجيع قيام عمليات الخصخصة عن طريق الأسواق المالية⁽²⁾؛
- تطوير وتحديث البنية الأساسية والعمل على استخدام التقنيات الحديثة في مجال تكنولوجيا الإعلام والاتصال.

⁽¹⁾ حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

⁽²⁾ سامي خطاب، مرجع سبق ذكره، ص: 7.

المطلب الثالث: واقع الاقتصاديات العربية

تكمن أهمية الاستثمار في اقتصاديات الدول في كونه المسؤول عن معدّل تراكم رؤوس الأموال، فهو يلعب دوراً هاماً في توسيع قاعدة الإنتاج في الاقتصاد، إذ يُعتبر المناخ الاستثماري نتاج تفاعل العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، التي تؤثر في ثقة المستثمرين وتعمل على تشجيعهم لاستثمار أموالهم في دولة ما دون غيرها. والوطن العربي وكغيره من بقاع العالم يمتلك مقومات للاستثمار تختلف من دولة لأخرى، إذ يحتل موقعاً استراتيجياً هاماً ويُشرف موقعه الجغرافي على بحار ومحيطات وممرات مائية هامة؛ تربط بين قارات آسيا وإفريقيا وأوروبا، كما تزخر الأراضي العربية بالثروات الهائلة كالموارد الطبيعية خاصة النفط والغاز الطبيعي والثروة الزراعية والسمكية والحيوانية؛ بالإضافة الى الثروة البشرية والمالية. إلا أنّ الوطن العربي ما يزال يُواجه عدة عقبات لجذب وتشجيع الاستثمارات، وهذا ما يُلحّ علينا الوقوف على الصورة الحقيقية لواقع الاقتصاديات العربية ومناخ الاستثمار(*) في الوطن العربي.

الفرع الأول: خصائص الاقتصاديات العربية والمناخ الاستثماري

تشمل المنطقة العربية كلاً من شبه الجزيرة العربية، شمال إفريقيا وشرقها ومنطقة الهلال الخصيب(*)، وتتألف المنطقة من 22 بلداً في شمال أفريقيا وغرب آسيا وتمتد من المحيط الأطلسي إلى المحيط الهندي، ويبلغ عدد سكان المنطقة نحو 362 مليون نسمة سنة 2018 بما يُشكل 5% من إجمالي سكان العالم؛ ويشكل من هم دون سن 25 أكثر من 50% من سكانها، وتمثل اللغة العربية - باستثناءات قليلة - اللغة الرئيسية في المنطقة(1).

إذ تُعتبر دول العالم العربي من كبريات الأسواق في العالم، إلا أنّ المنطقة تُواجه تحديات اقتصادية، سياسية واجتماعية جعلتها تعيش واقعاً اقتصادياً خاصاً ومتميزاً. ولتوضيح أكثر واقع الاقتصاديات العربية أكثر سوف نحاول الإشارة إلى سمات وخصائص الاقتصاد العربي.

(*) مناخ الاستثمار: يقصد به مجمل الأوضاع والظروف السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية، التنظيمية، المؤسسية والتشريعية. التي يُمكن أن تُؤثر على قرار الاستثمار وعلى فرص نجاح المشاريع الاستثمارية في دولة ما أو قطاع معين، وتُعدّ هذه الأوضاع متداخلة فيما بينها وتُؤثر وتتأثر ببعضها البعض ومعظمها عناصر متغيرة يتم تفاعلها أو بمعطيات مختلفة وترجم محصلتها كعوامل جاذبة أو طاردة رأس المال.

(*) منطقة الهلال الخصيب: سوريا، الأردن، فلسطين، العراق ولبنان.

(1) موقع خريطة العالم Word Map، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.mapsofworld.com>، تم الاطلاع عليه: 2016/02/17، الساعة 14:25.

أولاً: خصائص الاقتصاد العربي

يشهد العالم اتجاهًا متزايداً نحو تكوين التكتلات والتجمعات التي أضحت إحدى السمات المميزة لعالم اليوم، وذلك بُغية التنسيق بين الدول وخلق فرص للتعاون الاقتصادي والتبادل التجاري، ومن هذه التكتلات المنطقة العربية، التي تتميز ببعض الخصائص والسمات التي تتماثل مع بعض خصائص الدول النامية، نظراً لطبيعة الاقتصاد العربي. على الرغم من وجود العديد من الاختلافات، في هذه الخصائص لطبيعة الدول المكونة للمنطقة العربية، إلا أنه يمكن الإشارة إلى أهم الخصائص المشتركة والتي تتمثل فيما يلي:

1- ضعف القدرة التنافسية:

تتميز اقتصاديات المنطقة العربية بضعف القدرة على المنافسة، إلى جانب ضعف مكانتها الاقتصادية العالمية في الوقت الحاضر، إذ تفتقر الدول العربية إلى مقومات المنافسة؛ التي يمكن أن تساعد على تعزيز مكانتها العالمية في المدى القصير. ويُقر خبراء البنك الدولي وصندوق النقد أنّ تحقيق نمو حقيقي في الأجلين المتوسط والطويل، سيتوقف جوهرياً على إدخال إصلاحات هيكلية وسياسية، تُساعد على التخلص من اختناقات التنمية الحالية. وقد أظهر استبيان المنتدى الاقتصادي العالمي لسنة 2014، أنّ البيروقراطية وانعدام كفاءة أجهزة الإدارة الحكومية والفساد وعدم استقرار السياسات الاقتصادية، كانت عوامل مُشتركة سببت عدة مشاكل أعاقَت التنافسية في الدول العربية. وليس من المتوقع أن تنجح هذه الأخيرة في تعزيز مكانتها التنافسية مع استمرار هذه المعوقات والمشكلات، وفوق ذلك فإنّ تحقيق معدلات مرتفعة للتنمية يُعتبر تحدياً رئيسياً من التحديات التي تواجه الاستقرار، وذلك بسبب الارتفاع الحاد في نسب البطالة⁽¹⁾.

2- النظام الاقتصادي المتبع:

تعيش الدول العربية في محيط دولي، مُنقسم من حيث الأنظمة السياسية والاقتصادية إلى نظام رأسمالي ونظام اقتصادي اشتراكي تبنت الدول إحداهما، حيث نجد أنّ معظم دول الخليج العربي اتبعت النظام الرأسمالي الحرّ مثل: السعودية، الإمارات العربية المتحدة، الكويت، البحرين وقطر، بينما اتبعت بعض الدول الأخرى النظام

⁽¹⁾ إبراهيم نوار، التنوع والنيابن: قراءة في بنية الاقتصاد العربي لعام 2014، جزء من دراسة نشرت في مجلة أفاق سياسية، المركز العربي للبحوث والدراسات، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2016/02/10، 20:20، متاح على الموقع الإلكتروني: <http://www.acrseg.org/28478>.

الاشتراكي والذي يعطي للدولة الدور الرئيسي في النشاط الاقتصادي، ورغم ذلك فهي في مراحل متقدمة للتحوّل نحو الاقتصاد الحر.

3- برامج الإصلاح الاقتصادي والهيكلية:

يشمّل الإصلاح الاقتصادي كافة التشريعات والسياسات والإجراءات؛ التي تسهّم في تحرير الاقتصاد الوطني، والتسيير الكفء له وفقاً لآليات السوق، بما يمكنه من الانتعاش والازدهار، وبما يُسهّل تكامله مع الاقتصاديات الإقليمية واندماجه في الاقتصاد العالمي. بينما الإصلاح الهيكلي فيشمّل تعديل الهيكل التنظيمي للقطاع العام والقضاء على التشوهات السعرية، مع إعطاء اهتمام أكبر لقطاع الزراعة، وتشجيع الاستثمار الأجنبي، بالإضافة إلى الإصلاح الإداري والقانوني.

وقد تبنت العديد من الدول العربية برامج الإصلاح الاقتصادي، سواءً تحت إشراف صندوق النقد الدولي والبنك الدولي أو بدونهما، من أجل التغلّب على أهم المشكلات والاختلالات التي تحوّل دون تطورها وازدهارها. إذ حققت بعض الدول العربية نجاحاً ملحوظاً فيما يتعلق بتقليص الاختلالات المالية الداخلية والخارجية، وضبط معدلات التضخم، وتحسين أوضاع ميزان المدفوعات والقيام بالإصلاحات التجارية، حيث تمّ تخفيف وإزالة القيود على الواردات وإصلاح هيكل التعريفية الجمركية؛ بالإضافة إلى إصلاح نظام سعر الصرف وإصلاح النظام المالي والسياسة النقدية. وبالرغم من الآثار الايجابية التي أحدثتها برامج الإصلاح الاقتصادي فإنه لا يمكن تجاهل التكلفة المادية لها، والتي تنجم عنها آثار انكماشية وانخفاض في المداخيل الحقيقية ومستويات الاستهلاك⁽¹⁾.

كما أنّ سياسات الإصلاح الاقتصادي والتكليف الهيكلي تستلزم وقتاً حتى تبدأ نتائجها في الظهور، ومن ثمّ فإنّ الدول العربية تُواجه في البداية الآثار السلبية الأولية لهذه الإصلاحات، ولا تزال أمامها خطوات أخرى حتى تستطيع جني ثمارها الإيجابية في الأمد المتوسط، وبالتحديد زيادة فرص التشغيل والتوظيف من خلال تعبئة الادخار المحلي، وجذب الاستثمار العربي والأجنبي إلى داخل الاقتصاديات العربية⁽²⁾.

⁽¹⁾ عبد الرحمن صبري، معالم سياسات الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر "مواجهة الآثار الاجتماعية للتكيف الهيكلي في الوطن العربي وأمريكا اللاتينية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، مركز دراسات وبحوث الدول النامية، جامعة القاهرة، القاهرة، مصر، 1997، ص: 6.

⁽²⁾ عبد الرحمن صبري، مرجع سبق ذكره، الصفحة نفسها.

4- درجة الانفتاح على الخارج:

تختلف درجة انفتاح اقتصاديات الدول العربية على العالم الخارجي من دولة إلى أخرى، لكن يُمكن القول أنّ عقد التسعينات من القرن العشرين شهد انفتاحاً اقتصادياً عربياً كبيراً، وارتفاعاً في مستواه وفي مُقدمتها العوامة الاقتصادية وتبني برامج إصلاح اقتصادية، كانت تهدف بالدرجة الأولى إلى إزالة العوائق الجمركية في مجال التجارة الخارجية.

كما ساهمت العوامة في ظهور روح المنافسة بين أصحاب الكفاءات، وحلّ العديد من المشكلات الإنسانية كانتشار أسلحة الدمار الشامل، ومشاكل التلوث البيئي، والتهديدات الثورية، وغيرها من المشكلات التي لا بدّ من أن تشترك جميع دول العالم في القضاء عليها.

5- هيكل صادرات وواردات الدول العربية:

تعتمد صادرات الوطن العربي بشكل أساسي على النفط والغاز الطبيعي والمواد الخام، بالإضافة إلى بعض المنتجات الزراعية، أما بالنسبة للواردات فهي تستورد المعدات والأجهزة والكيماويات ووسائل النقل... إلخ، والملاحظ أنّ الحجم الأكبر من واردات الدول العربية يكون من الاسواق الأجنبية خاصة الأوروبية منها واليابان والولايات المتحدة الأمريكية وبعض دول أمريكا الجنوبية كالبرازيل والأرجنتين.

إلا أنّ النفط ليس المنتج الوحيد الذي تُعدّ الدول العربية مصدراً رئيساً له في العالم، فبعض الدول خاصة تلك التي لا تعتمد على النفط ومشتقاته تُركّز على مواد أخرى تتغنى بها وتعتبر هي المصدر الأول لها، فمثلاً تصدّرت تونس أخيراً لائحة الدول المصدّرة لزيت الزيتون في العالم لسنة 2014، كما نجد أيضاً في المراتب الأولى، المغرب التي تعدّ المصدر الأول لمادة الفوسفات في العالم، وتأتي السودان في المركز الأول لتصدير المواشي، في حين تعدّ جزر القمر المصدر الأول لزيت زهرة الإيلنج^(*).

والجدول الموالي يوضح تطور قيمة الصادرات والواردات في الوطن العربي للفترة (2005-2018):

^(*) زهرة الإيلنج (Ylang): أو كما تسمى زهرة الزهور؛ يتم تقطير هذه الزيت من زهور شجرة الإيلنج التي تنمو في المناطق الاستوائية، وتتميز برائحة عطرية ولها فوائد عدة في تهدئة الأعصاب وتحسين المزاج وتخفيف مستويات ضغط الدم والمساعدة على النوم والاسترخاء.

الجدول رقم (2،6): تطور قيمة الصادرات والواردات في الوطن العربي للفترة (2005-2008)

البيان السنة	قيمة الصادرات (مليار دولار أمريكي)	معدل النمو (%)	قيمة الواردات (مليار دولار أمريكي)	معدل النمو (%)
2005	568.97	-	350.165	-
2006	692.465	21,71	400.835	14,47
2007	807.370	16,59	535.342	33,56
2008	1067.801	32,26	705.024	31,70
2009	734.811	31,18-	661.155	6,22-
2010	914.957	24,52	607.526	8,11-
2011	1213.705	32,65	755.342	24,33
2012	1320.380	8,79	813.365	7,68
2013	1312.981	0,56-	860.427	5,79
2014	1250.165	4,78-	930.132	8,10
2015	862.003	31,05-	864.342	7,07-
2016	797.95	7,43-	811.080	6,16-
2017	956.362	19,85	808.824	0,28-
2018	1095.431	14,54	824.589	1,95

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على أعداد مختلفة من التقرير الاقتصادي العربي الموحد (2000-2018)، متوفر

على الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae/ar/jointrep>

يتميّز الوطن العربي بقاعدة اقتصادية ضعيفة التنويع في مجال الصادرات ودليل ذلك، أنّ القطاع النفطي في الدول المصدّرة له يمثل نسبة 50% من الناتج المحلي الإجمالي، كما نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أنّ الصادرات والواردات على صعيد الحركة التجارية العربية عرفت نمواً متذبذباً خلال الفترة (2005-2018)، حيث شهدت الصادرات انخفاضات متتالية خاصة في السنوات الأخيرة أين كانت معدلات النمو سالبة على غرار الواردات. إذ تشير الأرقام إلى أنّ معدلات نمو صادرات الوطن العربي كانت موجبة خلال السنوات 2006-2007-2008 حيث قُدرت بـ (21.7%) و(16.5%) و(32.26%) على التوالي، وترجع هذه الزيادات في حصيلة الصادرات؛ إلى تواصل تأثير ارتفاع أسعار النفط والمعادن والغاز، بالإضافة إلى تحسّن جودة بعض الصادرات السلعية والخدمات ما جعلها تغزو الأسواق الدولية.

أما بالنسبة للواردات فقد أشارت الأرقام إلى أنّ معدلات النمو كانت موجبة لنفس الفترة حيث بلغت (14.47%) و(33.5%) و(31.7%) على التوالي، ويُعزى ذلك إلى تواصل ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي في كافة الدول العربية، وما صاحبه من ارتفاع في واردات السلع الاستثمارية والوسيطة، بالإضافة إلى ارتفاع فاتورة الواردات النفطية إلى الدول العربية المستوددة له.

ثم نلاحظ أنّ قيمة الصادرات انخفضت سنة 2009 بنسبة بلغت (31.18%) مقارنة بسنة 2008، أمّا الواردات فإنّ نموها انخفض مقارنة بالسنوات السابقة بنسبة بلغت (6.22%) و(8.11%) سنة 2010، ويُعزى هذا الانخفاض في قيمة الصادرات والواردات العربية إلى تأثير انخفاض مستويات الطلب العالمي على معظم الصادرات العربية؛ ومن ثم تراجع أسعارها العالمية وعلى رأسها النفط والمعادن والغاز. لتعاود الصادرات الارتفاع من جديد وتصل إلى أعلى قيمة لها سنة 2012 بمقدار 1320 مليون دولار أمريكي.

في حين بلغت الواردات أعلى مستواها بقيمة 930.132 مليون دولار أمريكي سنة 2014، ويرجع ذلك إلى انتعاش معدلات النمو في الاقتصاد العالم، وتراجع تكلفة التمويل في ضوء إتاحة المزيد من الائتمان المصرفي للمصدر والمستورد على السواء. لكنّ قيمة الصادرات تُعاود الانخفاض من جديد خلال الفترة (2013-2016) حيث بلغت أدنى نسبة انخفاض سنة 2015 بما يعادل (31.05%) مقارنة بسنة 2014، في حين انخفضت قيمة الواردات خلال الفترة 2015-2017 وبلغت أدناها سنة 2016 بـ (6.16%)، وهذا راجع إلى ما تشهده منطقتنا العربية منذ أربع سنوات من تحولات وتحديات جذرية في عدد من الدول.

أما سنة 2018 فقد بلغت قيمة الواردات والصادرات ما يقارب 1095.43 و824.58 مليون دولار أمريكي على التوالي، إلا أنّه وبشكل عام لم يتأثر النمو بشكل جذري في غالبية الدول العربية المصدرة للنفط؛ رغم استمرار تراجع الأسعار والعائدات بفضل استمرار الإنفاق الاستثماري القوي، أمّا بقية الدول العربية فقد شهدت أداءً متبايناً، بسبب اختلاف تحركاتها على صعيد تحسين بيئتها الاقتصادية والسياسية في مواجهة التحديات السياسية والاقتصادية.

كخلاصة لما سبق، فإنّ الاقتصاديات العربية تتميز بقصور في الأداء في المرحلة الراهنة، ولا ترقى إمكاناتها المادية والبشرية لما تستوجبه متطلبات المستقبل، كما أنّ عملية إجراء إصلاحات اقتصادية جذرية لمحاولة تغيير الأوضاع القائمة، سيُكلف الكثير وقد يزيد الأمر سوءاً مع مرور الزمن.

وعموماً يمكننا رصد بعض المؤشرات عن الواقع الاقتصادي العربي نلخصها فيما يلي:

- انخفاض معدلات النمو في الدخل القومي وتدهور نصيب الفرد مقارنة بالمؤشرات الدولية؛
- تراجع نصيب الدول العربية في التجارة الدولية، وتركز الصادرات في منتجات أولية مع هامشية نصيب المنتجات ذات القيمة المضافة العالية في الصادرات العربية؛
- تراجع نصيب المنطقة العربية من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، بما في ذلك الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة؛
- الإخفاق في توليد فرص عمل كافية للعمال الجدد في سوق العمل؛ وارتفاع البطالة بمعدلات أعلى من دول نامية أخرى، مع تركيز البطالة بين فئات الشباب؛
- تزايد حدة الفقر في عدة دول عربية، حيث يمس الفقر العاطلين عن العمل ونسبة ملموسة من العاملين.

ثانياً: أوضاع مناخ الاستثمار السائدة في الدول العربية

تكمن أهمية الاستثمار في الوطن العربي في تقليل الفجوة الاقتصادية والاجتماعية داخل حدود الدولة، وذلك بإتباع استراتيجية التوجه الداخلي بالاعتماد على جميع الموارد المحلية، من خلال إحداث تنمية شاملة ومتوازنة تؤدي إلى تقليل حجم الفجوة بين الدول العربية مستقبلاً من جهة؛ وبين الدول المتقدمة الصناعية من جهة أخرى. كما يجب على الدول العربية فيما بينها أن تعتمد على الاستغلال الأمثل لكلّ الامكانيات والموارد المتاحة لديها، وذلك من خلال تخطيط وإدارة سليمين، من أجل اقتصاد متنوع وقوي. إلا أنّ الدول العربية تسودها بعض الأوضاع السياسية والاقتصادية والإدارية والقانونية المعرّقة لجذب الاستثمار، وستتم الإشارة إليها بالتفصيل في النقاط التالية⁽¹⁾⁽²⁾:

1- الأوضاع الاقتصادية:

تتسم الدول العربية ببعض الخصائص الاقتصادية المشتركة، التي ما زالت تعاني منها حتى الآن، كضعف الهياكل الاقتصادية واعتمادها على مصدر أو مصدرين للدخل أي عدم وجود تنوع في الهيكل الإنتاجي،

⁽¹⁾ بالاعتماد على: - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، تقارير لسنوات مختلفة، أبو ظبي، الامارات العربية المتحدة.

- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مقومات الاستثمار في الدول العربية، تقارير أعداد لسنوات مختلفة، الكويت، الكويت.

⁽²⁾ حربي محمد موسى عريقات، مناخ الاستثمار في الوطن العربي: الواقع والعقبات والآفاق المستقبلية، المؤتمر العلمي الخامس لكلية العلوم الإدارية والمالية "نحو مناخ استثماري وأعمال مصرفية إلكترونية" خلال الفترة 4-2007/7/5، جامعة فيلادلفيا، عمان، الأردن، 2007، ص: 8-10.

بالإضافة إلى تفاقم المديونية الخارجية، وزيادة البطالة والفقر، وعدم تحقيق الأمن الغذائي في معظم البلدان، ما أدى إلى التبعية الاقتصادية لهته الدول.

2- الأوضاع السياسية:

يُعتبر الاستقرار السياسيّ عنصراً مهماً من عناصر جذب وتشجيع الاستثمارات المحلية والأجنبية، ونعني به استقرار الأمن الداخلي والخارجي، فالأمن الداخلي يكون مستقراً بدون وجود اضطرابات ومظاهرات...، وذلك من خلال تماسك فئات المجتمع داخل الدولة الواحدة وترابطهم فيما بينهم من جهة وبينهم وبين السلطة من جهة أخرى، أما الأمن الخارجي فيستقر بعدم وجود مشاكل مع الدول المجاورة.

من خلال الواقع السياسي العام في الدول العربية؛ فإنّ البعض منها ينعم بالاستقرار السياسي ما يُعتبر دعامةً قويةً لها من أجل جذب وتشجيع الاستثمارات، أما البعض الآخر فما يزال يعاني من عدم الاستقرار الداخلي والخارجي ما يُؤثر على مناخ الاستثمار فيها، ويؤدي إلى هروب رؤوس الأموال والكفاءات للخارج. كما أنّ القوى الخارجية لعبت وتلعب دوراً كبيراً في زعزعة الأمن الداخلي والخارجي في العديد من الدول العربية، ممّا أثر ويؤثر على مسيرة التنمية الاقتصادية والاجتماعية، خاصة بعد الاحتلال الأمريكي للعراق وتبعياته على الدول العربية الأخرى، بالإضافة إلى عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي في كلّ من فلسطين، وسوريا، واليمن، وتونس ومصر وليبيا.

3- الأوضاع الإدارية:

ما زالت بعض الدول العربية تُعاني من مشاكل إدارية عدّة يمكن إيجازها في النقاط التالية:

- أ- البيروقراطية وطول الإجراءات في إنجاز المعاملات الاقتصادية؛
- ب- نقصُ الخبرات والكوادر الفنية المتخصصة؛
- ج- قلة القيادات الإدارية ذات المهارة اللازمة في إدارة المشاريع الاستثمارية؛
- د- عدم وجود أنظمة معلومات متطورة؛
- هـ- عدم دقة البيانات والمعلومات وغياب الشفافية؛
- و- عدم التركيز على التدريب لصقل وزيادة قدرات الموظف في العمل؛

- ز- انعدام التطوير والتحديث في الأجهزة الإدارية؛
ح- التعيين لا يتم حسب الكفاءة والمقدرة وإنما حسب الطائفية والحزبية والمحسوبية (الواسطة)؛
ط- عدم توفر فرص استثمارية جاهزة وخرائط استثمارية مُعدة على أُسس علمية؛
ي- عدم القيام بدراسات الجدوى الاقتصادية لمعظم المشاريع.

4- الأوضاع القانونية:

وتتمثل الأوضاع السائدة في غالبية الدول العربية في:

- أ- عدم استقرار القوانين والتشريعات خاصة في مجال الاستثمار بشكل عام، ما أدى إلى زعزعة الثقة لدى المستثمر وعزوف الاستثمار الأجنبي؛
ب- تضارب بعض البنود في القوانين الخاصة ببعض الدول العربية؛
ج- عدم مُسايرة بعض القوانين لبعض الدول العربية مع التطورات والأوضاع والمستجدات الحاصلة في العالم؛
د- عدم وضوح وغموض بعض القوانين والنصوص التشريعية في بعض الدول العربية، والاعتماد على الاجتهادات في التفسير.

الفرع الثاني: تحليل واقع المناخ الاستثماري في الدول العربية

يقيس المؤشر المركب لمناخ الاستثمار درجة التحسّن أو التراجع في مناخ الاستثمار، ويستند إلى أساس البيئة الاقتصادية المستقرة والجاذبة للاستثمار⁽¹⁾. ويشمل المؤشر المركب ثلاث مؤشرات هي: السياسات المالية، والسياسات النقدية والمعاملات الخارجية، ويتم قياسه حسابياً على أساس متوسط هذه المؤشرات، أما فيما يتعلق بالتطورات النوعية المتعدّدة التي تُؤثر في مجمل المناخ مثل درجة الاستقرار السياسي والتطورات التشريعية والمؤسسات، وتنمية الموارد البشرية، فهو لا يعكسها حيث يحتاج في تقديرها إلى ترقية الأسلوب لقياس كفاءة وفعالية هذه النُظم. وعليه يتكون المؤشر المركب الحالي من المؤشرات الفرعية الآتية⁽²⁾:

(1) محمود علي الشرقاوي، النمو الاقتصادي وتحديات الواقع، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2016، ص: 146-147.

(2) محمود علي الشرقاوي، مرجع سبق ذكره، ص: 147.

- مؤشر العجز في الميزانية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي: ويستخدم لتلخيص وتطوير السياسة المالية في سعيها نحو تأسيس التوازن الداخلي للاقتصاد؛
- مؤشر العجز في الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي: ويستخدم لتلخيص تطورات سياسة سعر الصرف في سعيها نحو تأسيس التوازن الخارجي للاقتصاد؛
- مؤشر معدل التضخم: ويستخدم لتلخيص تطورات السياسة النقدية في سعيها نحو تدعيم استقرار التوازن الداخلي للاقتصاد.

وقد تمّ اتباع منهجية جديدة لحساب المؤشر سنة 2012 بعد استحداث المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، لأول مرة مؤشر ضمان لجاذبية الاستثمار^(*) حيث تمّ الاعتماد على مقارنة جديدة لرصد التميز والتقدم التكنولوجي، فأصبح يتضمّن ثلاث مجموعات هي (المتطلبات الأساسية، العوامل الكامنة والخارجية)، والتي يندرج تحتها 11 فرعاً تتفرع بدورها إلى 58 متغيراً كمياً. فضلاً عن تراجع عدد الدول من 111 إلى 109 دولة وتراجع عدد الدول العربية مع استبعاد ليبيا وسوريا ضمن المؤشر. والجدول الموالي يُمثل تطور ثلاث متغيرات هي المؤشر المركب لمناخ الاستثمار ومعدل التضخم ومعدل النمو الحقيقي للدول العربية خلال الفترة (2000-2018).

الجدول رقم (2،7): تطور المؤشر المركب لمناخ الاستثمار ومعدل التضخم ومعدل النمو الحقيقي في الوطن العربي خلال الفترة (2000-2018)

السنوات	المؤشر المركب	معدل التضخم	% التغير	معدل النمو الحقيقي	% التغير
2000	1,20	2,1	-	5,05	-
2001	0,70	2,56	21,9	2,92	-42,18
2002	0,90	2,94	14,8	3,81	30,48
2003	1,01	4,29	45,9	6,87	80,31
2004	1,08	5,41	26,1	5,80	-15,57
2005	0,91	6,05	11,8	5,35	-7,76
2006	1,49	7,48	23,6	5,68	6,17

^(*) مؤشر ضمان لجاذبية الاستثمار: ينطلق بناء المؤشر من تعريف الجاذبية الدولية على أنها قدرة البلد في فترة زمنية محددة على جذب المشاريع الاستثمارية، في مجالات متعددة واستقطاب عناصر الإنتاج المتنقلة من شركات ورؤوس أموال وخبرات في مختلف الميادين.

-1,23	5,61	7,6	8,05	0,93	2007
-9,27	5,09	21,7	9,8	1,05	2008
-48,92	2,6	-67,6	3,18	0,70	2009
65,38	4,3	41,8	4,51	غير متوفر	2010(*)
-27,91	3,10	39,9	6,31	غير متوفر	2011
3,23	3,20	-4,1	6,05	غير متوفر	2012
-3,13	3,1	-13,7	5,22	28	2013
-29,03	2,2	-4,6	4,98	40,3	2014
45,45	3,2	-7,6	4,6	40,4	2015(**)
9,37	3,5	8,7	5,0	41,2	2016
62,85	1,3	0,18	5,9	41,6	2017
115,38	2,8	93,22	11,4	غير متوفر	2018

(*) : اعتماد منهجية جديدة لحساب المؤشر المركب. (**): استبعاد ليبيا وسوريا.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: تقارير مناخ الاستثمار في الدول العربية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار للفترة 2000-2018، <http://dhaman.net/ar/research-studies/all-investment-climate-reports/>

موقع صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2018، <https://www.amf.org.ae/ar/jointrep>

ويتم الحكم على التطورات في مناخ الاستثمار من خلال تحديد قيمة المؤشر على ثلاث مستويات:

- فإذا كان أقل من واحد (>1): فهو يشير إلى عدم وجود تحسن في مناخ الاستثمار؛

- من واحد إلى اثنان (1-2): تشير إلى وجود تحسن في مناخ الاستثمار؛

- أكبر من اثنان (<2): يشير إلى وجود تحسن كبير في مناخ الاستثمار.

يمكن تحليل الجدول أعلاه وتبيان اتجاهات التحسن والتراجع في الدول العربية وفق المؤشر المركب لمناخ

الاستثمار، ومعدل التضخم، ومعدل النمو الحقيقي:

أولاً: المؤشر المركب لمناخ الاستثمار

انطلاقاً من بيانات الجدول أعلاه، نلاحظ أنّ المؤشر المركب متذبذبٌ خلال فترة الدراسة، إذ بلغ (0,9) سنة 2003 مقابل (0,7) سنة 2001، وهذا يُعزى إلى ارتفاع الإيرادات نتيجة تحسّن أسعار النفط سنة 2002، وانعكاس ذلك على الإيرادات العامة خاصة للدول المنتجة للنفط، بالإضافة إلى تعمّق تطبيق سياسات الإصلاحات الاقتصادية والهيكلية التي تقوم بها الدول العربية. ثمّ يرتفع المؤشر المركب سنة 2004 إلى (1,08) نقطة مقارنة مع (1,01) عام 2003، ممّا يعني استمراراً في اتجاه تحسن مناخ الاستثمار، إلا أنّه لم يصل بعدُ إلى مستواه السابق سنة 2000 بـ (1,2) نقطة.

بعد ذلك بلغ المؤشر ذروته سنة 2006 بمقدار (1,49) مقارنة بـ (0,91) نقطة سنة 2005، وهذا بسبب تحسّن كافة المؤشرات الفرعية المكونة للمؤشر المركب، بما فيها مؤشر سياسة التوازن الخارجي والتوازن الداخلي ومعدل التضخم. وفي خضم الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 بلغ المؤشر (1,05) نتيجة لتحسّن مؤشرات الفرعية، أما للسنة الموالية فتشير بيانات الجدول إلى تراجع المؤشر المركب لمناخ الاستثمار عام 2009 حيث سجل (0,70) نقطة مقارنة بسنة 2008، ويرجع ذلك إلى انخفاض مؤشري التوازن الداخلي والخارجي المكونة للمؤشر المركب بشكل ملحوظ، كنتيجة لتأثير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

وباعتماد المنهجية الجديدة كما يُشير الجدول أعلاه سنة 2010، فقد بلغ المؤشر العام لجاذبية الاستثمار سنة 2013 إلى قيمة بلغت (28) نقطة، ومقارنة بمؤشر سنة 2014 فقد ارتفعت قيمة المؤشر في الدول العربية بقيمة (40,3) كمحصلة لتحسّن أداء دول مجلس التعاون الخليجي، وتراجع أداء بقية المجموعات بقيمة ضئيلة، ترتفع قيمته سنة 2015 بنسبة 0,01% وسنة 2016 يبلغ (41,2) على التوالي، ومقارنة بسنة 2016 ترتفع جاذبية الدول العربية للاستثمار بدرجة طفيفة سنة 2017 وتصل إلى (41,6) نقطة نتيجة لارتفاع قيمة عناصر المؤشر في هته الدول.

تُشير نتائج المؤشر المركب لجاذبية الاستثمار لسنة 2017 إلى أنّ مجموعة الدول العربية استقرت في المرتبة الرابعة عالمياً، حيث تحسنت بدرجة طفيفة جاذبيتها للاستثمار الأجنبي المباشر؛ إذ أوضحت النتائج أنّ دول الخليج (السعودية، الإمارات، الكويت، قطر، سلطنة عمان والبحرين) تصدرت بشكل عام الأداء وارتفع أدائها بشكل طفيف مُقارنة بسنة 2016، كما حلّت دول المشرق العربي (مصر- لبنان-الأردن) في المرتبة الثانية عربياً

مع ارتفاع أداؤها، بينما جاءت دول المغرب العربي (تونس- الجزائر - المغرب) في المرتبة الثالثة عربيًا بأداء منخفض.

ثانياً: معدل التضخم

فيما يتعلّق بمعدلات التضخم معبراً عنها بالرقم القياسي لأسعار المستهلك، فقد كانت قيمها متفاوتة بالنسبة للدول العربية خلال الفترة (2000-2018)، حيث بلغ المعدل (2,1) سنة 2000؛ بقي في ارتفاع مستمر حتى سنة 2008، حيث بلغ الذروة بمعدل قُدِّر بـ (9,8) إذ بلغ معدل النمو 21,74% مقارنة بسنة 2007، يتراجع بعدها معدل التضخم بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية، وينخفض إلى معدل (3,18) سنة 2009؛ أي بنسبة قدرها 67,6%، ثمّ يستعيد الاقتصاد العربي عافيته بارتفاع معدلات التضخم خلال السنوات 2010 و 2011 إذ بلغ (4,51) و(6,31) على التوالي، وهذا عائد إلى ارتفاع أسعار الأغذية وزيادة تكلفة استيراد المواد الغذائية، وزيادة الطلب المحلي في العديد من الدول العربية بالإضافة إلى ارتفاع أسعار النفط العالمية.

ليعاود التراجع سنتي 2012 و 2013 بنسبة بلغت 6,05% و 5,22% على التوالي، وذلك بسبب تطورات أزمة الديون السيادية الأوروبية، حيث شهدت الفترة تباطؤ نمو معدلات الطلب العالمي ودخول عدد متزايد من الاقتصاديات في ركود اقتصادي، وما تبع ذلك من انتهاج سياسات للتشفير المالي، ممّا أدى إلى ارتفاع مستويات البطالة ومن ثم تنامي الضغوط السلبية على الأجور، وهو ما حدّ في مجمله من الضغوط التضخمية، بعد ذلك ينخفض بشكل طفيف بالنسبة للدول العربية ليبلغ 4,6% عام 2015، مقارنة بمعدل بلغ 4,98% عام 2014، وذلك انعكاساً لتراجع أسعار السلع الرئيسية في العالم، وخصوصاً الوقود (النفط الخام والغاز الطبيعي والفحم) بمعدل 46,4% والمعادن بنسبة 22,3%، إضافةً إلى تزايد الضغوط التضخمية في الدول المصدّرة للنفط خاصة ليبيا، ما سبب نقص السلع واستنزاف الاحتياطيات الأجنبية بوتيرة متسارعة وانخفاض قيمة الدينار الليبي.

ويُعزى الارتفاع في معدلات التضخم في بعض الدول العربية إلى ارتفاع أسعار المطاعم والفنادق وخدمات التعليم في الكويت مثلاً، وإلى ارتفاع أسعار المساكن في الإمارات وتراجع قيمة الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي؛ ما دفع بأسعار بعض المنتجات السلعية إلى الارتفاع بالنسبة لمصر، أما في الجزائر فيرجع ارتفاع معدل

التضخم كمُحصلة للضغط على سعر الصرف الجزائري مع تراجع المتحصلات من النقد الأجنبي، نتيجة لانخفاض أسعار النفط سنة 2014⁽¹⁾.

أما بالنسبة للسنوات الموالية فقد أشار تقرير صندوق النقد العربي لسنة 2017 أنّ مستويات التضخم في معظم الدول العربية مالت إلى الارتفاع حيث بلغ 5,9% مع زيادة أسعار السلع، بينما ارتفع معدل التضخم حسب توقعات صندوق النقد العربي إلى 11,4% سنة 2018، لعدة أسباب أهمها زيادة الضرائب واتجاه الحكومة نحو برامج خفض الدعم. ووفق المسح لمعدت التضخم في 13 دولة عربية، جاءت الارتفاعات ما بين قياسية وحادة وطفيفة في 11 دولة، وتصدّرت السودان القائمة بعد أن زحف معدل التضخم بنحو 33,5%، فيما سجلت البحرين أدنى معدل بنسبة 0,4%، بينما انخفض معدل التضخم في الجزائر بنسبة 7%، فيما تراجع في السعودية بنسبة 0,1%.

ويمكن القول أنّ معدل التضخم يعكس تحركات الأسعار، ويرصد معدلات الغلاء في الأسواق المختلفة، إذ يتأثر بمجموعة من العوامل المحلية كاتخاذ بعض الإجراءات لترشيد الدعم، وتطبيق ضريبة القيمة المضافة، إضافةً إلى احتمال صدور ضرائب أخرى جديدة مثل الضريبة الانتقائية، بالإضافة إلى أنّ هناك بعض العوامل الخارجية المؤثرة في مستويات التضخم، كتوقّع ارتفاع أسعار للنفط مع الإجراءات المتخذة لخفض الإنتاج، فضلاً عن استمرار صعود قيمة الدولار، وأثره في خفض قيمة الواردات السلعية في بعض الدول التي تتبنى نظام ثابت للصرف.

ثالثاً: معدلات النمو الحقيقي

في حين كانت معدلات النمو الحقيقي متفاوتة النسب خلال الفترة (2000-2018)، على الرغم من تّبني مجموعة الدول العربية عدّة برامج إصلاحية اقتصادية خاصة في السنوات الأخيرة، حيث بلغت أقصى مستوى لها سنة 2003 بـ 6,87%، لتتخفّف في السنوات الموالية وتصل إلى 2,6% سنة 2009 بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية، يرتفع سنة 2010 إلى 4,3% بنسبة تعادل 65,4% مقارنة بسنة 2009 ثم ينخفض بعد ذلك، بسبب الهبوط الحاد في أسعار النفط وأحداث الربيع العربي في كلّ من سوريا وليبيا والعراق التي أثرت على وتيرة النمو في المجموعة، إذ يتراجع معدل النمو إلى 3,1% و 2,2% سنتي 2013 و 2014 على التوالي.

⁽¹⁾ تقرير تنافسية الاقتصاديات العربية، صندوق النقد العربي، جامعة الدول العربية، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، العدد 2، 2017، ص: 12.

وفي تطور إيجابي يعكس جهود الحكومات العربية في الدول العربية خاصة المستوردة والمصدرة للنفط على حدٍ سواء، وفي ظل انخفاض أسعار النفط وتراجع الاحتياطات الأجنبية وتنامي عدد النازحين، يرتفع متوسط النمو الاقتصادي في المنطقة العربية إلى حوالي 3,5% و1,3% سنة 2016 و2017 على التوالي بنسبة تغير قُدرت بـ 9,37% و62,8% مقارنة بالسنة التي تسبقها.

أما سنة 2018 فقد شهد أداء الاقتصادات العربية تحسناً بلغ فيه معدل النمو 2,8%، وهذا يرجع إلى ارتفاع مستويات الطلب الخارجي، وإلى الزيادة المسجلة في أسعار النفط العالمية، وانعكاس الآثار الإيجابية لبرامج الإصلاح الاقتصادي التي يجري تنفيذها في عدة دول.

الفرع الثالث: تطور المشاريع الاستثمارية الأجنبية الواردة إلى الدول العربية من دول العالم خلال الفترة (2018-2003)

استناداً إلى قاعدة بيانات أسواق الاستثمار الأجنبي المباشر والتي يُعدها (Financial Times) (*)، والتي تعمل على تغطية مجمل المشاريع الاستثمارية الأجنبية المباشرة الجديدة في جميع أنحاء العام بداية من سنة 2003، فقد تقدّم في التقرير الخاص بمناخ الاستثمار لسنة 2018 وبالبيانات الخاصة بالدول العربية، أنّ قيمة التكلفة الإجمالية لمشروعات الاستثمارات الأجنبية العربية البينية للفترة (2018-2003) بلغت 1204 مليار دولار أمريكي، والجدول الموالي يُشير إلى تطور المشاريع الاستثمارية الأجنبية الجديدة الواردة إلى الدول العربية من مختلف دول العالم لهذه الفترة.

(*) قاعدة بيانات أسواق الاستثمار الأجنبي المباشر **FDI Markets**: هي قاعدة البيانات الإلكترونية الأكثر شمولاً للاستثمارات المتضاربة عبر الحدود المتاحة، وهي خدمة من "فاينانشيال تايمز" وتغطي جميع البلدان والقطاعات في جميع أنحاء العالم.

الجدول رقم (8،2): تطور المشاريع الاستثمارية الأجنبية الجديدة الواردة إلى الدول العربية من دول العالم للفترة (2003-2018)

عدد الشركات المستثمرة	عدد الوظائف		التكلفة (مليون دولار)		عدد المشروعات		السنوات
	% من العالم	القيمة	% من العالم	القيمة	% من العالم	القيمة	
394	3,6	72 202	6,5	47 040	4,8	460	2003
363	3,5	67 924	8,9	58 171	4,2	436	2004
513	6,2	123 784	12,2	77 548	5,9	641	2005
635	7,0	178 961	13,9	113 704	6,6	849	2006
615	4,3	117 070	6,4	55 910	5,0	719	2007
988	8,0	290 162	12,2	171 751	7,0	1 325	2008
892	6,3	166 076	10,4	110 886	6,8	1 159	2009
797	5,3	139 175	6,8	63 348	5,6	1 045	2010
873	4,6	126 053	6,3	61 179	5,7	1 168	2011
764	5,2	115 936	6,3	47 219	5,7	1 074	2012
724	4,1	102 035	6,1	57 705	4,6	954	2013
644	4,4	109 345	7,4	63 330	4,2	818	2014
610	3,9	95 596	5,0	43 864	4,2	769	2015
616	4,5	115 065	10,2	93 949	4,3	773	2016
635	4,0	94 422	8,7	68 725	4,3	820	2017
701	4,6	134 211	7,7	83 458	4,2	876	2018

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: تقرير قاعدة بيانات "أسواق الاستثمار الأجنبي المباشر" FDI Markets، وتقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية الصادرة عن المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات للفترة (2003-2018) الكويت.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أنّ قيمة الاستثمارية الأجنبية الجديدة الواردة إلى الدول العربية وعدد المشروعات وعدد الشركات المستثمرة فيها متذبذبة خلال الفترة (2003-2018)، حيث كان عدد المشاريع المستثمرة للفترة الأولى ما بين 2003 وحتى سنة 2008 متزايداً، فقد بلغ 460 مشروعاً سنة 2003 ليرتفع سنة 2008 إلى 1325 مشروعاً، ومرّد هذا الارتفاع إلى عدة أسباب يأتي على رأسها ارتفاع تدفقات الاستثمارات العربية المرخص لها خلال الفترة.

وقد أرجع تقرير سنة 2007 أهم دوافع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، إلى تواصل ارتفاع أسعار النفط والغاز والمعادن والسلع الأساسية، زيادة قيمة عمليات الاندماج والتملك عبر الحدود وخاصة في الدول النامية والاقتصادات الانتقالية، استمرار التوسع الخارجي لأكبر الشركات عبر الوطنية، تحسّن بيئة الأعمال ومناخ الاستثمار حول العالم، ظهور صناديق الثروة السيادية كجهات فاعلة جديدة، وتواصل ارتفاع العائد على مشاريع الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث مثّلت الأرباح المعاد استثمارها ما نسبته 30% من الإجمالي العالمي الوارد وخاصة في الشركات الأجنبية التابعة العاملة في الدول النامية.

ثم ينخفض عدد المشاريع المستثمرة للفترة التي تليها حتى سنة 2016، بسبب الانخفاض الكبير في أرصدة الاستثمارات في العديد من الدول كتونس، الجزائر، مصر، العراق، وقطر، كما يرجع الأمر إلى أحداث الربيع العربي التي شهدتها المنطقة منذ نهاية سنة 2010، حيث بلغ متوسط حصّة الدول العربية من الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد خلال الفترة (2000-2015) نسبة 3.5% فقط. في حين بلغت قيمة الاستثمارات سنة 2017 و2018 مبلغ 68 725 مليون و83 458 مليون دولار أمريكي على التوالي، كما نذكر أنّ الاستثمار في الدول العربية يتميّز بالتركّز في عدد محدود من الدول، حيث تستحوذ السعودية والإمارات وحدهما على النسبة الكبيرة من أرصدة الاستثمارات الأجنبية الواردة للمنطقة فهي وحدها تستحوذ على 41%.

✓ كخلاصة، يجب على الدول العربيّة سواءً الغنية منها أو الأقل دخلاً أن تعمل على تعزيز جاذبيتها للاستثمارات الأجنبية ومواجهة تحديات النمو الاقتصادي وتوفير فرص العمل، وتحقيق التنمية الشاملة، وذلك من خلال الاندماج في الأسواق العالمية، وإنشاء وتوسيع المدن الصناعية والتكنولوجية، وإعادة هيكلة الموارد البشرية ونقل وتوطين التكنولوجيا وسبل الإدارة والتسويق الحديثة، بالإضافة إلى قيام الحكومات بمراجعة جاذبية استثمارات بلدانها في ظل التغيرات الحاصلة في العالم.

المبحث الثاني: النشأة والإطار التشريعي والتنظيمي للأسواق المالية العربية (السوق المالية السعودية وبورصة عمان)

تُعتبر معظم الأسواق المالية العربية حديثة النشأة، فلم تظهر إلى الوجود إلا في بداية التسعينات من القرن الماضي- باستثناء بورصة مصر-، وقد شهدت الدول العربية في الآونة الأخيرة موجةً واسعةً من التطورات تمّ فيها إنشاء مجموعة من البورصات والأسواق المالية التي شملت أغلب الدول العربية. يهدف هذا المبحث إلى التعريف بأهم الأسواق المالية العربية من حيث نشأتها وأهدافها، تسليط الضوء على كلٍّ من السوق المالية السعودية وبورصة عمان عينة الدراسة، من خلال نشأتها وأهم المراحل التي مرّت بها، والتطرق إلى إطارها التشريعي والتنظيمي.

المطلب الأول: السوق المالية السعودية Saudi Stock Exchange

تُعتبر البورصة السعودية (تداول-Tadawul) أكبر البورصات في المنطقة العربية ومنطقة الخليج من حيث القيمة السوقية، وهي البورصة الوحيدة في المملكة العربية السعودية، كما أنها مصنفة في المرتبة 20 عالمياً من حيث السيولة المتداولة والمرتبة الثانية عالمياً فيما يخص حوكمة المساهمين سنة 2018، كما تمّ إدراج سوق الأسهم السعودي ضمن مؤشر الأسواق الناشئة (MSCI) تحت إشراف مؤسسة التمويل الدولية (IFC) ⁽¹⁾. وتعتبر هذا الخطوة اعترافاً بأهمية سوق الأسهم السعودية ومكانته، وقد بلغ عدد الشركات المدرجة بها 190 شركة سنة 2018 موزعة على (20) عشرين قطاعاً*، أكبر قطاعاتها قطاع البتروكيماويات (الطاقة) وقطاع التأمين. ومن خلال هذا المطلب سنحاول إعطاء نظرة شاملة حول هذه البورصة من خلال نبذة تاريخية ونشأتها، إطارها التشريعي والتنظيمي.

الفرع الأول: نشأة السوق ومراحل تطوره

سيتم في هذه النقطة التطرق إلى نشأة السوق المالي السعودي ومراحل تطوره.

(1) موقع اتحاد المصارف العربية، أكبر بورصات العالم من حيث السيولة: السوق السعودية، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://uabonline.org/ar> تم الاطلاع عليه بتاريخ 2016/03/9، الساعة: 21:54.

(*) قطاعات السوق: تتمثل في قطاع الطاقة، المواد الأساسية، السلع الرأسمالية، الخدمات التجارية والمهنية، النقل، السلع طويلة الأجل، الخدمات الاستهلاكية، الإعلام والترفيه، تجزئة السلع الكمالية، تجزئة الأغذية، إنتاج الأغذية، الرعاية الصحية، الأدوية، الاستثمار والتمويل، إدارة وتطوير العقارات، التأمين، الصناديق العقارية المتداولة، البنوك، الاتصالات وقطاع المرافق العامة.

أولاً: نشأة السوق المالية السعودية

يعود تاريخ إنشاء الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية إلى الثلاثينيات، حيث تم تأسيس أول شركة مساهمة سعودية سنة 1934م وهي الشركة العربية للسيارات، وسنة 1954م تم تأسيس شركة الإسمنت العربية؛ ثم تبعتها ثلاث شركات كهرباء. حيث وبحلول عام 1975م كان هناك نحو 14 شركة مساهمة، لتتابع بعد ذلك تأسيس العديد من الشركات والبنوك المساهمة مواكبةً للاحتياجات الأولية للتنمية الاقتصادية خاصة في السبعينات⁽¹⁾.

وقد كانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة أنشطة السوق حتى تم تأسيس هيئة السوق المالي سنة 2003، والتي تُعد الهيئة الوحيدة التي تقوم بالإشراف على تنظيم ومراقبة السوق المالية، من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان الكفاءة والعدالة في السوق. في سنة 2007 وافق مجلس الوزراء السعودي في الجلسة المنعقدة يوم الإثنين 19 مارس 2007، برئاسة خادم الحرمين الشريفين الملك عبد الله بن عبد العزيز على تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم "شركة السوق المالية السعودية (تداول)"، ويأتي هذا القرار تنفيذاً للمادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة⁽²⁾.

ثانياً: مراحل تطور السوق المالية السعودية

ظلت السوق المالية السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينات، عندما باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظم للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك، إذ تم سنة 1984 تشكيل لجنة وزارية من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي السعودي بهدف تنظيم وتطوير السوق. وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق، حتى تأسست هيئة السوق المالية بتاريخ 31 جويلية 2003، بموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30)، التي تُشرف على تنظيم ومراقبة

⁽¹⁾ موقع السوق المالية السعودية (تداول)، نبذة عن السوق، متوفر على الموقع الإلكتروني:

http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/c0/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3g_A-ewIE8TIwODYFMDA08Tn7AQZx93YwN3I_3gxCL9gmXHRQCI_IsB، تم الاطلاع بتاريخ: 2016/3/9، 19:39.

⁽²⁾ موقع السوق المالية السعودية (تداول)، مرجع سبق ذكره.

السوق المالية من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق⁽¹⁾.

وقد مرت السوق المالية السعودية بعدة مراحل نلخص خصائصها فيما يلي⁽²⁾:

1. المرحلة الأولى: مرحلة البداية (1954-أوائل الثمانينات):

تمثلت خصائص هذه المرحلة في:

2. يُبلوغ عدد شركات المساهمة خلال فترة (1954-1975) أربعة عشرة (14) شركة برأسمال بلغ 1.7 مليون

ريال سعودي؛

أ- تداول مُعظم الأسهم كان يتمّ عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة حتى نهاية السبعينات؛

ب- ازدهار عمليات بيع وشراء الأسهم مع زيادة موارد الدولة في منتصف السبعينات، مما أدى إلى زيادة كبيرة في عدد مكاتب الوساطة؛

ج- ارتفاع حجم التداول مع بداية عقد الثمانينات وبلوغ أسعار الأسهم مستويات عالية.

3. المرحلة الثانية: التنظيم (أوائل الثمانينات-2003)

من أهم خصائص هذه المرحلة نذكر:

أ- تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم سنة 1983؛

ب- صدور مرسوم ملكي سنة 1983 بإنشاء لجنة رقابية وزارية على سوق الأسهم؛ وعليه فقد تشكّل هيكل سوق المالية السعودية أي البورصة؛

ج- إصدار مؤسسة النقد سنة 1984 تعميمًا يوضّح أسلوب تداول الأسهم، ومن أهم ما صدر فيه:

- تشكيل لجنة للإشراف على تداول الأسهم من ثلاث جهات حكومية هي المالية، التجارة ومؤسسة النقد؛

- إدارة الرقابة على الأسهم في مؤسسة النقد العربي السعودي، والتحقّق من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية

التداول والإشراف على كافة عمليات تداول الأسهم؛

⁽¹⁾ موقع السوق المالية السعودية (تداول)، نبذة عن السوق، مرجع سبق ذكره، متوفر على الموقع

الإلكتروني: http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/c0/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3g_A-

⁽²⁾ ewIE8TIwODYFMDA08Tn7AQZx93YwN3I_3gxCL9gmXHRQCI_IsB، تم الاطلاع عليه: 2016/03/9، الساعة: 19:40

⁽²⁾ رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص: 213-214.

- إعطاء مهمة الإشراف اليومية إلى قسم خاص ينشأ في مؤسسة النقد؛
- اقتصار نشاط الوساطة على البنوك التجارية وشركة الراجحي المصرفية؛
- لا تتم نقل ملكية الأسهم إلا بعد دفع القيمة الكاملة.
- د- بداية العمل بأول نظام الكتروني متكامل في العالم سنة 1990؛
- هـ- إطلاق نظام وجيل جديد للتداول في أكتوبر 2001 سُمي باسم "تداول".

4. المرحلة الثالثة: نظام السوق المالية (2003-إلى حد الآن)

تأسست هيئة السوق المالية بموجب " نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 31 جويلية 2003، وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري؛ ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء⁽¹⁾. وتتولى الهيئة الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية، بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق وزيادة الثقة فيه، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية⁽²⁾. أما من يُدير الهيئة فهو مجلس مُكون من خمسة أعضاء متفرعين يتم تعيينهم بأمر ملكي كل خمس سنوات؛ ويمكن التجديد لكل أو بعض أعضائه لمرة واحدة فقط.

الفرع الثاني: أهداف السوق المالية السعودية

تتمثل الأهداف الرئيسية للسوق المالية السعودية (تداول) فيما يلي⁽³⁾:

أولاً: إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وتقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية: من خلال:

1. إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية؛
2. ضمان كفاءة وجودة وعدالة السوق؛
3. دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين؛

(1) موقع هيئة السوق المالية، تعريف بالهيئة، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://cma.org.sa/AboutCMA/Pages/AboutCMA.aspx>، تم الاطلاع بتاريخ: 2017/10/10، الساعة: 16:57.

(2) موقع GulfBase.com، السوق المالية السعودية، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.gulfbase.com/ar/gcc/index/1?t=3>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2016/03/9، الساعة: 21:54.

(3) موقع السوق المالية السعودية (تداول)، نبذة عن السوق، متوفر على الموقع الإلكتروني: http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/c0/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3g_A-ewIE8TIwODYFMDA08Tn7AQZx93YwN3I_3gxCL9gmXHRQCI_IsB، تم الاطلاع عليه: 2016/03/9، الساعة: 19:40.

4. تقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية لعملائنا (الوسطاء، المستثمرين، المصدرين، مزودي خدمات البيانات، وغيرهم) وتطوير إمكانيات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية.

ثانياً: تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية: من خلال:

1. توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم؛
2. تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكارية؛
3. تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق؛
4. تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق؛
5. تحقيق عوائد مالية مجزئة للمنشأة ومساهميها.

كما تتمثل مهام هيئة السوق المالية السعودية في⁽¹⁾:

- أ- تنظيم السوق المالية وتنمية وتطوير أساليب الأجهزة؛ والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية؛
- ب- حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة التي تنطوي على الاحتيال أو الخداع، أو الغش، أو التلاعب، أو التداول بناءً على معلومات داخلية؛
- ج- العمل على تحقيق العدالة، والكفاءة والشفافية في معاملات الأوراق المالية؛
- د- تطوير الضوابط التي تُحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية؛
- هـ- تطوير وتنظيم ومراقبة إصدار وتداول الأوراق المالية؛
- و- تنظيم ومراقبة أنشطة الجهات الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية؛
- ز- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها؛
- ح- تنظيم التفويض وطلبات الشراء وعروض الأسهم العامة.

الفرع الثالث: شروط عمليات الإدراج والإطار التنظيمي للسوق

للعمل على وجود سوق منظمة وعادلة وتعمل بشفافية، وتواكب التطورات الراهنة في الأسواق المالية الدولية الأخرى صدر نظام السوق المالية، وصيغت مواد النظام بهدف تنظيم السوق المالي السعودي وتطويره، وتنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبة تداولاتها، إضافةً إلى حماية المواطنين والمستثمرين من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة. ولهذا سوف تُسلط الضوء في هذه النقطة على شروط عمليات الإدراج والإطار التنظيمي للسوق.

(1) موقع GulfBase.com، مرجع سبق ذكره، <http://www.gulfbase.com/ar/gcc/index/1?t=3>

أولاً: شروط عمليات الإدراج

قامت السوق سنة 1984 بإنشاء الشركة السعودية لتسجيل الأسهم^(*) من قبل البنوك المحلية، التي تشرف عليها مؤسسة النقد العربي السعودي، حيث تتولى هذه الشركة حالياً إدارة سجلات مساهمي معظم شركات المساهمة، إضافةً إلى قيامها بكافة العمليات المساندة للتسويات؛ ونقل وتسجيل الملكية للمعاملات التي يتم تنفيذها بالنظام الآلي، فكان ذلك بمثابة بدء مرحلة جديدة نحو وضع تنظيم مُحَدِّدٍ لعملية تداول الأسهم إلكترونياً.

أما فيما يتعلق بالشروط ومتطلبات الإدراج فهي⁽¹⁾:

أ- أن تكون شركة مساهمة عامة وتكون أسهمها قابلةً للتداول طبقاً لنظام الشركات السعودي؛

ب- يُشترط في الأسهم -موضوع طلب الإدراج- أن يكون لها سيولة كافية، حسب الآتي:

- أن لا يقل عدد المساهمين من الجمهور عن 233 مساهم عند الإدراج؛

- أن لا تقل ملكية الجمهور من فئة الأسهم -موضوع الطلب- عن 33% عند الإدراج، كما يجوز للسوق-

بعد الحصول على موافقة الهيئة- أن تسمح بنسبة مئوية أقل أو بعدد أدنى من المساهمين؛ إذا رأت ذلك مناسباً بالنظر إلى عدد الأسهم من الفئة نفسها وتوزيعها على الجمهور؛

ج- فيما يخص الأسهم النقدية التي يُكْتَب بها المؤسسون أو الأسهم العينية أو حصص التأسيس، فلا يجوز تداولها في السوق قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين كاملتين؛

د- أن تقدم الشركة طلباً للإدراج مُرفقاً بصورة من النظام الأساسي؛ وقائمةً بأعضاء مجلس الإدارة ونموذجاً لشهادة ملكية أسهمها؛

هـ- يجب أن يشمل طلب أو مُقترح إصدار الأسهم؛ إذا لم يتم إدراج جميع الأسهم من الفئة المصدرة سابقاً،

ويسبق إدراج أسهم من الفئة نفسها، وإذا سبق إدراج أسهم من الفئة نفسها، فيجب أن يشمل الطلب جميع

الأسهم الإضافية المقترح إصدارها من تلك الفئة، ما لم يكن قد سبق إدراج أسهم من الفئة نفسها؛

^(*) الشركة السعودية لتسجيل الأسهم (S.S.R.C): تم إنشاؤها سنة 1984 برسمال قدره 11 مليون ريال سعودي، مُهمتها تسجيل الأسهم ونقل ملكيتها وإصدار الوثائق المطلوبة.

⁽¹⁾ موقع السوق المالية السعودية، القواعد واللوائح: قواعد الإدراج، ص: 4-7، متاح على الموقع الإلكتروني:

https://www.tadawul.com.sa/wps/wcm/connect/d15a9607-72df-44fc-b643-e16f2842b018/3-1-ar-Listing_Rules.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mJQ-2TF، تم الإطلاع عليه بتاريخ: 2016/03/26، الساعة: 11:12.

و- يجب ألا تقل القيمة السوقية الإجمالية المتوقعة عند تاريخ الإدراج لجميع الأسهم المطلوب إدراجها عن 133 مليون ريال سعودي، ويجوز للسوق -بعد الحصول على موافقة الهيئة- السماح بإدراج أسهم ذات قيمة سوقية إجمالية أقل إذا رأت أن السوق ذات سيولة كافية لتلك الأسهم.

✓ هذا فيما يخص شروط الإدراج، أما بالنسبة للملكية للمواطن السعودي للأسهم فإنه لا توجد أية قيود أو حدود على نسبة التملك في أسهم الشركات المساهمة السعودية، باستثناء صناديق الاستثمار بالأسهم المحلية التي لا تسمح له بتملك أكثر من (5%) من الأسهم المصدرة لكل شركة مساهمة. أما المواطن الخليجي فإنه يُسمح له بالاستثمار في أسهم شركات مُحددة وضمن نسبة مُحددة طبقاً للقرارات المتخذة من قبل مجلس التعاون الخليجي. في حين أنه غير مسموح للمواطن العربي غير الخليجي أو الأجنبي الاستثمار في أسهم الشركات السعودية مباشرة، إلا من خلال الصناديق الاستثمارية المغلقة(*) المخصصة للاستثمار في سوق الأسهم السعودي، مثل الصندوق الاستثماري المغلق الذي تم إدراجه عام 1997، من قبل البنك السعودي الأمريكي بالتعاون مع أحد البنوك الأجنبية مُتيحاً للأجانب فرصة التملك، ويهدف هذا الإجراء إلى فتح السوق بشكل تدريجي لاستقطاب الاستثمار الأجنبي، وتعريف المستثمر بالبيئة والفرص الاقتصادية المتاحة في المملكة⁽¹⁾.

ثانياً الإطار التنظيمي للسوق

سيتم تبيان الإطار التنظيمي للسوق من خلال إبراز نظام السوق المالية السعودية؛ وبنيتها التنظيمية ولوائحها التنفيذية. وتمثل أهم المؤسسات واللجان التي استحدثتها نظام السوق المالية فيما يلي:

1. هيئة السوق المالية السعودية⁽²⁾:

أنشأت هيئة السوق المالية "الهيئة" بموجب نظام السوق المالية، إذ ترتبط مباشرةً برئيس مجلس الوزراء وتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وتمتلك جميع الصلاحيات اللازمة للإشراف على تنظيم وتطوير

(*) **الصناديق الاستثمارية المغلقة:** هي الصناديق التي تُنشؤها شركات المساهمة وهي وثائق استثمار قابلة للتداول للبورصة، ويمكن شرائها وبيعها عن طريق التداول في البورصة. وتُسميت مُغلقة لأنها تُصدر عدداً ثابتاً من الحصص، لها هدف محدد وفترة زمنية محددة، وفي نهاية الفترة تتم تصفية الصندوق وتوزيع عوائده على المشتركين فيه (أما الصناديق الاستثمارية المفتوحة فيتم إنشاؤها من شركة استثمار أو بنك أو شركة تأمين بعدد غير ثابت من الحصص).

⁽¹⁾ موقع السوق المالية السعودية (تداول)، شروط الإدراج، متاح على الموقع الإلكتروني:

http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/c0/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3g_A-

[!ewIE8TIwMLj2AXA0_vQGNzY18g18RcPzixSL8g21ERAbtII2M](http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ewIE8TIwMLj2AXA0_vQGNzY18g18RcPzixSL8g21ERAbtII2M)، تم الاطلاع عليه 2016/3/9، الساعة 19:45.

⁽²⁾ موقع السوق المالية السعودية (تداول)، نظرة عامة على السوق المالية، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center/about/Capital-Market-Overview>، تم الاطلاع عليه

2018/07/13، الساعة 15:40.

السوق المالية، من إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام النظام بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة الثقة به، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية لشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق. كما أنّ الهيئة عضو أساسي في المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال (*) (الأيوسكو). كما تضمّ لوائح وقواعد هيئة السوق كلاً من:

- أ- قواعد مكافحة غسيل الأموال وتمويل الإرهاب؛
 - ب- لائحة طرح الأوراق المالية؛
 - ج- قواعد التسجيل والإدراج؛
 - د- قواعد التسجيل والإدراج في السوق الموازية؛
 - هـ- الإجراءات والتعليمات الخاصة بالشركات المدرجة أسهمها في السوق، والتي بلغت خسائرها المتراكمة 50% فأكثر من رأس مالها؛
 - و- التعميم المنظم لاتفاقيات المبادلة (**) ولصناديق المؤشرات المتداولة (***)؛
 - ز- التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقارية المتداولة؛
 - ح- لائحة سلوكيات السوق؛
 - ط- لائحة الاندماج والاستحواذ؛
 - ي- القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأسهم المدرجة.
2. شركة السوق المالية السعودية (تداول):

(*) المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال (هيئة الأيوسكو) (IOSCO) International Organization Of Securities Commissions: هي الجهة الدولية التي تجمع بين منظمي الأسواق المالية في العالم؛ تأسست عام 1983، تهدف إلى وضع والحفاظ على معايير علمية لأسواق فعالة ومصنفة وقد ضمت 218 عضواً حتى فيفري 2018.

(**) اتفاقيات المبادلة (Swap Agreement): نوع من المشتقات المالية يتفق من خلالها طرفان على تبادل التدفق النقدي لأصول محددة (أسهم شركات) خلال فترة متفق عليها. كما تسمح للأشخاص المرخص لهم بإبرام اتفاقيات مبادلة أسهم الشركات السعودية المدرجة في السوق المحلية، مع أجنبي غير مقيم، سواء كانوا مؤسسات مالية أم أفراد، مع احتفاظ الأشخاص المرخص لهم بالملكية القانونية للأسهم، فيما يستفيد الأجنبي بالحقوق الاقتصادية من توزيعات نقدية وخلافه.

(***) صناديق المؤشرات المتداولة (ETFs): صناديق استثمارية مقسمة إلى وحدات متساوية يتم تداولها في سوق الأسهم خلال فترات التداول الرسمية، مماثلة لأسهم الشركات المتداولة، تتم إدارتها من قِبل فريق إداري مكون من أشخاص متخصصين مهمتهم تحقيق أعلى عائد استثماري، ويعد صندوق فالكلم 30 أول صندوق سعودي تم إنشاؤه.

شركة السوق المالية السعودية (تداول) هي سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية، والجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية، ويجري التداول بيعاً وشراءً في الأوراق المالية المدرجة في السوق عن طريق وسطاء مُرخصين. وينص نظام السوق المالية على أن يكون تداول شركة المساهمة في السوق تحت إدارة مجلس مُكون من تسعة أعضاء يُرشحهم رئيس مجلس هيئة السوق، ويتم تعيينهم بقرار صادر من مجلس الوزراء⁽¹⁾. كما يقوم مدير تنفيذي يعينه مجلس إدارة السوق - بعد أخذ موافقة مجلس الهيئة - بإدارة العمليات اليومية في السوق، ولمنع ظهور أي تضارب في المصالح، فإن المدير التنفيذي لا يحق له الاستثمار في أي منشأة وساطة تقوم بعمليات في السوق، أو العمل لأي جهة حكومية أخرى أو مؤسسة تجارية.

وتضطلع شركة "تداول" بأربع مسؤوليات رئيسية هي⁽²⁾:

- أ- التأكد من عدالة متطلبات الإدراج وكفائتها وشفافيتها، وقواعد التداول، وآلياته الفنية، ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق؛
 - ب- توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية، فيما يخص التسوية والمقاصة من خلال مركز إيداع الأوراق المالية؛
 - ج- وضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم؛
 - د- التحقق من قوة ومتانة الأوضاع المالية للوسطاء من خلال المراجعة الدورية لمدى التزامهم بمعايير كفاية رأس المال، ووضع الترتيبات المناسبة لحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة.
- كما يُدير السوق مجلس إدارة مُكوّن من تسعة أعضاء؛ يعين هذا المجلس بقرار من مجلس الوزراء بترشيح من رئيس مجلس الهيئة، يختارون من بينهم رئيساً للمجلس ونائباً له، وتكون العضوية على النحو الآتي: ممثل وزارة المالية، ممثل وزارة التجارة والصناعة، ممثل مؤسسة النقد العربي السعودي، أربعة أعضاء يمثلون شركات الوساطة المرخص لها وعضوان يمثلان الشركات المساهمة المدرجة في السوق.
- حيث تكون مدة عضوية مجلس إدارة السوق ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة أو أكثر، كما يُعين مجلس إدارة السوق مديراً تنفيذياً له بعد أخذ موافقة مجلس الهيئة، ويحظر على المدير المعين أن يقوم بأي عمل حكومي أو تجاري آخر، أو أن تكون له مصلحة أو ملكية في أي شركة وساطة في السوق⁽¹⁾.

⁽¹⁾ موقع هيئة السوق المالية، البيئة التنظيمية السوق المالية، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<https://cma.org.sa/Awareness/Pages/Regulations.aspx>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2018/07/13، الساعة: 16:36.

⁽²⁾ موقع هيئة السوق المالية، مرجع سبق ذكره.

3. مركز إيداع الأوراق المالية:

نصّ نظام السوق المالية على قيام السوق بإنشاء إدارة تسمى "مركز إيداع الأوراق المالية" لتنفيذ عمليات الإيداع، والتسوية، والتحويل، والمقاصة وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة، ويقوم بهذه المهام حالياً مركز إيداع الأوراق المالية بشركة السوق المالية السعودية (تداول)⁽²⁾.

أما شركة مركز إيداع الأوراق المالية "مركز الإيداع" فتأسست عام 2016 بموجب نظام الشركات السعودي الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/3 بتاريخ 2015/11/10، وهي شركة مساهمة مغلقة بالكامل لشركة السوق المالية السعودية "تداول" برأسمال قدره 400 مليون ريال سعودي مُقسّم إلى 40 مليون سهم تبلغ القيمة الاسمية للسهم الواحد (10) عشرة ريالات سعودية. وقد تمّ تأسيسها بعد مُوافقة مجلس هيئة السوق المالية على طلب مجلس إدارة تداول، بتحويل مركز إيداع الأوراق المالية إلى شركة مساهمة بما يتوافق مع نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 بتاريخ 2003/7/31⁽³⁾.

4. لجنة الفصل في المنازعات المالية:

تمّ إنشاء لجنة "لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية" من طرف هيئة السوق المالية، وهي مُختصة بالفصل في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية؛ ولوائح الهيئة والسوق وقواعدهما وتعليماتهما في الحق العام والحق الخاص. ويكون لها جميع الصلاحيات الضرورية للتحقيق والفصل في الشكوى أو الدعوى، بما في ذلك سلطة استدعاء الشهود، وإصدار القرارات، وفرض العقوبات، والأمر بتقديم الأدلة والوثائق، ومن بين اختصاصات اللجنة النظر في التظلمات من القرارات أو الإجراءات التي تتخذها هيئة السوق المالية، أو تلك التي تسببت في إحداث خسائر للمستثمرين بسبب مخالفة نظام السوق المالية⁽⁴⁾.

⁽¹⁾ موقع هيئة السوق المالية، السوق المالية، الفصل الثالث - المادة 22، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<https://cma.org.sa/RulesRegulations/CMALaw/CH3/Pages/Ch3Article22.aspx>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2018/07/13، الساعة: 16:36.

⁽²⁾ موقع هيئة السوق المالية، البيئة التنظيمية للسوق المالية، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<https://cma.org.sa/AboutCMA/Pages/AboutCMA.aspx>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2018/07/13، الساعة: 16:36.

⁽³⁾ موقع شركة إيداع السوق المالية، نبذة عنا: عن إيداع، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<https://www.edaa.com.sa/wps/portal/sdcc/About%20Us>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2018/07/16، الساعة: 16:28.

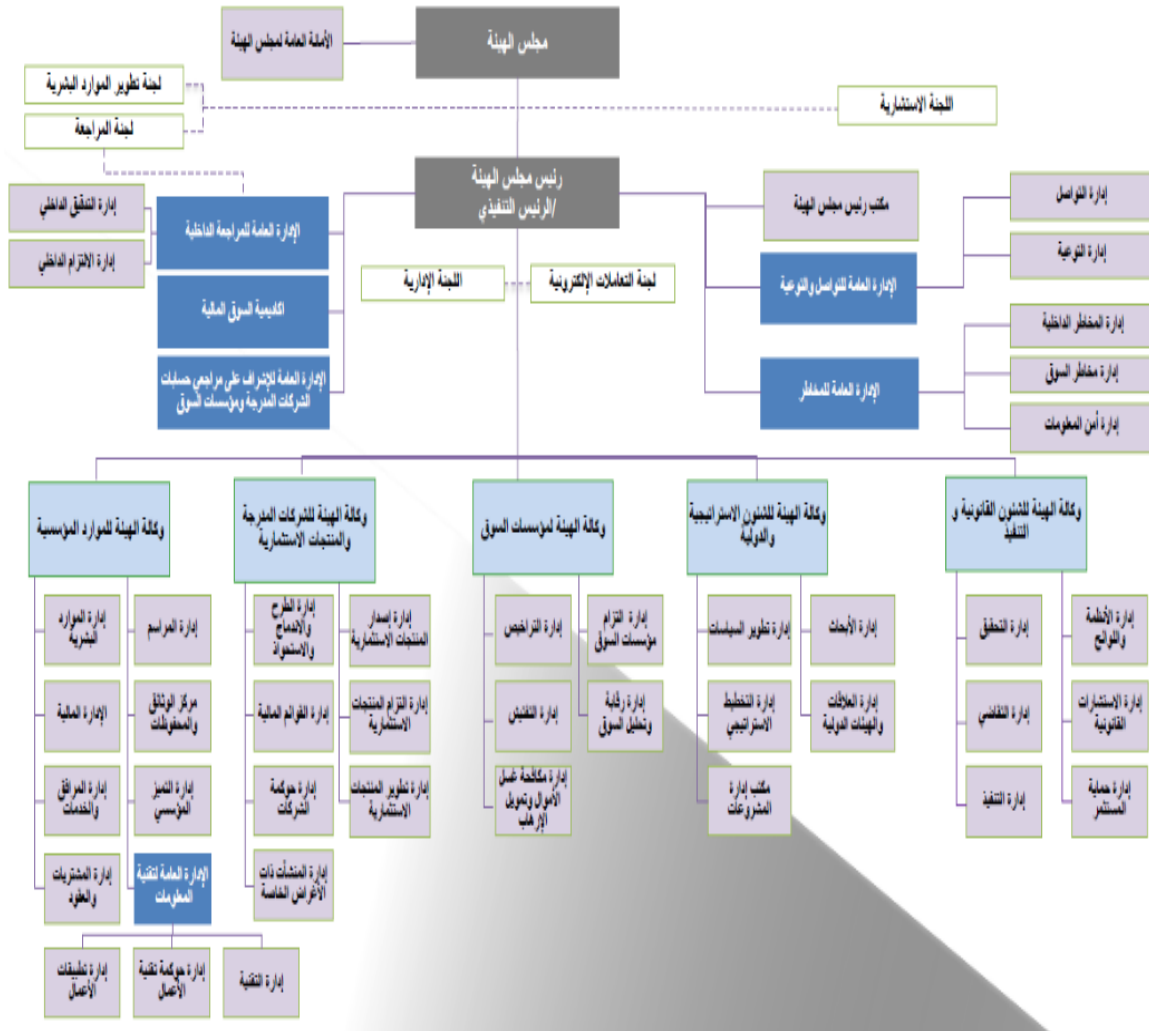
⁽⁴⁾ موقع هيئة السوق المالية، البيئة التنظيمية السوق المالية، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<https://cma.org.sa/Awareness/Pages/Regulations.aspx>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2018/07/13، الساعة: 19:05.

ثالثاً: الهيكل التنظيمي للهيئة

يضم الهيكل التنظيمي للهيئة: مجلس يتأسسه الرئيس التنفيذي الذي يشرف على لجنتين هما لجنة التعاملات الالكترونية واللجنة الإدارية، كما يتولى متابعة الأعمال اليومية للهيئة تحت إشراف كل من: الإدارة العامة للتواصل والتوعية؛ والإدارة العامة للمخاطر التي تهتم بإدارة المخاطر الداخلية، إدارة مخاطر السوق وإدارة أمن المعلومات. تعمل في الهيئة خمسة وكالات هي: وكالة الشؤون القانونية والتنفيذ، وكالة للشؤون الاستراتيجية والدولية، وكالة لمؤسسات السوق، وكالة للشركات المدرجة والمنتجات الاستثمارية، وكالة خاصة بالموارد المؤسسية. حيث تعمل كل وكالة من هذه الوكالات على إدارة معينة ضمن تخصصها، وذلك ما يوضحه الشكل أدناه:

الشكل رقم (1،2): الهيكل التنظيمي لهيئة السوق المالية السعودية



المصدر: موقع هيئة السوق المالية، البيئة التنظيمية السوق المالية، متوفر على الموقع الالكتروني:

<https://cma.org.sa/Awareness/Pages/Regulations.aspx>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2018/07/13،

المطلب الثاني: بورصة عمان (ASE) Amman Stock Exchange

إنّ المتتبع لنشأة وتطور الأسواق المالية العالمية يلاحظ أنها لم تنشأ من فراغ؛ وإنما قامت كـمُحصلة لمقتضيات وتطورات اقتصادية ودولية تفاعلت معها واستوجبت نشأتها، وحيث أنّ الأردن من الدول النامية التي تأثرت بالتنظيمات المالية للدول الرأسمالية، فقد سعت إلى إنشاء سوق للأوراق المالية تطمح أن تصل بها إلى أعلى المستويات، وتحقق الأهداف النقدية والاقتصادية في المملكة الهاشمية الأردنية. من أجل الوقوف على نشأة هذه السوق، سيتم تناول مراحل تطورها وأهداف البورصة الإطار التنظيمي لها.

الفرع الأول: نشأة بورصة عمان وأهم مراحلها

سيتم التطرق إلى نشأة بورصة عمان وأهم المراحل التي مرّت بها منذ الثلاثينيات من القرن العشرين إلى يومنا هذا.

أولاً: نشأة بورصة عمان

عرف الاكتتاب بالأسهم والتداول بها في المملكة الهاشمية الأردنية، منذ أوائل الثلاثينيات تزامناً مع إنشاء شركات المساهمة العامة والتداول بأسهم هذه الشركات، حيث تمّ تأسيس البنك العربي سنة 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن، تلاها إنشاء العديد من شركات المساهمة حتى بلغ عدد الشركات ما يقارب 195 شركة سنة 2018. وفي الستينيات تمّ طرح إسناد القرض في الأردن⁽¹⁾.

نتيجة لظهور هذه العلامات ظهرت الأسواق غير المنظمة من خلال مكاتب غير مخصصة؛ مما أدى إلى تفكير الجهات الحكومية بإنشاء سوق لتنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية، وحماية المستثمرين والمدخرين بهذه الأوراق، وإيجاد أسعار عادلة للأوراق المالية التي تعتمد على العرض والطلب⁽²⁾.

وقد أنشأ سوق عمان المالي^(*) بموجب القانون رقم (21) لسنة 1976 وباشر أعماله سنة 1979، ليعاد تسميته عام 1999 ببورصة عمان للأوراق المالية (Amman Stock Exchange). وبموجب قانون الأوراق

(1) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 154.

(2) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، المرجع السابق، ص: 155.

(3) يتكون سوق عمان المالي من سوق أولية تتم فيها الإصدارات الأولية للأوراق المالية للشركات التي لم تستوفي شروط الإدراج وتشمل إصدارات الأسهم والسندات للشركات القائمة وحديثة التأسيس، وسوق ثانوية تختص بتداول الأوراق المالية، وتضم كلاً من: السوق النظامية وهي بورصة الأوراق المالية (بورصة عمان)، والسوق الموازية وهي الجزء من السوق الثانوي الذي تتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكّمها شروط إدراج خاصة وفقاً لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان، بالإضافة إلى سوق السندات الذي يتم فيه التعامل بالسندات الحكومية وسندات اسناد القرض في الشركات العامة، وسوق التحويلات خارج القاعدة الذي تتم من خلاله إجراء التحويلات الإرثية والعائلية.

المالية رقم (76) لسنة 2002 تم إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة لتحل محل السوق هي: بورصة عمان (Amman Stock Exchange)، مركز إيداع الأوراق المالية (Securities Depository Center)، هيئة الأوراق المالية (Jordan Securities Commission)⁽¹⁾:

1. بورصة عمان:

تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح مُصرحاً لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة، ومقرها العاصمة عمان، وفي 20 فيفري 2017 تم تسجيل البورصة كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة. وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان، وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يُعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة.

2. مركز إيداع الأوراق المالية:

أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية كمؤسسة ذات نفع عام بموجب قانون الأوراق المالية، الذي صدر ضمن توجه الأردن نحو هيكل السوق المالي، بفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي، وبدأ المركز بممارسة مهامه وأعماله في ماي عام 1999، وصرح المركز بمزاولة الأعمال والمهام التالية: تسجيل الأوراق المالية وإيداعها، حفظ ونقل ملكية الأوراق المالية وإجراء التقاص والتسوية⁽²⁾.

3. هيئة الأوراق المالية⁽³⁾:

أنشئت هيئة الأوراق المالية سنة 1997 كمؤسسة رسمية؛ تتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري ترتبط مباشرة برئيس الوزراء، وبإنشائها تم فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي. وشملت مهام الهيئة الرئيسية من التشريع والتنظيم والرقابة على سوق الأوراق المالية حمايةً للمستثمرين فيها، وتطوير السوق المالي الوطني

⁽¹⁾ موقع بورصة عمان، الصفحة الرئيسية لبورصة عمان، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<https://www.ase.com.jo/ar/%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9-%D8%B9%D9%85%D8%A7%D9%86>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2018/07/13، الساعة: 19:33.

⁽²⁾ موقع مركز إيداع الأوراق المالية، لمحة تعريفية، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.sdc.com.jo/arabic/index.php>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2018/07/15، الساعة: 19:45.

⁽³⁾ موقع هيئة الأوراق المالية، من نحن، متوفر على الموقع الإلكتروني: http://www.jsc.gov.jo/page/about_us.aspx، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2018/07/15، الساعة: 20:05.

وفق المعايير الدولية والمساهمة في حمايته من المخاطر، ليستمر كحاضنة آمنة للاستثمار وجاذباً للمستثمرين من داخل وخارج المملكة.

منذ تأسيسها، تقوم الهيئة بوضع وتطوير الأنظمة والتشريعات المعمول بها في السوق المالي لرفع درجة الأمان والشفافية، حيث قامت بإصدار تعليمات لتنظيم إفصاح الشركات المدرجة في بورصة عمان، عن المعلومات التي تساعد المستثمرين في اتخاذ قرارهم الاستثماري، وكذلك إصدار تعليمات تُنظم أعمال الخدمات المالية. وتقوم الهيئة بمتابعة تقيّد وانسجام الجهات الخاضعة لإشرافها بقانون الأوراق المالية وأنظمتها وتعليماتها واتخاذ الإجراءات القانونية اللازمة بحق المخالفين تعزيزاً لسيادة القانون وعدالة التعامل.

ثانياً: مراحل إنشاء بورصة عمان

مرّت بورصة عمان بعدة مراحل منذ أوائل الثلاثينيات من القرن العشرين وحتى يومنا هذا، حيث كان التداول يتم من خلال سوق غير منظمة بواسطة بعض شركات المساهمة العامة، لحين صدور قانون سنة 1976؛ الذي تمّ بموجبه تأسيس سوق منظمة، وظلّ السوق يشهد عدة تحولات وتطورات. وهذا ما سيتم التطرق له في ضوء المراحل التالية:

1. المرحلة الأولى (1930-1960):

تميزت المرحلة الأولى لنشأة السوق المالي بالأردن بوجود أدوات مالية لا تحكّمها قوانين وأنظمة للتعامل بها، إذ شهدت إنشاء عدد محدود من شركات المساهمة العامة بالأردن، حيث كان البنك العربي أول شركة تم تأسيسها سنة 1930، بعد ذلك أنشأت شركة التبغ والسجائر سنة 1931، لتتبعها شركة الكهرباء الأردنية سنة 1938، ثمّ شركة مصانع الإسمنت الأردنية سنة 1951. وبالرغم من إنشاء هذه الشركات واكتتاب المتعاملين بأسهمها، إلا أنه لم يجرّ تنظيم قانون لهذه الشركات أو تداول أسهمها، ما أدى إلى ظهور سوق غير منظمة لتداول أسهم هذه الشركات من خلال مكاتب غير متخصصة⁽¹⁾.

2. المرحلة الثانية (1961-1975):

عرفت هذه المرحلة أول عملية إصدار للسندات سنة 1961، والتي شهدت تطوراً ملحوظاً خاصة بعد وضع الخطة الخماسية للبرنامج التنموي في الأردن خلال الفترة (1962-1967)، والتي تضمنت طرح سندات لمجموعة من المشاريع الحكومية وإصدار قانون الشركات سنة 1962. وفي سنة 1966 تمّ وضع وإصدار قانون

⁽¹⁾ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 154-155.

الدين العام الذي يهدف إلى إنشاء سوق مالي في الأردن، وذلك لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ليتم بعد ذلك إصدار سندات الخزينة سنة 1969 لسد العجز بين إيرادات الحكومة ونفقاتها. أما الفترة ما بين 1969-1971 فقد شهدت وضع خطوة ثلاثية هدفت إلى زيادة الادخار الخاص في المملكة، وجذب المدخرات الأجنبية لتمويل المشاريع التنموية⁽¹⁾.

3. المرحلة الثالثة (1976 إلى حد الآن):

خلال هذه المرحلة وفي عامي 1975 و1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية^(*) International Finance Corporation (IFC) المنبثقة عن البنك الدولي، قام البنك المركزي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأنّ كلا من حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه، من خلال الشركات المساهمة العامة يُبرر إنشاء هذه السوق، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالاً، اقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها وتليتها دعماً له وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي. وكثيرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، والذي تمّ بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي Amman Financial Market (AFM)، وتمّ تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/03/16، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ، كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1978/01/01⁽²⁾.

وقد حدّد قانون سوق عمان المالي أهدافه آنذاك بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، وبما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين، بالإضافة إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق. ومنذ إنشاء السوق أوكل إليه القيام بدورين أساسيين وهما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال أو ما يعرف بـ Securities and Exchange Commission (SEC)، وكذلك القيام بدور البورصة التقليدية للأوراق المالية Stock Exchange⁽³⁾.

⁽¹⁾ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 155.

^(*) مؤسسة التمويل الدولية (IFC): أكبر مؤسسة إغائية (تنموية) عالمية، تُركز على دعم وتنمية القطاع الخاص في البلدان النامية، وهي عضو مجموعة البنك الدولي. تستخدم منتجاتها وخدماتها بغرض تقديم حلول تنموية تلائم احتياجات المتعاملين معها؛ من أجل مساعدتهم في التغلب على التحديات المالية والتشغيلية والسياسية.

⁽²⁾ موقع بورصة عمان، معلومات السوق، متاح على الموقع الإلكتروني: <https://www.ase.com.jo/ar/node/844#1>، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2018/07/15، الساعة 15:52.

⁽³⁾ موقع بورصة عمان، مرجع سبق ذكره.

كما شرعت الحكومة الأردنية بوضع الأنظمة والتعليمات التي تُساهم في دمج السوق بالأسواق العالمية، لتعديل قانون الشركات لسنة 1999 ووضع قانون الشفافية وتعليمات الإدراج الإلكتروني وغيرها من الإجراءات؛ التي تضمن سلامة المعاملات المالية في السوق لرفع مستوى الثقة فيه؛ وتهيئته المناخ الاستثماري لاستقطاب الاستثمارات الأجنبية. كما بدأ العمل بنظام التداول الإلكتروني في أوائل 2000، لمواكبة التطورات الحديثة ومعالجة مشكلات التداول الإلكتروني، مما ساعد على توفير الشفافية لعمليات التداول والعدالة في تنفيذ الصفقات⁽¹⁾.

وقد مرّ السوق منذ إنشائه وحتى تأسيس بورصة عمان بمراحل عدة، إذ ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية من (9.7) مليون دينار أردني عام 1978، ليصل إلى (2.31) مليار دينار أردني سنة 2018، كما تجاوزت القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها الحالية حوالي (16.22) مليار دينار أردني مقارنةً مع حوالي (286) مليون دينار أردني في نهاية عام 1978، كما ارتفع عدد الشركات المدرجة من (66) شركة لعام 1978 إلى (195) شركة عام 2018.

ولبورصة عمان مشاركة كبيرة وفعالة في التعاون العربي والإقليمي والدولي، فهي عضو فاعل في المنظمات والاتحادات كاتحاد أسواق المال العربية واتحاد البورصات الأوروبية-آسيوية، بالإضافة إلى اتحاد الدولي للبورصات والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية. كما قامت بتوقيع اتفاقيات الإدراج المشترك مع عدة بورصات كبورصة الكويت سنة 2000، سوق البحرين سنة 2003، ومع بورصة دبي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية سنة 2006.

الفرع الثاني: أهداف بورصة عمان

تهدف بورصة عمان إلى تحقيق الأهداف التالية⁽²⁾:

1. إيجاد بيئة استثمارية جاذبة وآمنة ومنافسة تتسم بالشفافية والمصداقية؛
2. تطوير عمليات وأساليب وأنظمة تداول الأوراق المالية وفق أحدث الطرق المتبعة عالمياً؛
3. تطوير العمل في البورصة والتميز في الخدمات التي تقدمها للجهات ذات العلاقة؛
4. نشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين؛

⁽¹⁾ نضال أحمد الفيومي، أثر خصائص الأسواق الناشئة على اختبارات الكفاءة: دراسة تطبيقية على بورصة عمان، دراسات العلوم الإدارية الجامعة الأردنية، كلية الأعمال، عمان، الأردن، العدد 30 (2)، 2003، ص: 327.

⁽²⁾ موقع بورصة عمان، الرؤية والرسالة والأهداف، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.ase.com.jo/ar>، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2018/07/13، الساعة 22:22.

5. تنمية الوعي الاستثماري لكافة فئات المجتمع وبشكل خاص المتعاملين بالأوراق المالية؛

6. زيادة عمق وشفافية السوق وتنويع الأدوات المالية المتاحة للمستثمرين؛

7. تعزيز التعاون المشترك مع البورصات والمنظمات والاتحادات العربية والاقليمية والدولية.

بالإضافة إلى تنمية المدّخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيهها لخدمة الاقتصاد، وتنظيم إصدار الأوراق المالية وطريقة التعامل بها، وذلك من حيث السهولة والسرعة بما يضمن المصلحة المالية العامّة للبلاد.

الفرع الثالث: شروط عمليات الإدراج والإطار التنظيمي للبورصة

لكي تكون السوق المالية على درجة من التنظيم والشفافية، يجب أن تتوفر لديها مجموعة من اللوائح والقواعد والتنظيمات التي تُوفّر المناخ الملائم للاستثمار في السوق. لهذا سوف نسلط الضوء في هذه النقطة على شروط عمليات الإدراج والإطار التنظيمي للبورصة.

أولاً: شروط عمليات الإدراج

يتمّ إدراج أي ورقة مالية في البورصة بعد تحقق ما يلي⁽¹⁾:

1. تسجيل الأوراق المالية المعنية لدى الهيئة؛

2. إيداع الأوراق المالية المعنية لدى مركز إيداع الأوراق المالية؛

3. عدم وجود أية قيود على نقل ملكية الأوراق المالية المعنية؛

4. وجود لجنة تدقيق لدى المصدر في قانون الأوراق المالية المعمول به.

ولإدراج أسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية في السوق النظامي لا بد أن⁽²⁾:

أ- يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهم في السوق الموازي؛

ب- تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي وبشكل مستمر؛

ج- لا يقل صافي حقوق المساهمين في نهاية السنة المالية التي تسبق طلب الإدراج عن 75% من رأس المال

المدفوع؛

⁽¹⁾ موقع بورصة عمان، المادة 03، من أحكام المادة (72)، قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002، متوفر على الموقع الإلكتروني:

http://www.ase.com.jo/ar/php?menu_id=141&local_type=0&local_id=0&local_details=0، تم الاطلاع عليه بتاريخ:

2018/07/15، الساعة 16:20.

⁽²⁾ جمل جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، د.ط، 2002، ص: 159-160.

د- تُقدم الشركة القوائم المالية الحتامية، وذلك بنشرها في صحيفتين يوميتين ولمرة واحدة على الأقل؛
هـ- أن يكون قد تم تداول 10% من مجموع الأسهم المكتتب بها على الأقل خلال عام كامل في السوق الموازي.

ويتطلب من كل شركة تقديم المستندات التالية عند قيامها بطلب الإدراج⁽¹⁾:

- نبذة مختصرة عن تأسيس الشركة، وعلاقتها بالشركات الأخرى سواء كانت تابعة، أو شقيقة أو حليفة؛
- أسماء أعضاء مجلس الإدارة وأسماء ورُتب أشخاص الإدارة التنفيذية العليا، والأوراق المالية المملوكة من طرفهم؛
- كشف يتضمن أسماء مساهمي الشركة، وعدد الأسهم المملوكة من قبل كلٍّ منهم، ونسبة مساهمة غير الأردنيين في الشركة؛
- عقد التأسيس، والنظام الأساسي للشركة ونشرة الإصدار.

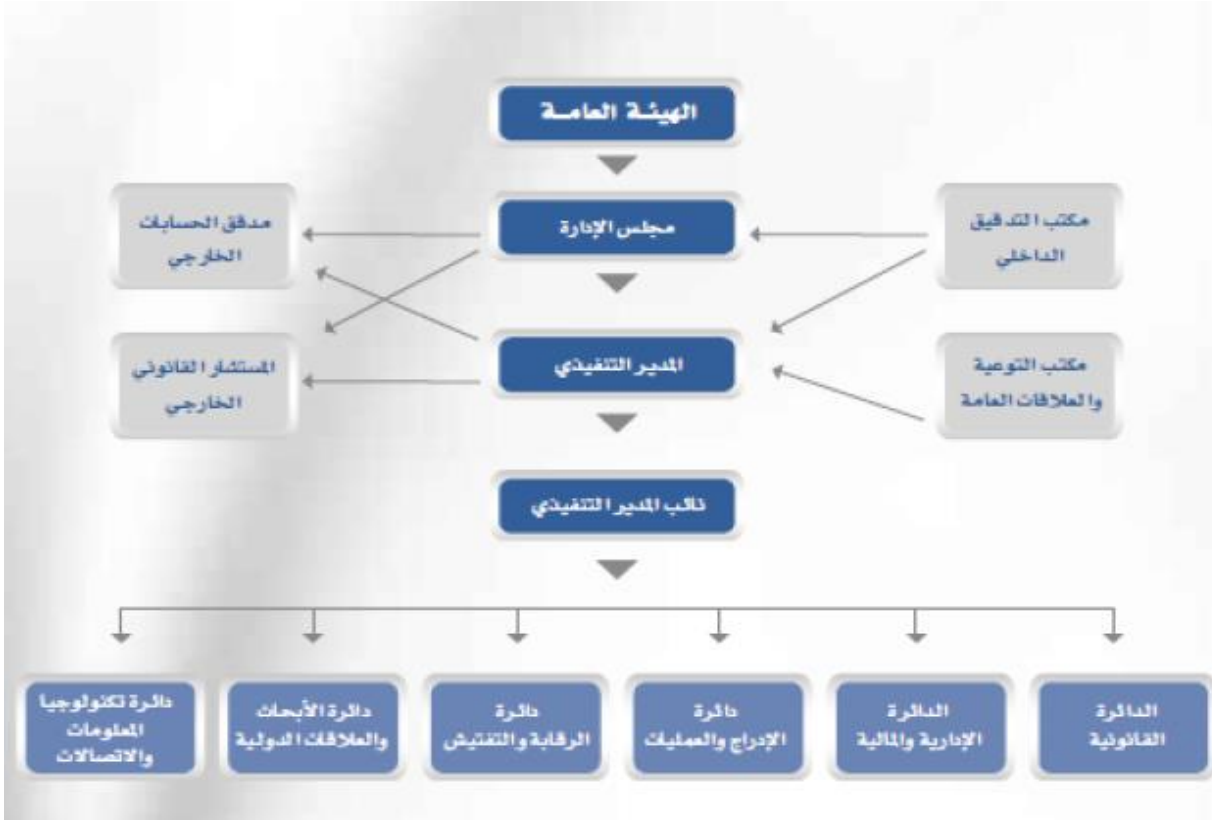
ثانياً: الهيكل التنظيمي لبورصة عمان

يتشكل الهيكل التنظيمي للبورصة من الهيئة العامة التي تتكون من خمسة أعضاء يمثلون جهات متعددة ذات أهداف مرتبطة بالسوق المالي منها الحكومة، وممثلون عن هيئة الوسطاء الماليين والمستثمرين أو جمعيات حماية المستثمر وبعض الأكاديميين والخبراء، ويتم انتخاب من يُمثل الهيئة في مجلس إدارة السوق. كما يتكون مجلس إدارة السوق من كافة القطاعات الاقتصادية المساهمة فيه بأنواعها، وكذلك الجهات الحكومية وغير الحكومية ذات العلاقة في السوق، ومجلس الإدارة كافة الصلاحيات في تطبيق التعليمات والتشريعات الخاصة بعمل البورصة. ويتم انتخاب مدير تنفيذي من طرف المجلس وهو المسؤول عن تنفيذ الخطط والتعليمات الخاصة بالبورصة، ويرتبط بمجلس الإدارة مُدقق الحسابات الخارجي الذي يتولى مهمة التدقيق الشكلي لحسابات البورصة وسلامة العمليات المالية، كما يُساهم في تقييم كفاءة البورصة⁽²⁾. والشكل الموالي يوضح الهيكل التنظيمي للبورصة:

⁽¹⁾ موقع بورصة عمان، المادة 05، مرجع سبق ذكره.

⁽²⁾ موقع بورصة عمان، الهيكل التنظيمي، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.ase.com.jo/ar>، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2018/07/07، الساعة 17:11.

الشكل رقم (2،2): الهيكل التنظيمي لبورصة عمان



المصدر: موقع بورصة عمان، الهيكل التنظيمي، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.ase.com.jo/ar>، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2018/07/07، الساعة 17:11.

يرتبط بمجلس الإدارة المستشار القانوني الخارجي وهو المسؤول عن تقديم الاستشارة القانونية لمجلس الإدارة، عن كل ما يتعلق بالمشاكل التي تظهر جراء عمليات تداول الأوراق المالية في البورصة. أما المدير التنفيذي فهو المسؤول عن تطبيق جميع قرارات البورصة، ويُنتخب لهذا المدير نائباً له أو أكثر، حسب حجم السوق وطبيعة الأعمال والأنشطة، ويقوم بمساعدة المدير التنفيذي بإدارة الدوائر المتخصصة المسؤولة عن تنفيذ أنشطة البورصة، ويرتبط بالمدير التنفيذي قسم التدقيق الداخلي الذي يكون مسؤولاً عن تدقيق كافة الأنشطة المحاسبية والمالية، كما يقوم بقياس كفاءة أداء العاملين بالسوق، ويملك صلاحية الاطلاع على كافة القرارات والتعليمات وطرق تنفيذها من قبل القائمين في السوق⁽¹⁾.

بالتالي فالهيكل التنظيمي للبورصة يتكون من: مجلس الإدارة، المدير التنفيذي، نائب المدير التنفيذي ورؤساء الدوائر ورؤساء الأقسام والموظفين.

⁽¹⁾ دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط 1، 2012، ص: 61-62.

ثالثاً: الإطار التنظيمي للبورصة

أما التنظيم الإداري للبورصة فيتكون من الدوائر التالية⁽¹⁾:

1. دائرة الإدراج والعمليات: تتولى هذه الدائرة القيام بما يلي:

أ- تحضير المتطلبات والوثائق والنماذج اللازمة للانضمام لعضوية البورصة، والتأكد من الالتزام الدائم للأعضاء بالتشريعات المعمول بها؛

ب- دراسة طلبات الإدراج المقدمة للبورصة؛

ج- متابعة تطبيق تعليمات الإدراج المعمول بها؛ على الجهات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في البورصة؛

د- إدارة جلسات التداول والإشراف عليها ومراقبة العمليات المنفذة خلالها، وفحص أنظمة التداول واقتراح الحلول المناسبة لمشاكل التداول؛

هـ- إعداد النشرات والتقارير المتعلقة بالتداول والتأكد من وصولها للجهات المعنية، وتدريب مستخدمي نظام التداول وإجراء الاختبارات اللازمة لهم لإجازتهم للعمل.

2. دائرة الرقابة والتفتيش: تتولى هذه الدائرة القيام بما يلي:

أ- الرقابة على عمليات التداول المنفذة في البورصة للتأكد من انسجامها مع التشريعات المعمول بها؛

ب- التفتيش في معاملات وسجلات أعضاء البورصة للتأكد من توافقها مع التشريعات الصادرة عن البورصة؛

ج- التأكد من التزام أعضاء البورصة بمعايير الملاءة المالية^(*) وفقاً للتعليمات الصادرة بهذا الخصوص؛

د- استقبال شكاوى المستثمرين ودراساتها.

3. الدائرة القانونية: تتولى هذه الدائرة القيام بما يلي:

أ- تقديم الاستشارات القانونية لجميع الدوائر بخصوص المراسلات الصادرة عن دوائر البورصة والواردة إليها؛

ب- مراجعة جميع العقود والاتفاقيات التي يتم إبرامها من قبل البورصة؛

ج- المشاركة في إعداد الأنظمة والتعليمات الخاصة بالبورصة؛

د- تنفيذ قرارات المحاكم الصادرة بخصوص الأوراق المالية؛

⁽¹⁾ موقع بورصة عمان، الأنظمة والتعليمات، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.ase.com.jo/ar/node/790>، تم الاطلاع عليه بتاريخ:

2018/07/13، الساعة 22:22.

^(*) الملاءة المالية: وتعني قدرة الشركة على تلبية التزاماتها ومتطلباتها المالية (الديون طويلة الأجل) وتدل على قدرتها على الاستمرار في إنجاز أعمالها، ولكي تكون للمؤسسة ملاءة مالية يجب أن تكون قيمة أصولها أكبر من مجموع التزاماتها المالية.

هـ- متابعة أي قضايا مرفوعة من قبل البورصة أو عليها، والتنسيق مع المستشار القانوني الخارجي للبورصة بهذا الشأن.

4. دائرة الأبحاث والعلاقات الدولية: تتولى هذه الدائرة القيام بما يلي:

أ- إجراء الدراسات والأبحاث الاقتصادية والمالية وجمع المعلومات والوثائق من الدوائر؛

ب- إعداد النشرات الرسمية والدورية للبورصة واحتساب الأرقام القياسية؛

ج- الإشراف على قاعدة البيانات ومستخدميها وموقع البورصة على الإنترنت؛

د- الإعداد للمؤتمرات والندوات والتسويق وحملات التوعية للجمهور، وتنظيم الزيارات وعلاقات البورصة مع المؤسسات العربية والإقليمية والدولية ذات العلاقة.

5. دائرة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات: تتولى هذه الدائرة القيام بما يلي:

أ- متابعة شؤون أنظمة المعلومات والقيام بضبط وتحديث إجراءات حماية الأنظمة، والبرمجيات والأجهزة المستخدمة وصيانتها؛

ب- متابعة متطلبات الدوائر بخصوص البرمجيات والأجهزة، والقيام بالبرمجة والتحليل وتدريب الموظفين؛

ج- الإشراف على الربط مع برمجيات المؤسسات الأخرى ذات العلاقة؛

د- إدارة المشاريع والشبكات.

6. الدائرة الإدارية والمالية: تتولى هذه الدائرة القيام بما يلي:

أ- متابعة شؤون الموظفين وتدريبهم؛

ب- القيام بالأعمال المالية والمحاسبية وإعداد التقارير المالية؛

ج- شراء اللوازم التي تحتاجها البورصة والإشراف عليها وتأمينها وعمل الصيانة اللازمة لها؛

د- متابعة العلاقات العامة للبورصة.

المبحث الثالث: أداء السوق المالية السعودية وبورصة عمان خلال الفترة (2000-2018)

تُعطي مؤشرات البورصة فكرة عامة عن اتجاه السوق، والذي يستخدمه المستثمرون للتنبؤ بأداء السوق المالية، وقد شهدت الأسواق المالية العربية بصفة عامة تطورات كبيرة خلال الفترة الألفية الأخيرة، والتي أكدت توجهه أغلب اقتصادياتها إلى اعتماد هذه الأسواق كأداة لتمويل الاقتصاد لتحقيق التنمية المنشودة؛ من أجل تخفيف العبء على القطاع المصرفي.

لذا كان من الأهمية أن نتطرق إلى مدى تطور أداء هذه الأسواق، وكعينة منها أخذنا كل من السوق المالية السعودية وبورصة عمان من خلال مؤشرات أدائها: كالمؤشر العام للسوق وحجم التداول، القيمة السوقية للأسهم وعدد الشركات المدرجة بالسوق المالي خلال فترة الدراسة (2000-2018).

المطلب الأول: تطور مؤشرات أداء السوق المالية السعودية للفترة (2000-2018)

السوق المالي السعودي وكغيره من الأسواق المالية يستند إلى مؤشرات تسمح بتقييم أدائه، وعليه سنحاول من خلال هذا المطلب تحليل أداء المؤشر العام وحجم التداول العام، بالإضافة إلى القيمة السوقية للأسهم وعدد الشركات المدرجة بالسوق خلال الفترة (2000-2018)، حيث تم تحليل التطورات الحاصلة في المؤشرات بالاعتماد على التقارير السنوية للسوق المالية السعودية.

الفرع الأول: المؤشر العام للسوق المالية السعودية (Tadawel All Share Index)

المؤشر العام السعودي "مؤشر تداول تاسي (TASI)" هو مؤشر يختص بقياس أسعار الأسهم في السوق السعودي بشكل عام بإطار زمني يومي، ويُعتبر المؤشر بمثابة جهاز لقياس أداء السوق السعودي وتحركات الأسعار في كل القطاعات. وهو عبارة عن مجموع أسعار الأسهم مضروباً في حجم الشركة المدرجة في سوق المال السعودي، بحيث يكون موجباً عندما يكون عدد الأسهم التي شهدت أسعارها ارتفاعاً أكثر من عدد الأسهم التي شهدت أسعارها انخفاضاً خلال اليوم نفسه، وبالمثل يكون المؤشر سالباً عندما يكون عدد الأسهم التي شهدت أسعارها انخفاضاً أكثر من عدد الأسهم التي شهدت أسعارها ارتفاعاً خلال اليوم ذاته. أما الشركات المدرجة المسيطرة في مكونات المؤشر فهي من قطاع المصارف وقطاع الخدمات المالية والصناعات البتروكيمياوية⁽¹⁾.

(1) موقع دايلي فوركس، المؤشر العام-السوق المالية السعودية (تداول)، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.dailyfx.com/arabic/tadawel>، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2018/07/16، الساعة 18:27.

ويتم حساب مؤشر السوق الرئيسية (TASI) ومؤشر السوق الموازية (نمو) ومؤشرات القطاعات للسوق المالية السعودية عن طريق ضرب قيمة المؤشرات في اليوم السابق مع نسبة التغير في القيمة السوقية للأسهم الحرة(*) (الأسهم المتاحة للتداول) للشركات المشمولة في حساب المؤشرات. والمعادلة أدناه تُوضح آلية حساب مؤشر (TASI) و(نمو) ومؤشرات القطاعات(1):

$$\text{المؤشر} = (\text{مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم} / \text{مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم السابق}) \times \text{قيمة المؤشر لليوم السابق.}$$

حيث أن: مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة = القيمة السوقية للشركة "أ" + القيمة السوقية للشركة "ب" + وهكذا لجميع الشركات المكونة للمؤشر.

القيمة السوقية للشركة "أ" = (سعر آخر صفقة عادية لسهم الشركة "أ" × عدد الاسهم الحرة للشركة "أ")، علماً أن سعر آخر صفقة عادية للسهم هو سعر الصفقة التي تجاوزت قيمتها 15,000 ريال سعودي.

ويبلغ الحد الأدنى للقيمة السوقية في السوق الرئيسي (100) مائة مليون ريال سعودي، ويصل الحد الأدنى للنسب المطروحة من أسهم الشركة المدرجة أو القابلة للإدراج إلى ثلاثين بالمائة، أما عن عدد المساهمين، فحسب القوانين يجب أن يبدأ بحوالي (200) مائتي مساهم في كل شركة يتم إدراجها في السوق الرئيسية. كما أنه يجب أن تقوم الشركات المدرجة في "TASI" بالإفصاح عن البيانات المالية الربع سنوية خلال مدة لا تتجاوز (30) ثلاثون يوماً، والبيانات المالية السنوية خلال 90 يوماً، وبخصوص نسب التذبذب المسموح بها في السوق الرئيسية تبلغ حوالي (10%) تقريباً(2).

كما تقوم بورصة "تداول" بصيانة المؤشرات بنهاية كل ربع سنة لمواكبة المستجدات والتغيرات التي تطرأ على عدد الأسهم الحرة، وإضافة الشركات الجديدة المدرجة في المؤشر والتي أكملت 20 يوم تداول في السوق، واستبعاد الشركات المعلقة من التداول.

(1) يستبعد من حساب المؤشر الأسهم المملوكة من قبل: الحكومة أو مؤسساتها، الشريك الأجنبي إذا كان محظوراً عليه البيع دون موافقة جهة إشرافية، الشريك المؤسس خلال فترة الحظر، ومن يملك 10% أو أكثر من أسهم الشركة.

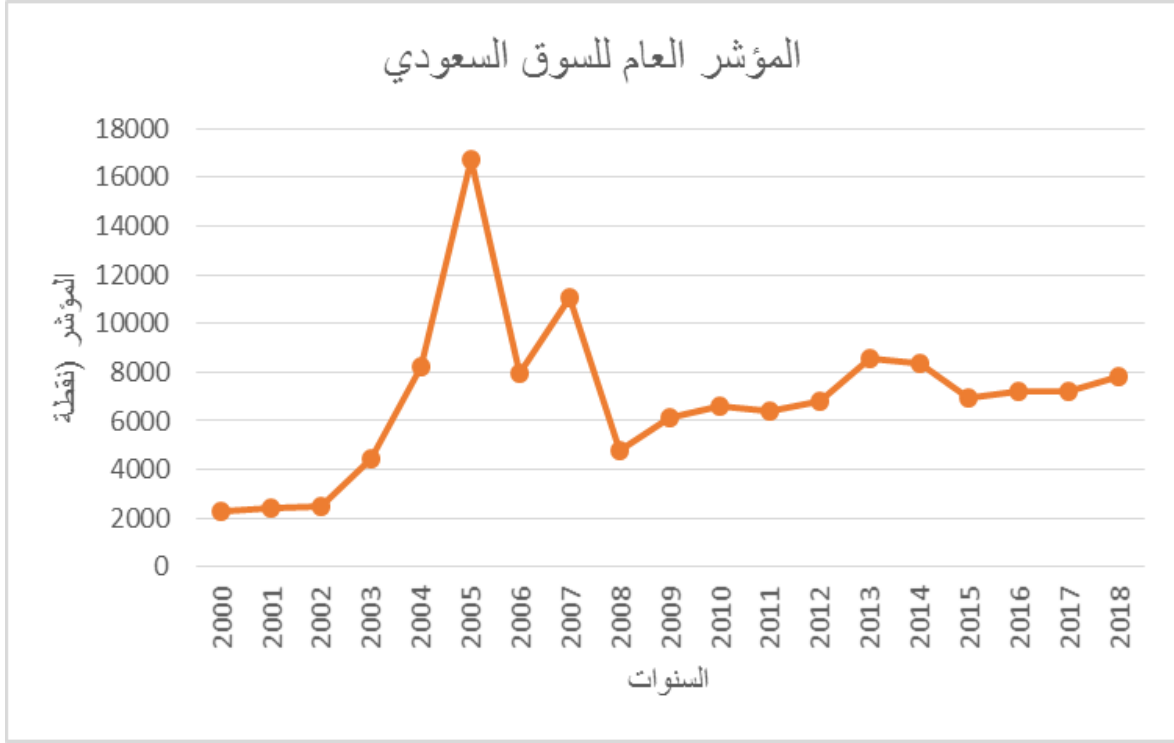
(2) موقع تداول، طريقة حساب المؤشرات، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home?locale=ar>، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2018/07/18، (14:55).

(3) موقع دايلي فوركس، المؤشر العام-السوق المالية السعودية (تداول)، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.dailyfx.com/arabic/tadawul>، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2018/07/16، الساعة 18:27.

لتوضيح مسيرة التطورات التي شهدتها المؤشر العام للسوق المالية السعودية سنعرض الشكل الموالي الذي يبين تطور المؤشر خلال الفترة (2000-2018):

الشكل رقم (2،3): تطور المؤشر العام للسوق المالية السعودية للفترة (2000-2018)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (2) وباستخدام برنامج Excel.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه، أن المؤشر العام للسوق المالية السعودية استمر في الصعود منذ عام 2000 خصوصاً أواخر عام 2002، مُتجاهلاً جميع المؤشرات الخارجية سواءً كانت سياسية أو اقتصادية من أحداث سبتمبر 2001؛ واحتلال العراق في مارس 2003 والتفجيرات الإرهابية وغيرها. ثم حقق المؤشر نمواً ملحوظاً خلال سنتي 2004 و2005، حيث بلغت نسبة الزيادة 103.66%⁽¹⁾، ويُمكن إيعاز ذلك إلى عدّة عوامل أهمها مُزاولة هيئة السوق المالية نشاطها وأعمالها ومراقبتها للسوق المالي، مما عزّز الثقة في المعاملات لما أضفته من تنظيم وشفافية، كما انضمت السعودية لمنظمة التجارة العالمية في نوفمبر 2005.

لينخفض المؤشر خلال السنوات الموالية حتى سنة 2008 ويصل إلى 4802.99 نقطة، إذ اتسمت الفترة بالانهيار الحاد للمؤشر نتيجةً للتأثر بالأخبار السياسية والاقتصادية بالداخل والخارج، كأحداث ضرب لبنان

⁽¹⁾ أنظر الملحق رقم (2) ص: 345.

في 2006 والأزمة المالية العالمية سنة 2008، انهيار بنك ليمان براذرز^(*) (Lehman Brothers) ومذبحة غزة نهاية عام 2008. ثم ترتفع قيمة المؤشر بعد الأزمة المالية لكن ليس بالارتفاع الذي كان مشهوداً سنتي 2005 و2007، إذ سجل الاقتصاد آنذاك انكماشاً نتيجة الهبوط الحاد في أسعار النفط سنة 2009 حيث بلغ 6121.75 نقطة⁽¹⁾.

كما مرّت السوق بأحداث اقتصادية كان لها تأثيرٌ كبيرٌ على التقلبات الحادة في الأسعار، كأزمة دبي العالمية سنة 2009، وأزمة الديون السيادية في أوروبا^(**) والانهيار اللحظي^(***) (Flash Crash) الذي حدث الأسواق الأمريكية سنة 2010، بالإضافة إلى الثورات العربية وأحداث الربيع العربي مطلع عام 2011، ثم شهدت السوق تسارعاً في الارتفاع منذ سنة 2011، حيث كان لتدخل الحكومة الأثر القوي لوقف انهيار السوق مجدداً، وذلك بمخزمة الأوامر الملكية وتصريحات وزير المالية بدعم السوق في مارس 2011.

ثم عرف المؤشر تزايداً ملحوظاً سنتي 2013 و2014 وهذا يعزى إلى إدراج خمس شركات جديدة للسوق المالي بلغت قيمتها السوقية حوالي 12 مليار ريال سعودي وذلك سنة 2013، وفي السنوات الموالية يُلاحظ انخفاض أداء السوق حيث سجل المؤشر 6911,76 نقطة سنة 2015، ثم يرتفع بنسب ضعيفة سنتي 2017 و2018 حيث كانت النسب 0,22% و8,30% على التوالي⁽²⁾.

حيث عرفت السوق عدة تطورات كانت لها آثار إيجابية على الارتفاع الطفيف للمؤشر أهمها⁽³⁾: اعتماد لائحة حوكمة الشركات، تطبيق المعايير المحاسبية الدولية لتتوافق مع الأسواق العالمية، تعديل المدة الزمنية لتسوية الصفقات للأوراق المالية واتباع نموذج اليومين عمل (T+2) الذي يتوافق أكثر مع المعايير الدولية والأسواق

^(*) بنك ليمان براذرز: بنك أمريكي كان إفلاسه أكبر إفلاس في تاريخ الوم.أ بقيمة تجاوزت 600 مليار دولار أمريكي، وكان ذلك بتاريخ 15 سبتمبر 2008 في ذروة أزمة الرهن العقاري، بعد إخطار شركة الخدمات المالية بتخفيض التصنيف الائتماني بسبب مركزه الثقيل في الرهن العقاري عالية المخاطر.

⁽¹⁾ أنظر الملحق رقم (2) ص: 345.

^(**) أزمة الديون السيادية: وتعني فشل الحكومات في خدمة ديونها المقومة بالعملات الأجنبية، أي الديون التي هي عبارة عن سندات موجهة للمستثمرين من خارج الدولة بعملة أجنبية، وعدم قدرتها على تدبير العملات اللازمة لسداد الالتزامات المستحقة عليها بموجب الدين السيادي، بمعنى عجز الدولة على الوفاء بديونها السيادية لدائيتها عند حلول آجال الاستحقاق.

^(***) الانهيار اللحظي: حدث في ماي 2010، حيث جعل متداول يدعى ساراو (Saroo) من أسواق الأسهم تبدو قوية ومليئة بالمشتريين، باستخدام أساليب التلاعب مثل التظاهر بالاهتمام بالشراء وارسال طبقات الأوامر الشرائية، مما جعل أسعار الأسهم تتراجع لحظياً خلال دقائق معدودة ثم تعافت مجدداً إلى حد كبير.

⁽²⁾ أنظر الملحق رقم (2) ص: 345.

⁽³⁾ عبدالله بن عبدالرحمن الريدي، 2017 عام حافل على السوق المالية السعودية، موقع جريدة الاقتصادية، متوفر على الموقع الإلكتروني: http://www.aleqt.com/2018/01/03/article_1308696.html، تم الاطلاع بتاريخ 2018/07/20، الساعة: 14:33.

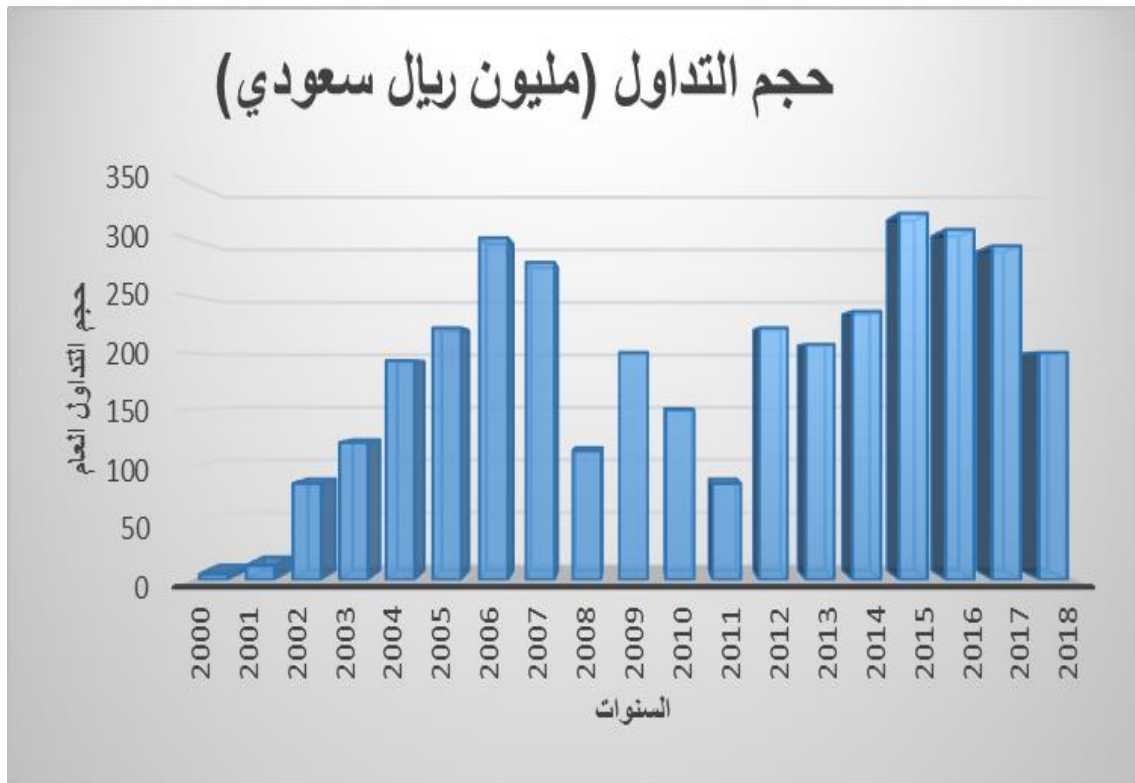
العالمية، كما تم اعتماد اللوائح التنظيمية لقواعد طرح الأوراق المالية، بالإضافة إلى انضمام السوق المالية السعودية إلى لائحة المتابعة لمؤشر الأسواق الناشئة مؤشر مورجان ستانلي (MSCI) Emerging Markets، بالإضافة إلى توقيع السوق المالية اتفاقية مع "نازدك" لتطوير أنظمة المقاصة والتسوية، والتي تهدف إلى تحسين الأنظمة الموجودة حتى تقارب الأنظمة في الأسواق العالمية.

الفرع الثاني: حجم التداول العام (Trading Volume)

يُوضّح حجم التداول عدد الأسهم التي يتم التعامل بها إذ يعتبر مؤشراً هاماً لنشاط أسواق رأس المال، فهو يُبيّن ملامح السوق ويشير إلى توقعات صعوده أو هبوطه في المستقبل. لذا يتوجّب على المتعامل توخّي الحذر في حالة ما إذا كان حجم التعامل متعارضاً مع حركة الأسعار، فإذا صاحب انتعاش الأسعار تراجعاً كبيراً في حجم التعامل أو عكس ذلك بانخفاض الأسعار يتزايد حجم التعامل ومن المحتمل أن يتغير اتجاه السوق. أما في حالة التعاملات التجارية التي تتأرجح ما بين الهبوط والصعود يشود السوق اتجاه مُتذبذب، ومن المحتمل أن تكون أحجام التعامل فيه منخفضة.

لمعرفة التطورات التي مرّ بها حجم التداول في السوق المالية السعودية، سنعرض الشكل الموالي:

الشكل رقم (2،4): تطور حجم التداول للسوق المالية السعودية للفترة (2000-2018)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (3) وباستخدام برنامج Excel.

من خلال معطيات الشكل يتضح لنا أنّ السوق المالية السعودية سجلت ارتفاعاً مستمراً وبمعدل مرتفع في حجم التداول من سنة 2000 إلى غاية 2006، حيث بلغ حجم التداول 301.327 مليون ريال سعودي سنة 2006، غير أنّ قيمة التداول تنخفض خلال السنوات التالية 2007-2008 مقارنةً بالسنوات التي تسبقها وهذا نتيجةً لتداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، حيث بلغت 113.674 مليون ريال سعودي سنة 2008، إلا أنّ نسبة الانخفاض في قيمة التداول تبقى أقل من نسبة الارتفاع المسجلة لمُعظم فترة الدراسة، ثم ترتفع سنة 2009 إلى غاية 2000.08 مليون ريال سعودي⁽¹⁾.

ثم يعرف حجم التداول انخفاضاً بعد ذلك خلال الفترة الموالية وحتى سنة 2013، لكنه يرتفع فقط سنة 2012 ويصل إلى غاية 221.936 مليون ريال سعودي، ثم يشهد ارتفاعاً نسبياً سنتي 2014 و2015 حيث بلغت نسبة الارتفاع مستوى 13.91% و36.6% على التوالي، ثم يتراجع حجم التداول العام في السوق السعودية ابتداءً من منتصف 2015، ويُعزى هذا التراجع في مستويات السيولة في السوق -على الرغم من عملية الاكتتاب العام وإدراج أسهم أربع شركات- إلى السماح للأجانب غير المقيمين في المملكة العربية السعودية بالشراء المباشر للأسهم السعودية، عن طريق المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة، لتصل سنة 2018 إلى ما مقداره 200.28 مليون ريال سعودي بنسبة انخفاض بلغت 31.9% مقارنةً بسنة 2017⁽²⁾.

عموماً فإن تحقيق معدلات نمو متتالية إيجابية في أحجام التداول يدل على نشاط سوق الأسهم السعودي وسرعة نموه، وهي كلها عوامل تُساعد على زيادة كفاءته.

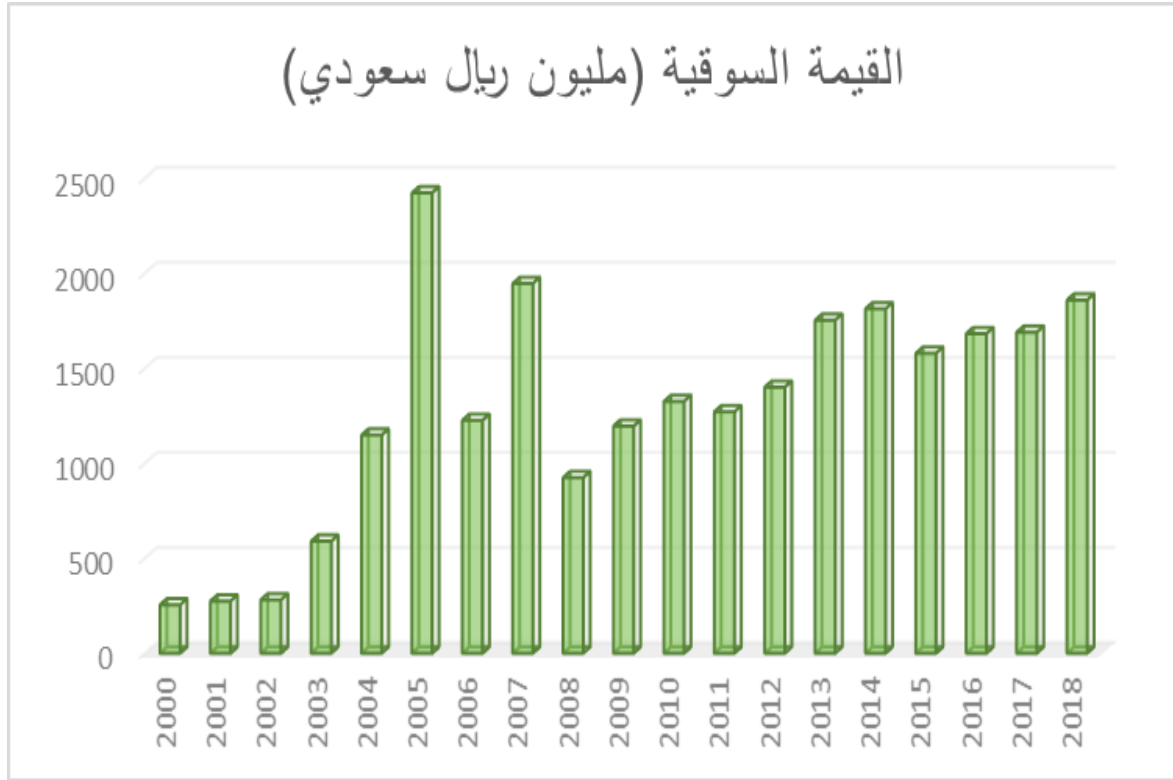
الفرع الثالث: القيمة السوقية للأسهم (Market Capitalization)

القيمة السوقية أو كما تسمى رسملة السوق تُحسب بالنسبة بين قيمة الأوراق المالية المسجلة للتداول إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي، والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر أنه يدرسُ بشكل خاص قدرة الاقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال عن طريق السوق المالية؛ وهو من أهم المؤشرات التي تعكس أداء الأسواق المالية. وسنقوم في هذا العنصر برصد تطور القيمة السوقية في السوق المالية السعودية خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية 2018، وتحليل أهم الأسباب التي أدت إلى زيادة أو انخفاض هذه القيمة وذلك وفق ما يبينه الشكل التالي:

⁽¹⁾ أنظر الملحق رقم (3) ص: 346.

⁽²⁾ أنظر الملحق رقم (3) ص: 346.

الشكل رقم (5،2): تطور القيمة السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية للفترة (2000-2018)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (4) وباستخدام برنامج Excel.

من خلال تطور القيمة السوقية للأسهم خلال فترة الدراسة نلاحظ أن هناك زيادة متقاربة في القيمة السوقية للأسهم خلال السنوات 2000-2001-2002، حيث قُدرت هذه الزيادة بـ 7.66% و 2.26% على التوالي، لتستمر هذه الزيادة في القيمة السوقية للأسهم وتبلغ أكبر نسبة لها سنة 2003 بما يُعادل 110.14% مقارنةً بسنة 2004⁽¹⁾، وهذا يدل على قدرة السوق المالي السعودي على تعبئة الادخار، وزيادة الاستثمار والإصدارات الجديدة.

لتأتي سنة الأزمة المالية العالمية 2008، وتنخفض القيمة السوقية بشكل كبير وتبلغ 924.528 مليون ريال سعودي، ثم يُكمل التطور باتجاه إيجابي للسنوات الموالية للدراسة باستثناء سنتي 2011 و 2015 حيث بلغت نسبة الانخفاض 4.12% و 12.90% على التوالي، وهذا راجع إلى استمرار ظاهرة شح السيولة عام 2011

⁽¹⁾ أنظر الملحق رقم (4) ص: 347.

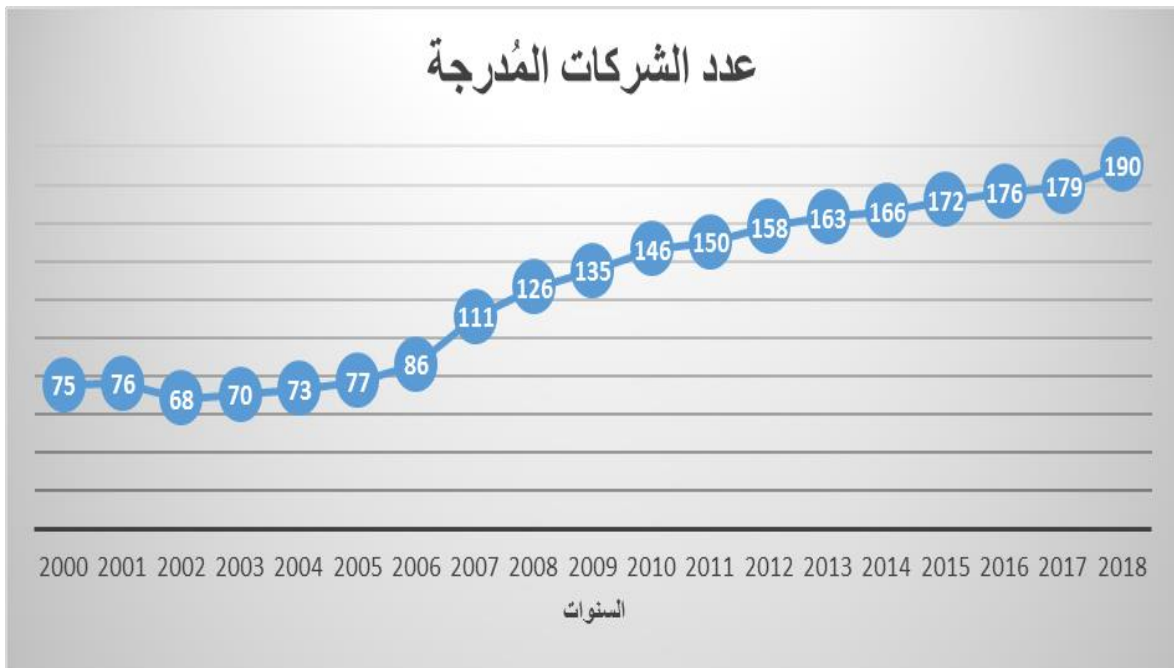
وهيمنة المستثمرين الأفراد على الجزء الأكبر من تداولات السوق المالي. إلا أنها تصل في الفترة الأخيرة إلى غاية 1689.6 و 1858.95 مليون ريال سعودي سنتي 2017 و 2018 على التوالي⁽¹⁾.

عموماً فإن تطور القيمة السوقية للأسهم خلال فترة الدراسة يدل على سرعة تطور السوق المالية السعودية.

الفرع الرابع: عدد الشركات المدرجة (Number of Companies)

يُعتبر العدد الكبير للشركات المدرجة في السوق المالي من الدلائل على سرعة تطوره، وسنحاول في هذه النقطة تحليل تطور الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية، خلال فترة الدراسة، ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (2،6): تطور عدد الشركات المدرجة للسوق المالية السعودية للفترة (2000-2018)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (5) وباستخدام برنامج Excel.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه تطوراً متزايداً في عدد الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية، حيث كانت البداية بـ 75 شركة سنة 2000، لكن عددها ينخفض سنة 2002 إلى 68 شركة، ليرتفع بعد ذلك العدد إلى 70 شركة سنة 2003، حيث شهدت السوق بداية تداول أسهم الشركات المدرجة فيها من خلال شبكة

⁽¹⁾ أنظر الملحق رقم (4) ص: 347.

الإنترنت في بعض البنوك، إذ أتاحت هذه الخدمة لعملاء البنوك القيام بمختلف العمليات في سوق الأسهم المحلي، بما في ذلك إبرام صفقات البيع والشراء الفوري وغيرها من العمليات.

كما ساهم تحويل العديد من الشركات من عائلية إلى شركات مساهمة عامة؛ في كون هذه الأخيرة أصبحت مؤهلة لطرح أسهمها للاكتتاب في السوق السعودي. ثم يتواصل عدد الشركات المسجلة في السوق في التزايد حتى تصل سنة 2018 إلى 190 شركة مساهمة مسجلة في السوق السعودي، أي بنسبة ارتفاع وصلت إلى 179,41% مقارنةً بسنة 2002 (والتي سجلت أدنى مستوى لعدد الشركات).

✓ مع ذلك يبقى عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية مُنخفضاً إذا ما قُورن مع عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية للدول المتقدمة، إلا أنه يُعتبر مؤشراً إيجابياً بالنسبة للسوق المالية السعودية، إذ كلما ارتفع عدد الشركات المدرجة في السوق، كلما اتسع حجم السوق وكلما أدى ذلك إلى زيادة كفاءته.

المطلب الثاني: تطور مؤشرات أداء بورصة عمان خلال الفترة (2000-2018)

خلال عقد التسعينات من القرن السابق بدأت العديد من الدول النامية، ومنها الأردن، بتطوير أسواقها المالية بهدف إيجاد آليات اقتصادية لتشغيل الموارد المالية المتاحة؛ وتوزيعها الأمثل على الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركات الأردنية، إضافةً لأهمية السوق في التحول إلى اقتصاديات السوق الحرّ من خلال برامج التصحيح.

بالرغم من أنّ برامج التصحيح الاقتصادي والتحرر المالي لم تحقق أهدافها الرئيسية في خلق التوازن والاستقرار النقدي والمالي في الأردن، إلا أنّ بورصة عمان شهدت تطوراً ملموساً في السنوات الأخيرة تمثلت بزيادة عدد الشركات المدرجة؛ والقيمة السوقية للأسهم وحجم التداول وأعداد المتعاملين في السوق.

فحسب التقارير الصادرة عن البورصة فقد بلغ عدد الشركات 66 شركة سنة 1978 لتصل إلى أعلى مستوى لها سنة 2010 بـ 277 شركة، كما بلغت القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها 16226.94 مليون دينار أردني سنة 2018 مقارنةً مع 286 مليون دينار عند إنشائها سنة 1976.

الفرع الأول: الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم (Stock Prices Index)

يتعرّف المستثمرون في الدول ذات الاقتصاديات الحرّة على اتجاهات أسعار الأوراق المالية عن طريق مؤشرات السوق، حيث تُعبّر هذه الأخيرة عن اتجاهات أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية في وقتٍ معين.

كما تُعطي المديرين الماليين في الشركات الأداة المناسبة لتقويم سعر السهم؛ وبالتالي تقويم قُوّة وضَعف الشركة من وجهة نظر السوق.

بدأ سوق عمان المالي بتاريخ 1980/01/01 باحتساب أول مؤشر له لأسعار الأسهم غير المرجح، باختيار عينة مكوّنة من 38 شركة من الشركات المدرجة مثلت كافة القطاعات، وتم تحديد أسعار افتتاح التداول في ديسمبر سنة 1980 كفترة أساس حيث كانت قيمة الرقم القياسي 100 نقطة. ليتم احتساب رقم قياسي مرجح بالقيمة السوقية مع مطلع 1992، بتحديد 31 جانفي 1991 كفترة أساس (الرقم القياسي = 100 نقطة) على أساس اختيار عينة مكوّنة من 50 شركة ممثلة للسوق ككل، تمّ زيادتها إلى 60 شركة عام 1994 وإلى 70 شركة سنة 2000 لتصل إلى 100 شركة عام 2007، وذلك بالاعتماد على خمسة معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها هي: القيمة السوقية للشركة، عدد أيام التداول، معدل دوران السهم، حجم التداول ومعدل الأسهم المتداولة⁽¹⁾.

ثم قامت البورصة باحتساب رقم جديد مرجح بالأسهم الحرة؛ بحيث يعطي تمثيلاً أفضل لتحركات أسعار الأسهم، فلا يتحيز بشكل كبير للشركات ذات القيمة السوقية العالية ويعطي فرصة للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته، حيث تم احتساب هذا الرقم من خلال الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول (Free Float) في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة.

هذا الأسلوب معتمدٌ من قِبَل عدد كبير من المؤسسات الدولية التي تقوم باحتساب أرقام قياسية لمعظم دول العالم، وتعتبر من أكبر الشركات العالمية في خدمات التزويد بالأرقام القياسية مثل مؤسسة ستاندراند بورز (S&P) وال (FTSE Group) وشركتي داوجونز وستوكس⁽²⁾ (Dow Jones Indexes and STOXX).

أما القطاعات في البورصة فقد بلغ عددها أربعة شملت قطاع البنوك، التأمين، الخدمات والصناعة للفترة من 1995 إلى غاية 2005، ليتم اعتماد توزيع قطاعي جديد سنة 2006 بتقسيم الشركات المدرجة إلى ثلاثة قطاعات رئيسية هي: القطاع المالي والخدمات وقطاع الصناعة.

⁽¹⁾ موقع بورصة عمان، مكونات عينة الرقم القياسي، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.ase.com.jo/ar/node/824>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2018/07/23، الساعة 19:15.

⁽²⁾ موقع بورصة عمان، المؤشرات الرئيسية، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.ase.com.jo/ar/node/820>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2018/07/23، الساعة 19:15.

ويتم احتساب الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة؛ من خلال احتساب القيمة السوقية لكل شركة عن طريق العدد الكلي للأسهم المدرجة مضروباً بأخر سعر إغلاق سهم الشركة مضروباً في رقم يسمى "المعامل". وهذا المعامل هو عبارة عن نسبة الأسهم الحرة في الشركة، والتي تمثل الأسهم الكلية للشركة مطروحا منها الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة والمساهمون الذين يمتلكون (5%) فأكثر، ومن ثم ضربها بمعامل الوزن المعدل؛ والذي يعتمد على وزن الشركة من عينة الرقم القياسي قبل وبعد تحديد وزن 10% للشركات التي يزيد وزنها عنه.

ويتم تغيير هذا المعامل بناءً على المراجعة التي تقوم بها البورصة لعينة الرقم القياسي، وتُعدل قيمة هذا المعامل بناءً على الأسهم الحرة للشركة في وقت عمل المراجعة، كما يتم تعديل قيمة المعامل لأي شركة يزيد وزنها عن (10%) من القيمة السوقية لشركات المؤشر، بحيث يتم تخفيض قيمته للمحافظة على نسبة (10%)، حيث تقوم منهجية احتساب الرقم القياسي على أساس عدم تجاوز وزن أي شركة بالعينة عن (10%) من القيمة السوقية للمؤشر⁽¹⁾. ويتم استخدام الصيغة التالية لاحتساب الرقم القياسي العام⁽²⁾:

$$index_t = \frac{\sum_{i=1}^n P_{ti} \times S_{ti} \times F_{ti}}{D_t}$$

حيث: P_{ti} : سعر إغلاق سهم الشركة، S_{ti} : عدد الأسهم المدرجة للشركة؛

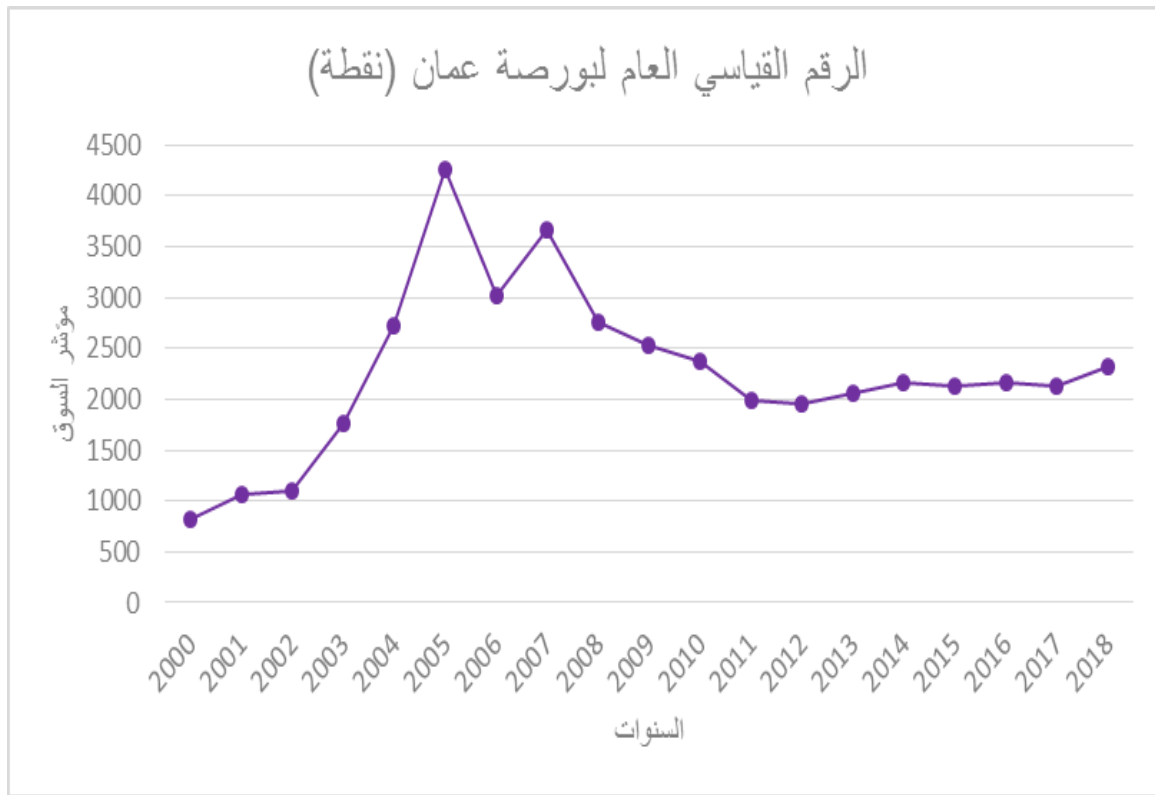
F_{ti} : معامل للشركة، D_t : مقام الرقم القياسي (Divisor)، (i) في الزمن اليوم (t).

لقد حققت بورصة عمان تطورات هامة في مؤشر السوق العام منذ نشوئها ولغاية الآن على الرغم من مرورها بفترات ركودٍ وازدهارٍ من فترة لأخرى، ويمكن من خلال تتبع المؤشر التعرف على اتجاهات أسعار الأسهم وأهم التطورات والأحداث التي مرت بها البورصة، من خلال الشكل (2،7) الذي يوضح تطور الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم المرجح بالأسهم الحرة في بورصة عمان ومعدل نموه السنوي خلال فترة الدراسة (2000-2018).

⁽¹⁾ موقع بورصة عمان، مكونات عينة الرقم القياسي، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.ase.com.jo/ar/node/824>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2018/07/23، الساعة 19:15.

⁽²⁾ موقع بورصة عمان، طريقة الاحتساب، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.ase.com.jo/ar/node/822>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2018/07/23، الساعة 19:15.

الشكل رقم (7،2): تطور الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة (نقطة) لبورصة عمان للفترة (2000-2018)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (6) وباستخدام برنامج Excel.

من خلال ملاحظة الشكل أعلاه يمكن تحليل التطورات الحاصلة كما يلي⁽¹⁾:

تطوّر الرقم القياسي العام للسوق خلال السنوات الأولى للدراسة إلى غاية 2005 بشكل ملحوظ، إذ اختتمت بورصة عمان تعاملها بمكاسب قياسية ملحوظة لم يسبق لها مثيل، والتي سمّيت بسنة الاكتتابات حيث تم فيها إدراج حوالي 100 سهم جديد بالسوق، ولجأت هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان نتيجة الطفرة الاقتصادية وتضخم الأسعار اللامنطقي إلى امتصاص هذا التضخم من خلال إدراج أسهم شركات جديدة يكون سعر الافتتاح فيها أقل من سعر الاكتتاب، حيث بلغت قيمة المؤشر كحد أقصى 4259,7 نقطة بنسبة ارتفاع قُدرت بـ 56,1% عن سنة 2004، وذلك استجابةً للتطورات التي شهدتها البورصة على المستوى التشريعي والتنظيمي؛

⁽¹⁾ موقع بورصة عمان، التقارير السنوية لبورصة عمان: 2000-2018، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.ase.com.jo/ar/node/1652>

تم الإطلاع عليه بتاريخ 2018/07/25، الساعة: 18:55.

حيث سهّل التداول الإلكتروني عملية التداول ورفع كفاءة الوسطاء بالإضافة إلى إعطاء المرونة بالتداول، كما أنّ نجاح الأردن في إنجاز مشاريع الاتفاقيات الحرة مع الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا والانضمام إلى منظمة التجارة الحرة (WTO) كان له أثر بالغ الأهمية في ارتفاع الأسعار.

أما بعد 2005 فقد شهدت البورصة تراجعاً في أسعار الأسهم من سنة لأخرى، بسبب الحركة التصحيحية التي شهدتها البورصات العربية وبالأخص بورصة عمان بعد عملية الإدراج التي حدثت، حيث انخفض المؤشر إلى 3013,7 نقطة سنة 2006 بنسبة (29,3)% عن سنة 2005، ثم يُعاود المؤشر الارتفاع من جديد سنة 2007 حيث بلغ 3675 نقطة، نتيجة للحركة التصحيحية التي عرفتتها سوق الأوراق المالية⁽¹⁾.

ليواصل المؤشر الانخفاض ولكن بنسب ضئيلة خلال الفترة 2008-2012، وذلك نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية سنة 2008 وثورات الربيع العربي، كما قامت عدّة بنوك بزيادة رأسمالها حيث وصلت أكبر نسبة تغيير بالقطاع إلى 133.6%، وذلك تماشياً مع تعليمات البنك المركزي الأردني بخصوص الحد الأدنى لرأسمال البنوك الذي حدد عند مستوى 100 مليون دينار أردني بحلول 2010. ليعاود الارتفاع سنة 2013 ويصل إلى 2095.8 نقطة، لتواصل قيمة المؤشر التذبذب بين الارتفاع والانخفاض خلال السنوات الأخيرة للدراسة حتى سنة 2018 ليبلغ 2319,32 نقطة⁽²⁾.

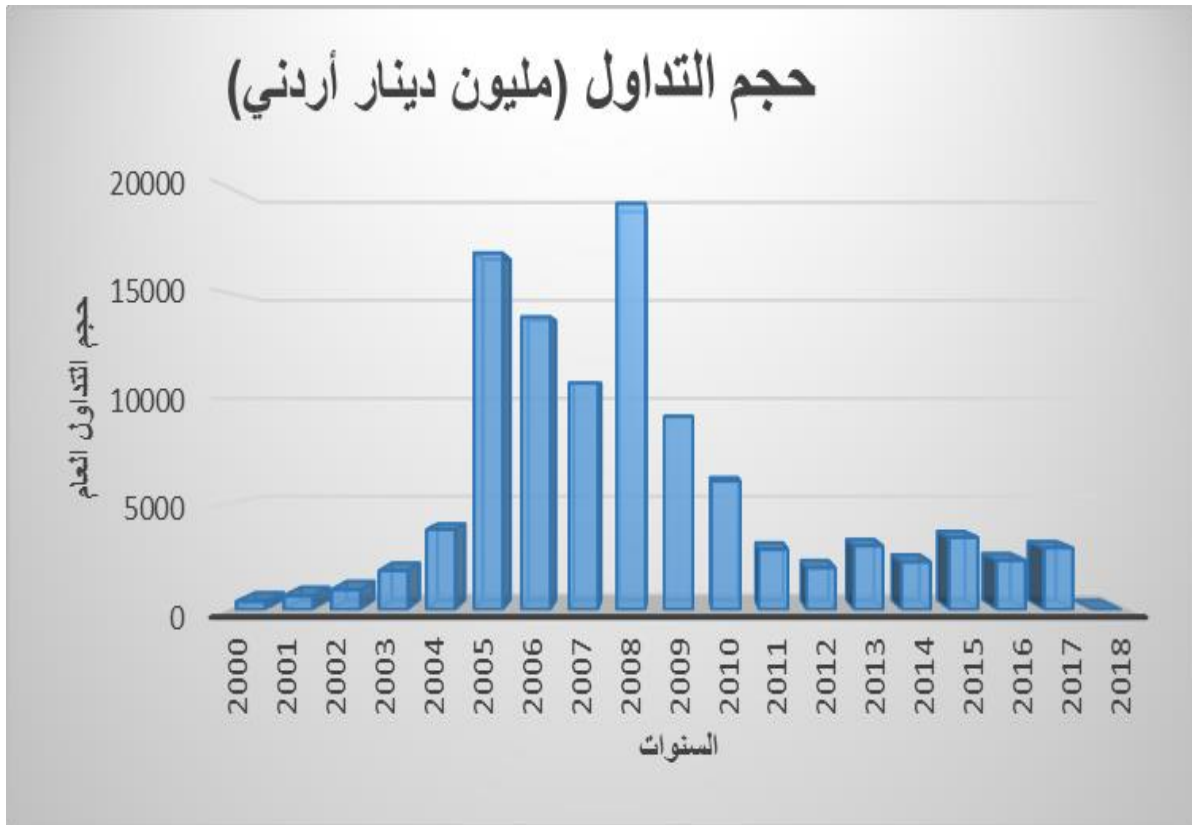
الفرع الثاني: حجم التداول العام (Trading Volume)

يعتبر حجم التداول من مؤشرات السيولة، حيث يمكن من خلال الشكل الموالي تتبّع وتحليل التطورات الحاصلة في حجم التداول العام لبورصة عمان خلال الفترة (2000-2018).

⁽¹⁾ أنظر الملحق رقم (6) ص: 349.

⁽²⁾ أنظر الملحق رقم (6) ص: 349.

الشكل رقم (2،8): تطور حجم التداول العام لبورصة عمان خلال الفترة (2000-2018)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (7) وباستخدام برنامج Excel.

نلاحظ أنه خلال الفترة الأولى للدراسة (2000-2005) عرف حجم التداول نمواً مستمراً، حيث بلغت ذروتها سنة 2005 بـ 16871 مليون دينار أردني، وهذا يرجع إلى تنفيذ برامج الخصوصية لبعض الشركات الحكومية وتوسيع مجال الاستثمار، بالإضافة إلى النتائج الإيجابية التي حققها قانون الأوراق المالية لسنة 2002، خاصة في مجال تطبيق الأنظمة الإلكترونية كأنظمة التداول والتسوية والمقاصة الإلكترونية.

بالرغم من النمو الهائل في حجم التداول سنة 2005، فإن معدل التداول اليومي اتجه نحو الانخفاض خلال الأشهر الأخيرة للعام بسبب انخفاض حجم السيولة وتوجهها نحو الإصدارات الأولية، لينخفض بعدها حجم التداول سنة 2007 إلى 10736,02 مليون دينار أردني، ثم يرتفع حجم التداول من جديد سنة 2008 إذ بلغ رقماً قياسياً قُدر بـ 19225.52 مليون دينار أردني، وهذا بسبب إقبال المستثمرين على شراء الأسهم المنخفضة السعر والتي تسببت الأزمة العالمية فيه⁽¹⁾.

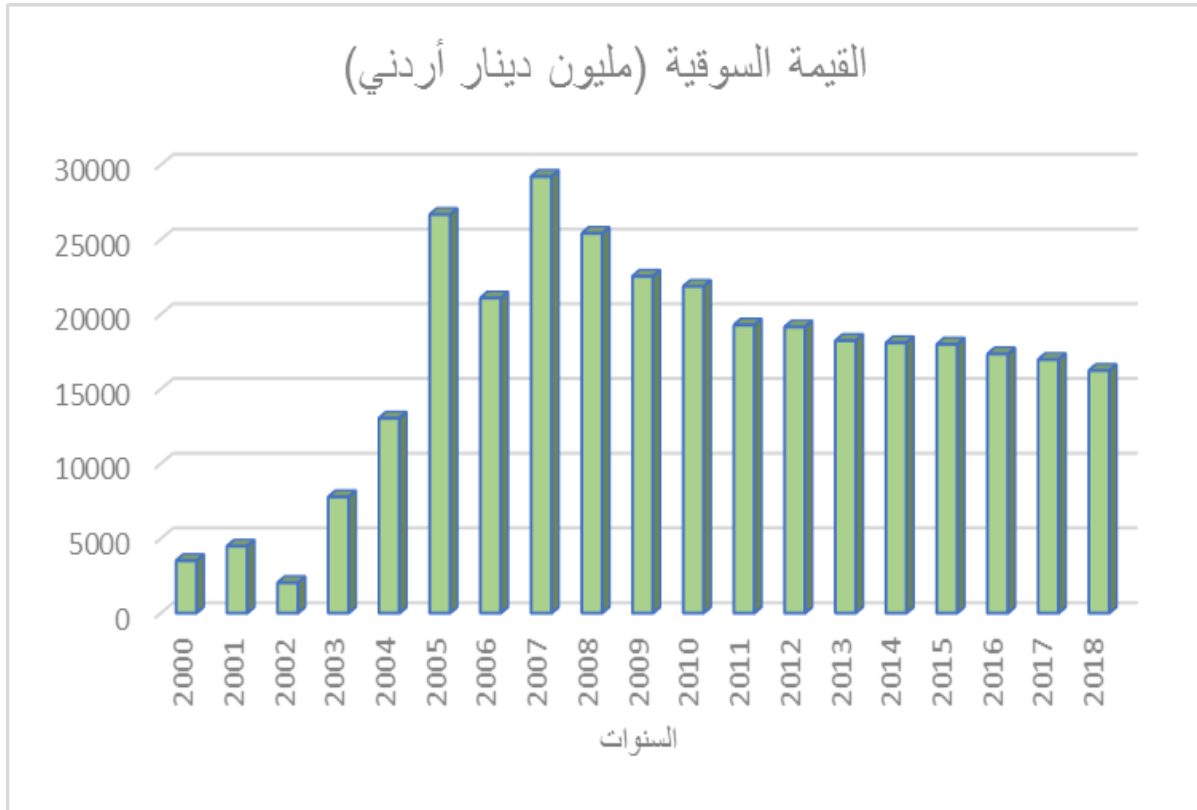
⁽¹⁾ أنظر الملحق رقم (7) ص: 350.

ليُعاود حجم التداول الانخفاض مُجدداً خلال الفترة (2009-2012) وهذا راجع إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية، حيث انخفضت أسعار الأسهم وصاحبها انخفاضاً في أحجام التداول الناتج عن انخفاض الطلب على الأسهم الذي قابله زيادة العرض في الأسهم في السوق المالي. لكنه عرف معدلات نمو موجبة خلال السنوات 2013، 2015، 2017 بنسب بلغت 52,99%، 50,98%، 25,61% على التوالي، أما سنة 2018 فقد بلغ حجم التداول العام 2319.32 مليون دينار أردني بنسبة انخفاض تعادل 20,94% مقارنة بسنة 2017⁽¹⁾.

الفرع الثالث: القيمة السوقية للأسهم (Market Capitalization)

سنلخص في هذا العنصر تطور القيمة السوقية في بورصة عمان خلال الفترة (2000-2018)، وتحليل أهم الأسباب التي أدت إلى زيادة أو انخفاض هذه القيمة، وذلك وفق ما يبينه الشكل التالي⁽²⁾:

الشكل رقم (9،2): تطور القيمة السوقية للأسهم في بورصة عمان خلال الفترة (2000-2018)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (8) وباستخدام برنامج Excel.

⁽¹⁾ أنظر الملحق رقم (7) ص: 350.

⁽²⁾ بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان: 2000-2018، موقع بورصة عمان، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.ase.com.jo/ar/node/1652>، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2018/08/01، الساعة: 14:47.

من خلال تحليلنا لمعطيات الشكل أعلاه، نلاحظ أن القيمة السوقية للأسهم المدرجة في بورصة عمان عرفت تطوراً ملحوظاً خلال فترة الدراسة، حيث بلغت قيمتها 3509,6 مليون دينار أردني سنة 2000 لترتفع سنة 2001 بنسبة 27,55%، ثم تنخفض إلى 54,67% لكنها ترتفع حتى الذروة سنة 2005 بمقدار 26667,1 مليون دينار أردني، ويعود ذلك إلى التأثير الإيجابي لقانون الأوراق المالية لسنة 2002 وتنفيذ برامج الخصخصة والتوسع في المجالات الاستثمارية. لكن سرعان ما تنخفض بنسبة 20,66% سنة 2006 مقارنة بسنة 2005، ويعود ذلك إلى الحركة التصحيحية التي عرفتها البورصة آنذاك⁽¹⁾.

بعدها ترتفع سنة 2007 إلى 38,59% لكنها تنخفض باستمرار خلال السنوات اللاحقة حتى سنة 2018⁽²⁾، وهذا يعود إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية سنة 2008، والتي تراجعت فيها أسعار الأسهم في كبرى البورصات إلى أكثر من 80% حيث انخفض حجم الاستثمارات الأجنبية داخل أغلب الدول، كما يرجع السبب إلى أحداث الربيع العربي سنة 2010 وما انجر عنها من عزوف المستثمرين عن شراء الأوراق المالية في البورصات، كما أنّ انخفاض أسهم كبرى الشركات المدرجة في البورصة أدى إلى انخفاض القيمة السوقية، بالإضافة إلى الاضطرابات السياسية والتقلبات الإقليمية والعالمية كأزمة الديون السيادية، التي أثرت ولو بصورة غير مباشرة على أداء البورصات العربية وبورصة عمان من بينها.

الفرع الرابع: عدد الشركات المدرجة (Number of Companies)

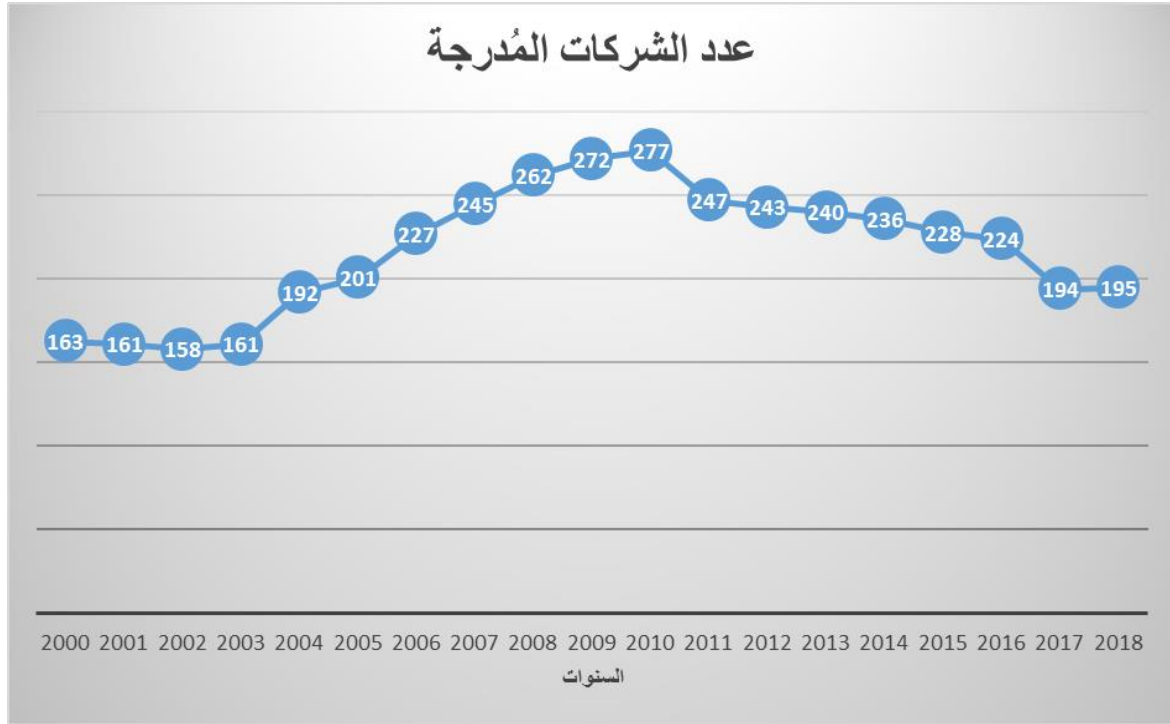
هو مقياس يعبر أيضاً على حجم السوق ولو أنه يهمل إلى حدٍ ما الاختلافات في قيم الشركات المدرجة في السوق، وتدلّ الزيادة في هذا المؤشر على زيادة اعتماد الشركات على التمويل المباشر. وفي هذه النقطة سنقوم بتحليل تطور الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال فترة الدراسة وذلك من خلال الشكل أسفله:

وكما هو معروف أنه كلما زاد عدد الشركات المدرجة في البورصة كلما اتسع حجم السوق، وهذا من الميزات الأساسية للسوق الكفاء، لكن مقارنةً بالشركات المسجلة في البورصات العالمية في الدول المتقدمة يبقى عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان منخفضاً. والشكل الموالي يبين تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2000-2018).

⁽¹⁾ أنظر الملحق رقم (8) ص: 351.

⁽²⁾ أنظر الملحق رقم (8) ص: 351.

الشكل رقم (2،10): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2000-2018)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (5) وباستخدام برنامج Excel.

يظهر من خلال هذا الجدول أنّ عدد الشركات المسجلة في بورصة عمان كان منخفضاً سنتي 2001 و2002؛ مقارنةً بسنة 2000 بنسب قُدرت بـ 1,22% و 1,81% على التوالي إذ ابتدأت البورصة سنة 2000 بـ 163 شركة⁽¹⁾، وقد يرجع سبب ذلك لخروج بعض الشركات نتيجةً لضعف أدائها. غير أن عدد الشركات ارتفع في السنة الموالية 2003 حيث بلغ عددها 161 شركة مساهمة، بسبب إدراج شركات جديدة في مجال الاتصال والاستثمار، ليستمر هذا الارتفاع إلى غاية 2010 ويصل الذروة بـ 277 شركة، وقد كان سبب ذلك مواصلة الدولة برامج الخوصصة من خلال قيامها ببيع جزء من مساهمتها في عدّة شركات كالمناجم والفوسفات وشركات الاتصال. غير أنّ هذا العدد ينخفض خلال سنة 2011 بـ 10,83% مقارنة بالسنة السابقة، ويعود ذلك إلى إلغاء إدراج 30 شركة من البورصة، استمر الانخفاض بعد سنة 2010 التي سجلت أقصى عدد للشركات المدرجة بـ 277 شركة في بورصة عمان لتصل إلى 195 سنة 2018⁽²⁾.

⁽¹⁾ أنظر الملحق رقم (5) ص: 348.

⁽²⁾ أنظر الملحق رقم (5) ص: 348.

✓ من خلال عرض تطور مؤشرات الأداء للسوق المالية السعودية وبورصة عمّان، نستخلص أن أدائها منخفض مقارنة بمثيلاتها من الأسواق المالية في الدول المتقدمة وحتى الناشئة، لما تتسم به من ضآلة حجم السوق وارتفاع نسبة نصيب القطاع العام، وتمركز الأوراق المالية المتداولة في الأسهم العادية فقط، كما تتميز بقلّة عدد الشركات المدرجة، وارتفاع درجة تركيز التداول في عدد قليل من أسهم الشركات، وتركيز الاستثمار في الأسهم العادية مع قلة وجود بدائل أخرى كالصكوك والسندات والمشتقات المالية، بالإضافة إلى اعتماد أغلب الأسواق المالية على صناديق الاستثمار التي تديرها البنوك الاستثمارية غالباً، ما يرجع إلى عزوف الكثير من الشركات العائلية عن إدراج جزء من أسهمها في البورصة بحيث لا يؤثر الأداء السوقي على الأداء الحقيقي له.

خاتمة الفصل

لقد ساعدت بعض العوامل والظروف على إنشاء الأسواق المالية في الدول العربية سنوات القرن العشرين، كما عملت على تطويرها وتحسين كفاءتها بهدف خلق السيولة لتمويل الاستثمارات وتنمية اقتصاديات الدول، ونستنتج من تحليلنا لواقع الاقتصاديات العربية أنّ غالبيتها تشكو من تقلب معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، انخفاض درجة أمان المعاملات والعقود في أسواق السلع والخدمات، ضعف القدرة التنافسية في الأسواق، ضآلة الانفتاح على العالم الخارجي وغيرها والتي يجب العمل على تداركها لتوسيع نطاق الاستثمار فيها.

كما نستخلص ممّا عرضناه في هذا الفصل أنّ الأسواق المالية العربية في مجملها تختلف من حيث درجة تطورها وخصائصها وأدائها من سوق لأخرى والسوق المالية السعودية وبورصة عمّان بصفة خاصة، إذ تتميز بانخفاض قيمتها السوقية ما يدلّ على ضعف تمويلها للاقتصاد الوطني، وقلة عدد الشركات المدرجة بها والذي يدلّ على نقص التنوع القطاعي، بالإضافة إلى تذبذب أسعار أسهمها وضعف درجة سيولتها ما يعرضها للمخاطر، وهذا ما تعكسه مؤشرات الأداء الخاصة بهذه الأسواق خاصة خلال فترة الدراسة.

إلا أنّ النتائج المستخلصة من التحليل توحى بقدرة الأسواق المالية العربية على المساهمة في توفير التمويل اللازم للنشاط الاقتصادي إذا لقيت الاهتمام اللائق من قبل الحكومات، وذلك بفضل الخطوات المتبعة التي خطتها من الناحية التشريعية والتنظيمية والرقابية، من خلال الإفصاح والشفافية في المعلومات والبيانات الخاصة بها، وهذا كلّ في سبيل تطويرها وجعلها مُستقطباً للمستثمرين وتعزيز النمو الاقتصادي وزيادة حجم الادخار الوطني. إلا أنّها لازالت تعاني من قصور في تشريعاتها ومحدودية أدواتها المالية وضعف في نشاطها، ما حال دون أن تصل إلى المستويات المطلوبة كمثيلاً في الأسواق المالية المتطورة، لذا يجب عليها العمل على إيجاد الأطر التشريعية المرنة وتنويع أدواتها المالية، بالإضافة إلى تعميق العلاقات بين الدول العربية لإنشاء بورصة عربية موحدة.

ونظراً لاختلاف درجة تطور الأسواق المالية من دولة لأخرى حسب الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتاريخية، إلا أنّ المتغيرات الاقتصادية تبقى أهم المتغيرات التي تؤثر على تطورها، إذ يجب على المستثمرين تحليل بيانات هذه الأسواق ومعرفة مدى ارتباطها بهذه المتغيرات باستخدام طرق عدّة، بغرض الوصول إلى نتائج تُمكنهم من اتخاذ قرارات استثمارية سليمة. إذن فما هي أهم طرق التحليل في الأسواق المالية؟ وفيما تتمثل أهم المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر على أداءها؟ هذا ما سنحاول تسليط الضوء عليه في الفصل الموالي.

الفصل الثالث

مداخل التحليل

والمتغيرات الاقتصادية

الكلية

المبحث الأول: مداخل التحليل: التحليل الأساسي والفني

المبحث الثاني: المتغيرات الاقتصادية الكلية

المبحث الثالث: علاقة المتغيرات الاقتصادية الكلية بالأسواق

المالية

تمهيد الفصل

إنّ التعامل مع الأسواق المالية والنفوذ إليها مرتبط بتحليلها ومعرفة أهم العوامل المؤثرة فيها، فبدون التحليل المستند على بيانات شفافة وتخطيط مُسبق لن يتمكن المستثمرون من اتخاذ القرار السليم، وسيكون الاستثمار معرضاً لمخاطر كبيرة، انطلاقاً من هذا نجد العديد من الأدوات والتقنيات المستعملة في تحليل الأسواق المالية أبرزها التحليلان الأساسي والفني، وهذا ما سنحاول التفصيل فيه خلال هذا الفصل.

لهذا فإن هذه الدراسة ستتطرق لهتين الأداتين، المستعملتين في عملية تحليل الأسواق المالية بشيء من التفصيل، مع التركيز بشكل معمق على التحليل الأساسي، باعتباره أداة تركز في تحليلها على الظروف الاقتصادية، وتحديد المتغيرات الاقتصادية الكلية التي لها أهمية كبيرة، في إعطاء دلالات لما ستكون عليه الأسواق المالية في المستقبل، حيث نجد أن للسياسات الضريبية والنقدية، التضخم، الإنفاق ودورة الحياة الاقتصادية وغيرها من المتغيرات تأثير إما سلبي أو إيجابي على أسعار الأسهم في السوق المالي.

وعليه فإنّ هذا الفصل سيقسم إلى ثلاثة مباحث، سيتناول **المبحث الأول** مداخل التحليل بشقيه التحليل الأساسي والفني من خلال عرض مفهومهما، والخصائص، والافتراضات الأساسية والأدوات والمراحل التي يمر بها كل تحليل، أما **المبحث الثاني** فسيعرض أهم المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر على أسعار الأسهم في السوق المالي، والتي اختيرت للتحليل في الإطار التطبيقي لهذه الدراسة، بالإضافة إلى إعطاء لمحة عن الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وآثارها على الأسواق المالية العربية، أما **المبحث الثالث** فسيعرض علاقة المتغيرات الاقتصادية الكلية بالأسواق المالية.

المبحث الأول: مداخل التحليل: التحليل الأساسي والفني

تتجه أسعار الأوراق المالية في السوق المالي إلى الارتفاع تارةً والانخفاض تارةً أخرى، نتيجة لتفاعل عدّة متغيرات وعوامل قد تكون اقتصادية، سياسية أو اجتماعية. هذا بالنسبة للمدى الطويل، أما في المدى القصير، فإن قرارات التمويل التي يتم اتخاذها تُبنى على أساس تطلّعات وتوقعات المستثمرين ورغبات المضاربين وجميع المتعاملين في السوق المالي. وعلى هذا الأساس فإنه يوجد مدخلان للتحليل هما: التحليل الأساسي والتحليل الفني.

المطلب الأول: التحليل الأساسي (Fundamental Analysis)

يُعتبر التحليل الأساسي من المواضيع التي تُقوم بتوجيه النشاط الاستثماري في عالم المال والأعمال، إذ نجد العديد من الشركات المتخصصة في هذا المجال مثل شركة ميريل لينش^(*) بفروعها، والتي تعمل على تقديم المشورة المالية لربائتها عبر أنحاء العالم.

يهدف التحليل الأساسي إلى دراسة وتحليل كلّ المتغيرات والظروف الاقتصادية المحلية والدولية على مستويات مختلفة، والتي من الممكن أن تُؤثر على أسعار الأسهم في السوق المالي، وتُفيد في التنبؤ بعوائدها المتوقعة والمخاطر المصاحبة لها. وعليه سيتم التطرق في هذا المطلب إلى مفهوم التحليل الأساسي، خصائصه وطرق تحليله.

الفرع الأول: مفهوم التحليل الأساسي

يُستخدم التحليل الأساسي على نطاقٍ واسع في تحليل الأسواق المالية، إذ يشمل أهم التحليلات الأساسية لتحديد قيمة الشركة، التي يُعبر عنها بأسعار أسهمها، وذلك استناداً إلى فرضية أنّ سعر الأوراق المالية الفعلي مُتذبذبٌ حول قيمته الجوهرية (والتي تُمثل القيمة العادلة لأسهم الشركة) على مرّ الزمن⁽¹⁾.

كما يهتم بدراسة المعلومات الخاصة بوضع الشركة واحتمالات نجاحها، وذلك من خلال استخدام البيانات المالية لمعرفة وضعيتها المالية وقيمتها، وكلّ هذا يعتمد على أساس قراءة وتفسير المقاييس الاقتصادية التي يُمكن أن تُؤثر على أسعار الأسهم⁽²⁾. حيث يقوم التحليل الأساسي على تحديد ما يُسمى بالقيمة الحقيقية^(**)

(*) شركة ميريل لينش (Merril Lynch): شركة خدمات تمويلية عالمية مقرها الرئيسي نيويورك بالو.م.أ، تقوم من خلال شبكة شركائها التابعة والحليفة بتقديم خدمات عديدة مثل: خدمات سوق رأس المال والاستثمار والاستشارات وإدارة الثروة وإدارة الأصول والتأمين البنكي بالإضافة إلى خدمات مالية أخرى.

(1) Timo Schlichting, **Fundamental Analysis, Behavioral Finance and Technical Analysis on the Stock Market**, GRIN Verlag, Druck und Bindung: Books on demand GmbH, Norderstedt, Germany, 2008, p:10.

(2) عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، ط 1، 2006، ص: 86-87.

(**) القيمة الحقيقية: تمثل قيمة التدفقات النقدية المتوقعة بعد خصمها بمعدل خصم يعكس معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية، وبذلك فإن قيمة الورقة تصبح تعتمد على عاملين هما قيمة التدفقات النقدية المتوقعة ومعدل العائد المطلوب.

للورقة المالية، والتي تتوقف بصفة خاصة على العديد من العوامل المرتبطة بالشركة أو الصناعة التي تنتمي إليها هذه الشركة، والاقتصاد الوطني والدولي بصفة عامة، وهذا ما يُمكن من تحديد القيمة الحقيقية للسهم⁽¹⁾.

لهذا فإنّ التحليل الأساسي يهدف للإجابة على الأسئلة التالية⁽²⁾:

- لماذا تتغير أسعار الأوراق المالية؟
- ما هي العوامل المؤثرة في ذلك؟
- ماذا نشترى أو نبيع من الأوراق المالية؟

حيث يظهر لنا أنّ هذا التحليل يهتم بدراسة الظروف المحيطة بالشركة سواءً تمثلت في دراسة الظروف الاقتصادية العامة، أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة أو ظروف الشركة نفسها، وكلّ هذا يُساعد على الكشف عن معلومات قد تُفيد في التنبؤ بحركة سير أرباح الشركة، وبالتالي أسعار أسهمها.

وعليه فالتحليل الأساسي في الأسواق المالية يستند على مبدأ ومعياري أساسي - لانتقاء الأسهم المناسبة للاستثمار فيها - هو قدرة الشركة على تحقيق الأرباح في المدى البعيد. وبغرض التنبؤ بالأرباح المستقبلية للشركات، فإنه يتوجب دراسة ما يدور حول هذه الشركات من أوضاع اقتصادية وتحركات قطاعية وغيرها. ومن هذا المنطلق فإنّ التحليل الأساسي يقوم على ثلاثة مستويات تتمثل في الاقتصاد ككل، والسوق بقطاعاته والشركة منفردة، وهذا ما سنتطرق إليه في النقاط القادمة من هذا الفصل.

الفرع الثاني: خصائص التحليل الأساسي وطرق تحليله

في هذه النقطة سوف نسلط الضوء على أهم السمات والخصائص التي يجب توافرها في التحليل الأساسي، وعلى طريقتين أساسيتين من طرق التحليل.

أولاً: خصائص التحليل الأساسي

يجب أن تتوفر بعض الصفات والسمات الرئيسية في التحليل الأساسي هي⁽³⁾:

- (1) توفير مجموعة من المعلومات الإضافية للمستثمر مقارنة بالتحليل الفني؛
- (2) يقوم التحليل الأساسي في بعض الأحيان على التنبؤ بشكل جيد بتحركات الأسعار، أفضل مما تنبؤ به وتقدمه أية إشارات فنية؛
- (3) يسمح التحليل الأساسي للمستثمر بأن يتخذ خطوة وموقفًا جريءًا، في حالة كون المعلومات تُشير إلى احتمال تحرك كبير في الأسعار؛

⁽¹⁾ عبد اللطيف مصيطفي، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، د.ط، 2015، ص:64.

⁽²⁾ شموط مروان، كنجو عيود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، د.ط، 2008، ص:303-304.

⁽³⁾ Jack D. Schwager, **A Complete Guide to the Futures Markets: Fundamental Analysis, Technical Analysis, Trading, Spreads, and Options**, John Wiley & Sons, New York, U.S.A, 1984, p:18.

4) فهم الأساسيات الخاصة بهذا التحليل، يشكل حافزاً يُشجع على الاستثمار في الأوراق المالية.

ثانياً: طرق التحليل الأساسي

يُقدم أصحاب التحليل الأساسي طريقتين للتحليل هما⁽¹⁾:

(1) التحليل الكلي ثم الجزئي (Macro- Micro Approach):

تعتمد على التحليل من أعلى إلى أسفل (Top-Dawn Analysis)، حيث يتم فيها تحليل الظروف الاقتصادية العامة ثم ظروف الصناعة إلى أن نصل إلى التحليل على مستوى الشركة؛

(2) التحليل الجزئي ثم الكلي (Micro- Macro Approach):

تعتمد هذه الطريقة على التحليل من أسفل إلى أعلى (Bottom-Up Analysis)، حيث نبدأ هنا من تحليل ظروف الشركة ثم على مستوى الصناعة ثم تحليل العوامل الاقتصادية العامة.

الفرع الثالث: مراحل التحليل الأساسي

يرتكز التحليل الأساسي كون السبب الرئيسي في تغيير حركة الأسعار، يرجع إلى التغير المتوقع في عوائد الشركات، وبالتالي فإن المعلومات التي من شأنها التأثير على عوائد الشركات ستؤثر لاحقاً على توزيعات الأرباح ما سينعكس على أسعار الأسهم. وللقيام بهذا التحليل لابد من دراسة العناصر التالية: تحليل الظروف الاقتصادية العامة، تحليل ظروف الصناعة وتحليل ظروف الشركة.

أولاً: تحليل الظروف الاقتصادية العامة

يُعد الأداء الكلي للنشاط الاقتصادي بمثابة الوعاء الأشمل، والذي تعمل في عباؤه سوق الأوراق المالية، إذ تُؤكد الأدبيات من وجود اتجاه تبادلي بين أداء النشاط الاقتصادي الكلي وسوق الأوراق المالية. فالأسواق المالية هي جزء مهم لا يتجزأ من اقتصاد أيّ دولة، وقد لُوحظ منذ مدى بعيد، وجود علاقة متبادلة بين تطوّر أداء الأسواق المالية والتغيرات التي تحدث في اقتصاد البلد المعني، فإذا بدأت أسعار الأسهم بالانخفاض دلّ ذلك على ركود اقتصادي والعكس، فإن الارتفاع في أسعار الأسهم يُظهر نمواً في الاقتصاد الوطني.

سيتم التركيز على تحليل البيئة الاقتصادية الكلية من خلال مجموعة من المتغيرات أهمها: الدورة الاقتصادية التي يمرّ بها النشاط الاقتصادي، اتجاهات السياسة النقدية والمالية، تحليل مستويات الأسعار ومستويات التوظيف، الناتج المحلي الإجمالي وأسعار الصرف. وهذا ما ستم الإشارة إليه في النقاط التالية:

⁽¹⁾ حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل: التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل، أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، ط 1، 2005، ص:96.

1) الدورة الاقتصادية (Economic Cycle):

يُعتبر بُلوغ النشاط الاقتصادي حالة من النمو المتقدم، تكتمل لمرحلة نمو سابقة أو ما يُطلق عليه بالنضوج، غير أنّ الطبيعي هو عدم الاستمرار في هذا النمو، بل إنه سيتوقف عند حالة النضج، لتبدأ فيما بعد مرحلة من التدهور تعكسها صورة الركود الذي يزداد عمقاً مُحققة بذلك حالة الكساد⁽¹⁾. وتمثل مراحل الدورة الاقتصادية في المراحل التالية⁽²⁾:

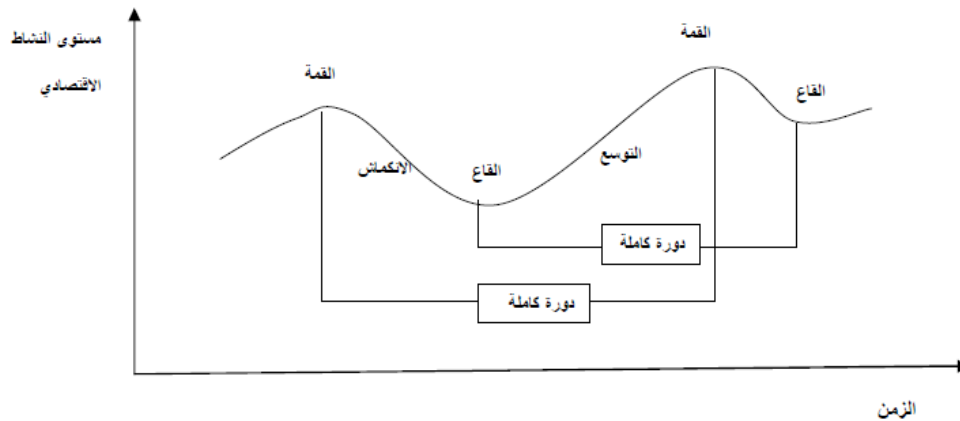
أ- مرحلة الانتعاش (Recovery): كما تسمى بمرحلة التوسع أو القمة، حيث يميل المستوى العام للأسعار إلى الثبات، أما بالنسبة للنشاط الاقتصادي فيتزايد ببطء، كما ينخفض كذلك معدل الفائدة ويتضاءل المخزون السلعي، وتزايد الطلبات على المنتجين لتعويض ما أُستنفذ من هذا المخزون؛

ب- مرحلة الرواج (Boom): تتميز هذه المرحلة بارتفاع في مستوى الأسعار، وزيادة حجم الإنتاج الكلي بمعدل سريع، وتزايد في حجم الدخل ومستوى التوظيف؛

ج- مرحلة الأزمة (Crisis): في هذه المرحلة تنخفض الأسعار وينتشر الذعر التجاري، وتطلب البنوك قروضها من العملاء، وترتفع معدلات الفائدة وينخفض حجم الإنتاج والدخل، وتزايد نسبة البطالة كما يزيد المخزون السلعي؛

د- مرحلة الكساد (Depression): تتميز هذه المرحلة بانخفاض كبير في مستوى الأسعار وانتشار البطالة، وكساد التجارة والنشاط الاقتصادي في عُمومه. والتمثيل البياني التالي يُلخص هذه المراحل:

الشكل رقم (3،1): مراحل الدورة الاقتصادية



المصدر: عبد الحميد مرغيت، دور سياسة المالية العامة في مجابهة تقلبات الدورة الاقتصادية في البلدان المصدرة للسلع الأولية، المجلة الجزائرية الدراسات المالية والمصرفية، مخبر تقييم أسواق رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، العدد 1، المجلد 4، 2018، ص:3.

(1) محمد محمود شلي، مرجع سبق ذكره، ص:72-73.

(2) حسين عمر، الموسوعة الاقتصادية، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، ط 4، 1992، ص:214-216.

وعليه يمكن القول أنّ تغير مراحل الدورة لا يُؤثر على النمو والإنتاج فقط، وإنما سينعكس تأثيره على الأسواق المالية أيضاً. وبشكل عام فإنّ أداء السوق المالي يكون أفضل في مرحلة الازدهار، ومتوسطاً في المراحل الأخرى، في حين يكون أداءه سلبياً وتنخفض أسعار الأسهم في مرحلة الكساد.

لذلك يعمل المستثمرون على الاستثمار في الأسواق المالية خلال فترات الرخاء، والنمو الاقتصادي للاستفادة من العائد العالي الذي تُوفّره، في حين يقومون باللجوء خلال مراحل الركود وضعف النمو الاقتصادي، إلى الأصول ذات العائد الثابت كسندات الخزينة أو الودائع البنكية؛ بالإضافة لسوق السلع عن طريق تملك المعادن النفيسة كالذهب والفضة.

(2) السياسة النقدية (Monetary Policy):

يُشير مفهوم السياسة النقدية إلى مدى السيطرة التي تُمارسها الحكومة على المعروض من النقود، والمتمثل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية، بالإضافة إلى النقدية التي يمتلكها الجمهور⁽¹⁾، أي أنّها مجموعة من الإجراءات النقدية وغير النقدية التي لها علاقة بكافة أشكال النقود والأجهزة النقدية، ممثلة في البنك المركزي والمؤسسات المصرفية الأخرى.

كما تُعرف السياسة النقدية على أنّها عبارة عن سيطرة وتحكم البنك المركزي في كمية النقود وأسعار الفائدة، بغرض تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية، حيث تعمل على زيادة كمية زيادة كمية النقود وتخفيض أسعار الفائدة في فترات الانكماش، ورفع أسعار الفائدة وتخفيض كمية النقود في فترات التوسع، وذلك بهدف المحافظة على الاستقرار والتوازن الاقتصادي⁽²⁾.

عرّفها الاقتصادي جونسون (Johanson) بأنّها الأداة التي يستخدمها البنك المركزي من أجل التأثير في عرض النقود، حيث يتم التحكم به لتحقيق الأهداف العامة للسياسة الاقتصادية. كما عرفها باش (Bach)، بأنّها كلّ ما تقوم به الحكومة من عمل يُؤثر بصورة فعالة في حجم وتركيب الموجودات السائلة التي يحتفظ بها القطاع غير المصرفي، سواءً كانت عبارة عن عملة أو ودائع أو سندات حكومية⁽³⁾.

كما يُمكن اعتبارها مجموعة من الإجراءات والوسائل المباشرة وغير المباشرة التي تهدف إلى التأثير في المعروض النقدي، لتحقيق الأهداف الاقتصادية خلال فترة زمنية محددة.

(1) منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 294.

(2) محمد ضيف الله القطابري، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية (نظرية-تحليلية-قياسية)، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2009، ص: 18.

(3) نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص: 8.

تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق مجموعة النقاط نذكرها فيما يلي⁽¹⁾:

- تحقيق مستوى مقبول من الاستقرار النقدي، من خلال تجنّب التغيرات المؤثرة على قيمة العملة الوطنية داخلياً وخارجياً، والتي تنشأ من التغيرات في المستوى العام للأسعار؛
 - المساهمة في تحقيق معدلات نمو اقتصادية مناسبة في مختلف القطاعات الاقتصادية، بما يُحقق زيادة في الدخل القومي والنتائج المحليّة؛
 - المساهمة في تطوير المؤسسات المصرفية، والأسواق المالية التي تتعامل فيها هذه المؤسسات (سوق رأس المال والسوق النقدي) بما يُخدم تطوير الاقتصاد الوطني؛
 - المساهمة في تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات.
- تشمل أدوات السياسة النقدية غير المباشرة كلا من الاحتياطي الإلزامي وعمليات السوق المفتوحة ومعدل إعادة الخصم، وهي كما يلي:

أ- الاحتياطي الإلزامي:

ويُمثل ما يحتفظ به كل بنك تجاري كنسبة معينة (الحد الأدنى)، من ودائعه في شكل رصيد لدى البنك المركزي، حيث يحتفظ هذا الأخير بسلطة التغيير في هذه النسبة حسب مقتضيات الظروف الاقتصادية السائدة، وذلك حسب مقدرة البنوك التجارية على تقديم الائتمان وتوسيع الودائع، فإذا تبين للبنك المركزي أنّ ما قدمته البنوك التجارية من ائتمان قد تجاوز المستوى المرغوب فيه، يُقرر مكافحة بوادر التضخم برفع نسبة الاحتياطي القانوني، ممّا يضطرّ هذه البنوك إلى تقليص حجم القروض الممنوحة لعملائها، والعكس في حالة الركود والانكماش الاقتصادي⁽²⁾.

ب- عمليات السوق المفتوحة:

يُقصد بها دخول البنك المركزي، مشترياً أو بائعاً في سوق الأوراق المالية خاصة السندات الحكومية⁽³⁾، ما يساهم في خفض أو زيادة حجم النقود المتداولة في الاقتصاد.

وتعتبر سياسة السوق المفتوحة الأداة المفضلة لدى البلدان الصناعية، ذات الأسواق المالية المتطورة والتي تعمل على نطاق واسع، ما يُساعد على تنشيط كل من عمليات طرح وشراء الأوراق المالية والحالة الاقتصادية

⁽¹⁾ أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف: مدخل تحليلي ونظري، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، د.ط، 2005، ص:183.

⁽²⁾ أحمد إسماعيل المشهاني، حيدر حسين آل طعمة، دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار النقدي في الاقتصاد العراقي للمدة 2003-2009، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، بغداد، العراق، العدد:33، 2012، ص:135.

⁽³⁾ نعمة الله نجيب ابراهيم، أسس علم الاقتصاد، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، د.ط، 2000، ص:449.

للدولة بصفة عامة⁽¹⁾. وتظهر أهمية هذه السياسة فيما تمارسه من تأثير على الاحتياطات النقدية للبنوك التجارية وعلى سعر الفائدة في السوق، فهي إحدى الوسائل التي تستخدمها السلطة النقدية في الرقابة على الائتمان

ج- سعر إعادة الخصم:

يُعتبر من الأسلحة التي يلجأ إليها البنك المركزي للتأثير على حجم الائتمان المصرفي، وبالتالي التأثير على العرض النقدي. ويُمثل سعر الخصم: السعر الذي يخصم به البنك المركزي الأوراق التجارية التي تُقدم إليه من طرف البنوك التجارية⁽²⁾.

أما سعر إعادة الخصم فهو السعر الذي يتقاضاه البنك المركزي، نظير إعادة خصم الأوراق التجارية والأذونات الحكومية للبنوك التجارية، ويُمثل أيضاً سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية نظير تقديم القروض لها⁽³⁾، أي المعدل الذي يُعيد به خصم أوراق سبق خصمها من قبل.

إضافةً إلى هذا فللسياسة النقدية أدوات مباشرة أخرى تتمثل في: تأطير القروض وانتقائها، وضع حد أقصى لسعر الفائدة، حيث يتمّ بها توجيه القروض الممنوحة إلى القطاعات الاقتصادية المرغوب فيها، كما تُؤثر هذه الأدوات على سيولة البنوك التجارية في فترات التضخم والكساد.

أما فيما يخص تأثيرها على أسعار الأسهم فقد تباينت الآراء حول ذلك، فهناك من يرى وجود علاقة طردية بينهما، لأنّ زيادة عرض النقود (بفرض ثبات الطلب عليهما)، تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، ما يُشجع الاستثمار ويؤدي بالتبعية إلى زيادة الإنتاج وانخفاض نسبة البطالة، وبالتالي فإنّ ارتفاع أسعار الأسهم سيكون المحصلة النهائية للسياسة النقدية. بينما يُشكك آخرون في هذا المنطق ويرون بأنّ أساس التأثير السلبي، يتمثل في احتمال حدوث التضخم الذي يؤدي إلى زيادة الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمرون، حيث أنّ القيمة السوقية للسهم العادي تتحدّد بصافي الربح بعد الضريبة، مضافاً إليه أقساط الإهلاك والحد الأدنى المطلوب على الاستثمار.

(3) السياسة المالية (Fiscal Policy):

تُشير هذه السياسة إلى سلطة الحكومة مُتمثلة بسلطتها المالية، على استخدام أدوات الإنفاق أو الإيراد الحكومي من أجل التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي، ففي حالة الكساد الاقتصادي مثلاً تعمل الدولة على

⁽¹⁾ وليام ألكسندر وآخرون، استخدام أدوات غير مباشرة في السياسة النقدية، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الو.م.أ، العدد 01، 1996، ص: 15.

⁽²⁾ حسين كامل فهمي، أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك التجارية في اقتصاد إسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 63، جدة، السعودية، 2006، ص: 16.

⁽³⁾ رشاد العصار، رياض الحلبي، النقود والبنوك، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، د.ط، 2000، ص: 153.

زيادة إنفاقها أو تقليص إيراداتها الضريبية، من أجل زيادة الطلب الكلي الذي يؤدي إلى زيادة الإنتاج، وإتاحة فرص عمل أكثر والعكس في حالة الرواج⁽¹⁾، وعادةً ما تُدير وزارة المالية هذه السياسة.

أي أنّ الحكومة تستطيع استخدام السياسة المالية لدفع عجلة التنمية الاقتصادية، أو الحدّ من التوسع التضخمي في الاقتصاد القومي. فإذا عمدت الحكومة إلى زيادة الضرائب وتخفيض الإنفاق، فإنّ ذلك سيؤدي إلى تدني الطلب على السلع والخدمات⁽²⁾، أما إذا عملت الدولة على زيادة إنفاقها الحكومي وتخفيض معدلات الضرائب والرسوم، فإنّ ذلك سيؤدي إلى زيادة الطلب الكلي في الاقتصاد، وبالتالي زيادة الطلب على السلع والخدمات وزيادة الإنتاج وإتاحة فرص عمل أكثر⁽³⁾⁽⁴⁾.

تهدف السياسة المالية إلى تحقيق ما يلي:

- تصحيح مسار عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال التدخل في مختلف مراحل الدورة الاقتصادية؛
- تحقيق الاستقرار في الأسعار لخفض مخاطر الاستثمار؛
- زيادة معدلات النمو الاقتصادي من خلال زيادة الإنفاق الحكومي على مشاريع البنى التحتية، والتي تساعد على توفير المناخ المناسب للاستثمار⁽⁵⁾.

أما أدوات السياسة المالية فتشتمل على توزيع الضرائب وتوزيع الإنفاق وطريقة التعامل مع الدين العام أو الفائض، وهي كما يلي:

أ- الضرائب:

تتمثل في: ضرائب الدخل وضرائب الشركات والضرائب الغير مباشرة، وكذا الرسوم الجمركية المفروضة على السلع والخدمات عند استيرادها سواءً محلياً أو خارجياً⁽⁶⁾.

ب- الإنفاق الحكومي:

يمثل ما تُنفقه الوحدات الحكومية من المجتمع على السلع والخدمات خلال فترة تقدير الناتج المحلي⁽⁷⁾. وبالنسبة لحجم الإنفاق وكيفية توزيعه فله تأثير على النشاطات المختلفة، حيث يتمّ رسم سياسة للإنفاق حسب مُتطلبات وخطط الدولة، فمثلاً يتمّ تخفيض الإنفاق على الطرق والانشاء وتحولّ الزيادة لصالح نشاط التعليم، أو

⁽¹⁾ خلف الله عربي، العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم: دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية 1995-2007، مجلة المال والاقتصاد، مجلة اقتصادية مصرفية، بنك فيصل الإسلامي السوداني، العدد: 62، الخرطوم، السودان، 2009، ص: 39.

⁽²⁾ محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، السعودية، الإصدار الثالث، ط 7، 2006، ص: 50.

⁽³⁾ محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص: 50.

⁽⁴⁾ خلف الله عربي، مرجع سبق ذكره، ص: 39.

⁽⁵⁾ وليد عبد الحميد عايب، الآثار الاقتصادية الكلية لسياسة الإنفاق الحكومي: دراسة تطبيقية قياسية لنماذج التنمية الاقتصادية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، د.ط، 2010، ص: 92-93.

⁽⁶⁾ حسن محمد القاضي، الإدارة المالية العامة، الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، د.ط، 2014، ص: 159.

⁽⁷⁾ إسماعيل أحمد الشناوي، السيد محمد أحمد السريتي، مقدمة في الاقتصاد الكلي، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2008، ص: 63.

بالعكس يتم خفض الإنفاق على التعليم وتحويل ما تمّ خفضه لإيجاد نشاطات استثمارية تستوعب البطالة، كما قد يكون الإنفاق ثابتاً⁽¹⁾.

فيما يخص تأثير السياسة المالية على أسعار الأسهم، فعند لجوء الحكومة إلى تخفيض معدل الضريبة على الأرباح فإن هذا يُؤثر بالإيجاب على أرباحها الصافية؛ ما يترتب عليه ارتفاع أسعار الأسهم في السوق المالي. غير أنّ التخفيض في الضريبة يترك آثاراً سلبية تتمثل في نقص موارد موازنة الدولة، ممّا يضطر الحكومة إلى اللجوء إلى التمويل بالعجز وإصدار المزيد من أوراق البنكنوت^(*)، وهو ما يتسبب عادةً في حدوث التضخم، وفي حالة كون تأثير تخفيض الضريبة إيجابياً، تكون النتيجة المتوقعة هي اتجاه صعودي لأسعار الأسهم، أما إذا حدث العكس وكانت الآثار السلبية أكبر من الإيجابية تتجه الأسعار نحو الهبوط.

4) تحليل مستويات الأسعار ومستويات التوظيف (Analysis of Price Levels):

يتحقق تأثير ارتفاع مستويات الأسعار على أداء السوق المالي سواء بصورة مباشرة؛ من خلال التأثير على القيمة الحقيقية للنقد، والتي تدفعُ بالمستثمرين إلى إعادة توزيع تفضيلاتهم بين البدائل الاستثمارية من أجل تحقيق أعلى عائد ممكن. كما لها تأثير غير مباشر من خلال تأثيرها على توقعات معدلات الفائدة، والتي تقوم هي الأخرى بدورها بالتأثير على حركة السيولة من وإلى السوق المالي من خلال انعكاسها على تفضيلات المستثمرين. أما بالنسبة لمستويات التوظيف داخل النشاط الاقتصادي فلها تأثير هام على السوق المالي، من خلال ما تتركه بيانات التوظيف من أثر نفسي على سلوك المتعاملين بالسوق، لما تعكسه من الحالة التي يمرّ بها النظام الاقتصادي المعني⁽²⁾.

5) التضخم (Inflation):

يعتبر التضخم من أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية والتي نالت قسطاً من الاهتمام والدراسة من قبل الباحثين، لمعرفة أهم محدداته وأثاره على بعض المتغيرات الاقتصادية وعلى الأسواق المالية وعلاقته بها. ويقصد بزيادة معدل التضخم زيادة المستوى العام لأسعار السلع والخدمات، والتي ينتج عنها انخفاض في القيمة السوقية للسهم، على أساس أنّ المساهمين يُطالبون في هذه الحالة بزيادة معدل العائد المطلوب على الاستثمار لمُحاولين حماية حقوقهم، وهو الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم.

وتتوقع حدوث تضخم يعني أيضاً توقع ارتفاع أسعار الفائدة، وعادة ما يقوم البنك المركزي بتضييق الائتمان واتخاذ بعض الإجراءات لمحاولة الحدّ من معدلات التضخم وخفض المعروض من النقود، وبالتالي يُدرك الدائنون أنّ

⁽¹⁾ حسن محمد القاضي، مرجع سبق ذكره، ص: 160.

^(*) أوراق البنكنوت: عبارة عن سند إذني يصدره البنك المركزي عادة بقيمة محددة، قابلة للدفع لحامل السند لدى الطلب.

⁽²⁾ محمد محمود أحمد شليبي، علاقة متغيرات الاقتصاد الكلي بأداء بورصات الأوراق المالية، المكتب العربي للمعارف، القاهرة، مصر، ط 1، 2013، ص: 75.

التضخم يُخفف القوة الشرائية للأموال التي يُقرضونها، ولذلك يقومون بحماية هذه القوة الشرائية مطالبين بعائدٍ أعلى مقابل استخدام أموالهم، وهذا ما يدفع أسعار الفائدة إلى الارتفاع⁽¹⁾. باعتبار أنّ معدل التضخم مؤشر اقتصادي يبين معدل ارتفاع الأسعار، وارتفاع هذا المعدل ليس في صالح الاقتصاد، لذا فإن الأسواق بصفة عامة لا تُحبذ التضخم لأنه يجعل الأفراد يتحصلون على القليل من السلع والخدمات، والعكس يكون في صالحهم لأنهم يستطيعون الاقتراض وشراء السلع ببطاقات الائتمان، وكلما زادت نسبة إنفاقهم كان ذلك أفضل للاقتصاد⁽²⁾. سيتم استعراض هذا المتغير بشيء من التفصيل في المبحث الموالي لهذا الفصل.

(6) الناتج المحلي الإجمالي (Gross Domestic Product):

يعتبر الناتج المحلي الإجمالي من أهم المؤشرات الاقتصادية التي تُعطي وبشكل واضح الحالة التي يمرُّ بها الاقتصاد، سواءً في حالة الانتعاش أو الانكماش. وستتم الإشارة لهذا المتغير بالتفصيل في المبحث الموالي. بصفة عامة يمثل الناتج المحلي الإجمالي قيمة ما ينتجه المجتمع من أبناء الجنسية الواحدة أينما وجدوا من السلع والخدمات خلال فترة زمنية معينة، بحيث تشمل معادلة الناتج (بطريقة العائد) العوائد والأجور التي يحصل عليها عناصر الإنتاج، حيث تدخل في حسابه الأجور والرواتب، الأرباح والفوائد، الإيجارات ودخول أصحاب الأعمال الصغيرة. عمومًا فإن زيادة دخل الفرد من شأنه أن يزيد في قيمة الادخار ومن ثم إلى زيادة الاستثمار في البورصة⁽³⁾.

أي أنّ حجم الناتج القومي عبارة عن مقياس للإنتاج الكلي من السلع والخدمات، والنمو السريع في هذا المؤشر دليل على النمو الاقتصادي مع فرصة عالية لزيادة مبيعات الشركات.

(7) أسعار الفائدة (Interest Rates):

تعتبر أسعار الفائدة من المتغيرات الهامة في الاقتصاد القومي سواءً على المستوى الكلي أو الجزئي، فالتغيرات في أسعار الفائدة تؤثر مباشرةً على قرارات العديد من الوحدات الاقتصادية سواءً ذات الفائض أو العجز المالي، وعلى قرارات المستثمرين عند اتخاذ قرار الاستثمار⁽⁴⁾. وسيتم عرضه بالتفصيل في المبحث الموالي. بشكل عام يُمثل سعر الفائدة مقدار العائد أو النسبة، التي يحصل عليها صاحب رأس المال مُقابل إيداعه لمبلغ معين من المال في البنك، كما يُمثل أيضاً مقدار العائد الذي يدفعه للبنك مقابل اقتراضه مبلغاً معيناً منه. ويُؤثر سعر الفائدة بشكل كبير على الاقتصاد من خلال تأثيره على الاستثمار، فارتفاع أسعار الفائدة بالنسبة للمستثمرين يعني ارتفاع العائد المطلوب، وكونها تعمل على تحديد اتجاهات التضخم أو الركود في الاقتصاد فإنها تؤثر على

(1) طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 106.

(2) عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 125.

(3) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 242.

(4) محمود يونس، مبارك عبد المنعم، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2003، ص: 153.

أسعار السلع وأسعار العملات في الأجل القصير، وتؤثر بصورة مباشرة على حركة الأسهم وتؤدي إلى تراجع أسعارها⁽¹⁾.

8) أسعار الصرف (Exchange Rates):

يُمثل سعر الصرف سعر عملة بعملة أخرى أو هو نسبة مبادلة عملتين مختلفتين، حيث تعتبر إحدى العملتين سلعة والعملة الأخرى تعتبر ثمنًا لها⁽²⁾، فهو "يقيس قيمة العملة المحلية لدولة ما مقابل العملات الدولية الأخرى في سوق الصرف الأجنبي"⁽³⁾، ويتحدد سعر صرف العملة المحلية (الدينار الجزائري) مقابل عملة دولة أخرى (الدولار الأمريكي) بعدد وحدات العملة المحلية (الدينار) المدفوعة مقابل وحدة واحدة من العملة الأجنبية في فترة زمنية محددة (يوم). أما أنواع سعر الصرف فهي⁽⁴⁾:

أ- **سعر الصرف الإسمي**: أو ما يعرف بسعر الصرف الرسمي، ويُمثل سعر عملة ما مقابل عملة أخرى في لحظة معينة من الزمن، ويتحدد في إطار سوق الصرف وعن طريق تدخل المتعاملين (العائلات والمؤسسات المالية)⁽⁵⁾؛

ب- **سعر الصرف الحقيقي**: يُعتبر مؤشراً لقياس القدرة التنافسية للسلع بين الدول؛ وهذا ما يصطلح عليه بسعر الصرف الإسمي المصحح بمعدلات التضخم بين الدول، إذ يُعبر عن القوة الشرائية للعملة ويرتبط بعلاقة عكسية مع القدرة التنافسية للسلع المحلية في الأسواق العالمية؛

ج- **سعر الصرف الفعّال**: يُمثل مقياساً لتحديد ارتفاع أو انخفاض عملة معينة مقابل سلة من العملات الأجنبية، وبشكل خاص عملات الشركاء التجاريين مع تلك العملة، لذا يُعرف بالمعدل الموزون لأسعار الصرف للعملة المحلية، وتعتبر عملات الشركاء التجاريين الأكثر أهمية؛

د- **سعر الصرف التوازني**: يتحدد هذا النوع من خلال تقاطع منحني الطلب على السلعة مع منحني العرض، إذ يعكس الفترة الزمنية التي يكون فيها لطلب على عملة معينة مساوياً للكمية المعروضة من تلك العملة في سوق الصرف الأجنبي. ويتأثر هذا النوع بمجموعة من العوامل أهمها: التغير في ميزان المدفوعات، حجم المعروض النقدي، معدلات التضخم، التغيرات في سعر الفائدة الأجنبي ومدخل سوق الموجودات الأجنبية المتكون من الأوراق المالية والنقدية.

(1) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 247-248.

(2) موسى لولو بوحاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، ط 1، 2010، ص: 119-120.

(3) إسماعيل أحمد الشناوي، محمد أحمد السريتي، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

(4) علي جبران عبد علي الخفاجي، قياس استجابة أسعار الاسهم لتحركات سعر الصرف (دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المحلية في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، كلية الاقتصاد، جامعة بابل، العراق، المجلد 455، الإصدار 2، 2010، ص: 282-283.

(5) عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، د.ط، 2004، ص: 10.

✓ يؤثر سعر صرف العملة على أسعار الأسهم في السوق المالي من خلال عدة أشكال خاصة في الاقتصاديات المتقدمة، أما في الدول الناشئة فإن تأثير سعر الصرف يكون من خلال تأثيره على التدفقات النقدية للمشاريع المستوردة. فضعف سعر العملة المحلية يرفع من تكلفة الواردات الداخلة إلى البلد المعني، وبالتالي يقلّ التدفق النقدي للمشاريع التي تستورد المواد من الخارج، ويكون العكس بالنسبة للمشاريع المصدّرة لكنها تعتبر قليلة في هذه الدول.

ثانياً: تحليل ظروف الصناعة

يقوم المحترفون بتحليل الصناعة لما في ذلك من أهمية في تمييز الفرص الاستثمارية المرحة، وتقييم المنشآت الفردية، فدراسة ظروف الصناعة تمكننا من تحديد اتجاهات الصناعات واختيار ما يُعتبر استثماراً جيداً من بينها. حيث تؤثر الظروف الاقتصادية للدولة على كافة القطاعات، إلا أنّ مدى وعمق التأثير يختلف من صناعة إلى أخرى، بل ويُمكن القول بأنّ الصناعات تتفاوت فيما بينها من حيث تأثرها بالأحداث الاقتصادية بصفة عامة، وبعوامل داخل الصناعة في حدّ ذاتها بصفة خاصة⁽¹⁾.

هذا التفاوت ناتج عن التحدّيات الرئيسية التي تُواجه الشركات والقطاعات المختلفة؛ والمنافسة المتزايدة والتغيير السريع الذي يُصاحبه تزايد في متطلّبات السوق⁽²⁾؛ كهيكل القطاع ونوعية الإنتاج ومحددات التكلفة وغيرها من العوامل، التي يجب على المستثمر أن يأخذها بعين الاعتبار⁽³⁾. يُفيدنا تحليل ظروف الصناعة في التنبؤ بالمخاطر المستقبلية لغايات الاستثمار في مجال الأوراق المالية من خلال التعرّف على القطاعات التي تعرفُ نمواً وتزايداً في أسعار أسهمها.

كما أنّ بعض الصناعات تُبدي رُدود أفعال مختلفة تجاه التغيرات التي تحصل في البيئة الاقتصادية؛ وهذا ما يدفعنا إلى فحص ظروف الصناعة، إذ يميل الطلب على السلع - ذات الثمن المرتفع - مثل السيارات والأجهزة المنزلية والعقارات، للاستجابة بصورة كبيرة للتغيرات في مستوى النشاط الاقتصادي، في حين أنّ الطلب يكون على المنتجات الضرورية والسلع الاستهلاكية بصورة أقل استجابة للتغيرات الحاصلة في النشاط الاقتصادي⁽⁴⁾.

ثالثاً: تحليل ظروف الشركات

تؤثر الظروف الاقتصادية على القطاعات بنسب متفاوتة؛ إلا أنّ تأثيرها على الشركات في الصناعة الواحدة يتفاوت من شركة لأخرى، ومن مجالات التباين: المستوى التكنولوجي، المركز التنافسي وهيكل التمويل... وغيرها.

(1) Bhalla, V.K., *Investment Management (Security Analysis and Portfolio Management)*, Fifth Ed, S.Chand and Company LTD, New Delhi, India, 1997, p :334.

(2) محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، ط 1، 2009، ص:75.

(3) Hirt, Geoffrey A. and Block Stanley B., *Fundamental of Investment Management*, Irwin Home Wood, U.S.A., Forth Edition, 1993, p :159.

(4) طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص:83.

يُكمن الهدف الأول لتحليل ظروف الشركات إلى تحديد ربحيتها ومدى نموها وقوتها المالية، وقدرتها على منافسة غيرها من الشركات المنتجة لنفس القطاع في السوق، وذلك لاختيار الشركة الأولى في كل قطاع، والتي تكون متفوقة من حيث نموها وربحيتها على غيرها من شركات القطاع⁽¹⁾. خلال دراسة التقارير المالية والأرباح والحسائر وسياسة الشركة وتوجهات الإدارة، فإن متابعة أوضاع وأحوال الشركات؛ يُمكن المستثمرين من التعرف على أية متغيرات إيجابية أو سلبية قد تطرأ على هذه الأوضاع فتؤثر على أسعار أسهمها.

كما يعتمد التحليل الجيد لظروف الشركة بدرجة كبيرة على مدى توافر معلومات عن الشركة، وإتباعها سياسة واضحة من خلال تحليلها وتفسيرها؛ لمصادر المعلومات المالية المتوفرة لإظهار كافة الحقائق. ويهدف تحليل ظروف الشركة إلى تحقيق أهداف أخرى تتمثل في⁽²⁾:

- تحديد القدرة الإيرادية للشركة ومعرفة العائد على الاستثمار فيها؛

- تقييم هيكل رأسمال الشركة ومدى ربحيتها في المدى القصير والطويل؛

- تقييم الفرص الاستثمارية المستقبلية للشركة ومعدلات النمو المتوقعة لأنشطتها؛

- تقييم التدفقات النقدية المستقبلية والتنبؤ بالعسر المالي المتوقع لمستقبل الشركة.

ولتحقيق الأهداف السابقة لا بد من إجراء تحليل مالي للقوائم المالية الخاصة بالشركات، واستخراج النسب المالية، وتحليل كل من الميزانية المحاسبية والمالية وجدول حسابات النتائج، بالإضافة إلى المعلومات المتوفرة في التقارير كتقرير محافظ الحسابات، وتقارير الجمعية العامة، المجالات المتخصصة... الخ.

كما يجب الأخذ بعين الاعتبار أنّ تحليل أداء الشركة، أو تقييم أدائها المالي لا يتحقق دفعة واحدة، وإنما يمر بمراحل تعتبر خطوات أساسية لا يُمكن تجاوزها، وإلا لن يكون لعملية التقييم أي معنى إذا لم تحترم هذه المراحل، كما أنّها لن تؤدي إلى تحقيق الأهداف المرجوة من عملية التقييم⁽³⁾.

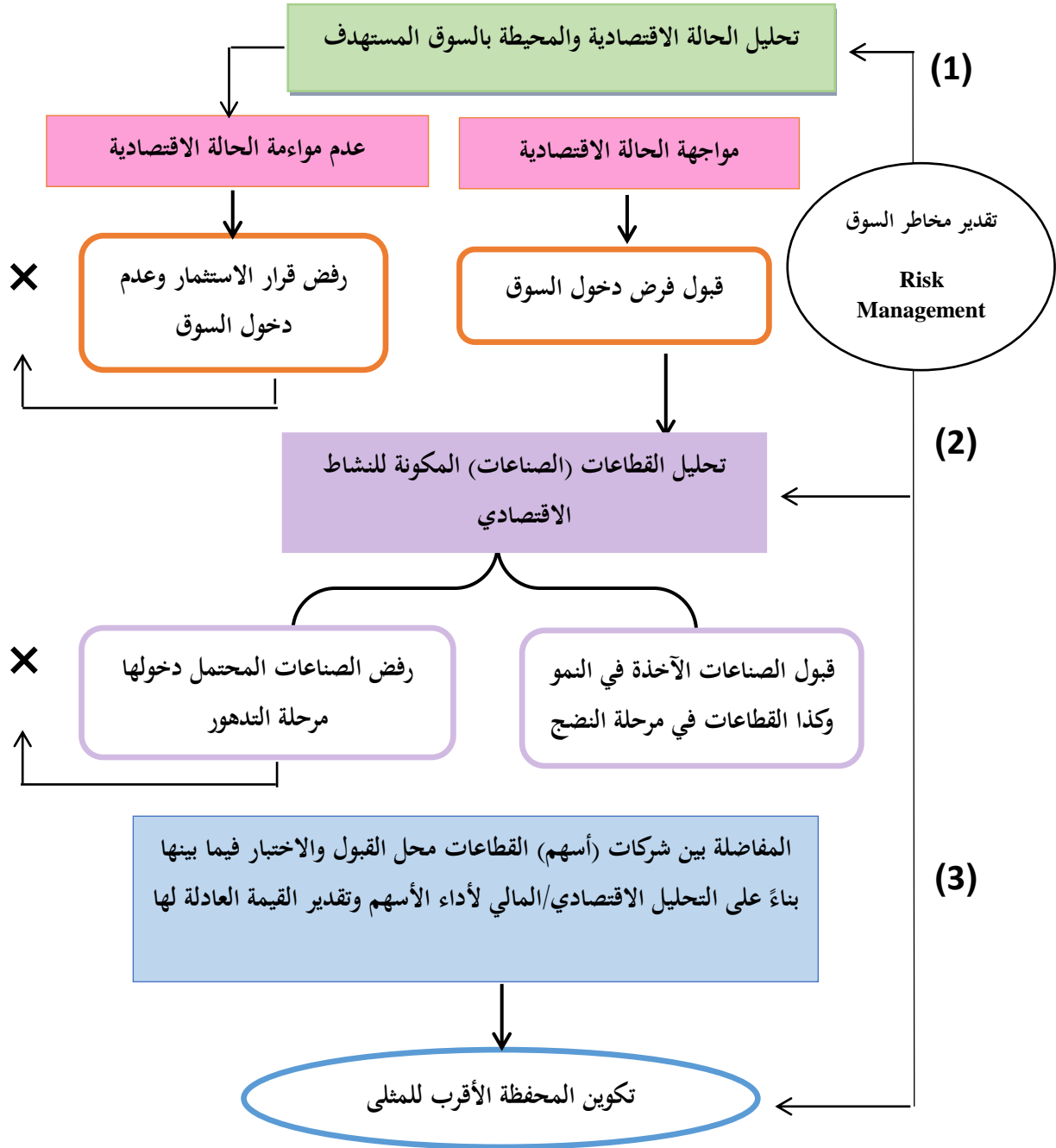
الشكل الموالي يلخص ويوضح منهجية ومراحل التحليل الأساسي السابقة الذكر، بدءاً بتحليل بيئة النشاط الاقتصادي وتحليل أداء قطاعات السوق انتهاءً بتحليل الأداء المالي للشركات.

(1) عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 160.

(2) قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص: 235.

(3) سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم: دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010، ص: 141.

الشكل رقم (3،2): مراحل التحليل الأساسي



المصدر: محمد محمود أحمد شلبي، علاقة متغيرات الاقتصاد الكلي بأداء بورصات الأوراق المالية، المكتب العربي للمعارف، القاهرة، مصر، ط 1، 2013، ص: 71.

المطلب الثاني: التحليل الفني (Technical Analysis)

يُعد إيجاد قاعدة تعامل تُرشد المستثمرين للتوقيت المناسب، من أجل شراء أو بيع الأسهم في السوق المالي من الأمور التي تُسهل عملية الاستثمار، وبذلك إذا قام المستثمر بتحليل السلاسل الزمنية للفترات الماضية لأداء السوق أو عينة من أسهم شركة ما، فإنه سيتوقع الأداء في المستقبل، وهذا ما يقوم التحليل الفني.

الفرع الأول: مفهوم التحليل الفني وافترضاته الأساسية

يتوجّب على المستثمر اتخاذ كلّ الأساليب والوسائل من أجل إدارة المخاطر التي يتعرض لها والتحوّط منها، وذلك بدخوله سوق المشتقات أو القيام بتغطيتها والعمل على توقع أسعار الأوراق المالية، بالاعتماد على أساليب التحليل المالي وخاصة التحليل الفني. وعليه فإنه يتوجّب علينا معرفة هذا الأسلوب من خلال مفهومه وأهم الافتراضات التي يقوم عليها.

أولاً: مفهوم التحليل الفني

يُعدّ التحليل الفني واحداً من تطبيقات فرضية السوق المالي الكفؤ، حيث تستند فلسفته على إمكانية التنبؤ باتجاهات السوق المستقبلية في ضوء تحركاته التاريخية⁽¹⁾، كما يعني التحليل الفني دراسة كيفية تحديد اتجاه السعر في المستقبل، من خلال حركة السعر الماضية والحالية في معطيات السوق، وتحديد أعلى احتمالية لردة الفعل لحركة السعر السابقة والحالية⁽²⁾.

ويُعرف التحليل الفني على أنه أسلوب لتسجيل بيانات التداول الفعلية والتاريخية، والتي عادة ما تكون في شكل خرائط ورسومات، من خلال متابعة التغيرات الحاصلة في الأسعار وحجم المعاملات وغيرها لسهم معين أو المتوسط العام، ثم بعد ذلك يقوم باستنتاج الاتجاه المحتمل للمستقبل من خلال الصورة التاريخية للماضي⁽³⁾.

تقوم هذه الطريقة على تحليل السوق من زاوية العرض والطلب للأسهم قيد التحليل، إذ يُركز على حركة أسعار الأسهم الخاصة بشركة معينة أو مجموعة من الشركات أكثر من التركيز على محددات الربحية المتوقعة، إذ يعتقد المختصون أنّ حركة الأسعار في الماضي وحجم المعاملات المالية يُؤثر على حركة الأسعار في المستقبل⁽⁴⁾.

يمكن القول بأنّ التحليل الفني يُمثل دراسة لأسعار الأوراق المالية للفترات الماضية وتمثيلها والتنبؤ باتجاه السعر في المستقبل. إذ يستخدم البيانات التي تتولّد عن سوق معينة لتحليل الأسهم كلّ على حدى أو كل الأسهم، أو ما يسمى بـ "التحليل الداخلي"، والذي يعتمد على بيانات السوق نفسه لتقييم الطلب والعرض الخاص بأسهم معينة أو السوق بأكمله.

⁽¹⁾ Zvi Bodie and al., **Investment**, Mc-Graw-Hill Companies, INC, New York, U.S.A, 5th Edition, 2002, p: 343.

⁽²⁾ James Chen, **Essentials of Technical Analysis for Financial Market**, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, U.S.A, 2010, p:2.

⁽³⁾ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص:310.

⁽⁴⁾ حيدر يونس كاظم، الفكر الحديث في السياسات الاقتصادية، الامانة العامة للعتبة الحسينية، مركز كربلاء للدراسات والبحوث، دار الوارث، كربلاء، العراق، ط 2، 2014، ص:192.

ثانياً: الافتراضات الأساسية للتحليل الفني

يعتمد المحللون الفنيون في قراراتهم على فحص البيانات التاريخية للأسعار وأحجام التداول، وذلك لتحديد اتجاهات السوق السابقة، والتي يمكن من خلالها التنبؤ بالسلوك المستقبلي للسوق ككل. وعليه يُمكن الاعتماد على مجموعة من الافتراضات التي يقوم عليها التحليل الفني؛ نوجزها فيما يلي⁽¹⁾:

1. تتحدد القيمة السوقية لأيّ سلعة أو خدمة من خلال تفاعل قوى العرض والطلب؛
2. تتحكم في العرض والطلب عدّة عوامل منها المنطقي والمعقول ومنها غير المنطقي، حيث تشمل المتغيرات الاقتصادية التي يركز عليها المحللون الأساسيون في آرائهم وتحميناتهم، حيث يقوم بتقييم كلّ هذه العوامل باستمرار وبصورة آلية؛
3. إغفال التقلبات الصغيرة في أسعار الأوراق المالية والقيمة الكلية للسوق المالي، والتي تميل إلى التحرك في اتجاهات تستمر لفترة قصيرة من الوقت؛
4. يُمكن تحديد الاتجاهات المسيطرة التي تمثل تغيراً في رد الفعل ما بين العرض والطلب، سواءً أجلاً أو عاجلاً من خلال حركة السوق نفسه.

الفرع الثاني: فروع التحليل الفني والنظريات التي تُفسر الأسعار فيه

سيتم في هذه النقطة التطرق إلى فروع التحليل الفني والمقسمة إلى ثلاثة أقسام رئيسية هي: المؤشرات نفسية، مؤشرات لتتبع تدفق الأموال ومؤشرات هيكل السوق. كما سنشير إلى أهم النظريات التي تفسر الأسعار. أولاً: فروع التحليل الفني: ينقسم التحليل الفني إلى ثلاثة فروع أساسية نوجزها فيما يلي⁽²⁾:

1. مؤشرات نفسية:

تتحكّم المؤشرات النفسية تصرفات الكثير من المستثمرين، ومثال ذلك ما يُطلق عليه المستثمر الصغير، ويعود المنطق وراء استخدامها في أنّ مجموعات مختلفة من المستثمرين ثابتين في تصرفاتهم من نقاط التحول الرئيسية للسوق، مثل القياديين أو كبار المساهمين نجدهم يتصرفون تصرفات صائبة، وتكون عملياتهم في جانب تأييد الشراء في حالات هبوط سوق الأوراق المالية، ويميلون إلى تأييد البيع في حالات صعود السوق؛

2. مؤشرات لتتبع تدفق الأموال:

تعتمد هذه المؤشرات على تحليل المراكز المالية لمجموعات المستثمرين المختلفة؛ لمحاولة قياس المقدرة على شراء أو بيع الأسهم. ولأنّ كل عملية بيع تسبقها عملية شراء، فإن هذا المؤشر يُصوّر حجم وكمية الطلب (عروض الشراء) ومقارنتها بحجم وكمية العرض (عروض البيع)، أي يقوم على دراسة التوازن بين عمليتي العرض والطلب أو البيع والشراء؛

(1) طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية: طبع-نشر-توزيع، الاسكندرية، مصر، د.ط، 2000، ص:298.

(2) طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص:331.

3. مؤشرات هيكل السوق:

توضح هذه المؤشرات اتجاه المؤشرات السعرية المختلفة واتساع السوق ودوراته وحجمه، من أجل تحديد صحة الاستثمار ومنطقيته في حالة الصعود والاستثمار في حالة الهبوط.

ثانياً: النظريات المفسرة للأسعار في التحليل الفني

نظراً لأهمية التحليل الفني لا بد أن نتعرف على أهم النظريات الخاصة به والتي تمثل أساس التحليل، ولعل من أهم المنظرين وواضعي الأسس الفكرية للتحليل الفني هما: تشارلز داو (Charles Dow) صاحب نظرية داو ومطور بعض مؤشرات السوق، ورافل نلسون إليوت (Ralph Nelson Elliott) صاحب نظرية الموجات باعتبار الموجات سلوك سعر السهم. والتي سنفصل فيها بعض الشيء فيما يلي:

1. نظرية داو (Dow Theory):

قام بتطوير هذه النظرية تشارلز داو (*) (Charles Dow) سنة 1887، من خلال استخدامه لمؤشرين من أوسع مؤشرات السوق هما: مؤشر الشركات الصناعية (Industrial Average) ومؤشر صناعات السكك الحديدية (Rail Average)، والذي تضم 20 مؤسسة من كبريات المؤسسات في الو.م.أ، واللذان يُعرفان الآن بـ: مؤشر داو جونز (Dow Jones Industrial Average) ومؤشر داو جونز للنقل (Dow Jones Transportation Average)، حيث توصل إلى نظريته التي تهتم باستخدام الاتجاهات العامة للسوق ولا تستخدم للتنبؤ بأسعار الأسهم⁽¹⁾.

وتقوم نظرية داو (Dow) على ستة فرضيات أساسية تتمثل في⁽²⁾:

أ- المتوسطات تُلغي كل شيء: حيث تنص على أن الأسعار المختلفة للسهم تعكس كل شيء؛ يُمكن معرفته عن الورقة المالية كالمعلومات الجديدة التي تصل للسوق، والتي تنعكس بدورها على تصرفات وسلوك المستثمرين ما يسمح بتحريك السعر؛

ب- السوق يتكون من ثلاثة اتجاهات: وينص هذا الفرض على وجود ثلاثة قوى تُؤثر في الأسعار هي: الاتجاه الأساسي (Primary Trend) أو كما تسمى المد والجزر، والذي يعكس حالة السوق الهابطة أو الصاعدة، وعادةً ما يُغطي فترة تفوق السنة، أما الاتجاه الثانوي (Secondary Trend) أي الأمواج فهو اتجاه متوسط يُمثل تصحيحاً لردة الفعل التي تتحدد في الاتجاه الأساسي، في حين أنّ الاتجاهات غير الرشيدة (Minor Trend) أو التذبذبات الصغيرة تُعتبر اتجاهات قصيرة الأجل، تتمثل في تحركات الأسعار خلال مدة

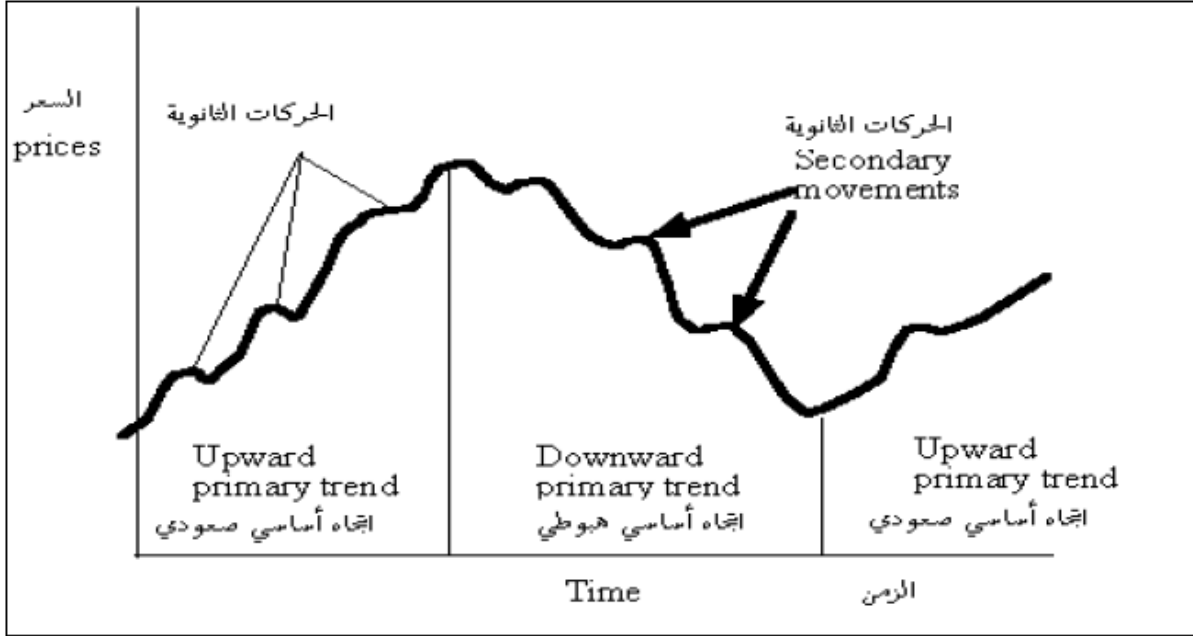
⁽¹⁾ تشارلز هنري داو (1851-1902): وُلد بالو.م.أ وعمل في جريدة سيرينغفيلد الجمهوري وهو في سن 21، ثم انتقل إلى نيويورك واشتغل هناك بمكتب وول ستريت. وقد كان أحد الصحافيين الأميركيين الذين شاركوا في تأسيس مؤشر داو جونز آند كمباني Dow Jones & Company، وأسس داو أيضاً صحيفة وول ستريت جورنال، و طُوّر نظرية داو التي تُعد اللبنة الأولى التي وضعت في صرح التحليل الفني والتي اشتقت منها النظريات والمناهج التحليلية الأخرى.

⁽²⁾ محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2005، ص: 130-131.

⁽³⁾ محمد صالح الحناوي وآخرون، المرجع السابق ذكره، ص: 131-135.

قد تدوم يوماً إلى ثلاثة أسابيع، وهذا النوع تعتبره نظرية داو غير مهم لأنه قد يقود إلى نتائج خاطئة بشأن تحركات السعر⁽¹⁾. والشكل الموالي يوضح الموجات التي تعتمد عليها نظرية داو:

الشكل (3،3): موجات نظرية داو



Source: Aswath Damodaran, *Charting and Technical Analysis*.
Available at: www.technicalanalysis.org.uk/moving-averages/Damo.pdf.

ج- الاتجاهات الأولية لها ثلاثة مراحل: تنص نظرية داو على أنّ المرحلة الأولى للسوق؛ تبدأ بعملية شراء مكثفة من قبل المستثمرين في السوق، والذين يملكون معلومات عن الاتجاهات القوية فيه، أما المرحلة الثانية فتتميز بزيادة أرباح الشركات وتحسن الظروف الاقتصادية، مما يؤدي إلى شراء المزيد من الأوراق المالية، أما المرحلة الثالثة والأخيرة فتتميز باستقرار الأرباح وتحسن الظروف الاقتصادية؛

د- تثبت المتوسطات من بعضها: وتنص هذه الفرضية على أنّ متوسطات مؤشرات الصناعة؛ ومتوسطات مؤشرات النقل يجب أن يُثبت كل منهما صدق الآخر، حتى تكون التغيرات الحاصلة في الاتجاهات صادقة الحدوث، ويحدث التثبيت عندما يشهد المؤشران صعوداً وهبوطاً أعلى من قيمة الأسعار السابقة لكل منهما؛

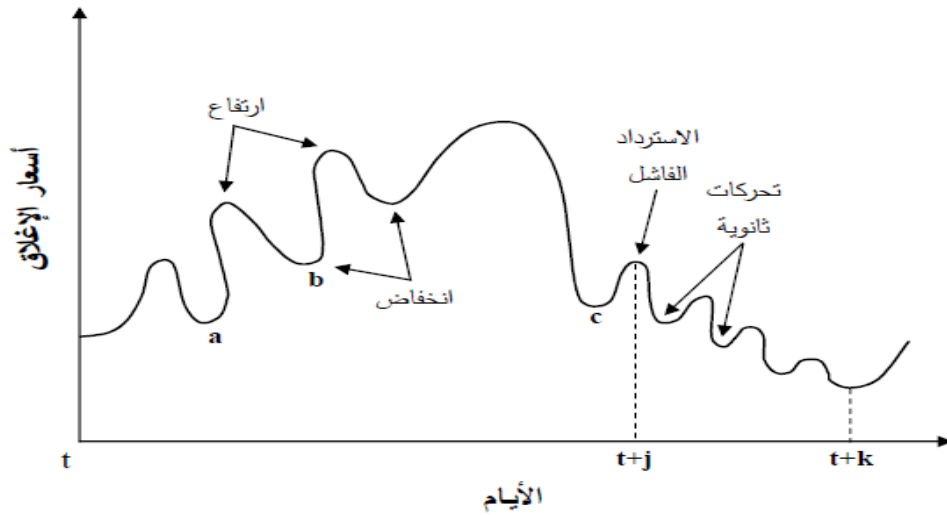
هـ- يجب أن تؤكد أحجام التعامل اتجاه السعر: تنص الفرضية على أنّ حجم التعامل يجب أن يأخذ نفس الاتجاه الأساسي؛ حيث يتم الاعتماد فقط على هذه الأحجام لتثبيت من حالات عدم التأكد، فإذا كان الاتجاه الأولي هبوطياً فإن حجم التعامل يجب أن ينخفض أثناء هبوط السوق، أما إذا كان الاتجاه صعودياً فيجب زيادة حجم التعامل؛

(1) Edwards Magee Bassett, *Technical Fundamental Analysis for Stock Trends*, CRC Press, Amacom, Tatlor and Francis Group, U.S.A, 2014, p: 15.

و- يظل الاتجاه فعالاً إلى أن يعطي إشارة انقلاب واضحة: وتنص هذه الفرضية على أنه من أجل أن يعكس الاتجاه الصاعد نفسه (والذي يُمثل سلسلة من الارتفاعات الكبيرة أو الارتفاعات الضئيلة)، يجب أن تتصف الأسعار على الأقل بانخفاض واحد عالي، أو انخفاض واحد منخفض يُساعد على إمكانية التنبؤ باتجاه هابط.

ويمكن توضيح الاتجاهات السابقة لتحركات الأسعار عن طريق الشكل الموالي:

الشكل (3،4): تحركات الأسعار وفق نظرية داو



Source : Francis, Jak Clark, **Management of Investment**, McGraw-Hill, Inc, International Student Edition, New York, U.S.A, 1993, p :437.

يتضح لنا من خلال الشكل أعلاه أنّ الاتجاه الأساسي الصاعد ينطلق من النقطة (t) لغاية النقطة الزمنية (t+j)، حيث تحدث في ذلك اليوم حالة ارتفاع في الاتجاه ما يلبث حتى ينخفض ضمن ما يُطلق عليه بحالة الاسترداد الفاشل (Abortive Recovery)، والتي قد تنشأ بسبب الانحرافات قصيرة الأجل عن خط الاتجاه العام والتي تبقى لبضعة أشهر. أيّ عندما تتوقف تلك الحركات الثانوية عن الارتفاع والوصول إلى مستويات أعلى من مستوياتها السابقة، وقبل النقطة الزمنية (t+j) فإنّ جميع الارتفاعات هي نتيجة عن ارتفاعات سابقة، إلّا أنه وبعد حالة الاسترداد الفاشل فإنّ جميع الارتفاعات تُصاب بالهبوط المستمر لغاية النقطة (t+k). وما تمثله هذه الأخيرة من مرحلة تحول في الاتجاه العام عن طريق توقف جميع الاتجاهات الثانوية عن الانخفاض المستمر نحو الارتفاع، وبالتالي تظهر حالة الارتفاع السوقي.

إنّ الهدف من نظرية داو والتي تُعدّ نواة المدرسة الحديثة للتحليل الفني، هو تحديد الاتجاه الرئيسي لسعر السهم في السوق وتحديد التحركات الكبيرة التي باستطاعتها أن تُغيره، فقد أثبتت النظرية أنّ الأسواق تتأثر بعواطف المستثمرين والمبالغة في ردّ الفعل في الأسواق الصاعدة أو الهابطة على حد سواء. حيث ركّزت على تحديد الاتجاه الرئيسي (Trend) وإتباعه، الذي يستمرّ في السوق إلى أن يحدث ما يُمكن أن يُغيره، ويُعتبر العديد من المحللين الفنيين نظرية داو أنّها تعريف الاتجاه الرئيسي في السوق ودراسة لحركة السعر.

2. نظرية موجة إيلوت (Elliott Wave Theory):

قام رالف نلسون إيلوت (*) (Ralph Nelson Elliott)؛ باستخلاص أنّ هنالك إيقاعاً معيناً يحكم حركة أسعار الأوراق المالية ببورصة نيويورك، مثلما يحدث لمظاهر الحياة المختلفة على الأرض، أي أنّ هناك نمطاً متكرراً أو مقياساً لسيكولوجية الجماهير مُكوناً من خمسة موجات إلى أعلى (التي تتحرك لصالح الاتجاه الرئيسي)، وثلاث موجات تصحيحية إلى أدنى (التي تتحرك في الاتجاه المعاكس) بمجموع ثمانية موجات حيث تتراجع فيها الأرقام بحركة تصحيحية، ولهذا النمط قيمة تنبؤية؛ فعندما تنتهي الموجات الخمس الصاعدة، ستليها ثلاث موجات هابطة والعكس صحيح⁽¹⁾. وتبعاً لهذا المبدأ فإن هناك ثلاث ركائز رئيسية لسلوك الأسعار بالأسواق هي⁽²⁾:

- أ- نمط أو شكل حركة الأسعار: وجود خمس موجات إلى أعلى وثلاث إلى أدنى أو العكس؛
- ب- النسب: حيث لا يمكن التنبؤ بطول أو مدة الاتجاه، وهذا ينطبق أيضاً على تحركات الأسعار الثانوية وتصحيحاتها، بحيث لا نعرف أبداً إلى أي مدى سيستمد التصحيح. ومن النسب التي تحكم العلاقات السعريّة بعضها البعض، وأهمها الحركة التصحيحية بتراجع الأسعار بنسبة (38.2%، 50% أو 61.8%) من الحركة السابقة لها، وهذا كما يبينه المثال في الشكل الموالي:

الشكل (5.3): التطور اليومي لمؤشر MDY بالحركة التصحيحية حسب نسب موجة إيلوت



المصدر: موقع التداول etoro، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<https://www.etoro.com/ar/markets/mdy/chart>، بتاريخ 2019/07/13، الساعة 14:08.

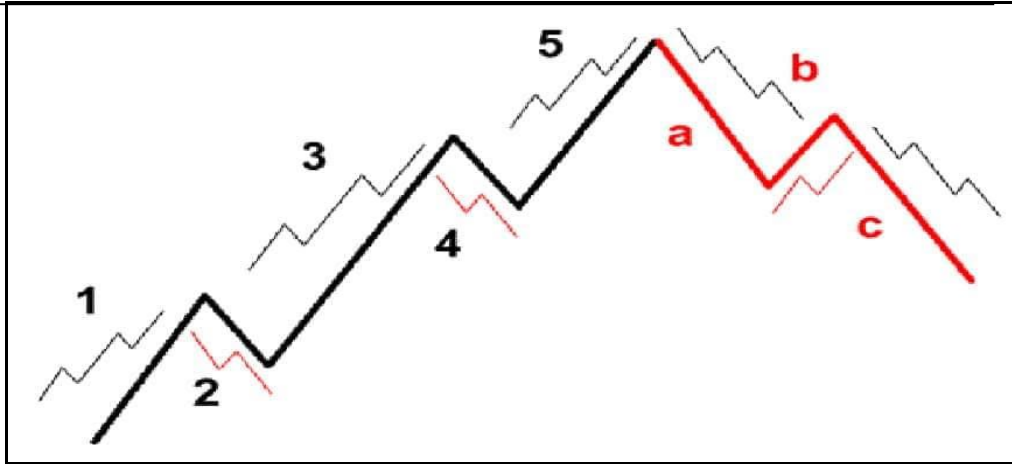
^(*) نلسون إيلوت (1871-1948): ولد في كنساس، ثم انتقل إلى سان أنطونيو بتكساس، دخل مجال المحاسبة سنة 1890؛ وعمل في شركات السكك الحديدية في أمريكا الوسطى والمكسيك، ثم عاد إلى نيويورك، وبدأ إيلوت أعماله الاستشارية. وفي عام 1924، عينته وزارة الخارجية الأمريكية كبير المحاسبين، وخلال فترة وجوده في أمريكا الوسطى، مرض واضطره إلى التقاعد المبكر في سن 58، ليكرس نفسه لدراسة سلوك سوق الأوراق المالية الأمريكية.

⁽¹⁾ عبد المجيد المهيلمي، حازم البيلاوي، التحليل الفني للأسواق المالية: دليل شامل لتحقيق الأرباح في المضاربة والاستثمار، دار البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ط 6، 2004، ص:204.

⁽²⁾ عبد المجيد المهيلمي، حازم البيلاوي، مرجع سبق ذكره، ص:204.

ج- الزمن: هي المدة التي تستغرقها الأسعار في حركتها من أدنى إلى أعلى سعر نسبي أو العكس، وتستخدم هذه النسبة في التنبؤ بتاريخ تحول مسار الأسعار مستقبلاً. والشكل الموالي يوضح مبدأ الموجات المتكررة الذي تقوم عليه النظرية⁽¹⁾:

الشكل (3،6): أنماط الموجات المتكررة لنظرية إليوت



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، ط1، 1996، ص: 81.

حسب الشكل أعلاه نلاحظ أنّ نمط الموجات المتكررة كالتالي:

- تتكون حركة السوق الصاعدة من ثمانية موجات تنقسم إلى مجموعتين؛ حيث تُكوّن المجموعة الأولى الطور الرقمي وتحتوي على الموجات (1) و(2) و(3) و(4) و(5)، أما المجموعة الثانية فتكوّن الطور الحرفي وتحتوي على الموجات (A,B,C) حيث تتجه الموجتان (A,C) إلى أسفل أما الموجة (B) فتتجه إلى أعلى؛
- الموجات (1) و(3) و(5) كلها موجات صاعدة وتعرف بالموجات الدافعة أي التي تقوم بالدفع في نفس الاتجاه الذي تسير فيه الموجة الأكبر حجماً؛
- الموجتان (2) و(4) موجات تصحيحية وتقوم بتصحيح حرك النموذج بعكس الاتجاه الذي تسير فيه الموجة الأكبر حجماً، ويعملان على تصحيح كلّ من الموجتين (1) و(3) على التوالي؛
- عند انتهاء الطور الرقمي يبدأ مباشرة الطور الحرفي الذي يُصحّحه بالكامل، أي بعد خمس موجات إلى أعلى ثلاث موجات إلى أدنى؛

⁽¹⁾ عبد المجيد المهيلمي، حازم البيلاوي، المرجع السابق، ص: 205.

- الموجات التصحيحية ثلاث فقط، ولها أربعة أشكال هي إما أن تكون متعرجة، مسطحة، ومثلثة أو مجموعة متكررة من سبع موجات أو 11 موجة؛ هي في الأساس مجموعتان أو ثلاث متشابكة مع بعضها، حيث تضم كل مجموعة ثلاث موجات (وهو ما يمثل الحركة الجانبية)؛

✓ تحدث المثلثات عادة إبان الموجة الرابعة، والتي تسبق آخر موجة دافعة أي قبل الموجة الخامسة، كما أنها تحدث أحياناً في الموجة (B) التصحيحية؛

✓ كما قد تطول إحدى الموجات الدافعة كثيراً، وعندما يحدث ذلك فإن الموجتين الدافعتين الآخرين غالباً ما تتساوى في مدتها ومداهما.

ما يمكن استخلاصه أنّ نظرية إليوت لرالف نلسون، أشارت إلى ثلاثة جوانب مهمة من حركة السعر: النمط، النسبة والوقت. حيث يُشير النمط إلى نمط الموجة أو تشكيلها، في حين أنّ النسبة (العلاقة بين الأرقام) مفيدة لقياس الموجات وذلك لاستخدام هذه النظرية في التعاملات اليومية، أما الوقت فيساعد المتداول في تحديد الموجة الرئيسية أو الدورة العظمى، إذا كان سيقوم بالشراء ومن ثم البيع سيبدأ النمط أو النموذج بالتحرك في الاتجاه المعاكس.

الفرع الثالث: أدوات التحليل الفني

تتشعب أدوات التحليل الفني نظراً لخصائصها المتعددة، حيث أصبح الإلمام بها ومعرفة مبادئها وأسسها لدى المتعاملين من أهم المتطلبات الأساسية في الأسواق المالية، خصوصاً لدى المتعاملين الذين يميلون للمضاربة. ومن أهم هذه الأدوات: الرسوم البيانية (Charts)، النماذج الفنية (Charts Patterns)، والمؤشرات الفنية (Technical Indicators) والنظريات الفنية. إلا أننا سنقف على بعض أدوات التحليل الفني، التي تتمثل في: الدعم والمقاومة، الأنماط الدورية والمؤشرات الفنية. والتي سنعرضها بالتفصيل فيما يلي:

أولاً: خطوط الدعم والمقاومة (Support and Resistance)

تُعتبر نقاط الدعم والمقاومة من أهم مفاهيم التحليل الفني، التي يجب على المستثمرين الاهتمام بها. حيث يُمثل الدعم توافر طلب كافٍ لإيقاف الاتجاه النزولي للسعر، الأمر الذي يؤدي إلى عدم اختراق حد أدنى معين للسعر (أي السعر الذي يصعب أن تنخفض دونه). وعلى العكس تدلّ المقاومة والامتناع إلى وجود عرض كافٍ يمنع ارتفاع الأسعار وعدم اختراق حد أعلى معين للسعر (أي السعر الذي لا يجب أن ترتفع فوقه)⁽¹⁾.

(1) حسين عطا غنيم، مرجع سبق ذكره، ص: 65.

1. إذن فما الدعم إلا⁽¹⁾:

- ✓ سعر أدنى من السعر الجاري بالسوق يكثر عنده الطلب؛
 - ✓ مستوى منخفض نسبياً للأسعار يُنتظر عنده دخول مشترين جدد إلى السوق؛
 - ✓ سعر معين أقل من السعر الحالي يتوقع للأسعار تنخفض إليه ثم تعاود الارتفاع.
2. أما المقاومة فما هي إلا⁽²⁾:

- ✓ سعر أعلى من السعر الجاري بالسوق يكثر عنده العرض بقوة؛
- ✓ مستوى مرتفع نسبياً للأسعار ينتظر عنده دخول بائعين جدد إلى السوق؛
- ✓ منطقة علوية للسعر الحالي تنخفض فيه الأسعار بعد الوصول إليها.

وقد تأخذ خطوط الدعم والمقاومة عدة مستويات، إذ تتجه إلى الارتفاع في حالة وجود اتجاه صعودي للأسعار، وتتجه للانخفاض في حالة الاتجاه النزولي. كما نوضحه في الشكل التالي:

الشكل رقم (3،7): تبادل أدوار مستويات خطوط الدعم والمقاومة



المصدر: عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، ط 6، 2007، ص:92.

كما قد ينقلب خط الدعم ويصبح خط مقاومة، وذلك في حالة اختراقه وهبوطه لمستويات أقل، وعلى العكس قد يتحول أيضاً خط المقاومة إلى خط دعم في حالة اختراقه وارتفاع الأسعار لمستويات أعلى، وهذا ما يطلق عليه بـ "التغير المعاكس للأدوار" (Role Reversal)⁽³⁾.

⁽¹⁾ عبد المجيد المهيلمي، حازم البيلوي، مرجع سبق ذكره، ص:91.

⁽²⁾ عبد المجيد المهيلمي، حازم البيلوي، المرجع السابق، الصفحة نفسها.

⁽³⁾ حسين عطا غنيم، مرجع سبق ذكره، ص:67.

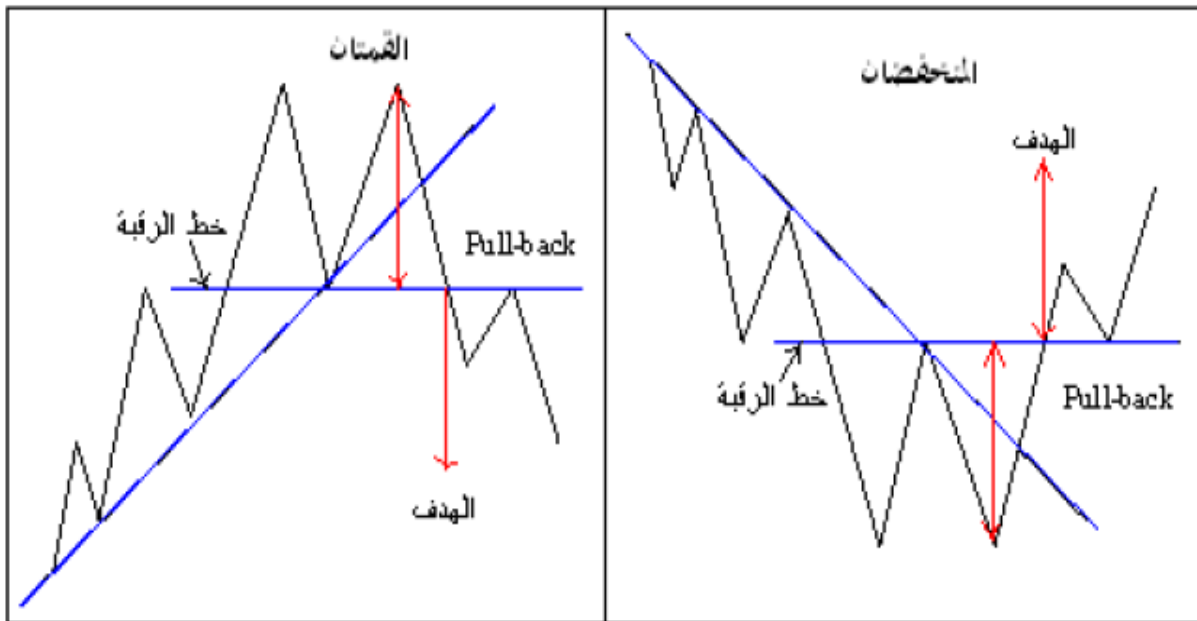
ثانياً: الأنماط الدورية (السعرية) (Patterns)

تُمثل الأنماط الدورية أو السعرية مجموعة الأشكال النمطية التي تُكوّنها الخرائط السعرية، وبصورة تُمكن المحلل الفني من التنبؤ بالحركة المستقبلية للأسعار، ويُطلق المحللون الفنيون على هذه الأداة مصطلح (Formations) أو (Patterns)، ويعتبرونها أداة فعالة داخل منهج التحليل الفني⁽¹⁾. وتنقسم هذه الأشكال أو الأنماط إلى: أنماط انعكاسية (Reversal Patterns) وأنماط استمرارية (Continuation Patterns).

يُعد نموذج القمة المزدوجة من الأنماط السعرية الشائعة، إذ يأتي هذا النموذج على هيئة قمتين متتاليتين لهما تقريباً نفس السعر، وبين هذه القمم ثمة أقل مستوى للسعر ويبدو على هيئة "واد"، ويطلق على المستوى السعري لهذا المستوى الأقل اسم "خط رقبة النموذج". يتأكد الانعكاس في الاتجاه عندما يهبط السعر لأدنى من خط الرقبة، على نحو يدلنا بأن السيناريو الأقرب للحدوث هو المزيد من الهبوط في السعر، ويُعد نموذج القاع المزدوج هو الانعكاس التام لنموذج القمة المزدوجة ويبدو قرب نهاية السوق الهابط⁽²⁾.

والشكل الموالي يبين كل من نموذج القمة والقاع المزدوجين:

الشكل رقم (3،8): نموذج القمة المزدوجة والقاع المزدوج



Source: Alain Bergeron, **Introduction à l'Analyse Technique**, École des Hautes Études Commerciales, Montréal, Canada, 1998, p.10.

⁽¹⁾ محمد محمود أحمد الشليبي، مرجع سبق ذكره، ص: 96.

⁽²⁾ موقع شركة MT4Invest، أسس التحليل الفني، (وهي من الشركات العالمية في مجال الوساطة المالية والاستثمار المتخصصة في مجال التداول والاستثمار على شبكة الإنترنت)، متوفر على الموقع الإلكتروني على الرابط التالي: <http://www.mt4invest.com/ar-EG/Technical%20Basics>، تاريخ الاطلاع: 2018/04/18، الساعة 20:48.

ثالثاً: المؤشرات الفنية (Technical Indicators)

يرتكز التحليل الفني على هذه أداة؛ والتي تعتبر الأكثر وضوحاً وقوةً من ناحية الأساس العلمي الذي تُبنى عليه، ألا وهي المؤشرات الفنية؛ فهي تُعد تطبيقاً واضحاً لعلم تحليل السلاسل الزمنية. المؤشر الفني ما هو إلا إدخال معالجة إحصائية-رياضية على حركة الأسعار المراد تحليلها، بحيث تظهر لنا هذه المعالجة في صورة سلسلة من النقاط البيانية، التي تُوحي بإشارات توقع للاتجاه السعري المحتمل. وقد وردت العديد من تصنيفات المؤشرات الفنية أهمها المؤشرات السابقة والمؤشرات اللاحقة، حيث تقوم مجموعة المؤشرات السابقة بإعطاء إشارات التوقع بالحركة السعرية مبكراً أي أنها إشارات تسبق دائماً الحركة السعرية، أما مجموعة المؤشرات اللاحقة فإنها تعطي إشارات التوقع بالحركة السعرية لاحقاً أي بعد تحرك السعر⁽¹⁾.

تصنّف المؤشرات الفنية إلى نوعين هما المتوسطات المتحركة والمتذبذبات، والتي سنوجزها فيما يلي:

1. المتوسطات المتحركة (Moving Averages)⁽²⁾:

يُعتبر المتوسط أو الوسط المتحرك من أكثر الأدوات الفنية استخداماً من طرف المحللين، فهو يساعد على تمهيد وتسوية السلاسل الزمنية والتخلص من الذبذبات الحادة التي قد تتواجد فيها، بسبب التغيرات العارضة والتقلبات الدورية أو الموسمية، وذلك حتى يتبين اتجاهها العام صعوداً أو هبوطاً. ويُستدل بالمتوسط المتحرك لإعطاء إشارة بداية لاتجاه جديد للسعر ونهاية اتجاه سابق، كما تُحدد المتوسطات إشارات التداول عند عبور السعر لخط المتوسط إلى أعلى أو إلى أدنى، بحيث تكون الإشارات واضحة؛ فإشارة الشراء تحدث عندما يتم عبور السعر فوق خط المتوسط وهو ما يُعرف "بالعبور الذهبي" (Golden Cross) والذي يدل على ارتفاع الأسعار، أما العبور القاتل (Dead Cross) فيشير إلى البيع عندما يكون السعر تحت خط المتوسط.

هنالك ثلاثة أنواع من المتوسطات المتحركة التي تُستخدم بكثرة في التحليل الفني لحركة الأسعار بالأسواق المالية هي: المتوسط المتحرك البسيط، المتوسط المتحرك المرجح والمتوسط المتحرك الأسّي.

2. المُذبذبات (Oscillators):

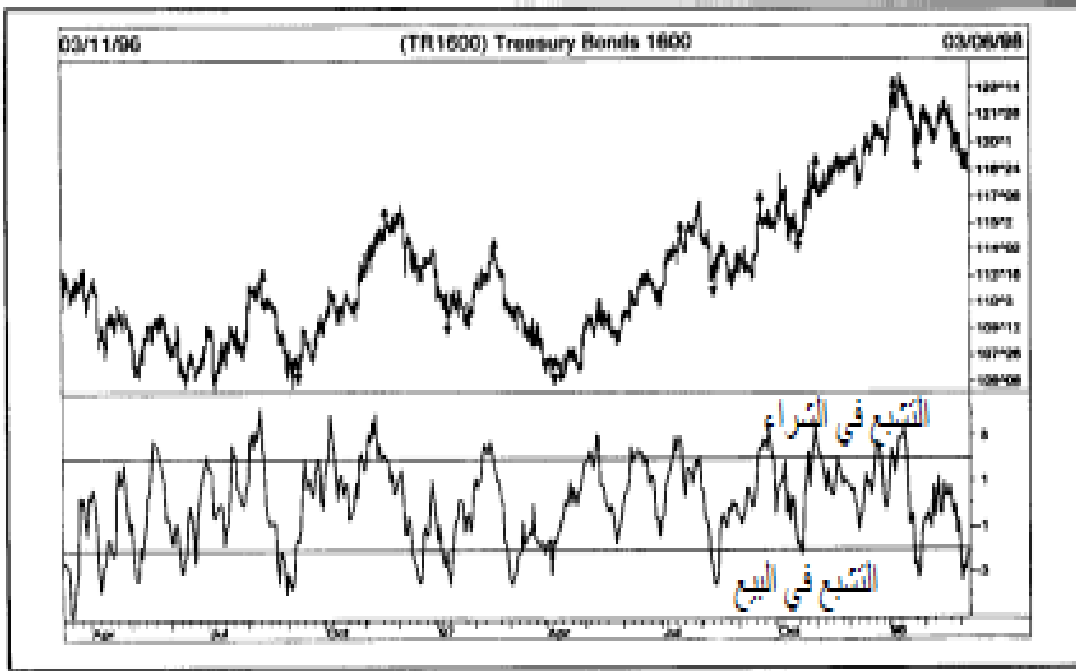
تُمثل المذبذبات وسيلة أو أداة فنية فعالة يتم حسابها وفق معادلة محددة، والتي يتقلب فيها الخط البياني صعوداً وهبوطاً بصورة متكررة، وتستخدم لقياس كمية اندفاع الحركة (الزخم) ومعرفة حالات التشبع في عمليتي الشراء والبيع⁽³⁾. الشكل الموالي يوضح التشبع في عمليتي الشراء والبيع، بحيث يُعبر عن التشبع في عملية الشراء والمتمثلة فوق الخط الأعلى من نقطة الواحد، وأماكن التشبع في البيع والمتمثلة تحت الخط الأسفل من نقطة الواحد:

(1) محمد محمود أحمد الشلبي، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

(2) عبد المجيد المهيلمي، حازم البيلوي، مرجع سبق ذكره، ص: 159.

(3) عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، ط 6، 2007، ص: 171.

الشكل رقم (3،9): التشبع في عمليتي الشراء والبيع



Source : Murphy John J., **The Visual Investor : How to Spot Market Trends**, New Jersey: John Wiley & Son, U.S.A, Second Edition, 2009, p :213.

توجد ثلاثة أوضاع تكون فيها أشهر أنواع المذبذبات استخداماً مفيدة جداً هي⁽¹⁾:

أ- وصول المذبذب عند قيمة تكون فيها القراءة النهائية بالقرب من النهاية العلوية، أي حينما يكون السوق دون إمكانية الشراء، أو تكون بالقرب من النهاية السفلية لحدوده حيث يكون السوق في هذه الحالة دون إمكانية البيع، ما يعني أنّ اتجاه السعر ممتد وواسع؛

ب- وجود انحراف بين المذبذب والسعر الفعلي، ويحدث هذا عندما يكون المذبذب في الوضعية الخارجية؛

ج- يعطي العبور في خط الصفر (منتصف النقطة) إشارات على البقاء في نفس مسار اتجاه السعر، وخط الصفر هو مؤشر للدخول (الشراء) والخروج (البيع)، فعندما يتجاوز الاتجاه خط الصفر للأعلى تكون نقطة شراء، وحين تتجاوز خط الصفر إلى الأسفل تكون نقطة بيع.

⁽¹⁾ Murphy John J., **The Visual Investor: How to Spot Market Trends**, New Jersey: John Wiley & Son, U.S.A, Second Edition, 2009, p :227.

الفرع الرابع: مزايا وعيوب التحليل الفني

يتسم أي نوع من التحليل بمزايا يُؤيدها المحللون، وبعيوب وانتقادات يُعارضون فيها أهم خصائصه وافتراضاته، وهذا ما سيتم التطرق إليه في النقاط التالية:

أولاً: مزايا التحليل الفني

يتسم التحليل الفني بعدد من المزايا، حيث نجد في مقدمتها ميزة السهولة، بالإضافة إلى خاصيتي القيادة والتوقيت، وهذا ما سندرجه فيما يلي⁽¹⁾:

1. السهولة: تعتبر هذه الطريقة في التحليل أقل تعقيداً مقارنة بالأنواع الأخرى وأكثر سرعة، حيث يتمكن أي مُستثمر من تعلمها ببساطة وسهولة وبسرعة، بمجرد تحديد الوسيلة التي سيعتمد عليها المحلل في التنبؤ؛

2. القيادة: اتسام التحليل الفني بهذه الخاصية، يعني أنّ كامل التركيز سيكون على محاولة التنبؤ بالأسعار المستقبلية عن طريق رصد التحركات السابقة للسعر؛

3. التوقيت: تكون المعلومات التي يحتاجها المحلل عن الأسعار والصفقات متاحةً يومياً وبانتظام، من خلال التقارير التي تظهر في شبكة الانترنت والصحف المتخصصة، على عكس التحليل الأساسي الذي يعتمد على فترات زمنية سابقة لتحليل للتقارير المالية.

ثانياً: عيوب التحليل الفني

رغم المزايا السابقة للتحليل الفني فإنه لا يخلو من العيوب، التي يؤيدها المعارضون لهذا النوع من التحليل، وفيما يلي سندكر أهم العيوب التي يتصف بها⁽²⁾:

1. لا يمكن للتحليل الفني المساعدة في اتخاذ أي قرار استثماري عند دخول مؤسسة جديدة إلى السوق المالي، لعدم وجود بيانات تاريخية عن سعر الأسهم، ما يضيّع فرصة تحقيق عوائد جيدة في فترة زمنية قصيرة نسبياً،

2. التأثر برأي المحلل كما في التحليل الأساسي، حيث يتأثر بانطباع المحلل عن السهم، فإذا كان هذا الأخير متفائلاً فقد لا يرى بوادر الصعود والعكس، أنه لا يرى بوادر الهبوط عندما يكون متشائماً، ولهذا يجب ملاحظة ذلك بارتفاع السهم فقد لا يرى إشارات النقطة عند تحليل السهم؛

(1) عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص:164.

(2) زيد حيايد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم: دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، فلسطين)، رسالة ماجستير غير منشورة، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، ص:132-133. بتصرف

3. القراءة المختلفة لرسم واحد بين المحللين، وبالرغم من وجود قواعد عامة للتحليل الفني؛ إلا أنه في كثير من الأحيان لو أُعطي نفس الرسم لاثنين من المحللين. فقد يقرأه كل واحد منهما بطريقة مختلفة ويرسم سيناريو مختلف عن الآخر، ويدعم كل منهما قراءته بنقاط دعم ومقاومة ونقاط انكسار واحتراق منطقية، ولهذا فإن التحليل الفني يُعتبر فناً أكثر من كونه علماً؛

4. يغلب على التحليل الفني طابع الذاتية، وذلك رغم الاعتماد على البيانات والجداول في إجراء التحليل، لأن الوصول إلى نتائج عملية يتطلب تدخل المحلل الفني لتحليل وتفسير هذه المعلومات؛

5. قد لا تتكرر نماذج الأسعار أو العلاقات بين متغيرات السوق المالي وأسعار الأسهم، ونتيجة لذلك فإنّ الأسلوب الذي يكون قد نجح من قبل يمكن أن يفشل في دورات السوق التالية، ما دفع بالمحللين الفنيين لاتباع أكثر من قاعدة تعامل تؤدي إلى اتفاق بينها، حتى يستطيع التنبؤ بنموذج السوق المستقبلي؛

6. بالنسبة لتحليل الأسواق الناشئة عمومًا؛ لا يُعتبر التحليل الفني الوسيلة الأفضل لاتخاذ القرار وذلك لقلة البيانات التاريخية نسبيًا؛ بالإضافة إلى قلة المتخصصين في هذا النوع من التحليل.

✓ على الرغم من اختلاف وجهات النظر في تبني أحد التحليلين الأساسي أو الفني، وتباين الوسائل التي يقوم المحللون ببناء أفكارهم عليها، إلا أن لكليهما أهمية بالغة تنبع من أهمية المعلومات المستنبطة من التحليلين، ولا تُبعد سلوك المستثمر الذي تحكمه أحكام شخصية تعكس رغباته وميوله في تفسير المعلومات وفهمها.

✓ لذلك يجب على المحللين أن يتصفوا بالوعي الاستثماري، وكيفية بناء سياسة واضحة لإدارة استثماراتهم في الأسهم والأوراق المالية، من خلال توظيف التحليل الأساسي في تحديد واختيار الأسهم ذات الأداء المالي الجيد، واستخدام أدوات التحليل الفني لتحديد نقاط الدخول والخروج في الصفقات بشكل ملائم، باعتبار أنّ كل واحد منهما مكمل للآخر. هذا ما تطرقنا إليه في النقاط السابقة، إلا أننا سنركز في دراستنا هذه على التحليل الأساسي وبالضبط على المتغيرات الاقتصادية وتحديد علاقتها بالأسواق المالية، والتي تساعد في اتخاذ القرارات الحكيمة في الأسواق المالية.

المبحث الثاني: المتغيرات الاقتصادية الكلية

تنقسم المتغيرات التي تتضمنها النماذج الاقتصادية عادة إلى متغيرات داخلية تتمثل في المتغيرات التي تتحدد قيمتها من داخل النموذج الاقتصادي مثل: الناتج المحلي الإجمالي، المستوى العام للأسعار ومستوى العمالة، ما يعني أنّ هذه المتغيرات تأخذها النماذج الاقتصادية في حسابها أثناء عملية التحليل، بحيث لا يُصبح لها تأثير على المتغيرات الخارجية، ولكنها تتأثر بها. فمثلاً الناتج المحلي الإجمالي لدولة ما هو متغير داخلي، أما الظروف السياسية فهي متغيرات خارجية تُؤثر في الناتج، بينما لا يُؤثر الناتج في الظروف السياسية لهذه الدولة. ومتغيرات خارجية تتمثل في المتغيرات التي تتحدد قيمتها من خارج النموذج الاقتصادي، أي أنها محددة مسبقاً وتُعتبر كمعطيات، بحيث لا تأخذها النماذج الاقتصادية في حسابها أثناء عملية التحليل، وبذلك فهي تُؤثر في المتغيرات الداخلية، ومثال ذلك الظروف السياسية والاجتماعية التي تُؤثر على الناتج القومي في حين أن هذا الأخير لا يُؤثر في هذه الظروف⁽¹⁾.

في هذا السياق سنتناول بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تُؤثر على الأسواق المالية والتي تمّ وقع عليها اختيارنا في هذه الدراسة وهي: الناتج المحلي الإجمالي باعتباره مُمثلاً للنشاط الاقتصادي للبلد، والتضخم الذي يُعدّ من مؤشرات الاقتصاد الكلي الذي تبني الدولة على إثره سياسات نقدية أو مالية لمعالجة آثاره، وكذلك عرض النقود باعتباره أحد أدوات السياسة النقدية والتي عن طريقها يمكن التحكم في السيولة، بالإضافة إلى سعر الفائدة التي تُمثل أداة أخرى للسياسة النقدية تُؤدي إلى التحكم في سعر الصرف والتأثير على التضخم، وهي مفصلة في النقاط التالية.

المطلب الأول: الناتج المحلي الإجمالي (Gross Domestic Product - GDP)

الناتج المحلي الإجمالي من أهم المؤشرات في تحديد الأداء الاقتصادي للدولة، كما أنه عامل أساسي لتحديد رفاهيتها ومستوى معيشة الفرد خلال فترة زمنية معينة، حيث أنّ تحسّن الوضع الاقتصادي وارتفاع الناتج المحلي الإجمالي يترتب عليه زيادة مداخيل الأفراد والقدرة الشرائية، ما يساهم في إقبالهم على الاستثمار في السوق المالية ويؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم. وفي النقاط الموالية ستمم الإشارة إلى تعريف الناتج المحلي الإجمالي وطرق احتسابه، وأهم أنواعه.

(1) محمد السريتي، علي عبد الوهاب نجما، النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، د.ط، 2008، ص:19.

الفرع الأول: تعريف الناتج المحلي الإجمالي

الناتج المحلي الإجمالي مؤشر يقيس مستوى النمو الاقتصادي، ويمثل القيمة السوقية للسلع والخدمات النهائية المنتجة في اقتصاد ما خلال مدة زمنية معينة (1).

كما يمكن تعريفه على أنه " كمية أو قيمة السلع والخدمات (*) التي يُنتجها أفراد مجتمع معين عادةً خلال سنة، والذين يعيشون ضمن الرقعة الجغرافية لذات البلد بغض النظر عن جنسيتهم، سواء كانوا مواطني البلد أم أجنب، وهذا يعني أنّ الناتج المحلي هو مفهوم جغرافي يتحدّد احتسابه بالرقعة الجغرافية لذلك البلد" (2).

وهناك فرق بين الناتج المحلي الإجمالي (GDP) والناتج القومي الإجمالي (GNP)، فالأول يشمل كل ما تم إنتاجه محلياً سواءً باستخدام خدمات عناصر الإنتاج المملوكة للمواطنين أو الأجنب، أما الثاني فيشمل على ما تم إنتاجه محلياً من سلع وخدمات باستخدام عناصر الإنتاج المملوكة للمواطنين، سواءً كان ذلك داخل البلد أو خارجه (3)، ويمكن تلخيص العلاقة بين الناتج القومي والناتج المحلي في العلاقة التالية (4):

الناتج المحلي = الناتج القومي الإجمالي - عوائد ما أنتجه المواطنين + عوائد ما أنتجه الأجنب

في الداخل

في الخارج

الإجمالي

انطلاقاً من العلاقة أعلاه، نستنتج أن الناتج المحلي الإجمالي عبارة عن تقييم لجميع المنتجات التي تُنتج داخل الحدود الجغرافية بأسعار السوق، مع التركيز على قيمة السلع والخدمات النهائية خلال فترة زمنية معينة (لتفادي ازدواجية الحساب).

الفرع الثاني: الناتج المحلي الاسمي والناتج المحلي الحقيقي

يمكن التمييز بين الناتج المحلي الاسمي والناتج المحلي الحقيقي فيما يلي (5):

(1) Blanchard, Olivier, *Macroeconomics*, Second Edition, Prentice Hall, Upper Saddle River N.J., U.S.A, 2000, p 33.

(2) يشمل السلع والخدمات النهائية فقط وليس على السلع والخدمات الوسيطة أي التي تجري عليها عمليات إنتاجية أخرى، وذلك بهدف تفادي مشكلة الازدواج الحسابي وحساب نفس السلعة أكثر من مرة.

(3) محمود حسين الوادي وآخرون، *الاقتصاد الكلي*، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط 2، 2010، ص: 38.

(4) مجيد خليل حسين، عبد الغفور إبراهيم أحمد، *مبادئ علم الاقتصاد*، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، د.ط، 2008، ص: 205.

(5) مجيد خليل حسين، عبد الغفور إبراهيم أحمد، مرجع سبق ذكره، الصفحة نفسها.

(6) مهند بن عبد الملك السلطان، أحمد بن بكر البكر، *مفهوم الناتج المحلي الإجمالي: دراسة وصفية، إدارة الأبحاث الاقتصادية، مؤسسة النقد العربي السعودي، الرياض، السعودية، 2016، ص: 21-22.*

أولاً: الناتج المحلي الاسمي

عبارة عن إجمالي القيم النقدية بأسعار السنة الجارية للسلع والخدمات النهائية المنتجة داخل الاقتصاد المحلي، بواسطة عناصر الإنتاج الموجودة داخل المحيط الجغرافي خلال فترة زمنية معينة تكون عادةً سنة، ويُحتسب بضرب الكميات المنتجة في الأسعار الجارية أي بالأسعار السائدة للسوق في السنة التي يتم حساب الناتج بها، كما يطلق عليه الناتج المحلي الإجمالي النقدي أو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية.

ويمكن أن يزيد الناتج المحلي الاسمي نتيجة لزيادة مستوى الأسعار أو الكميات المنتجة، وقد يزيد الناتج رغم انخفاض الكميات المنتجة من السلع والخدمات، فإذا كانت الكمية التي تمّ انتاجها في دولة ما في السنة الحالية أقلّ من الكمية التي تمّ انتاجها في السنة السابقة، فإنّ زيادة مستوى الأسعار ستزيد من الناتج الإسمي.

ثانياً: الناتج المحلي الحقيقي

يُمثل إجمالي القيم النقدية بأسعار سنة الأساس للسلع والخدمات النهائية المنتجة داخل الاقتصاد المحلي، بواسطة عناصر الإنتاج الموجودة داخل المحيط الجغرافي خلال فترة زمنية معينة تكون عادةً سنة. ويُحتسب بضرب الكميات المنتجة في الأسعار الثابتة أي بأسعار سنة أساس ثابتة يتم الاعتماد عليها لباقي السنوات، كما يطلق عليه الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة. وعلى اعتبار أنّ الناتج يمثل إجمالي القيم النقدية للسلع والخدمات المنتجة في الاقتصاد، ولتحديد هذه القيمة نلجأ لمقياس أسعار السوق الجارية السائدة خلال تلك السنة، وبسبب تقلبات الأسعار فإنّ الناتج المحلي الإجمالي الاسمي سيتغير هو الآخر من سنة لأخرى، حتى مع ثبات الكمية المنتجة نتيجة تغير أسعار السلع والخدمات، لذلك لا يُفضل استخدام الناتج المحلي الإسمي للمقارنة بين دولة وأخرى أو حتى بين سنة وأخرى.

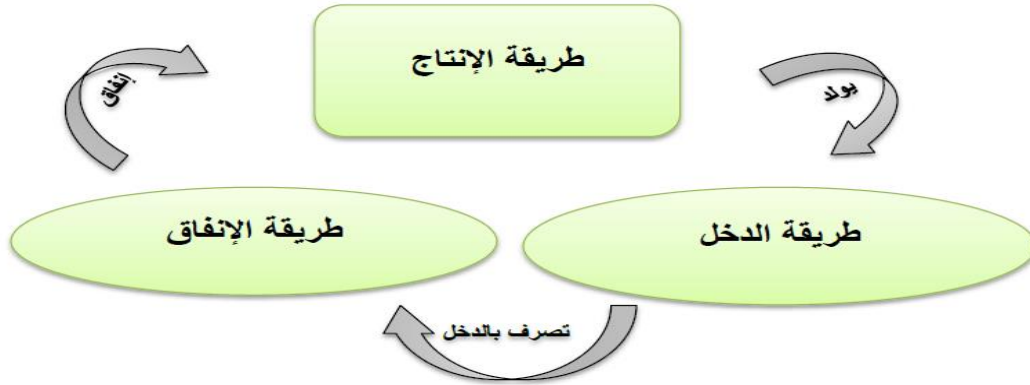
من خلال النظر إلى الناتج المحلي الإجمالي غير المعدل حسب تكلفة المعيشة، فإنه من الصعب معرفة ما إذا كان قد ارتفع نتيجة لتوسّع الإنتاج في الاقتصاد أو بسبب ارتفاع الأسعار، وهذا ما دفع خبراء الاقتصاد إلى تعديل معدل التضخم للوصول إلى الناتج المحلي الحقيقي للاقتصاد، بدلاً من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي الذي يتجاهل التضخم والانكماش، وذلك من خلال تعديل الناتج لسنة معينة، على أساس سنة مرجعية هي سنة الأساس، وعادةً ما يكون الناتج المحلي الإجمالي الاسمي أعلى من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لأن التضخم هو عادةً رقم إيجابي.

الفرع الثالث: طرق حساب الناتج المحلي الإجمالي

يُمكن قياس الناتج المحلي الإجمالي انطلاقاً من ثلاثة مقاربات مختلفة، من خلال: طريقة الناتج، الإنفاق وطريقة الدخل، والتي تُكوّن حلقة تدفق دائري. حيث أنّ الناتج الذي يتحصل عليه عن طريق عناصر إنتاجية يتم صرفه بطريقة الدخل، ويتم تقدير القيمة الإجمالية للإنتاج الاقتصادي بخصم تكاليف البضائع الوسيطة، ثم يتم

صرف الدخل على العناصر الإنتاجية وتُقاس تكاليف المدخلات التي تغذي النشاط الاقتصادي بطريقة الدخل، ثم تنفق العناصر الإنتاجية الدخل الذي تحصلت عليه من خلال الإنفاق. وهذا كما يُبينه الشكل أدناه:

الشكل رقم (3،10): طرق حساب الناتج المحلي الإجمالي



$$\text{الناتج بطريقة الإنتاج} = \text{الناتج بطريقة الدخل} = \text{الناتج بطريقة الإنفاق}$$

المصدر: من إعداد الباحثة.

أولاً: طريقة الناتج (Output Approach)

تقوم هذه الطريقة على أساس قياس قيمة كلّ السلع النهائية والخدمات التي تمّ إنتاجها خلال سنة معينة. ولكي يتمّ تجميع كلّ المنتجات من السلع والخدمات، لا بدّ من جمع القيم السوقية لهذه المنتجات، أيّ بضرب السعر في الكميات⁽¹⁾. وذلك وفق المعادلة التالية:

$$\text{الناتج المحلي الإجمالي} = \text{مجموع (السعر} \times \text{الكمية)} \text{ لجميع السلع والخدمات النهائية}$$

هنالك أسلوبان لتجنب عملية الازدواجية والتكرار في الحساب هما⁽²⁾:

1. أسلوب المنتج النهائي:

يعتمد هذا الأسلوب على جمع قيم جميع السلع النهائية المنتجة والخدمات، وعدم إدخال أيّ عملية وسيطة عند حساب الناتج القومي الإجمالي.

⁽¹⁾ محمود حسين الوادي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 42-43.

⁽²⁾ محمود حسين الوادي وآخرون، المرجع السابق، ص: 43-44.

2. أسلوب القيمة المضافة:

يُمثل الأسلوب الثاني لتجنب عملية الازدواجية، حيث تُمثل القيمة المضافة المساهمة الصافية في الناتج القومي، أيّ هي عبارة عن الفرق بين إجمالي المبيعات (بالقيمة السوقية) وقيمة المدخلات الوسيطة في عملية الإنتاج (أي كل مستلزمات الإنتاج)، وبذلك تكون:

$$\text{القيمة المضافة} = \text{إجمالي المبيعات} - \text{مستلزمات الإنتاج}$$

ثانياً: طريقة الإنفاق (Income Approach)

يتمّ حساب الناتج المحلي في هذه الطريقة؛ من خلال احتساب مجموع الإنفاق النهائي لجميع عناصر الإنتاج، بحيث يتكون الاقتصاد الوطني من أربعة قطاعات هي: القطاع العائلي وقطاع المنتجين، وقطاع الحكومة والقطاع الخارجي، وبُغية تبسيط العملية يتمّ تحديد أجزاء الإنفاق حسب إنفاق كلّ قطاع من هذه القطاعات، والتي يقوم فيها كلّ نوع بإنفاق جزء معين يكون في مجموعه هو الناتج المحلي الإجمالي، علماً أنّ الإنفاق على السلع والخدمات المستوردة لا يدخل ضمن الناتج المحلي الإجمالي لأنه يُحتسب ضمن الناتج المحلي للدولة المصدرة⁽¹⁾، ويمكن توضيح طريقة الاحتساب في المعادلة التالية⁽²⁾:

$$\text{الإنفاق الكلي} = \text{الاستهلاك (C)} + \text{الإنفاق الحكومي (G)} + \text{الاستثمار (I)} + \text{صافي الصادرات (NX)}$$

1. الاستهلاك الخاص C (Consumption): ويُمثل ما يُنفقه الجمهور على شراء السلع والخدمات؛

2. الإنفاق الحكومي G (Government): ويُمثل ما تُنفقه الحكومة على شراء مختلف السلع والخدمات، بما فيها دفع الرواتب والأجور ويُستثنى منها التقاعد والهبات والإعانات الأخرى التي لا تُساهم في العملية الإنتاجية؛

3. الاستثمار I (Investment): ويُمثل ما يُنفق على شراء السلع والخدمات الرأسمالية كآلات والمعدات وبناء المصانع الجديدة، وزيادة المخزون من المواد الأولية والمنتجات النهائية؛

4. صافي الصادرات NX (Net Exports): أي الصادرات - الواردات.

(1) مهند بن عبد الملك السلطان، أحمد بن بكر البكر، مرجع سبق ذكره، ص: 13.

(2) محمد نداء الصوص، الاقتصاد الكلي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2012، ص: 22-23.

كما يمكن تلخيص المعادلة السابقة كما يلي⁽¹⁾:

الناتج المحلي الإجمالي = الإنفاق الاستهلاكي النهائي الخاص + الإنفاق الاستثماري (إجمالي تكوين رأس المال الثابت + التغير في المخزون) + الإنفاق الاستهلاكي النهائي الحكومي + صافي الإنفاق الخارجي (الصادرات-الواردات).

ثالثاً: طريقة الدخل (Expenditure Approach)

يُمثل إجمالي الدخل المحلي مجموع مداخل عناصر الإنتاج التي ساهمت في العملية الإنتاجية؛ خلال فترة زمنية معينة تكون عادةً سنة واحدة. وبالتالي فلا بُد أن يُساهم كل عنصر إنتاجي في العملية الإنتاجية، حتى يتم احتساب ما يحصل عليه ضمن الدخل المحلي. وتُعبّر طريقة الدخل عن مجموع ريع وعوائد عناصر الإنتاج أي أنّ الناتج المحلي الإجمالي عبارة عن⁽²⁾:

1. **الأجور (Wages):** وتُعد أكبر مكونات الدخل وتشمل الأجور والرواتب، والعلاوات المدفوعة من قبل القطاع التجاري والحكومات إلى القوى العاملة؛

2. **ريع الأرض (Rent):** وتُمثل المبالغ التي يتلقاها القطاع العائلي نتيجة تأجير الممتلكات أو استغلالها؛

3. **الفوائد (Interest):** وتُمثل التدفقات النقدية من القطاع التجاري للقطاع البنكي والإقراضي، وعادةً ما يشار إليه بصافي الفوائد (Net Interest)، وهي المبالغ التي يحصل عليها القطاع التجاري بعد دفع ما عليه من فوائد قروض؛

4. **مداخل المالكين (Unincorporated Income):** من غير المساهمات في الشركات؛

5. **عوائد المساهمين (Corporate Profits):** من استثماراتهم في الشركات؛

6. **إهلاك رأس المال (Depreciation):** تقوم المؤسسات باقتطاع مبلغ الإهلاك من أرباحها لغاية الإحلال والتجديد (حيث أنّ حياة الآلات والمعدات تستمر لفترة زمنية تسمى بالعمر الافتراضي)، إذ يُعتبر هذا المبلغ دخلاً مُحققاً خلال السنة؛ ولا بد من إدراجه ضمن تدفقات الدخل للوصول إلى الناتج المحلي؛

⁽¹⁾ مهند بن عبد الملك السلطان، أحمد بن بكر البكر، المرجع السابق، ص:13.

⁽²⁾ خالد واصف الوزني، أحمد حسين الرفاعي، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط10، 2009، ص:118.

7. الضرائب التجارية غير المباشرة (Indirect Business Tax): وتدخل هذه الضرائب ضمن تكاليف الإنتاج وتمثل في: ضريبة المبيعات، رسوم الرخص والتصاريح، ضرائب الملكية التجارية والجمارك، وجميعها تعتبر دخول للحكومة؛

8. أرباح الشركات (Retained Earnings): وتشمل أرباح الشركات قبل خصم ضرائب الدخل التي تُدفع للحكومة أو الأرباح المتبقية في الشركة، لأغراض التوسع أو ما يسمى بالأرباح المحتجزة.

المطلب الثاني: التضخم (Inflation)

يُعدّ التضخم من الظواهر الاقتصادية الأكثر شيوعاً وانتشاراً في معظم اقتصاديات العالم في الوقت الحاضر، هذا ما يدفع الحكومات والهيئات إلى إيجاد الحلول المناسبة من أجل معالجة هذه الظاهرة، لما تُسببه من آثار سلبية على حركة الاقتصاد القومي. وما تجب الإشارة إليه في هذه النقطة هو إعطاء تعريف للتضخم وتحديد أنواعه وأهم الطرق المستخدمة لحسابه.

الفرع الأول: تعريف التضخم

تعددت مفاهيم وتعريفات هذا المصطلح الشائع في الفكر الاقتصادي، وذلك من خلال العديد من الكتابات التي تناولت هذه الظاهرة، فلا يُوجد اتفاق بين الاقتصاديين بشأن تعريفه. ويرجع ذلك إلى انقسام الرأي حول تحديد مفهوم للتضخم؛ حيث يُستخدم هذا الاصطلاح لوصف عدد من الحالات المختلفة مثل: الارتفاع المفرط في المستوى العام للأسعار، ارتفاع المداخيل النقدية أو عنصر من عناصر الدخل النقدي مثل الأجور أو الأرباح، ارتفاع التكاليف، الإفراط في خلق الأرصدة النقدية... إلخ.

إذ نجد أنصار النظرية النقدية قد عرفوا التضخم بأنه "كلّ زيادة في كميّة النقد المتداول التي تؤدي إلى زيادة في المستوى العام للأسعار"⁽¹⁾، بمعنى أنّه كلما زادت كمية النقود المتداولة في السوق بمعدل أكبر من نمو الناتج القومي الحقيقي؛ كلما زادت الأسعار وبالتالي يحدث التضخم.

أما أصحاب نظرية الدخل والإنفاق فقد عرفوه بأنه "يمثل الارتفاع في المستوى العام للأسعار، والذي تنشج عنه فجوة بين السلع الحاضرة وحجم المداخيل المتاحة للإنفاق"⁽²⁾. بحيث أنّ زيادة الإنفاق النقدي الناتجة عن الزيادة في الدخل تسبب ارتفاع الأسعار وتضخمها، هذا مع بقاء كمية السلع الموجودة ثابتة.

(1) غازي حسين عناية، التضخم المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، د.ط، 2003، ص:32.

(2) مجدي عبد الفتاح سليمان، علاج التضخم والركود الاقتصادي في الإسلام، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، د.ط، 2003، ص:3.

كما يمكن تعريفه على أنه مؤشر يقيس التغيير في أسعار السلع الاستهلاكية لسلة السوق (Market Basket) خلال مدة زمنية معينة، ويُعتبر دليلاً لتكلفة المعيشة (Cost-of-living-Index)⁽¹⁾، وذلك لارتباط التضخم بالمداخيل الحقيقية للمستهلكين.

وعليه فإن التضخم يُشير إلى كلِّ زيادة في التداول النقدي الذي يترتب عنه زيادة في الطلب الفعّال عن العرض الكلي للسلع والخدمات خلال فترة زمنية معينة، والتي تؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار. إذ يُعبر التضخم عن الفجوة ما بين زيادة كمية النقد المتداول وبين كمية المنتجات والسلع الموجودة في الأسواق، وارتفاع الأسعار هو مؤشر لهذه الفجوة.

يمكن حساب معدل التضخم باستخدام الصيغة التالية⁽²⁾:

$$\text{معدل التضخم} = \frac{\text{المستوى العام للأسعار للسنة الحالية} - \text{المستوى العام للأسعار للسنة السابقة}}{\text{المستوى العام للأسعار في السنة السابقة}} \times 100$$

ولقياس المستوى العام للأسعار في المجتمع خلال فترة زمنية معينة، هنالك العديد من المقاييس تدعى بالأرقام القياسية للأسعار Price Index. إلا أنه لقياس التضخم فإن معظم الاقتصاديين يُفضلون استخدام الرقم القياسي لأسعار المستهلكين Consumers Price Index (CPI)، حيث يُمثل تكلفة السلع الاستهلاكية (السلع الغذائية، السكن، الملابس وتكلفة الانتقال، الرعاية الصحية وغيرها من السلع والخدمات) التي يتم شراؤها يومياً من قبل المستهلكين في المتوسط لاقتصاد معين.

تزرخ الأدبيات بمجموعة من النظريات والدراسات التطبيقية التي تُفسّر التضخم، والتي تختلف فيما بينها على حسب حجم الاقتصاد المعني ومستوى تطوره، نوجزها أهمها فيما يلي⁽³⁾:

● النظرية النقدية:

هي من أهم النظريات التي تُركز على تضخم الطلب، وترى أنّ التضخم ظاهرة سببها النمو المفرط في عرض النقد مقارنة بمعدل نمو الناتج المحلي. فزيادة عرض النقد بمعدلات تُفوق معدلات زيادة الناتج المحلي ستترتب عنه ضغوط تضخمية في الاقتصاد، فكلما زاد المعروض النقدي وقررت الحكومة طبع المزيد من الأموال

⁽¹⁾ Boyes, William J., *Macroeconomics: The Dynamics of Theory and Policy*, South-Western Publishing, Cincinnati, U.S.A, 1984, p:519.

⁽²⁾ محمود حسين الوادي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:182.

⁽³⁾ حسام علي داوود، *مبادئ الاقتصاد الكلي*، دار المسيرة للنشر وتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط 4، 2014، ص:163-164.

(كما حدث في الجزائر خلال الفترة 2018-2019 لتغطية عجز الخزينة العمومية)، لأن ذلك يعني المزيد من الأموال مع بقاء نفس الكمية من السلع، وهذا ما يؤدي إلى زيادة الطلب ومنه ارتفاع الأسعار.

• نظريات تضخم التكاليف:

تُطلق على النظريات الأخرى التي تُرجع التضخم إلى عوامل ذات تأثير على تكلفة الإنتاج، إذ ينشأ هذا النوع من التضخم بسبب ارتفاع التكاليف التشغيلية في الشركات الصناعية أو غير الصناعية، كمساهمة إدارة الشركات في رفع رواتب وأجور العمال، لا سيما الذين يعملون في المواقع الإنتاجية والذي يأتي بسبب مطالبهم برفع الأجور.

الفرع الثاني: أنواع التضخم

يُمكن التمييز بين أنواع التضخم من خلال عدّة معايير نبرزها فيما يلي:

أولاً: من حيث تدخل الدولة في تحديد الأسعار: نجد نوعين هما التضخم الظاهر والمكبوت⁽¹⁾:

1. التضخم الظاهر (Open Inflation):

هو عبارة عن حالة ترتفع فيها الأسعار بصورة مستمرة دون أن يعترض طريقها أيُّ عائق؛ وذلك استجابة لفائض الطلب، أي أنّ الأسعار ترتفع بحرية لتحقيق التعادل أو التوازن بين العرض والطلب، بدون تدخل السلطات النقدية، كما يُطلق عليه "بالتضخم الصريح"؛

ب- التضخم المكبوت (Repressed Inflation):

يُمثل التضخم الذي تتدخل فيه الدولة من أجل تحديد الحد الأعلى للأسعار، وذلك بزيادة ضخ النقود بسبب النفقات العامة، التي تؤدي لاحقاً إلى زيادة في أسعار الخدمات والمنتجات في الأسواق، مما يساهم في ضبط التعامل مع عمليات البيع والشراء.

ثانياً: من حيث العلاقات الاقتصادية الدولية: نجد نوعين هما التضخم المستورد والتضخم المحلي:

1. التضخم المستورد (Import Inflation):

يتمثل في تأثير العوامل الخارجية على المستوى العام للأسعار المحلية، إذ ترتفع أسعار السلع الأولية والوسيلة والنهائية المستوردة، نتيجة الاعتماد على السلع المستوردة الاستهلاكية والاستثمارية، مما يؤدي إلى انتقال هذا التضخم مع عملية الاستيراد إلى الدول المستوردة⁽³⁾، وتُقاس نسبة التضخم المستورد من خلال المعادلة:

(1) إسماعيل أحمد الشناوي، السيد محمد أحمد السريتي، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

(3) محمد السريتي، السيد عبد الوهاب نجا، مرجع سبق ذكره، ص: 245.

$$\text{نسبة التضخم المستورد} = \frac{\text{قيمة الواردات} \times \text{معدل التضخم العالمي}}{\text{قيمة الناتج المحلي الإجمالي}} \times 100$$

2. التضخم المحلي (Local Inflation):

يظهر التضخم المحلي نتيجة للعوامل المحلية لدولة ما، ولا يكون للعوامل الخارجية أي تأثير في حدوثه؛ أي يحدث نتيجة انخفاض حجم الإنتاج وارتفاع التكاليف وضيق حجم الموارد، مما يؤدي إلى حدوث اختلال في توازن العرض الكلي ما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار.

ثالثاً: من حيث حدة التضخم: ويُقسم إلى نوعين هما التضخم الجامح والتضخم الزاحف⁽¹⁾:

1. التضخم الجامح (Hyper Inflation):

يحدث هذا النوع عند الانتقال من نظام اقتصادي إلى آخر، أو في الفترات التي تعقب الحروب والأزمات، لذلك يُعتبر من أصعب أنواع التضخم وأكثرها سلبية على المجتمعات، إذ من الصعب أن تُحد الحكومة منه، ما يترتب عليه انهيار العملة والنظام النقدي بأكمله (فقدان النقود لقيمتها الشرائية)؛

2. التضخم الزاحف (Creeping Inflation):

يحدث فيه ارتفاع بطيء وتدرجي في المستوى العام للأسعار، ولكنه يستمر لفترة زمنية طويلة نسبياً على غرار التضخم الجامح، ويترتب عنه انخفاض مستمر في قيمة العملة، مع بقاء ثقة الأفراد بالعملة لعدم تعرضها لانخفاض شديد في قدرتها الشرائية.

رابعاً: حسب القطاعات الاقتصادية: ويُقسم إلى نوعين السلعي والرأسمالي⁽²⁾:

1. التضخم السلعي (Commodity Inflation):

نعني به التضخم الذي يحدث في سوق أو في قطاع السلع الاستهلاكية، إذ يُساعد ويسهل هذا النوع مُنتجي السلع الاستهلاكية من الحصول على أرباح مرتفعة؛

2. التضخم الرأسمالي (Capital Inflation):

هو التضخم الذي ينشأ في سوق أو قطاع السلع الاستثمارية، وفيه يُحقق منتجوا صناعات السلع الرأسمالية أرباحاً عالية.

⁽¹⁾ محمد السريتي، السيد عبد الوهاب نجما، المرجع السابق، ص: 223.

⁽²⁾ محمد العربي ساكر، محاضرات في الاقتصاد الكلي، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ط 1، 2006، ص: 196.

الفرع الثالث: أسباب التضخم

لا يُعدّ ارتفاع الأسعار سبباً رئيسياً للتضخم ولكنه نتيجة طبيعية له، وقد ظهرت آراء كثيرة تُحاول تفسير التضخم وارجاع أسبابه لعدة عوامل اقتصادية أبرزها⁽¹⁾:

أولاً: تضخم الطلب الكلي (تضخم الطلب)

تُفسره النظريات على أنه يوجد إفراط في الطلب على السلع والخدمات، أي زيادة الطلب الكلي على العرض الكلي عند مستوى معين من الأسعار، ويستند هذا التفسير إلى قوانين العرض والطلب، حيث أنّ السلعة يتحدد سعرها عند تعادل الطلب عليها مع المعروض منها، فإذا حدث إفراط في الطلب لسبب ما مع بقاء العرض على حاله، أو ارتفع هذا الأخير بنسبة أقل من الطلب فهذا سيؤدي إلى التضخم.

ثانياً: زيادة الفوائد النقدية

يُرجح بعض الباحثين أنّ الزيادة في قيمة الفوائد النقدية عن قيمتها الإنتاجية أو الحقيقية، من أحد أكبر أسباب التضخم، حيث بين ذلك "جوهان فيليب بتمان" في كتابه كارثة الفوائد، وكذلك الاقتصادي "كينز" الذي عبر عن ذلك بقوله في كتابه: يزداد الازدهار الاقتصادي في الدولة كلما اقتربت قيمة الفائدة من الصفر.

ثالثاً: ارتفاع التكاليف الإنتاجية

قد يحدث أحيانا ارتفاع ملموس في أسعار السلع والخدمات النهائية نتيجة لارتفاع التكاليف الإنتاجية بشكل عام (تضخم التكاليف) وبارتفاع الأجور بصفة خاصة. وهذا يعني زيادة أسعار خدمات عوامل الإنتاج بنسبة أكبر من الإنتاج الحدي لها، لأنّ كل زيادة في الأجور (في حالة ثبات إنتاجية العمل) تؤدي إلى زيادة التكلفة الوحيدة للإنتاج وبالتالي ارتفاع سعر البيع، وفي حالة ما إذا لم يكن في الإمكان رفع سعر البيع فإن أرباح أصحاب المؤسسات سوف تنخفض، وتؤدي بدورها إلى انخفاض الاستثمار الصافي.

رابعاً: استيراد معظم السلع والخدمات النهائية من الخارج

يظهر هذا بوضوح في الاقتصاديات المفتوحة على الاقتصاديات الأخرى التي تستورد معظم احتياجاتها من السلع والخدمات النهائية من الخارج. لذلك يسمى هذا النوع بالتضخم المستورد، ويعرف على أنه الارتفاع المستمر والمتسارع في أسعار السلع والخدمات النهائية المستوردة من الخارج، كالملابس والأطعمة الجاهزة والأحذية... الخ، مما ينعكس على أسعار بيعها في الأسواق المحلية⁽²⁾.

⁽¹⁾ نشرة إضاءات مالية ومصرفية، التضخم الاقتصادي، معهد الدراسات المصرفية، الكويت، السلسلة الخامسة، العدد 3، 2012، ص:3.

⁽²⁾ جمال خريس وآخرون، النقود والبنوك، دار الميسرة للنشر والطباعة والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2000، ص: 129.

الفرع الرابع: طرق حساب معدل التضخم

تقوم عملية حساب المستوى العام للأسعار بإعطاء وزن ترجيحي لكل السلع والخدمات التي يستهلكها المجتمع، ذلك وفق مسح عام يسمى "مسح ميزانية الأسرة"، وتوجد طريقتان للحساب هما: الرقم التجميعي البسيط والرقم القياسي المرجح، وهي كما يلي⁽¹⁾:

أولاً: الرقم التجميعي البسيط:

يعكس هذا الرقم القياسي النسبة بين مجموع أسعار السلع والخدمات في سنة المقارنة، وبين مجموع أسعار هذه السلع في سنة الأساس المحددة مسبقاً، وذلك وفق القانون:

$$\text{الرقم التجميعي البسيط} = 100 \times \frac{\text{مجموع الأسعار للسنة الحالية}}{\text{مجموع الأسعار لسنة الأساس}}$$

ثانياً: الرقم التجميعي المرجح:

يمثل الرقم القياسي التجميعي للأسعار المرجحة بكميات سنتي الأساس وسنة المقارنة، وهو الجذر التربيعي لحاصل ضرب مؤشر لاسبير التجميعي للأسعار (الرقم القياسي التجميعي للأسعار المرجح بكميات سنة الأساس) ومؤشر باش التجميعي (الرقم القياسي التجميعي للأسعار المرجح بكميات سنة المقارنة)⁽³⁾، كما يسمى مؤشر فيشر ويُعبر عنه بالصيغة التالية:

$$FI = \sqrt{\frac{\sum P_1 Q_0}{\sum P_0 Q_0} \times \frac{\sum P_1 Q_1}{\sum P_0 Q_1}} \times 100$$

حيث يمثل: P_0 : سعر السلعة في سنة الأساس؛ P_1 : سعر السلعة في سنة المقارنة؛ Q_0 : كمية السلعة في سنة الأساس، Q_1 : كمية السلعة في سنة المقارنة.

⁽¹⁾ خالد واصف الوزني، أحمد حسين الرفاعي، مرجع سبق ذكره، ص: 253-254.

⁽³⁾ إياد عبد الفتوح النسور، أساسيات الاقتصاد الكلي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2013، ص: 206.

المطلب الثالث: عرض النقود (Money Supply)

يُعدّ العرض النقدي من أهم المتغيرات التي تُؤثر على السوق المالي، وهو أحد الأدوات الرئيسية التي تستخدمها الحكومة للتأثير على مستوى النمو الاقتصادي، وسيتم التعرف على مفهومه وأشكاله.

الفرع الأول: مفهوم العرض النقدي

إنّ عرض النقود يختلف قليلاً عن عرض السلع الأخرى؛ فعرض السلع يُشير إلى الكميات الجديدة المعروضة منها والمعدة للبيع، أما عرض النقد فيمثل مجموع وسائل الدفع المتداولة في بلد معين خلال فترة زمنية معينة، ويشتمل على العملة المتداولة والودائع الجارية إذا أخذ عرض النقد بالمعنى الضيق. ويعتقد الاقتصاديون أنّ أحد الأسباب الرئيسية للتذبذب في المستوى العام للأسعار، هو زيادة كمية النقود عن حجم السلع والخدمات المتداولة في الاقتصاد الوطني.

يُمثل عرض النقود كمية النقود التي توجد في اقتصاد معين في وقت معين، كما يُعرف العرض النقدي بمفهومه الواسع على أنّه مجموع النقد المتوفر للاستثمار في السوق المالي والاقتصاد ككل⁽¹⁾. ويتمثل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور. حيث أنّ زيادة العرض النقدي يتبعها تحسّن في مستوى أداء الاقتصاد، على أساس أنّ زيادة المعروض من النقود تُؤدي إلى تخفيض أسعار الفائدة ما يُشجع الاستثمار في الأسهم والأوراق المالية⁽²⁾.

كما يُعرف على أنه النقد المتداول، بالإضافة إلى الأموال الموجودة ضمن الحسابات المصرفية، بحيث لا يشمل أيّ شكل آخر من أشكال الثروة المالية، كالأسهم أو الاستثمارات المالية، كما لا يشمل الأدوات الائتمانية كالرهن العقاري والقروض المالية⁽³⁾.

أما صندوق النقد الدولي فيعتبر كمية النقود هي المجموع الصافي للبنكنوت (Banknotes) المتداول^(*)؛ بالإضافة إلى الودائع الجارية لدى البنوك التجارية، ويُستبعد بذلك كلاً من العملات المساعدة^(**) والودائع لأجل

⁽¹⁾ صباح صالح البدري، رتاب سالم الخوري، دراسة تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية، دراسات العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، المجلد 24، العدد 1، 1997، ص: 216.

⁽²⁾ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 164-165.

⁽³⁾ Kimberly Amadeo, **What is the Money Supply**, Available at The site web : <https://www.thebalance.com/what-is-money-supply-3306128>, consulté le : 03/10/2019, 18 :10.

^(*) البنكنوت المتداول: يمثل سند إذني له قيمة محددة، وهو عبارة عن نقود ورقية تصدرها الدولة من خلال البنك المركزي.

وودائع التوفير باعتبارها تمثل شبه النقود، أما بعض البنوك المركزية العربية فتتفقد بتوسيع نطاق وسائل الدفع لديها؛ لتشمل المجموع الصافي للنقد المتداول خارج البنوك، إضافة إلى الودائع الجارية أو الآجلة لدى البنوك التجارية، وودائع التوفير والحسابات المدينة.

وتُعبّر كمية النقود عن متغير مخزون (Stock Variable) قابل للقياس في لحظة زمنية معينة، على غرار الإنفاق القومي الذي يعتبر متغيراً تدفقياً، لأنّ النقود تنتقل عبر الزمن من يد لأخرى لتسوية المعاملات اليومية. وللحصول على كمية النقود المستخدمة في تسوية المعاملات خلال فترة زمنية يجب ضرب كمية النقود في سرعة تداولها، وبذلك تُصبح كمية النقود المنفقة على السلع والخدمات خلال السنة، أكبر من كمية النقود المتاحة تحت تصرف الجمهور والبنوك التجارية⁽¹⁾.

ما سبق يُمكن القول بأن العرض النقدي يتمثل في كافة أشكال النقود المتداولة، التي يحوزها الأفراد والمؤسسات خلال فترة زمنية معينة، والتي تختلف أشكالها بمدى التطور الاقتصادي والاجتماعي والنظم المصرفية في البلد.

الفرع الثاني: أشكال عرض النقود

هناك عدّة طرق لقياس العرض النقدي تتميز عن بعضها بدرجة السيولة، وتتمثل في نوعين⁽²⁾:

أولاً: عرض النقود بمفهومه الضيق (M_1):

يشتمل العروض النقدي بمفهومه الواسع على العملات الورقية والمعدنية (Money in Circulation)، كما يُضاف إليها النقود المحتفظ بها في البنوك على شكل حسابات تجارية أو وودائع تحت الطلب لدى البنوك (Demand Deposits)، ويتميز هذا النوع بدرجة سيولة عالية، وبالتالي تكون معادلته كالتالي:

$$M_1 = MC + DD$$

ثانياً: عرض النقود بمفهومه الواسع (M_2):

ويتكون من M_1 إضافة إلى الحسابات أو الودائع لأجل (Time Deposits) وكذلك حسابات التوفير في البنوك (Savings). ويُلخص بالمعادلة التالية:

^(*) العملات المساعدة: وهي عبارة عن وحدات صغيرة أصغر من العملة الأساسية أو قد تساويها، وتتكون من القطع المعدنية وتكون قيمة المعدن المصنوع منها أقل من قيمتها النقدية، ومن أمثلة هذه العملات في الجزائر فئة 5، 10، 20، 50 دنانير... وهذه القطع تصدر في بعض الدول من قبل الخزينة العمومية وتوضع في التداول من قبل البنك المركزي.

⁽¹⁾ هيل عجمي جميل الجنابي، عرض النقد في عُمان والعوامل المؤثرة فيه للفترة 1974-2003، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، بغداد، العراق، المجلد 23، العدد 2، 2007، ص: 17.

⁽²⁾ حسام علي داوود، مرجع سبق ذكره، ص: 50.

$$M_2 = M_1 + TD + S$$

يرى بعض الاقتصاديون أنّ عرض النقود بمعناه الواسع (M_2) أكثر دقةً من ناحية علاقته بالنتائج المحلي الإجمالي، وإمكانية استخدامه كوسيلة للرقابة على السيولة من قبل السلطة النقدية، بحيث أنّ كلّ من يرغب في الحصول على توقعات حول الإنفاق الكلي، عليه أن يرى ما يحدث للعرض النقدي بمعناه الواسع. في حين أنّ عرض النقد بالمعنى الضيق (M_1) لا يُعبر عن الكميات النقدية الفعلية المتوفرة في الاقتصاد الوطني، وليس هو الوحيد المحدد للإنفاق وإنما التغيرات في الإنفاق الكلي والطلب الكلي ومستوى الدخل، قد تكون استجابةً للتغيرات التي تحدّث في الموجودات شبة النقدية، ممّا يستدعي أخذ أشباه النقود لتحديد مفهوم عرض النقد⁽¹⁾.

المطلب الرابع: أسعار الفائدة (Interest rates)

يُعتبر سعر الفائدة أحد المتغيرات الأساسية في الاقتصاد الكلي، هذا لتأثيره المباشر أو غير المباشر على قرارات المنتجين بالنسبة لزيادة الاستثمارات الإنتاجية ومستوى الإنتاج، كما تلعب دوراً أساسياً في حركة النقد وتعدّ المحرك الأساسي لآلية الأسواق المالية. سنحاول تحديد مفهوم سعر الفائدة وأنواعها والتفرقة بين سعر الفائدة الاسمي والحقيقي.

الفرع الأول: مفهوم سعر الفائدة

تعدّدت النظريات المفسرة لأسعار الفائدة، إلا أنّها تشترك في الكثير من النقاط التي تُعطي مفهوماً لمصطلح سعر الفائدة، حيث يمكن القول أنّ:

- سعر الفائدة عبارة عن مُعدل الخصم الذي يُستعمل لحساب القيمة الحالية للعائدات المتوقعة للسند⁽²⁾.
- سعر الفائدة يُمثّل ثمن أو تكلفة الاقتراض للحصول على الأموال اللازمة لأي فرد أو مؤسسة إنتاجية لتحقيق أهداف محددة، ويوجد ما يُسمى "بسعر الفائدة الأولى أو الأساسي" ويمثّل سعر الفائدة الذي تُحدده البنوك لأفضل عملائها، فعندما يتغيّر هذا السعر تتغير أسعار الفائدة الأخرى⁽³⁾.
- سعر الفائدة هو "ذلك السعر الذي يدفعه المقترض لقاء استخدامه الأموال المقترضة لفترة زمنية معينة، يتفق عليها أي بعبارة أخرى هو سعر الائتمان"⁽⁴⁾.

(1) هيل عجمي جميل الجنابي، مرجع سبق ذكره، ص: 20.

(2) محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، د.ط، 2009، ص: 86.

(3) إسماعيل أحمد الشناوي، محمد أحمد السريتي، مرجع سبق ذكره، ص: 20.

(4) عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، عمان، الأردن، ط 1، 2003، ص: 298.

انطلاقاً مما سبق، يمكن القول بأنّ سعر الفائدة هو ذلك العائد الذي يحصل عليه مُقرض الأموال، مُقابل تخليه عن السيولة المالية خلال فترة زمنية معينة. وعليه يُمثل سعر الفائدة ثمن التخلي عن النقود أو جزء من رأس المال، وتقوم الدولة باستخدامه لضبط أسواقها وتوجيه النشاط الاقتصادي، فأبديّ تغيير طفيف قد يطرأ عليه، يُؤثر في حركة الأموال في المجتمع وعلى الاستثمار، سواءً كان ذلك بشكل مباشر تمثل في المشروعات والاستثمارات أو بشكل غير مباشر تمثل في الأوراق المالية.

الفرع الثاني: أنواع أسعار الفائدة

تعددت أشكال أسعار الفائدة وأصبح كل نوع منها يُعنى بشكل معين من العمليات المالية، وفيما يلي محاولة لإبراز أهم أشكال سعر الفائدة⁽¹⁾:

أولاً: أسعار الفائدة حسب المدة الزمنية: وتُصنف إلى ثلاث أنواع هي:

1- أسعار الفائدة قصيرة الأجل: تمثل أسعار الفائدة المتعلقة بأدوات الاستثمار قصيرة الأجل، أي مرتبطة بالعمليات التي تقل مدتها عن سنة وأهمها: القروض تحت الطلب قصيرة الأجل، قرض فائض الاحتياطي الإلزامي، وشهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول، وأذونات الخزينة؛

2- أسعار الفائدة متوسطة الأجل: وتكون بين المعدلات قصيرة الأجل والمعدلات طويلة الأجل، أي مرتبطة بالعمليات التي تتراوح مدتها بين سنتين إلى سبع سنوات؛

3- أسعار الفائدة طويلة الأجل: وهو المعدل الذي يسري على أدوات الاستثمار طويلة الأجل مثل: القروض طويلة الأجل وأوراق الدين طويلة الأجل كالسندات طويلة الأجل، وهي مرتبطة بالعمليات التي تزيد مدتها عن سبع سنوات. وعادة ما تكون معدلات الفائدة طويلة الأجل أعلى من معدلات قصيرة الأجل؛

ثانياً: أسعار الفائدة حسب أسلوب احتساب الفوائد: تقسّم إلى صنفين هما:

1- أسعار الفائدة البسيطة: تمثل معدل الفائدة الذي يُحتسب على أصل الدين أي المبلغ الأساسي فقط بدون رسمة الفوائد؛

2- أسعار الفائدة المركبة: تكون باحتساب الفائدة على جملة أصل الدين وفوائده؛

ثالثاً: أسعار الفائدة الثابتة والمتغيرة:

1- أسعار الفائدة الثابتة: وتمثل معدلات الفائدة التي تبقى على حالها طيلة فترة التوظيف أو القرض؛

⁽¹⁾ عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سبق ذكره، ص: 298.

2- أسعار الفائدة المتغيرة: يرتبط هذا النوع من معدلات الفائدة بتغيرات أسعار فائدة أخرى مثل: سعر الفائدة في البنك المركزي، وسعر الفائدة على الاقتراض، وسعر الفائدة على الودائع لأجل والعائد على أذونات الخزينة.

الفرع الثالث: سعر الفائدة الإسمي والحقيقي

سعر الفائدة الإسمي هو السعر المعلن عنه في الصحف وداخل البنوك، فعند اقتراض الأفراد لمبلغ معين بفائدة معينة يتوجب عليهم دفع ذلك المبلغ؛ مضافاً إليه الفوائد المستحقة أو ما يسمى بالفائدة الاسمية.

أما سعر الفائدة الحقيقي فيُعبر عن القوة الشرائية للفائدة، بمعنى سعر الفائدة مع الأخذ بعين الاعتبار التضخم وارتفاع الأسعار، فبالرغم من وجود أسعار فائدة مرتفعة تصل مثلاً إلى 100%، إلا أنّ التضخم قد يفوق في بعض الأحيان مستوى 100%، ما يُرغم المستثمرين على دفع مبالغ هائلة من النقود للبنوك كفوائد على القروض، وقيامهم ببيع السلع المنتجة بأسعار عالية جداً نتيجة لوجود التضخم⁽¹⁾. وعليه فإن سعر الفائدة الحقيقي يمثل سعر الفائدة الإسمي مخصوماً منه معدل ارتفاع الأسعار، وذلك وفق المعادلة التالية التي تسمى "معادلة فيشر":

$$r = i - f$$

حيث يرمز لسعر الفائدة الإسمي بالرمز (i)، وسعر الفائدة الحقيقي (r)، والتضخم بالرمز (f).
نلاحظ أن معدل الفائدة الحقيقي يتغير عكسياً مع معدل التضخم، وعليه يُمكن القول بأنّ المحدد الرئيسي للاستثمارات هو سعر الفائدة الحقيقي وليس الإسمي.

(1) خالد واصف الوزني، محمد أحمد حسين الرفاعي، مرجع سبق ذكره، ص: 183-184.

المبحث الثالث: تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية والأسواق المالية

للمتغيرات الاقتصادية أهمية كبيرة، في إعطاء دلالات أو تكهنات فيما ستكون عليه الأسواق المالية في المستقبل، فعند قيام الحكومة بالإعلان عن ميزانية ضخمة فإن ذلك يُنبأ بارتفاع أسعار الأسهم عمّا قريب، ذلك ما يدفع بالعديد من المستثمرين لشراء الأسهم، أما إذا كان الاقتصاد يُعاني من تضخمٍ جامح ومعدلات فائدة مرتفعة وبطالة متزايدة، فإنّ حالة السوق ستكون ضعيفة وستتخفّض فيها أسعار الأسهم.

وعليه فإننا سنحاول معرفة اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات الاقتصادية المختارة للدراسة وبين أسعار الأسهم ومنه العلاقة بين المؤشر العام للسوق المالي وبين هذه المتغيرات.

المطلب الأول: تأثير الناتج المحلي الإجمالي على السوق المالي

قد يكون للناتج المحلي الإجمالي أثران على أسعار الأسهم إما أثر إيجابي أو سلبي، إذ تُشير بعض الدراسات إلى أنّ حجم الناتج قد يرتبط إيجابياً مع الأسعار، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في حجم الناتج وارتفاع مداخل الأفراد سيؤدي من تفاعلهم بشأن المستقبل، ممّا ينعكس على زيادة الطلب على الأسهم في السوق المالي ما يرفع أسعارها. وقد يؤدي في معظم الأحيان إلى انخفاض الأسعار في حالة التضخم، إذ أنّ زيادة الطلب على الأسهم لا تُنبئ بزيادة ربحية الشركات؛ الأمر الذي يعود إلى تقلص عمليات الشراء⁽¹⁾.

ويبرز سبب الانخفاض أو الارتفاع في الناتج المحلي الإجمالي بالانخفاض الحاصل في أسعار الفائدة، حيث يؤدي انخفاض سعر الفائدة إلى زيادة حجم الاستثمار، وهذا ما يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي من خلال مُضاعف الاستثمار، الأمر الذي سيرفع الناتج القومي الذي ينعكس بدوره على زيادة الطلب على الأدوات الاستثمارية ومنها الأسهم، ممّا يرفع أسعارها ويزيد حجم تداولها⁽²⁾.

كما أنّ الناتج المحلي يعتبر مؤشراً للنشاط الاقتصادي العام، وتحركاته مهمة في تحديد أسعار الأسهم، فاتخاذ قرارات الاستثمار في الموجودات الثابتة ينعكس على القيمة الحالية الصافية للتدفقات النقدية المتوقعة في الاستثمار، وكلّما تحسّن النشاط الاقتصادي العام تحسّنت توقعات التدفقات النقدية للاستثمار وارتفعت قيمتها الحالية، وبذلك تزداد الاستثمارات في الموجودات الثابتة والمالية وأهمها الأسهم، ما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها. كما أنّ تحسّن الأوضاع الاقتصادية العامة يؤدي إلى زيادة مداخل الأفراد؛ وزيادة الطلب على الأموال لأغراض مختلفة

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 296.

⁽²⁾ فوزي الخطيب، منذر الشرع، سوق عمان للأوراق المالية ومدى استجابتها للمتغيرات الاقتصادية دراسة قياسية، مجلة أبحاث اليرموك: سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، العدد: 10 (3)، 1994، ص: 381.

أهمها شراء الأسهم مما يرفع أسعارها، أي أنّ تحسّن الوضعية الاقتصادية يعمل على زيادة التفاؤل وزيادة الثقة في سوق الأسهم؛ ما يؤوّل إلى ارتفاع الأسعار والعكس صحيح⁽¹⁾.

من الدراسات السابقة التي وجدت علاقة إيجابية بين الناتج المحلي الإجمالي وبين مؤشر السوق المالي، نجد دراسة الفراج (2004) فقد اختبرت العلاقة بتطبيق اختبار جوهانسن للتكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ (ECM). أما دراسة (2009) Pilinkus and Boguslauskas التي طبقت على سوق لتوانيا لدراسة العلاقة قصيرة الأجل، كما قامت دراسة (2007) Horobet and Dumitrescu باختبار العلاقة السببية بين المتغيرات الاقتصادية: الناتج المحلي الإجمالي في الجمهورية التشيكية، هنجاريا، بولندا ورومانيا باستخدام أسلوب متجه الانحدار الذاتي VAR. فيما توصلت دراسة (2011) Hsing بتطبيق نموذج اختلاف التباين Garch إلى نفس النتيجة.

مما سبق، يمكن أن نقترح بأنّ هنالك علاقة طردية بين الناتج المحلي الإجمالي وبين أسعار الأسهم في السوق المالي، لأنّ التحسن في الناتج المحلي الإجمالي سينعكس على ارتفاع مداخيل الأفراد، ما يدفعهم لزيادة الطلب والاستثمار في سوق الأسهم ويؤوّل إلى ارتفاع أسعارها. وبناءً عليه فإنّ الفرضية الأولى تفترض بأنه من المتوقع وجود تأثير إيجابي للناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق المالي في الأجلين الطويل والقصير.

المطلب الثاني: تأثير عرض النقود بمفهومه الواسع على السوق المالي

يُعد العرض النقدي متغيراً هاماً في إحداث تأثير مباشر على أسعار الأسهم، وتتجلى العلاقة ما بين عرض النقود والأسواق المالية عن طريق ربطهما بمعدل الخصم، وقد تكون هذه العلاقة عكسية كما قد تكون طردية، وهذا ما سنقوم بعرضه في النقاط الموالية.

نعلم أنّ البنك المركزي يتحكّم في السيولة النقدية المتوفرة في اقتصاد بلد معين، من خلال تطبيق سياسات مختلفة تُؤثر على نشاط السوق المالي، فقد يتوسع البنك في شراء الأوراق المالية في إطار عمليات السوق المفتوحة؛ والتي ستؤدي إلى زيادة قدرة البنوك على التوسع في الإقراض والاستثمار، ومن ثمّ زيادة العرض النقدي من خلال تخفيض أسعار الفائدة في السوق، ما يُنشّط السوق ويُساعد في علاج مُشكل السيولة لدى البنوك.

(1) صباح صالح البديري، رتاب سالم الخوري، مرجع سبق ذكره، ص: 216-217.

فبالنسبة للعلاقة الطردية فإن عرض النقود سيؤثر بشكل إيجابي على أسعار الأسهم، إذ أنه من المعلوم أنّ السعر الذي يُباع به السهم في السوق يتحدّد جزئياً بمُتغيّرين اثنين هما: التدفقات النقدية المتوقعة (المستقبلية) ومعدل العائد المطلوب، وهذان المتغيّران يتحدّدان على ضوء الظروف السائدة داخل الشركة أو الظروف الاقتصادية السائدة داخل الدولة وخارجها. وتتجلى العلاقة بين عرض النقد وأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية عن طريق ربطها بمعدل الخصم، حيث تتحدّد أسعار الأسهم على أساس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي يتم حسابها على أساس خصم هته القيم بمعدل خصم معين⁽¹⁾.

أما حسب النظرية الكمية للنقود (Quantity Theory of Money) فإنّ الزيادة في حجم النقود المتداولة لدى الأفراد سيُشجّعهم على إنفاق هذه المبالغ لشراء المزيد من السلع والخدمات المختلفة، ما يدفع المنتجين إلى تلبية هذا الطلب المتزايد عن طريق إنتاج المزيد من السلع والخدمات، أي أنّ ارتفاع كمية النقد المتداول أدى إلى تنشيط الاقتصاد. إلا أنّ الإفراط في زيادة حجم النقد المتداول سيؤدي إلى عجز الناتج الكلي (العرض الكلي) عن تلبية الطلب الكلي، ومن ثمّ الوقوع في مشكلة التضخم، والذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين، وانخفاض القيمة الحالية للعائد بدلاً من توقُّع ربحية عالية للسهم نتيجة لذلك. وبالتالي انخفاض مستوى السعر الذي يكون المستثمر على الاستعداد لدفعه كقيمة للسهم أي الحد الأدنى المطلوب للاستثمار⁽²⁾، هذا من جهة.

أما من خلال أثر السيولة (Liquidity Effect) وأثر الثروة (Effect Wealth) الذي يؤدي كمحصلة إلى رفع الأسعار؛ فإنّ التغيّر في المعروض النقدي قد يؤثر بشكل إيجابي على سوق الأوراق المالية من خلال تأثيره على النشاط الاقتصادي، فالزيادة في المعروض من النقود تُؤدي إلى زيادة السيولة، ما يؤوّل إلى زيادة الطلب على الأسهم والفرص الاستثمارية، الذي يُؤثر في نهاية المطاف على زيادة حركة أسعار الأسهم. كما تُشير نظرية المحفظة الاستثمارية إلى وجود علاقة إيجابية بين عرض النقود وسوق الأوراق المالية، حيث أنّ الزيادة في كمية النقود ستؤثر في محفظة المال ومنه على الأصول المالية كالأسهم⁽³⁾.

⁽¹⁾ Maskay, B. and Chapman, M., **Analyzing the Relationship between Change in Money Supply and Stock Market Prices**, Economics Department, Honors Projects, Illinois Wesleyan University, Illinois, U.S.A, 2007, p: 18.

⁽²⁾ Dan W. French, **Security and Portfolio Analysis, Concept and Management**, Merrill Publishing Company, Columbus, U.S.A, 1989, p : 236.

⁽³⁾ Radi Mohammed Al-Adayleh, **Empirical Investigation of the Equilibrium Relationship between Micro-Macroeconomic Variables and Amman Stock Exchange Performance Using ARDL Model**, *Dirasat Administrative Sciences*, DAR Publishers, The University of Amman, Jordan, Vol :43, No : 1, 2016, p :291.

⁽⁴⁾ Ben S. Bernanke, and Kenneth N. Kuttner, **What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?**, *The Journal of Finance*, American Finance Association, U.S.A, No: 60, Issue:3, 2005, p:1253.

أما النظرية النقدية الحديثة التي يُمكن استخدامها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في أسعار الأسهم، فإن فكرتها تقوم على أساس أنّ الإمدادات النقدية المتزايدة تُؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم بطريقتين مباشرة وغير مباشرة⁽⁴⁾:

- الطريقة المباشرة: تتمثل في أنّ زيادة العرض النقدي تدفع بالأفراد والمؤسسات إلى الإنفاق أكثر على شراء السلع والأصول المالية بما فيها الأسهم.
- الطريقة غير المباشرة: تتمثل في أنّ الزيادة في عرض النقد تُؤثر على القيمة النقدية للسهم من خلال تأثيرها على سعر الفائدة، فالسياسة النقدية التوسعية تُخفض من سعر الفائدة الإسمي في الأجل القصير، ومن ثمّ ستؤثر على سعر الفائدة الحقيقي، الأمر الذي يُؤدي إلى تحسن التوقعات بشأن زيادة الناتج الإجمالي المستقبلي، ومن ثمّ زيادة التدفقات النقدية المستقبلية وارتفاع قيمتها الحالية (بسبب انخفاض سعر الخصم تبعاً لانخفاض سعر الفائدة)، ما يؤول في النهاية إلى زيادة حجم الاستثمارات في الأسهم نتيجة توقع ارتفاع القيمة النقدية لها فترتفع أسعارها.

أما فيما يخصّ العلاقة العكسية المتوقعة لعرض النقود والسوق المالي، فيتمثل في أنّ ارتفاع مستوى الأسعار في الاقتصاد الوطني سيؤدي إلى حدوث تضخم في المستقبل، وهذا ما يُؤثر سلباً على أسعار الأسهم؛ هذا من جهة⁽¹⁾. ومن جهة أخرى وحسب النظرية الكمية التقليدية للنقود (الكلاسيك)، التي ترى أن زيادة العرض النقدي تُؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار وزيادة التضخم (الذي ينجم عنه ارتفاع في الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار)، فاحتفاظ الأفراد بأرصدة نقدية حقيقية يدفعهم إلى بيع الأسهم والأصول الأخرى التي كانت السبب في انخفاض أسعار الأسهم، كما أنّ الزيادة في العرض النقدي تُخفض من سعر الفائدة الذي بدوره يُؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال وزيادة مكاسب الشركات⁽²⁾، وبما أنّ القيمة السوقية لسهم الشركة تتحدّد جزئياً على ضوء حجم التدفقات النقدية المتوقعة والحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار، يُمكن القول أنّ النتيجة النهائية لتأثير عرض النقد على أسعار الأسهم يتوقف على حجم تأثيرها على هذين المتغيرين.

وكخلاصة فإنه في حالة وجود فائض في النقد أو السيولة، فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم والذي يعمل على زيادة سعرها والعكس صحيح، كما أنّ الزيادة في السيولة تُؤدي كذلك إلى رفع العائد على الأسهم؛ بينما الانخفاض فيها يُؤدي إلى خفض العائد. وعادةً ما تكون السيولة عاليةً عندما يزيد عرض النقد عن

(1) Andreas Humpe and Peter Macmillan, **Can Macroeconomic Variables Explain Long-term Stock Market Movements? A Comparison of the US and Japan**, *Applied Financial Economics*, Publisher: Taylor & Francis, U.S.A, N: 19, Issue 2, 2009, p: 113.

(2) Sulaiman D. Muhammad, Adnan Hussain, Adnan Ali, M. Anwar Jalil, **Impact of Macroeconomics Variables on Stock Prices: Empirical Evidence in Case of Karachi Stock Exchange (KSE)**, *European Journal of Scientific Research*, EuroJournals Publishing, Seychelles, Victoria, Vol. 38, No. 1, 2009, p:99.

حاجة النشاط الاقتصادي؛ مما يؤدي بدوره إلى ارتفاع أسعار الأسهم، أما نقصان العرض النقدي عن حاجة النشاط الاقتصادي فيُمثل انخفاضاً للسيولة مما يؤدي بالنتيجة إلى انخفاض أسعار الأسهم⁽¹⁾.

تجدر الإشارة إلى أنه يُمكن ربط العرض النقدي بأسعار الأسهم من خلال نظرية التوقعات التضخمية (المحفظة) (Expected Inflation Hypothesis)، إذ أنّ زيادة العرض من النقود قد يُعيد التوازن بين الأصول الأخرى بما في ذلك الأوراق المالية في المحفظة الاستثمارية، بحيث يؤدي إلى رفع مُعدل الخصم من خلال التوقعات التضخمية بشأن حدوث موجات تضخمية في المستقبل، وبالتالي تنخفض أسعار الأسهم⁽²⁾.
بدلاً من ذلك؛ فإن زيادة العرض النقدي يُمكن أن ترفع في أسعار الأسهم عن طريق تأثير السيولة، أي أنّ السيولة العالية تُقلل من سعر الفائدة، ما يرتفع من الأسعار. بالإضافة إلى أنّ التغيرات في المعروض النقدي تؤدي إلى رفع الإنتاج والنشاط الاقتصادي في المستقبل، وبما أنّ عرض النقود والناتج مرتبطان بعلاقة إيجابية، فإن عرض النقود وأسعار الأسهم ستكون له علاقة إيجابية كذلك⁽³⁾⁽⁴⁾.

ومن الدراسات السابقة التي أظهرت نتائجها طبيعة العلاقة بين العرض النقدي وبين مؤشر السوق المالي، خلصت الدراسة التي قام فيها **Ratneswary and Rasiah (2010)** بتطبيق نموذج الانحدار الذاتي (VAR) ومنهجية التكامل المشترك ونموذج متجه تصحيح الخطأ (ECM)؛ إلى وجود علاقة تكاملية بين مؤشر السوق وعرض النقود.

أما بالنسبة للعلاقة الإيجابية فقد جاءت دراسة **Pilinkus and Boguslauskas (2009)** لتؤكد العلاقة على سوق لتوانيا لدراسة العلاقة قصيرة الأجل، ودراسة **Ratanapakorn and Sharma (2007)** على السوق الأمريكية. في حين كانت العلاقة سلبية بين المؤشر العام للسوق وعرض النقود في دراسة **الفراج (2004)** فقد اختبرت العلاقة بين المؤشر العام للسوق السعودية وبعض متغيرات الاقتصاد الكلي وذلك بتطبيق اختبار جوهانسن للتكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ (ECM).

أما كلاً من دراسة **Maysami et al. (2004)** التي طبقت منهجية جوهانسن للتكامل المشترك على سوق سنغافورة، ودراسة **Al-Jafari et al. (2011)** لاختبار العلاقة السببية التي عاجلت فيها العلاقة طويلة الأجل، توصلت إلى عدم وجود علاقة سببية مع عرض النقود.

⁽¹⁾ صباح صالح البدري، رتاب سالم الخوري، مرجع سبق ذكره، ص: 216.

⁽²⁾ Orawan Ratanapakorn and Subhash C. Sharma, **Dynamic Analysis Between the US Stock Returns and The Macroeconomic Variables**, *Applied Financial Economics*, U.S.A, 2007, N :17, pp :370-371.

⁽³⁾ Ben S. Bernank , and Kuttner, K.N., **Op.cit**, p: 1253.

⁽⁴⁾ Orawan Ratanapakorn and Subhash C. Sharma, **Op.cit**, pp :370-371.

مما سبق، يمكن أن نقترح أن العلاقة طردية بين عرض النقود بمفهومه الواسع وبين مؤشر السوق المالي، لأن زيادة المعروض النقدي ستؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، حيث يتخلى المستثمرون عن الاستثمار في السندات لتدني عوائدها، ويلجؤون إلى الأسهم لارتفاع العائد المتوقع ما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها في السوق المالي. وبناءً عليه فإن الفرضية الثانية تنص على أنه من المتوقع وجود تأثير إيجابي للعرض النقدي بمفهومه الواسع على مؤشر السوق المالي في الأجلين الطويل والقصير.

المطلب الثالث: تأثير التضخم على السوق المالي

التضخم موضوع يحظى بأهمية واسعة بين محلي الأسواق المالية، بوصفه أحد العوامل الخارجية المهمة التي لها دور وتأثير على أداء وتطور هذه الأخيرة، فهو متغير يتأثر بدرجة كبيرة بالعرض النقدي، فانخفاض الثقة في العملة النقدية يقود أصحاب رؤوس الأموال إلى المضاربة في هذه الأسواق، من خلال تداول الأسهم والسندات التي تحقق عوائد مرتفعة؛ بسبب ارتفاع أرباح الشركات المصدرة لها، ويمكن أن تكون للتضخم علاقة طردية أو عكسية مع أسعار الأسهم، وهذا ما سنقدمه ونقوم بشرحه في النقاط الموالية.

تؤكد الأدبيات الاقتصادية التي اهتمت بموضوع التضخم أن ارتفاع المعدل في بدايته يكون له تأثير إيجابي، ينعكس على أداء السوق المالي، ولكن يتغير هذا التأثير عند نقطة معينة من معدلات التضخم يطلق عليها العتبة (Threshold)، إذ يصبح له بعد هذه النقطة تأثير سلبي.

بالنسبة للعلاقة الطردية أو الإيجابية بين التضخم وأسعار الأسهم، على اعتبار أن التضخم يلعب دوراً هاماً في التمييز بين العائد النقدي والعائد الحقيقي، فحسب (Fisher) فإن العوائد الاسمية للأسهم تزداد بنفس نسبة زيادة معدل التضخم المتوقع، وبالتالي سيُعوّض المستثمر الخسارة الناجمة عن التضخم في القوة الشرائية لثروته، وذلك لأن معدل العائد الاسمي يتكون من معدل عائد حقيقي مضاف إليه المعدل المتوقع للتضخم، وعليه؛ فإذا كانت نسبة التضخم عاليةً فإن العائد النقدي للأسهم لا يُد وأن يكون عاليًا؛ بدرجة كافية ليُعوّض الانخفاض في القوة الشرائية الذي يخشاه المستثمرون⁽¹⁾.

كلّما تزايدت معدلات التضخم، كلّما مال الفرد لبيع السندات التي تُعد استثمار ذات دخل ثابت، والاتجاه نحو الاستثمار في الأسهم والأصول الأخرى التي تُحقق عوائد تتجاوز معدلات التضخم، وسبب ذلك

(1) Walter Wasserfallen, **Macroeconomics News and Stock Market: Evidence from Europe**, *Journal of Banking and Finance*, Elsevier Publishing Campus, U.S.A, N: 4 (13), 1989, p: 618.

يعود إلى أنّ الأسهم والسندات تعكس القيمة الحقيقية لرأس المال المستثمر في هذه الأوراق، والذي يتغير بالتغير الحاصل في معدلات التضخم. وتشير بعض الدراسات في الأسواق المالية المتقدمة إلى أنّ الأسهم العادية تُمثل أفضل استثمارٍ في أوقات التضخم؛ لأنها تستجيب للزيادة في مستويات التضخم، وهذا ما يدعونا لتسميتها بـ *Hadging Against Inflation* (1)(2).

وهنالك من يربطه بالجانب الاستهلاكي، فعند حدوث التضخم وزيادة المستوى العام للأسعار، سيخفض حجم السيولة الموجهة لأغراض الاستثمار في الأسهم، نتيجةً لزيادة كمية الأموال المخصصة للإنفاق الاستهلاكي؛ هذا من جهة. ومن جهة أخرى؛ تبدأ النقود بفقدان قدرتها الشرائية بمجرد ارتفاع المستوى العام للأسعار، فيحاول المستثمرون وقتها حماية مآخراهم ضد هذه المخاطر، من خلال قيامهم بزيادة حجم الاستثمار في الأسهم مما يرفع أسعارها (3).

أما فيما يخص العلاقة العكسية أو السلبية بين معدل التضخم وأسعار الأسهم بالسوق المالي، فإنّ ارتفاع معدّل التضخم يترك أثراً عكسياً على أسعار الأسهم السوقية، بسبب انخفاض القيمة الحقيقية لأرباح الشركات، وقد يؤدي كذلك إلى تدخّل البنك المركزي الذي يقوم بتخفيض عرض النقود مما يُسهم في انخفاض التدفقات النقدية، وهذا بدوره يُخفّض من القيمة السوقية للأسهم، ويُمكن أن يُؤثر التضخم أيضاً على عوائد الأسهم من خلال تأثيره على الأرباح المستقبلية (4).

كما أنّ (Fama, 1981) (5) فسّر العلاقة العكسية بين المتغيرين، من خلال نظرية الطلب على النقود التي تتضمن العلاقة العكسية بين معدّل النمو الاقتصادي ومعدّل التضخم، والتي تعكس النمو الاقتصادي الحقيقي في عوائد الأوراق المالية (6). ويُمكن تصوّر آلية العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم حسب فرضية

(1) بابكر مبارك عثمان، كيف تتحدد أسعار الأسهم في السوق المالي، مجلة المال والاقتصاد، دراسات مصرفية، بنك الفيصل الإسلامي السوداني، الخرطوم، السودان، العدد: 11، 2007، ص: 18.

(2) أرشيد عبد المعطي، محددات أسعار الأسهم في البورصة، مجلة البصائر للدراسات، جامعة البتراء، عمان، الأردن، العدد 8، الإصدار 2، 2004، ص: 202.

(3) راشد محمد صالح سلامة، العلاقة بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم في الأردن، مجلة اللقاء للبحوث والدراسات، كلية الاقتصاد، جامعة عمان الأهلية، عمان، الأردن، 1997، العدد: 1، المجلد (5)، ص: 44.

(4) Ratneswary, R. and V. Rasiah., **Macroeconomic activity and the Malaysian Stock Market: Empirical Evidence of Dynamic Relation.** *The International Journal of Business and Finance Research*, Global IBFR, Institute for Business and Finance Research, Wien, Austria, 2010, N:4(2), p: 61.

(5) Fama Eugene F., **Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money**, *American Economic Review*, American Economic Association, U.S.A, N: 71, 1981, p: 546.

(6) بشير خليفة الزعبي، العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي للفترة، مؤنة للبحوث والدراسات، كلية الاقتصاد، جامعة مؤنة، مؤنة، الأردن، 2004، العدد: 19 (5)، 2004، ص: 192.

(Fama)؛ إذ أنّ العوائد الحقيقية للأسهم ترتبط بعلاقة عكسية مع التضخم، وحُجته في ذلك توفُّع انخفاض النشاط الحقيقي استجابةً لصدمة حقيقية سلبية، ناجمة عن أثر من الآثار السلبية للتضخم تؤدي لانخفاض عوائد الأسهم وفقاً لعلاقة التأثير البديل⁽¹⁾.

كما قام Geske and Roll (1983) بتوثيق العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم، بحيث أنّه من المتوقع أن تُؤدي الزيادة في التضخم إلى زيادة معدل الفائدة الخالي من المخاطر، والذي بدوره سيرفع معدل الخصم المستخدم في تقييم الأسهم. فإذا زادت التدفقات النقدية بنفس المعدل، سيتأثر معدل الخصم ويصبح أعلى، كما تشير الأدلة التجريبية إلى أنّ معدلات التضخم العالية والمتغيرة (سواء التضخم المتوقع أو غير المتوقع) ستؤدي حتماً إلى انخفاض قيمة الأسهم⁽²⁾.

من الدراسات التي وردت في الفصل التمهيدي والتي وجدت علاقة إيجابية بين التضخم وبين مؤشر السوق المالي، نجد دراسة أبو النصير (2016) ودراسة البازعي (1999) بالنسبة للسوق المالية السعودية، ودراسة Horobet and Dumitrescu (2007) التي طبقت على أربع دولٍ من أوروبا الوسطى والشرقية، ودراسة Pilinkus and Boguslauska (2009) التي وجدت علاقة طردية بين المتغيرين في المدى القصير، كما يتفق مع دراسة Haruna and al. (2013). ويتعارض مع ما توصلت إليه دراسة الفراج (2004) التي وجدت علاقة أحادية سالبة الاتجاه بين الرقم القياسي ومعدل التضخم، ودراسة Humpe and Macmillan (2009)، Haruna and al. (2013)، ودراسة Yu Hsing (2013) بالنسبة لبورصة اليابان، ودراسة Faiza Saleem and Mohd (2017) في بورصة باكستان فقد وجدت أنّ العلاقة عكسية، أما دراسة Dercio and Patricia (2018) فلم تجد أي تأثير لمعدل التضخم في سوق ماليزيا.

مما سبق، يمكن أن نقترح أنّ هنالك علاقة طردية بين معدل التضخم وبين أسعار الأسهم في السوق المالي، لأنّه كلما زادت معدلات التضخم يلجأ الأفراد إلى التحوط بزيادة الطلب على الأسهم، التي يتوقع أن تكون أرباحها مرتفعة مقارنةً بأسعار الفائدة الثابتة في الودائع والسندات حتى في مستويات التضخم مرتفعة. وبناءً عليه فإن الفرضية الثالثة تنص بأنه من المتوقع وجود تأثير إيجابي لمعدل التضخم على مؤشر السوق المالي في الأجلين الطويل والقصير.

(1) Fama Eugene F., *Op.cit*, p : 546.

(2) Mohamed Khaled Al-Jafari and al. , **Investigating the Relationship between Stock Market Returns and Macroeconomic Variables: Evidence from Developed and Emerging Markets**, *International Research Journal of Finance and Economics*, Euro Journals Publishing, Inc. U.S.A, Issue 79, 2011, p : 10.

المطلب الرابع: تأثير أسعار الفائدة على السوق المالي

تعتبر أسعار الفائدة من المتغيرات الهامة في الاقتصاد القومي سواءً على المستوى الكلي أو الجزئي، فالمتغيرات التي تحدث في أسعار الفائدة ستؤثر مباشرة على قرارات العديد من الوحدات الاقتصادية سواءً ذات الفوائد أو العجز المالي، وعلى قرارات المستثمرين عند اتخاذ قرار الاستثمار.

ويرتبط سعر الفائدة بعلاقة تشابكية مع أدوات السوق المالي، من خلال تأثيره على الأسعار بشكل فعال من جهة، كما أنّ أسعار الفائدة تتحدّد من خلال السوق المالي من جهة أخرى، وذلك من خلال علاقة أسعار الفائدة بأسعار السندات وأسعار الأسهم في السوق المالي، حيث تتحدّد هذه العلاقات من خلال تأثير السياسة النقدية في حجم الائتمان الممنوح للوحدات الاقتصادية⁽¹⁾.

أما فيما يخصّ علاقة أسعار الفائدة والسوق الأوراق المالية، فهي مرتبطة بالعلاقة العكسية بين مضاعف الربحية ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار، فعندما يلعب معدل الفائدة السائد في السوق دوراً في تحديد معدل العائد المطلوب من أيّ استثمار، فإنّ هذا يعني بالتبعية انخفاض مضاعف الربحية مع ارتفاع أسعار الفائدة في السوق، فإذا كان معدل الفائدة المتوقع على الاستثمار أصغر من معدل الفائدة السائد في السوق، فإنّ قرار الاستثمار في الأسهم يكون قراراً غير حكيم⁽²⁾.

ومن المعروف أنّ هناك علاقة عكسية تربط بين أسعار الفائدة وأسعار الأصول المالية، فزيادة أسعار الفائدة تؤدي لانخفاض أسعار الأصل المالي⁽³⁾، أي يكون التأثير سلبياً على أسعار الأسهم، بحيث يكون لمعدل النشاط الاقتصادي الحقيقي تأثير إيجابي على التدفقات النقدية المستقبلية؛ وبالتالي سيؤثر على أسعار الأسهم في نفس الاتجاه⁽⁴⁾. أي عند ارتفاع أسعار الفائدة في السوق فإنّ المستثمرين سيرغبون في إيداع أموالهم في البنوك على شكل ودائع، فالبعض يضطرّ إلى بيع ما يملكه من أسهم للحصول على النقد اللازم، وهذا ما يؤدي إلى رفع العرض من الأسهم ويخفّض أسعارها⁽⁵⁾.

⁽¹⁾ عباس كاظم جاسم الدعي، انعكاسات السياسة النقدية في مؤشرات تدول سوق الأوراق المالية (الولايات المتحدة الأمريكية دراسة قياسية للمدة 1990-2010 وباستخدام نماذج التخلف الزمني)، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، جامعة كربلاء، العراق، المجلد: 8، الإصدار: 32، 2012، ص: 204.

⁽²⁾ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 388.

⁽³⁾ Michael Parkin, *Macroeconomics*, Addition-Wesley Publishing Company, Inc., U.S.A, 1990, p:289.

⁽⁴⁾ Mohamed Khaled Al-Jafari and al., *Op.cit*, pp : 10-11.

⁽⁵⁾ قيس أديب الكيلاني، التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم دراسة لعينة من الأسهم المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (1998-2006)، مجلة الإداري، العلوم الإدارية، كلية إدارة الاعمال، جامعة الملك سعود، الرياض، السعودية، العدد 29 (109)، 2007، ص: 112.

جاء افتراضنا للعلاقة العكسية لسببين: أولهما أنّ أسعار الفائدة يمكن أن تُؤثّر في مستوى أرباح الشركات وبالتالي على أسعار أسهمها، حيث أنّ المستثمرين على استعدادٍ لشراء الأسهم لتوقعهم بارتفاع أرباحها في المستقبل، فانخفاض أسعار الفائدة يُقلّل من تكاليف الاقتراض ممّا يُحفّزهم على الاستثمار. ثانيهما أنّ شراء عددٍ كبيرٍ من الأسهم بأموالٍ مقترضة يزيد من أسعار الفائدة، وهذا يعني زيادة كلفة الأوراق المالية، ما يرفع العائد الذي يطلبه المستثمرون فيؤدي للتقليل من أسعارها⁽¹⁾.

ويكون لتقلبات أسعار الفائدة تأثيرٌ كبيرٌ على قيم الشركات من خلال عدة قنوات هي⁽²⁾:

أولاً: أنّ ارتفاع معدل الفائدة يُؤدي إلى ارتفاع نفقات الفوائد للشركات التي تعمل ضمن رافعة مالية مرتفعة؛ مقارنةً بالشركات التي تعمل بنسبة مديونية مُرتفعة، ونتيجةً لارتفاع النفقات تنخفض التدفقات النقدية المتاحة لتوزيعات الأرباح في المستقبل؛ ما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهم هذه الشركات؛

ثانياً: تُؤثر تقلبات أسعار الفائدة على القيمة السوقية للأصول والخصوم المالية المحتفظ بها من قبل الشركات؛

ثالثاً: تُؤثر تحركات أسعار الفائدة على تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار في الأسهم، حيث أنّ ارتفاع معدلات الفائدة يجعل الاستثمار في السندات أكثر جاذبية، نظراً لخصائصها من ناحية العوائد والمخاطر، وهذا قد يدفع المستثمرين إلى تعديل محافظهم الاستثمارية عن طريق شراء السندات وبيع الأسهم، ما يُؤثر سلباً على أسعار الأسهم؛

رابعاً: قد تُؤثر التغيرات الحاصلة في معدلات الفائدة على مستوى النشاط الحقيقي في الاقتصاد على المدى القصير والمتوسط، وهذا بدوره يُؤثر على أسعار الأسهم نتيجة التغير في توقعات التدفقات النقدية المستقبلية.

انطلاقاً من الدراسات السابقة نجد بعضاً منها توصل إلى علاقة عكسية بين سعر الفائدة والسوق المالي

مثل دراسة الفراج (2004) للسوق المالية السعودية، وكذلك الأمر بالنسبة لدراسات: **Pilinkus and Boguslauskas (2009)** على سوق لتوانيا، **Humpe (2009)**، **Yu Hsing (2013)**، ودراستي **Wasseja, and al. (2015)**، **Faiza Saleem and Mohd (2017)** التي خلّصت على وجود علاقة تكاملية في المدى الطويل بين المتغيرين.

⁽¹⁾Maysami Ramin C. and al., **Relationship Between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore's All-S Sector Indices**, *Jurnal Pengurusan*, School of Management, Faculty of Economics and Management, The National University Of Malaysia, Selangor, Malaysia, 2004, vol N: 24, p: 65.

⁽²⁾ Moya-Martínez and al, **Relationship Between Interest Rate Changes and Stock Returns in Spain: A Wavelet Based Approach**, *BRQ Business Research Quarterly*, Spanish Academy of Management, SAGE, Spain, Volume 18, Issue 2, 2015, p :5.

مما سبق، يُمكن أن نقترح بأنّ انخفاض أسعار الفائدة سيؤدي إلى عزوف المستثمرين عن استثمار أموالهم في البنوك واستثمارها في شراء الأسهم، لأنها تعطي عائداً أعلى من عائد الفوائد، ممّا يزيد الطلب على الأسهم ويؤدي إلى ارتفاع أسعارها والعكس صحيح. وبناءً عليه فإنّ الفرضية الرابعة تنصّ على أنه من المتوقع وجود تأثير سلبي لأسعار الفائدة على الودائع على مؤشر السوق المالي في الأجلين الطويل والقصير.

المطلب الخامس: تأثير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على السوق المالي

تتسبب الأزمات المالية في إحداث أثر كبير على اقتصاديات البلدان، وغالباً ما تُسبب تدهوراً حاداً في الأسواق المالية، نظراً لفشل الأنظمة المصرفية المحلية في أداء مهامها الرئيسية ومعالجة جذور الأزمة، ما ينعكس على انخفاض قيمة العملة وأسعار الأسهم، ويؤثر سلباً على قطاعات الإنتاج والعمالة. إلا أنّ معظم الأزمات لا تختلف من حيث الأسباب والانعكاسات على اقتصاديات الدول وأنظمتها المالية والمصرفية، ولعلّ الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 لا تختلف عن سابقتها من الأزمات، إلا أنّ مظاهرها اتسمت بالفقاعة العقارية التي انطلقت من سوق العقارات الأمريكي، لتلقي بظلالها على كافة الأسواق المالية العالمية. في هذه النقطة سنحاول تصنيف الأزمات المالية وعرض أسبابها، وأهم آثار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على الأسواق المالية في الدول المتقدمة وعلى الأسواق العربية على وجه الخصوص.

الفرع الأول: تصنيف الأزمات المالية

يُمكن تصنيف الأزمات المالية إلى عدة أصناف: أزمة النقد الأجنبي، الأزمة المصرفية وأزمة الديون:

أولاً: أزمة النقد الأجنبي (Balance of Payments Crisis)

تحدث الأزمة في النقد الأجنبي أو كما يطلق عليها أزمات العملة وأسعار الصرف، في حالة حصول انخفاض كبير في قيمة الصرف، و/أو إجبار السلطات النقدية للتدخل من خلال بيع العملات الأجنبية من احتياطاتها لحماية سعر الصرف، أو من خلال رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة⁽¹⁾.

ثانياً: الأزمة المصرفية (Systematic Banking Crisis)

تحدث الأزمة المصرفية عندما يُواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في سحب الودائع، إذ أنّ هذا الأخير يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه، ويحتفظ بنسبة بسيطة منها لمواجهة طلبات السحب اليومي، فإذا ما تحطت

⁽¹⁾ أحمد طلفاح، الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرها على التدفقات المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2005، ص:7، متوفر على الموقع الإلكتروني: http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2006/31_C23-3.pdf، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2019/08/04، الساعة: 16:55.

تلك النسبة لا يستطيع البنك الاستجابة لطلبات المودعين، وتحدث أزمة سيولة لديه. وعندما يحدث العكس، أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض هذه الأخيرة منح القروض خوفاً من عم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب، تحدث أزمة في الإقراض؛ أي ما يسمى أزمة الائتمان (Credit Crunch)، وهذا مثلما حدث في بريطانيا لبنك (Overend & Gurney)، وفي الولايات المتحدة عندما انهار بنك (Bank of United States) سنة 1931 وبنك (Bear Stearns)⁽¹⁾.

ثالثاً: أزمة الديون (Debt Crisis)

تحدث أزمة الديون عندما يتوقف المقرض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أنّ التوقف عن السداد ممكن الحدوث بحيث يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة، وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص) أو بدين سيادي (عام)⁽²⁾.

الفرع الثاني: أهم الأزمات المالية: من أهم الأزمات المالية نذكر:

أولاً: أزمة الكساد الكبير 1929

بعد الأزمة التي اجتاحت معظم دول العالم خلال سنوات الحرب العالمية الأولى، شهدت فترة ما بعد الحرب نوعاً من الاستقرار في العلاقات النقدية والمالية الدولية، لكن هذا الاستقرار ما لبث أن اختفى مع انفجار أزمة أكتوبر "أزمة الكساد الكبير" (Great Depression) 1929، والتي تُعد أشهر الأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي وأقواها أثراً، حيث انخفضت أسعار الأسهم في السوق الأمريكية بنسبة وصلت إلى 13%، لتتوالى الانهيارات في أسواق المال وفي حركة المعاملات الاقتصادية في الاقتصاد الأمريكي، كما شهدت انخفاضاً شديداً في الاستهلاك الكلي وفي انخفاض الاستثمارات من جانب القطاع الإنتاجي، وإلى ارتفاع معدلات البطالة لتصل إلى حوالي ثلث القوة العاملة الأمريكية سنة 1932⁽³⁾.

⁽¹⁾ فريد كورتل، كمال رزيق الأزمة المالية: مفهوماً، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، بغداد، العراق، العدد 20، 2002، ص: 7.

⁽²⁾ موقع المعرفة، الأزمة المالية، متوفر على الموقع الإلكتروني:

https://www.marefa.org/%D8%A3%D8%B2%D9%85%D8%A9_%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9#cite_ref-3، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2019/08/07، الساعة: 15:50.

⁽³⁾ علي الزبادات، فارس الخرابشة، أثر الأزمة المالية على الأسواق المالية العالمية: حالة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الأردني، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، عمادة البحث العلمي والدراسات العليا، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، المجلد 21، العدد الأول، 2013، ص: 404.

ثانياً: أزمة الاثنين الأسود 1987

إن الأزمة التي شهدتها أسواق رأس المال الدولية في 19 أكتوبر 1987، والمتمثلة في الانخفاض الكبير والمستمر في أسعار الأوراق المالية، أطلق عليها بأزمة يوم الاثنين الأسود (Black Monday)، إذ انهارت الأسعار السوقية في بورصة نيويورك للأوراق المالية، حيث انخفض مؤشر داوجونز أكثر من 20% من قيمته بعد أن انخفض بواقع 500 نقطة، ليصل إلى 1700 نقطة وبحجم تداول بلغ 600 مليون سهم، وبخسائر بلغت مجموعها 500 مليار دولار أمريكي. وقد امتدت الأزمة لتشمل الأسواق المالية في آسيا وبريطانيا، إذ تعرض العديد من البنوك والمؤسسات الاستثمارية إلى الإفلاس بسبب عدم قدرة المقرضين على تسديد ما بذمتهم، بالإضافة إلى تأثر الاقتصاد نتيجة حدوث انكماش وارتفاع عدد العاطلين عن العمل لا سيما في قطاع البنوك والمؤسسات المالية الأخرى⁽¹⁾.

ثالثاً: أزمة المكسيك 1994

لقد حدثت أزمة المكسيك سنة 1994 ونجمت عن تدفق مذهل لرؤوس الأموال إلى الخارج، بشكل سريع مشير للانتباه وممهد لانهيار النظام المالي العالمي، إذ ازدادت أزمات سعر الصرف في المكسيك تفاقماً وبلغت ذروتها عندما انخفضت قيمة (البيزو) في 2005/01/31 بحوالي 40% من قيمتها في منتصف ديسمبر 1994، مما دفع بالأسواق المكسيكية إلى الشعور بالخوف من استمرار العجز الكبير في حساب المعاملات الجارية لميزان المدفوعات، ما أدى إلى توقف المكسيك عن سداد ديونها الخارجية لتنهيار عملتها الوطنية، لولا تدخل صندوق النقد الدولي والولايات المتحدة الأمريكية بتقديم قرض قدره 40 مليار دولار أمريكي استخدمته المكسيك لخدمة ديونها⁽²⁾.

ونتيجة لهذه المؤشرات، اضطرت الحكومة إلى الرفع المتزايد لأسعار الفائدة من أجل دعم العملة، لكن وبمجرد تعويم العملة انخفضت قيمة البيزو، وتباطأ التوسع الائتماني نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة. ما أدى إلى انفجار أزمة مالية لم يسبق لها مثيل في المكسيك، زاد من حدتها عبء الديون الضخمة الذي تطلب إعادة هيكلة استعجالية كعنصر أساسي لحل الأزمة.

⁽¹⁾ ارشد فؤاد التميمي، الأزمة المالية العالمية وأثرها على أداء البورصات الناشئة (الأردن نموذجاً)، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المعهد العالي للمحاسبة والدراسات المالية، جامعة بغداد، العراق، 2010، العدد 5، الإصدار 12، ص: 9.

⁽²⁾ عبد القادر محمد عطية وآخرون، قضايا اقتصادية معاصرة، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 128-129.

رابعاً: أزمة جنوب شرق آسيا 1997

سُميت هذه الأزمة بأزمة دول جنوب شرق آسيا (تاييلاند، إندونيسيا، ماليزيا، كوريا الجنوبية، الصين، هونك كونغ، الفلبين، تايوان)، حيث شهدت هذه الدول (النمور الآسيوية) أزمة مالية عصفت بأسعار صرف عملاتها تجاه العملات الأجنبية لا سيما الدولار الأمريكي، إذ كانت البداية من تاييلاند عندما قررت الحكومة تعويم عملتها، وعدم قدرتها على دعم العملة بسبب شدة المضاربة، ثم انتقلت العدوى إلى بقية دول جنوب شرق آسيا، لتشهد هي الأخرى انخفاض قيمة عملاتها تجاه العملات الأخرى لا سيما الدولار الأمريكي، وما ساهم في انخيار الأسواق الآسيوية هو ارتفاع نسب التضخم في هذه الدول خلال فترة قصيرة لم تستطع الحكومات السيطرة عليه، إضافةً إلى ضعف الرقابة الحكومية ونقص الشفافية وعدم دقة البيانات الخاصة بنشاط الشركات في الأسواق المالية، مما تسبب في خروج الكثير من الأموال نحو الخارج، كما أنّ انخيار هذه الدول إلى التصنيع من أجل التصدير لتحقيق النمو اعتماداً على مداخل الاستثمارات الأجنبية من الخارج أو القروض الخارجية سبب إفراطاً في الاستثمار وحدث اختلالات هيكلية في اقتصادياتها⁽¹⁾.

✓ نستخلص أن الاقتصاد العالمي عانى من سلسلة من الأزمات المالية الدولية منذ 1929، حيث ترجع أهم أسباب هذه الأزمات إلى اضطرابات في أسعار الصرف وتدفقات رؤوس الأموال، وتشوهات في النظام المصرفي. ورغم الآثار السلبية التي خلفتها، إلا أنها لفتت أنظار بعض الحكومات إلى ضرورة إجراء إصلاحات عميقة للهيكلة المالي والبنكي، تفادياً لحدوثها مستقبلاً أو حتى مواجهة انعكاساتها ومنع انتشارها إلى الدول الأخرى.

الفرع الثالث: أسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

بدأت الأزمة المالية لسنة 2008 مع تزايد حدة قلق المتعاملين في الأسواق المالية، بشأن الظروف التي تمر بها أسواق الائتمان في العالم، وكان أساسها مشكلة مصرفية استثمارية مالية أمريكية، نتجت عن تجاوزات كبيرة لمبادئ الإجارة الحكيمة، لمخاطر الائتمان في سوق الرهن العقاري المعروفة بـ "ساب برايم" (Sub Primes)، والتي تمنح للراغبين في السكن قروضاً من دون الاشتراط بأن يكون لهم سجل مالي قوي، إذ شهدت القروض الموجهة لضعيفي الملاءة طفرة في أمريكا خلال الأعوام الأخيرة، ولم يكن هنالك ما هو أسهل من الحصول على قرض سكاني. ولعل أهم أسباب الأزمة هي كالتالي⁽²⁾:

أولاً: انخفاض معدلات الفائدة: انخفضت معدلات الفائدة إلى مستويات متدنية جداً وتمّ إغراق الأسواق المالية بالسيولة بعد تاريخ 2001/11/09، حيث انخفض معدل الفائدة على الفيدرال فندز (Federal

⁽¹⁾ ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 9.

⁽²⁾ محمد أمين عزت الميداني، أثر الأزمة المالية العالمية: أسبابها و انعكاساتها على الاقتصاد العالمي والعربي والسوري، جمعية العلوم الاقتصادية السورية، محاضرة أقيمت في ندوة الثلاثاء بتاريخ 03 مارس 2009، دمشق، سوريا، 2009، ص: 404.

(Funds Rate) من 6.5% سنة 2000 إلى 1% سنة 2003، ليعود للارتفاع حتى 5.25% سنة 2006، وقد عمّد البنك المركزي الأمريكي إلى تخفيض المعدلات مع بداية أزمة الرهن العقاري في النصف الأول من سنة 2007 تدريجياً ليصل إلى 0.25% سنة 2009.

ثانياً: الإفراط في حجم الإقراض العقاري: أدى انخفاض تكلفة الإقراض في الفترة التي سبقت حدوث الأزمة المالية إلى التوسع في منح القروض لمن لا يستطيعون الوفاء، وهو ما أدى في ما بعد إلى حدوث الكثير من حالات التخلف عن السداد، ولم تقتصر هذه الحالات على الدائنين بسندات الرهن العقاري من الدرجة الثانية (Sub-Prime Mortgages)، والتي تُقدر قيمتها بين 1 و 1.5 تريليون دولار أمريكي، وإنما بدأت تظهر حالات تخلف عن الدفع من المدينين بسندات الرهن العقاري التقليدية، والتي تُقدر قيمتها بين 9.5 و 10 تريليون دولار أمريكي، علماً أن سندات الرهن العقاري تُشكل حوالي 20% فقط من مجمل سوق ديون الولايات المتحدة الأمريكية⁽¹⁾.

ثالثاً: جشع وطمع واحتيال السماسرة: استغل سماسرة القروض العقارية والبنوك الانخفاض الذي كان في معدلات الفائدة خلال الفترة (2002-2005) لإغراء الأفراد الذين لا يتمتعون بجدارة ائتمانية كافية لاقتراض لشراء المنازل، كما عملوا على مساعدتهم في تزوير مداخيلهم ليكونوا مؤهلين لأخذ قرض عقاري من البنك، إذ كانت أقساط القرض الشهرية ضمن إمكانيات أصحاب البيوت الجدد طالما بقيت أسعار الفائدة منخفضة، لكن ما ان ارتفعت حتى زادت الأقساط الشهرية على القروض العقارية بما يتجاوز أصحاب البيوت فتوقفوا عن التسديد، وتحولت آنذاك القروض العقارية على ميزانيات البنوك إلى قروض متعثرة، لجأت فيها هذه الأخيرة إلى مصادرة المنازل (Foreclosures) وعرضها في المزاد العلني، لتسييلها ما أدى إلى تدهور أسعار العقارات بشدة.

رابعاً: التوسع الكبير في عمليات المضاربة: لقد عمل التوسع الكبير في عمليات المضاربة في الأسواق المالية المنظمة (البورصات) وغير المنظمة (الأسواق الثانوية) على فقدان مصداقية هذه الأسواق، وانخرقت عن المسار الذي وجدت من أجله وهو تعبئة المدخرات لمواجهة الحاجة إلى التمويل من قبل الشركات والمؤسسات وغيرها، ونتج عن ذلك حبس الثروات عن التوجه للاستثمارات النافعة من الزراعة والصناعة والتجارة الحقيقية، وتحولها إلى المضاربات التي تقوم على أساس كسب الراجحين على حساب الخاسرين، بدون أن تكون لهذه المعاملات أية قيمة مضافة تنتج عنها⁽²⁾.

(1) Mark Jacking, **Causes of Financial Crisis**, Congressional Research Service, *Prepared for Members of Committees of Congress*, www.src.org, consultée le : 29/1/2019, 18 :20.

(2) الأخصر بن عمر، علي بالموشي، تكامل الأسواق المالية العربية لمواجهة تحديات الأزمات المالية العالمية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، العدد 4، 2013، ص: 197.

خامساً: الإفراط في تطبيق نظام بطاقات الائتمان: يعتبر التوسع والإفراط في تطبيق هذا النظام بدون رصيد (السحب على المكشوف) والتي يتحمل صاحبها تكاليف مرتفعة، ما يترتب عنه خلل في الميزانية الخاصة بالفرد والتسبب في أزمة بعض البنوك الربوية، فعندما يعجز صاحب البطاقة عن سداد ما عليه من ديون مع رفع سعر الفائدة عليه، فإنه يلجأ إلى رهن سيارته أو منزله حتى يُسدد ديونه ويرفع الحجر عليه⁽¹⁾.

سادساً: تضخم الاقتصاد المالي والانفصام بينه وبين الاقتصاد الحقيقي: وُجد الاقتصاد المالي لخدمة الاقتصاد الحقيقي، والذي يُعتبر تبادلاً بين عمليات الإنتاج والتوزيع والاستهلاك، لكن السوق المالية انفصلت عن السوق الحقيقية، وأصبح يتم التعامل في النقود والتمويل ذاته بيعاً وشراءً مما كان سبباً لحدوث الأزمة.

سابعاً: ضعف الرقابة على المؤسسات المالية: لم تحض البنوك وشركات التأمين وشركات التمويل العقاري وأسواق رأس المال في الولايات المتحدة وبعض الدول الأوروبية بالرقابة الكافية من الجهات المعنية، مع أنها من أهم المؤسسات المؤثرة في اقتصاد الدولة، إضافة إلى أن بنوك الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية لا تخضع لرقابة البنك المركزي، وقد توسّعت بعض هذه البنوك في الإقراض لأكثر من 60 ضعفاً مقارنة بحجم أموالها.

الفرع الرابع: نتائج الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على الأسواق المالية العربية

تأثرت الأسواق المالية العربية بالأزمة العالمية بشكل مباشر من خلال تدفق الاستثمارات منها نحو الخارج، وما أنتجته من عدم اليقين لدى المستثمرين حول نظرهم للأسواق وتوقعاتهم المستقبلية، وبشكل غير مباشر من خلال انخفاض النشاط الاقتصادي والاستثماري الحقيقي، ما أثر على أداء الشركات المدرجة بهذه الأسواق وريحيتها⁽²⁾. حيث شهدت أسواق المالية العربية تقلبات حادة في أعقاب الأزمة، خاصة في النصف الثاني من سنة 2008، بسبب ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية في أوروبا وآسيا وبقية العالم بالأسواق المالية الأمريكية، ولم تقتصر الأزمة على جانبها المالي بل تطورت إلى مشكلة ركود اقتصادي واسع، حيث أثرت تداعياتها سلباً على مستويات التشغيل وأسعار النفط عالمياً وموجهات من الانخفاض الحاد في أسعار الأسهم في الأسواق العالمية.

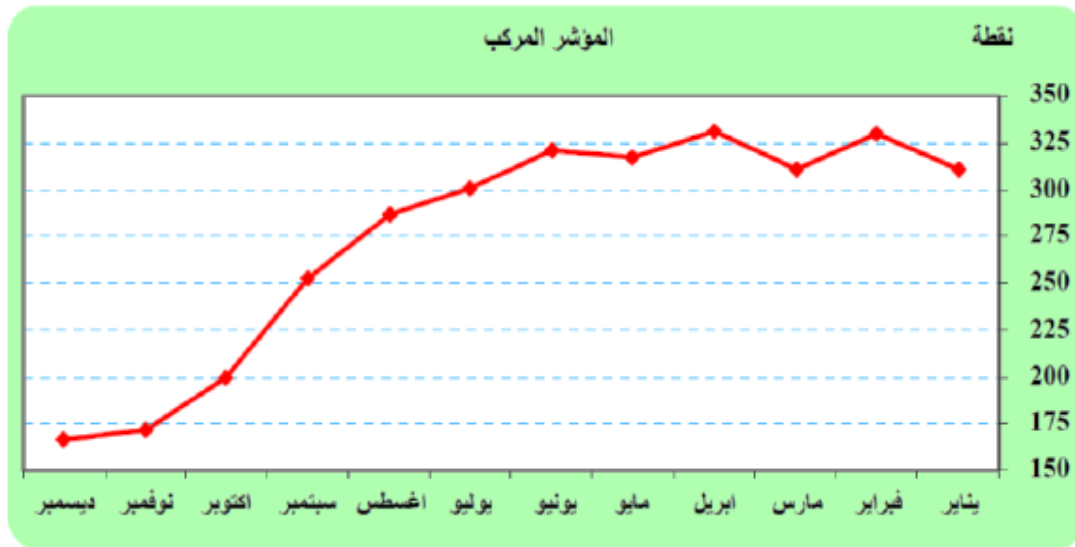
وقد انخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي ليصل إلى غاية 166.2 نقطة نهاية سنة 2008، مقارنة بـ 328.7 نقطة سنة 2007، كما انخفضت أحجام التداول بالأسواق العربية وخسرت هذه الأخيرة حوالي 569 مليار دولار أمريكي من إجمالي قيمتها السوقية سنة 2008⁽³⁾. والشكل الموالي يوضح تطور المؤشر المركب للصندوق خلال أشهر السنة لعام 2008.

(1) الأخصر بن عمر، علي باللموشي، مرجع سبق ذكره، ص: 197.

(2) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، جامعة الدول العربية، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2010، ص: 155.

(3) صندوق النقد العربي، مرجع سبق ذكره، ص: 130.

الشكل رقم (3،11): تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لسنة 2008



المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، جامعة الدول العربية، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 130.

امتدت آثار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 إلى الأسواق المالية الخليجية، حيث شهدت تقلبات حادة وانخفضت أحجام التداول فيها بحكم الروابط الوثيقة التي تربطها بالاقتصاد الرأسمالي العالمي، وتراجع الطلب على النفط الذي يمثل المصدر الدخل الرئيسي لأغلب الدول العربية، وتدافع المستثمرين لبيع أسهمهم وبأسعار متدنية مما أدى إلى انهيار أسعار الأسهم في البورصات العربية، وقد خسر بعضها أكثر من نصف قيمتها، غير أن بعض الأسواق المالية العربية مثل بورصة الجزائر لم تتعرض للتقلبات لصغر حجم التداول فيها وانغلاقها. ويظهر تأثر الأسواق المالية العربية بالأزمة المالية العالمية بالولايات المتحدة الأمريكية من خلال ما يلي⁽¹⁾:

- التراجع الملحوظ في مؤشرات الأداء في البورصات العربية وخاصة الخليجية، مما ترتب عليه خسائر مالية فادحة؛
- ارتفاع معدل المسحوبات من البنوك العربية بسبب الذعر والخوف، مما سبب خللاً في حركة التدفقات النقدية والمالية، واضطرت بعض البنوك المركزية إلى ضخ كميات من السيولة لتلبية احتياجات الطلب على النقد، وهذا أحدث ارتباكاً في سوق النقد والمال وأثر على الاحتياجات النقدية في البنوك المركزية العربية؛
- قيام العديد من البنوك العربية بتجميد تمويل المشاريع التي تقوم بها الشركات والمؤسسات وفقاً للخطط والاتفاقيات والعقود، وهذا سبب انكماشاً في مجال الأعمال مما آل إلى تعثر وعدم قدرة الشركات المقترضة عن سداد مستحققاتها للبنوك والذي ساهم في تفاقم الأزمة؛

⁽¹⁾ صندوق النقد العربي، مرجع سبق ذكره، ص: 130-131.

- زيادة المخاطر المالية التي تواجه البنوك العربية عن المعدلات المتعارف عليها بسبب عدم القدرة على التنبؤ بما سوف تأتي به الأزمة من آثار سلبية سواءً كانت نفسية أو سلوكية أو مالية أو سياسية؛
 - انخفاض أسعار النفط مما أثر على الدول النفطية العربية، إضافة إلى التخوف من أمريكا بسبب الضغوط السياسية على الحكومات العربية النفطية، بأن تساهم هذه الأخيرة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة في خطة الإنقاذ، كما فعلت من قبل في حرب الخليج مما سبب خللاً في الموازن المالية لها؛
 - ارتباط المعاملات في أسواق النقد والمال في معظم الدول العربية بالدولار الأمريكي، وما حدث من انهيار غير مسبق في أسعاره، وما ترتب من آثار على المعاملات المالية والاقتصادية سبب خسائر باهظة على الثروة المالية للدول العربية؛
 - قيام بعض كبار المستثمرين من الأجانب بسحب أموالهم وتجميد معاملاتهم في أسواق النقد والمال العربية، وما أحدث من ارتباكاً وخللاً في استقرار المعاملات وتأثرت البورصات العربية بهذا السلوك.
- من الدروس والعبر التي يجب على الأسواق المالية العربية أخذها بعين الاعتبار لتفادي الوقوع في أزمات مشابهة، نذكر ما يلي⁽¹⁾:

1. اعتبار الإفصاح والشفافية ضروريان لتطوير واستقرار الأسواق المالية، إذ يجب توفير أكبر قدر من البيانات والمعلومات حول أداء الشركات، وكل ما يؤثر على قرارات المستثمرين؛
2. ضرورة تبني وتطبيق أطر رقابية محلية ودولية مناسبة للتعامل مع الابتكارات المالية من مشتقات وأدوات مالية معقدة، بغرض عدم إضعاف إدارة المخاطر في المؤسسات المالية والاقتصاد الكلي برمته على حافة الهاوية؛
3. عدم نسخ البورصات العربية لتجارب أسواق الدول المتقدمة على قاعدة أنّ كل ما تقوم به هذه الأخيرة هي ممارسات صحيحة وثابتة ومناسبة لكلّ الدول، وهذا يستوجب الانتقائية في نوعية الأدوات المالية التي يتم إدراجها والسماح بتداولها في الأسواق المالية العربية؛
4. عدم إغفال أن جلب الاستثمارات ليس غاية بحد ذاته في تطوير القطاع المالي، ودعم العملية التنموية بالرغم من أهمية تدفقات الاستثمارات، إذ يجب التفريق بين الاستثمار الأجنبي المباشر الذي يكون عادةً استثماراً طويل الأجل، وبين استثمارات المحافظ قصيرة الأجل التي تسعى إلى المضاربة، فبالرغم من أنّ المضاربة مطلوبة لتعزيز السيولة في الأسواق غير أنّها قد تؤدي في حال عدم وضع أسس واضحة لها إلى عدم استقرار الأسواق المالية؛

⁽¹⁾ بوعبد الله علي، انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء الأسواق المالية العربية: دراسة تحليلية مقارنة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، تخصص علوم مالية، كلية العلوم المالية والمصرفية، جامعة العلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2010، ص: 293-294.

5. تلعب شركات الوساطة وشركات الاستشارات المالية دوراً محورياً في تطوير عمل البورصات العربية، إذ تعتمد سلامة هذه البورصات وحماية المستثمرين بشكل كبير على الكفاءة المالية والمهنية التي تتمتع بها هذه المؤسسات والعاملين بها، وعلى كفاءة الجهات الرقابية التي تُنظم عملها، وفي هذا المجال هناك حاجة ماسة لتطوير عمل هذه المؤسسات في الأسواق العربية على كافة المؤسسات.

6. يُعتبر عدم الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات من ناحية توازن العلاقة بين الإدارة التنفيذية ومجلس الإدارة وضعف لجان الرقابة الداخلية، ومستوى الشفافية والإفصاح وحماية المستثمرين يسهم بشكل مباشر في تفويض العمل المؤسسي ويزيد من إمكانية حصول أزمات مالية أخرى، خاصة في ظل تزايد التعاملات المالية بين أسواق الدول.

✓ وعليه فإنه حتى يتسنى لهذه الأسواق مواجهة مثل هذه الأزمات، يجب عليها العمل على تطوير أدائها الاقتصادي بما يؤهلها لاستقبال الإستثمارات الأجنبية، بتنوع وتعميق فرص الاستثمار وتجنب السيطرة في مجالس إدارتها. بالإضافة إلى الاستفادة من الثروة المعلوماتية الحديثة ومواجهة التحديات التي تُواجه الدول العربية كالمديونية الخارجية، والتقدم التكنولوجي في الصناعة المالية.

مما سبق، يمكن القول أنّ الأسواق المالية تتأثر بتبعيات الأزمات المالية، فتتخفف مؤشرات السوقية وأحجام تداولها. وبناءً عليه فإن الفرضية الخامسة تفترض بأنه من المتوقع وجود تأثير سلبي للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على مؤشر السوق المالي في الأجلين الطويل

✓ في الأخير يمكن القول بأنّ المتغيرات المذكورة سابقاً، ماهي إلا مجموعة ضيقة من المتغيرات والعوامل الاقتصادية التي تؤثر في السوق المالي، إلا أنّها ليست هي العامل الحاسم، وبالتالي تأثيرها سيكون تأثيراً جزئياً وتكميلياً في طبيعته للعوامل الأخرى. كما أنّه بالرغم من تعدد العوامل التي تُؤثر على أسعار الأسهم ونشاط الأسواق المالية، فإنّ مُحصلة تلك العوامل في النهاية هي قوى العرض والطلب التي تتحدّد على أساسها الأسعار.

✓ ومن خلال التحليل النظري السابق، تبين لنا وجود تعدد وتباين في اتجاه تأثير المتغيرات الاقتصادية محل الدراسة، وبالتالي فإنّ معرفة الأثر النهائي لها سيتضح من خلال الجانب التطبيقي. لكن يبقى قياس تأثيرها على السوق المالي مسألة تجريبية تختلف من سوق مالي لآخر ومن اقتصاد لآخر، خاصة بالنسبة للدول العربية التي تعيش أوضاعاً اقتصادية وسياسية واجتماعية متذبذبة، مع ما صاحبها من إصلاحات تؤثر على حجم الاستثمارات في الأسواق المالية، وهذا ما سنسلط عليه الضوء في المبحث الموالي من خلال تحليل واقع الاقتصاديات العربية.

خاتمة الفصل

من خلال هذا الفصل تطرقنا إلى التحليلين الفني والأساسي، وتمّ عرض خصائص كل تحليل والمبادئ والفروض التي يقوم عليها، بالإضافة إلى أهم الأدوات التي يستخدمانها، حيث تبين أن التحليل الفني ينصب على تحليل ظروف السوق، بينما التحليل الأساسي ينصب على تحليل الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المنشأة، لغرض الوصول إلى نتائج تمكن المستثمرين من التخطيط واتخاذ القرار السليم.

بالإضافة إلى تناول أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية والتي تم اختيارها كمتغيرات مستقلة في الجانب التطبيقي للدراسة، حيث تطرقنا إلى الناتج المحلي الإجمالي وكيفية حسابه، والعرض النقدي وأهم أنواعه، ومفهوم التضخم ومختلف النظريات المفسرة له وأنواعه، بالإضافة إلى معدل الفائدة على الودائع وعرض خاص بالأزمة المالية العالمية وأسبابها وأهم نتائجها. وبناءً على النظريات التي تمّ اعتمادها لشرح العلاقة بين هذه المتغيرات ومؤشر السوق المالي، فتوصلنا إلى افتراض أن هنالك علاقة سببية طردية بين كلٍّ من الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم والعرض النقدي ومؤشر السوق، أما العلاقة بين معدل الفائدة على الودائع لأجل والأزمة المالية العالمية فيتوقع أن تكون سلبية.

ولتعزيز الدراسة ارتأينا أن نسلط الضوء أكثر ونتعمق في التحليل من خلال الفصل التطبيقي الموالي، ودراسة تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية والأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على مؤشرات بعض الأسواق المالية العربية والمتمثلة في السوق المالية السعودية وبورصة عمان خلال الفترة (2000-2018).

الفصل الرابع

الدراسة القياسية

واختبار الفرضيات

المبحث الأول: منهجية الدراسة والأساليب القياسية المستخدمة

المبحث الثاني: تحليل واقع متغيرات الاقتصاد الكلي السعودي والأردني خلال

الفترة (2000-2018)

المبحث الثالث: اختبار فرضيات الدراسة وتطبيق نموذج الانحدار الذاتي ذات

الفجوات الزمنية المبطنة (ARDL)

تمهيد الفصل

بعد أن تطرقنا في الفصول الثلاثة السابقة لمفاهيم عامة حول الأسواق المالية وواقع الأسواق المالية العربية، وكذا المتغيرات الاقتصادية الكلية وعلاقتها بالأسواق المالية، سنحاول في هذا الفصل معرفة مدى تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشرات الأسواق المالية العربية محل الدراسة وهي السوق المالية السعودية وبورصة عمّان وذلك للفترة (2000-2018)، من خلال منهج يتلاءم مع أهداف الدراسة حيث سيتم اعتماد أسلوب القياس الكمي باستخدام الأساليب القياسية الخاصة بتحليل السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة.

إذ سيعرض لنا هذا الفصل في محتواه منهجية الدراسة المتبعة بدءاً بتحديد متغيرات الدراسة ومصادر جمع البيانات واستعراض النموذج القياسي المعتمد، مروراً بالأساليب القياسية المستخدمة في الدراسة، ثم عرض لواقع متغيرات الاقتصاد الكلي السعودي والأردني خلال الفترة (2000-2018)، انتهاءً بإجراء التحليل القياسي واختبار فرضيات الدراسة، من خلال فحص استقرارية السلاسل الزمنية بعدة اختبارات، وتقدير العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي محل الدراسة (الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود بمفهومه الواسع، معدل التضخم ومعدل الفائدة على الودائع لأجل ومتغير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008) والمؤشر العام للسوق المالي في المدى الطويل والقصير باستخدام نموذج الانحدار الذاتي لفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، بالإضافة إلى إجراء الاختبارات التشخيصية للتأكد من صحة وسلامة النموذج القياسي، كما سيتم التنبؤ بالقيم المستقبلية للمؤشر العام للسوقين خلال الفترة (2019-2020).

المبحث الأول: منهجية الدراسة والأساليب القياسية المستخدمة

يُعد أسلوب تحليل السلاسل الزمنية (Time Series Analysis) من أهم الأساليب الإحصائية المتطورة، التي تعالج سلوك الظواهر وتُفسرها عبر الزمن، ويعتمد هذا الأسلوب على تتبع الظاهرة أي المتغير على مدى زمني معين. وسنحاول في هذا المبحث عرض وبناء النموذج القياسي الخاص بكلّ من السوق المالية السعودية وبورصة عمّان وتحديد متغيرات الدراسة، بالإضافة إلى الكشف عن أهم الأساليب القياسية التي سيتم استخدامها لاختبار فرضيات الدراسة.

المطلب الأول: متغيرات ونموذج الدراسة القياسي

سيتم الاعتماد على سلاسل زمنية لمتغيرات الدراسة المستقلة والتابعة، وصياغة نموذج قياسي لوغاريتمي لكلّ من السوق المالية السعودية وبورصة عمّان وهذا ما سنطرق إليه في هذا المطلب.

الفرع الأول: متغيرات الدراسة ومصادر البيانات

ستشمل الدراسة أربعة متغيرات اقتصادية مُفسرة (مستقلة) إضافة إلى متغير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 سيتم عرضها لاحقاً، أما المتغير التابع فيتمثل في كل من مؤشر السوق العام بالنسبة للسوق المالية السعودية، والرقم القياسي العام المرّجح بالأسهم الحرة بالنسبة لبورصة عمّان سبق عرض تطورها خلال الفترة (2000-2018) في الفصل السابق. والمبرر من استخدام المؤشر العام هو التأكد من وجود فرصة للمستثمرين في السوق للربح، وتحقيق عائد من التغير في مؤشر السوق أو المؤشرات الأخرى، وإمكانية التنبؤ بعائد المحفظة المالية إذا كان المستثمر يمتلك محفظة تتكون من أوراق مالية متقاربة لتلك التي يتكون منها المؤشر، وللتأكد من إمكانية التنبؤ بأحوال السوق والتنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة، فإذا أمكن التنبؤ فإن السوق غير كفاء ومنه نرفض فرضية السير العشوائي.

وقد وقع اختيار الباحثة على سوق من منطقة الخليج العربي هي السوق المالية السعودية، كونها تتصدر الأسواق المالية العربية من حيث القيمة السوقية، حيث بلغت بنهاية سنة 2017 نحو 451,2 مليار دولار أمريكي وهي ما تُشكل 39,7% من القيمة الإجمالية للأسواق المالية العربية، كما بلغت حصتها وحدها نحو 68,9% من قيمة التداولات العربية، بالإضافة إلى بورصة عمان التي تعتبر من أهم البورصات في منطقة الشرق الأوسط ومن أكثرها تركّزاً.

كما ستغطي الدراسة الفترة المحددة من الربع الأول من سنة 2000 إلى الربع الرابع لسنة 2018 باستخدام بيانات فصلية (ربع سنوية)، ويرجع استخدام بيانات فصلية للدراسة لكون المتغير المستقل الناتج المحلي الإجمالي متوفر ببيانات ربع سنوية، كما أن متغيرات الدراسة قد أخذت بالقيم الحقيقية. إذ تمّ جمع البيانات من خلال التقارير الشهرية للبنك المركزي الأردني وبعض التقارير الخاصة ببورصة عمان، والمواقع الالكترونية الرسمية الخاصة لكل من البنك المركزي الأردني وبورصة عمان، في حين تمّ الاعتماد على موقع الهيئة العامة للإحصاء والموقع الالكتروني الرسمي للسوق المالية السعودية (تداول).

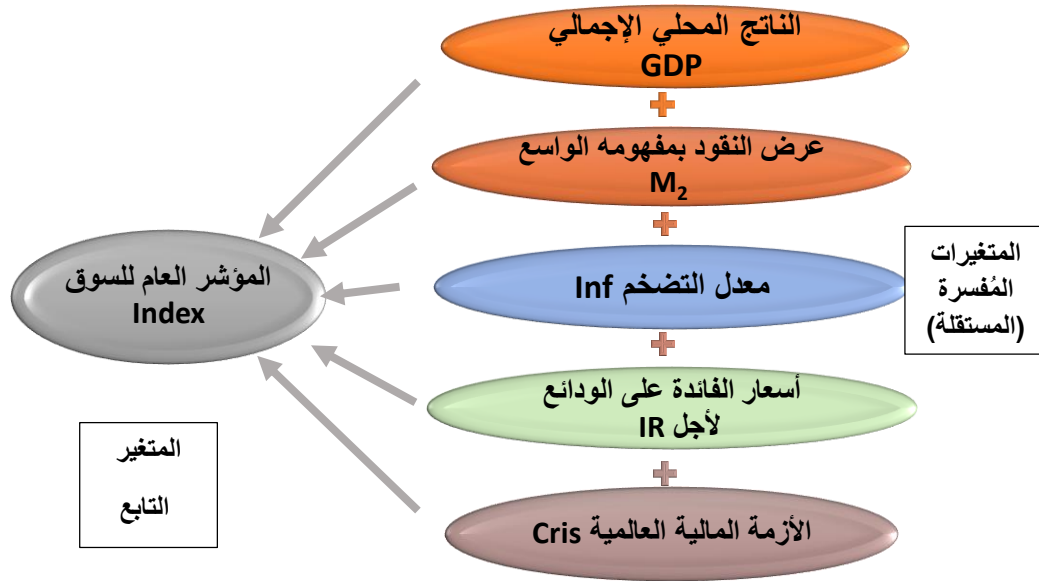
الفرع الثاني: النموذج القياسي للدراسة

لغايات التحليل استخدمت الباحثة النماذج القياسية التي توضح العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية المفردة (المستقلة) والمتغيرات التابعة للدراسة، بالاعتماد على السلاسل الزمنية المتعددة (Multivariable Time Series Model) واستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذات الفجوات الزمنية المبطة (Autoregressive Distributed Lag Model (ARDL)، حيث ستم معالجة البيانات باستخدام برنامج الاقتصاد القياسي .E-views 9

وتمت صياغة نموذجي الدراسة بمعادلة شبه لوغاريتمية تربط بين المتغير التابع: المؤشر العام للسوق والمتغيرات المفردة له، انطلاقاً من النظرية الاقتصادية وبعض الدراسات السابقة لنفس الموضوع من أجل تحليل العلاقة التي تربط بين المتغيرات. إذ تمّ إدخال اللوغاريتم (*) على كل من: المؤشر العام للسوق، الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، عرض النقود بمفهومه الواسع (الحقيقي)، في حين بقيت أسعار الفائدة على الودائع لأجل ومعدلات التضخم بقيمها الأصلية، كما سيتم إدخال الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 كمتغير وهمي في النماذج بقيمة صفر (0) قبل الأزمة وبالقيمة واحد (1) بعدها، والشكل التالي يُلخص متغيرات الدراسة:

^٥ تم إجراء هذا التحويل لغرض تصحيح اللاتجانس الممكن تواجده في المتغيرات، ومن أجل استبعاد تأثير الاتجاه العام من التقلبات الدورية للمتغيرات.

الشكل رقم (1،4): نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة.

أولاً: النموذج الأول: تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر السوق المالية السعودية سيتم اختبار العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية والرقم القياسي لأسعار الأسهم باستخدام نموذج (Multi-Regression) لربط كل من مؤشر السوق الرئيسية (تاسي-TASI) مع المتغيرات الاقتصادية محل الدراسة، بصياغة المعادلة على الشكل التالي:

$$\begin{aligned} \ln(index_t) = & \alpha_i + \beta_{i,1} \ln(GDP_t) + \beta_{i,2} \ln(M_{2_t}) + \beta_{i,3} Inf_t \\ & + \beta_{i,4} IR_t + \beta_{i,5} Cris + e_t \end{aligned} \quad \dots (I)$$

حيث تمثل متغيرات الدراسة والتي أُخذت باللوغاريتم الطبيعي (Ln) ما يلي:

α_i ، $\beta_{i,j}$: معاملات التقدير. e_t : المتغير العشوائي.

$\ln(index_t)$: الرقم القياسي لأسعار الأسهم في الزمن (t) (Market Index).

$\ln(GDP_t)$: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (بالأسعار الثابتة) (Gross Domestic Product)

$\ln(M_2)$: عرض النقود بمعناه الواسع (Money Supply).

INF_t : معدل التضخم (Inflation Rate).

IR_t : أسعار الفائدة على الودائع لأجل (Interest Rate on Deposit)

$Cris_t$: متغير وهمي يمثل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 والتي أخذت القيم 0 قبل سبتمبر 2008 والقيمة 1 بعد سبتمبر 2008.

ثانياً: النموذج الثاني: تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر بورصة عمان

سيتم اختبار العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية والرقم القياسي لأسعار الأسهم باستخدام نموذج (Multi-Regression)، لربط كل من الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالأسهم الحرة (Free Float Index) مع المتغيرات الاقتصادية محل الدراسة، بصياغة المعادلة التالية:

$$\begin{aligned} \ln(index_t) = & \alpha_i + \beta_{i,1} \ln(GDP_t) + \beta_{i,2} \ln(M_{2,t}) + \beta_{i,3} Inf_t \\ & + \beta_{i,4} IR_t + \beta_{i,5} Cris + e_t \end{aligned} \quad \dots(\text{II})$$

حيث تمثل $\ln(index_t)$: الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالأسهم الحرة في الزمن t . أما المتغيرات الأخرى فقد تم تعريفها سابقاً.

المطلب الثاني: الأساليب القياسية المستخدمة في التحليل

إن الخطوة الأولى في التحليل تتمثل في فحص السلاسل الزمنية المستخدمة في الدراسة لمعرفة ما إذا كانت ساكنة أم غير ساكنة عن طريق فحص جذر الوحدة (Unit Root Test).

لقد أوضحت العديد من الدراسات أن كثيراً من السلاسل الزمنية تتسم بعدم السكون (Nonstationary) لاحتوائها على جذر الوحدة أي أنها غير ساكنة إحصائياً⁽¹⁾. بمعنى أن متوسط وتباين المتغير غير مستقلين عبر الزمن وأن أغلبها يحوي عامل الاتجاه (Trend)، الذي يعكس ظروف معينة تؤثر على جميع المتغيرات إما في نفس الاتجاه أو اتجاهات متعاكسة. كما أن غياب السكون (Stationarity) قد يجعل نتائج التقدير التي يتم الحصول عليها زائفة (Spurious Regression)، ولا يقدم تفسيراً اقتصادياً ذا معنى بالرغم من كون معامل التحديد (R^2) عالياً⁽²⁾.

⁽¹⁾ خالد بن حمد بن عبد الله القدير، تأثير الائتمان المصرفي لتمويل الواردات على الواردات في المملكة العربية السعودية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة دمشق، سوريا، العدد (2)، المجلد 21، 2005، ص: 210.

⁽²⁾ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار للجامعة، الإسكندرية، مصر، ط 1998، ص: 611.

الفرع الأول: اختبار سكون واستقرار السلاسل الزمنية (Stationary Test-Unit Root Test)

يُعد اختبار سكون السلاسل الزمنية من الأمور التي يجب أن تسبق بناء أي نموذج قياسي، وهناك العديد من الاختبارات التي يجب إجراؤها، لكن قبل ذلك يجب رسم متغيرات الدراسة عن طريق (Graph) لمعرفة مدى استقرارها، فإذا كان مشاهدات المتغير في تزايد أو انخفاض مع الزمن فهي سلسلة غير مستقرة، أما إذا كان رسم مشاهدات المتغير عبر الزمن يتوزع حول متوسطها، بحيث يمكن حصرها بين قيمتين حد أعلى وحد أدنى فالسلسلة مستقرة.

لذا يجب أولاً أن نفهم ما معنى الاستقرارية (Stationary)؟

يُتقصد بالسلسلة الزمنية المستقرة السلسلة التي لا تتغير خصائصها عبر الزمن، وتكون السلسلة مستقرة إذا كان متوسط متغير ما (X) ثابت عبر الزمن؛ أي $E(x) = \mu$ والتباين ثابت عبر الزمن كذلك أي $\text{var}(x) = \sigma\mu^2$ والتباين المشترك يعتمد على فترات الإبطاء $\text{COV}(x_t, x_{t-1})$ ؛ أي أن القيمتين (x_t, x_{t-1}) متباططين، بحيث تكون الدالة بدلالة طول الفترة لكنها مستقلة عن الزمن⁽¹⁾.

ومن أهم الاختبارات التي سنذكرها: اختبار دالة الارتباط الذاتي، اختبار ديكي فولر المبسط، اختبار ديكي فولر الموسع واختبار فيلبس بيرون والتي سنعرضها فيما يلي:

أولاً: اختبار دالة الارتباط الذاتي (ACF) (Autocorrelation Function)

يعتمد هذا الاختبار على طول المتباططات الزمنية، وتكون السلسلة الزمنية مستقرة إذا كانت تميل إلى الصفر كلما زاد طول المتباططات، ويُسمى معدل الارتباط البسيط بين المتغيرين X_t و X_{t-1} بدالة الارتباط الذاتي⁽²⁾، ومعادته كما يلي:

$$ACF(k) = \frac{\sum x_t x_{t-1}}{\sum (x_t)^2} \dots\dots(1)$$

فإذا كانت بيانات السلسلة الزمنية ساكنة، فإن مقدار معامل الارتباط الذاتي المحتسب للعينة غالباً ما يكون له توزيع طبيعي ويكون متوسطه الحسابي صفر وتباينه $(\frac{1}{n})$ ، ومن ثم فإن حدود الثقة عند مستوى معنوية (5%)

⁽¹⁾ يحي حمود حسن، حسام الدين زكي، تحليل العلاقة بين أسواق النفط والسياسة النفطية العراقية باستخدام السلاسل الزمنية، مجلة الغزي للعلوم الاقتصادية والادارية، جامعة الكوفة، العراق، العدد: 25، المجلد: 2، 2012، ص:3.

⁽²⁾ يحي حمود حسن، حسام الدين زكي، مرجع سبق ذكره، ص:4.

لعينة كبيرة الحجم هي $(\pm 1.96\sqrt{1/n})$ ، وإذا كانت تقع خارج هذه الحدود ترفض فرضية العدم التي تنص على سكون (إستقرارية) السلسلة الزمنية⁽¹⁾.

كما تعتبر دالة الارتباط الذاتي الجزئي (PACF) أداة مهمة في تحليل استقرارية السلاسل الزمنية ولا تقل أهمية عن دالة الارتباط الذاتي (ACF).

ثانياً: اختبار ديكي فولر البسيط (Dickey Fuller (DF)

يتطلب اختبار ديكي فولر المبسط إجراء اختبار ذاتي لجميع مشاهدات السلسلة الزمنية والاعتماد على المعادلات التالية⁽²⁾:

1- وجود حد ثابت واتجاه زمني:

$$\Delta Y_t = \delta_0 + \delta_1 Y_{t-1} + \delta_2 T + u_t \dots\dots (2)$$

2- وجود حد ثابت بدون اتجاه زمني:

$$\Delta Y_t = \delta_0 + \delta_1 Y_{t-1} + u_t \dots\dots (3)$$

3- بدون الحد الثابت والاتجاه الزمني:

$$\Delta Y_t = \delta_1 Y_{t-1} + u_t \dots\dots (4)$$

Δ : الفرق الأول. $(\delta_0, \delta_1, \delta_2)$: المعلمات المطلوب تقديرها.

Y: المتغير المراد اختباره. u_t : عنصر الخطأ العشوائي. T: الزمن على شكل اتجاه عام.

ويتضمن هذا الاختبار فرضية العدم، التي تنص على أن السلسلة الزمنية تحتوي على جذر الوحدة وغير ساكنة أي تكون المعلمة $(\beta_0 = 0)$ ، بينما الفرضية البديلة تنص على أنها لا تحوي جذر للوحدة والسلسلة مستقرة

⁽¹⁾ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، مرجع سبق ذكره، ص:655.

⁽²⁾ محمد غالي راهي الحسيني، التوسع المالي واتجاهات السياسة المالية: دراسة تحليلية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2016،

ص: 225-226. بالاعتماد على: Dickey, DA, Fuller, W.A, **Distribution of Estimators for Autoregressive Time Series**

with Unit Root, *Journal of American Statistical Association*, 1979, pp :427-431.

($\beta_0 = 1$) ، ويتم قبول الفرض البديل عندما تكون قيمة الإحصائية المقدرة (t) بالقيمة المطلقة أكبر من القيمة الجدولية.

ثالثاً: اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) (1981) Augmented Dickey-Fuller Test

يعتبر اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) Augmented Dickey-Fuller Test من أشهر اختبارات جذر الوحدة وهو اختبار مطوّر لاختبار ديكي فولر البسيط (Dickey-Fuller Test (DF)، قام بتطويره كلٌّ من ديكي وفولر بثلاث معادلات انحدار مختلفة لاختبار جذر الوحدة.

ويمكن توضيحه الاختبار من خلال الصياغة التالية⁽¹⁾:

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 T + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \dots (5)$$

حيث تعبر Y_t عن متغيرات الدراسة في السنة t ، T: الاتجاه العام، ε تشير إلى حد الخطأ العشوائي،

وتشير (m) إلى عدد فترات التباطؤ الكافية لإلغاء الارتباط الذاتي لحد الخطأ.

ويطبق اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) من خلال تقدير واحد أو أكثر من النماذج الثلاثة التي يطبقها اختبار ديكي فولر البسيط: بدون الحد الثابت والإتجاه الزمني، وجود حد ثابت بدون إتجاه زمني، وجود حد ثابت وإتجاه زمني.

ويتم اختبار الفرضيتين التاليتين:

$$\left\{ \begin{array}{l} \mathbf{H}_0: \delta = 0 \longrightarrow \text{الفرضية الصفريّة: وجود جذر الوحدة أي أنّ السلسلة غير مستقرة} \\ \mathbf{H}_1: \delta \neq 0 \longrightarrow \text{الفرضية البديلة: عدم وجود جذر الوحدة أي أنّ السلسلة مستقرة} \end{array} \right.$$

كما يتم تحديد عدد الفجوات المتباطئة (m) بشكل يوازن بين درجات الحرية ومعالجة الارتباط الذاتي،

ومن أهم الطرق المعايير المستخدمة معيار أكايك (Akaike) ومعيار شوارز (Schwarz) ومعيار هنان كوئين (Hannan-Quinn).

⁽¹⁾Gujarati Damodar N., **Basic Econometrics**, McGraw-Hill Inc., New York, USA, Fourth Edition, 2003, p :817

ويتم رفض أو قبول فرضية العدم على أساس قيمة الإحصائية (t) المستخرجة من جدول (Mackinnon)، فإذا كانت قيمة (t) المحتسبة (بالقيمة المطلقة) أكبر من القيمة الحرجة نرفض فرضية العدم ونقول بأن السلسلة الزمنية ليست مستقرة أي ساكنة، وإذا كانت القيمة أقل من القيمة الحرجة نقبل فرضية العدم وفي هذه الحالة تكون السلسلة مستقرة أي غير ساكنة⁽¹⁾. أو يتم الحكم على أساس الاحتمال (Prob)، حيث نقبل الفرضية الصفرية إذا كان الاحتمال أقل من 5%، ونرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة إذا كان الاحتمال أكبر من 5%.

وفي حالة كون السلاسل الزمنية تعاني من الجذر الأحادي نلجأ إلى صيغة الفروق إلى أن تستقر البيانات في الفرق الأول أو الفرق الثاني، عندها نقول بأن البيانات متكاملة من الدرجة I(d)⁽²⁾.

رابعاً: اختبار فيليبس بيرون (1988) Phillips and Perron (PP)

يختلف اختبار فيليبس بيرون عن اختبار ديكي-فولر المركب والبسيط في أنه لا يحتوي على قيم متباطئة للفروق، ويسمح بوجود متوسط لا يساوي الصفر واتجاه خطي للزمن، حيث استطاع هذا الاختبار التخلص من آثار الارتباط الذاتي في بواقي معادلة اختبار جذر الوحدة، من خلال إجراء تعديل معلمي لتباين النموذج ليأخذ بعين الاعتبار وجود الارتباط الذاتي. كما أخذ في الحسبان الارتباط في الفروق الأولى في السلسلة الزمنية⁽³⁾، ويتطلب اختبار (PP) تقدير المعادلة التالية باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS):

$$\Delta Y_t = \mu_0 + \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t \dots (6)$$

ويتضمن هذا الاختبار اختبار الإحصائية (t) لقيمة ρ ، حيث يتم اختبار فرضية العدم بعدم استقرار السلسلة الزمنية في مستوياتها ($\rho = 0$)، مقابل الفرضية البديلة باستقرار السلسلة الزمنية ($\rho < 0$). وعندما تكون قيمة ρ معنوية وسالبة، فهذا يعني رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة باستقرار السلسلة الزمنية في مستوياتها⁽⁴⁾، وذلك كما يلي:

⁽¹⁾Damodar N. Gujarati, Op. cit, p :817

⁽²⁾ كامل علاوي كاظم الفتلاوي، حسن لطيف الزبيدي، القياس الاقتصادي: النظرية والتحليل، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2011، ص: 270-271.

⁽³⁾ عماد الدين المصباح، محددات التضخم في سورية خلال الفترة 1970-2004، مجلة العلوم الاجتماعية، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، الكويت، العدد 34، (4)، 2006، ص: 58.

⁽⁴⁾ محمد غالي راهي الحسيني، مرجع سبق ذكره، ص: 226.

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: (\rho = 0) \longrightarrow \text{الفرضية العدمية: وجود جذر الوحدة أي أنّ السلسلة غير مستقرة} \\ H_1: (\rho < 0) \longrightarrow \text{الفرضية البديلة: عدم وجود جذر الوحدة أي أنّ السلسلة مستقرة} \end{array} \right.$$

كما أنّ هذا الاختبار يعتمد على نفس القيم الحرجة التي يعتمد عليها اختبار (ADF)، واتخاذ القرار يكون مشابهاً لخطوات اختبار (ADF)، لأن الاختبارين لهما التوزيع نفسه في العينات الكبيرة فقط. علماً أن القيم الحرجة للإحصائية (t) لإختبار فرضية العدم تعتمد على قيم ماكينون (Mackinnon). فضلاً عن أن اختبار (PP) أكثر دقة من اختبار (ADF) فيما يخص العينات صغيرة الحجم، وغير حساس لعدم توافر شروط توزيع حد الخطأ العشوائي التقليدي⁽¹⁾.

الفرع الثاني: اختبار السببية (Causality Granger Test)

أشار غرانجر إلى أنّ وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج القياسي محل الاختبار يعني وجود سببية في اتجاه واحد على الأقل، ولتحديد اتجاه العلاقة السببية في الأجلين القصير والطويل بين المتغيرات محل الدراسة، يتطلب إدخال اختبار سببية غرانجر في نموذج تصحيح الخطأ لمعرفة اتجاه السببية بطريقة (OLS).

وقد أوضح (Granger-Engle, 1987) و (Granger, 1988) كيفية إدخال طريقة غرانجر التقليدية لاختبار السببية في نموذج تصحيح الخطأ (ECM)، فإذا كانت المتغيرات في نموذج (VAR) متكاملة تكاملاً مشتركاً، فإنه يمكن استخدام نموذج تصحيح الخطأ (VECM) المشتق من نموذج (VAR) من أجل تحديد السببية، وتقدير سرعة الوصول إلى التوازن طويل الأجل من أيّ اختلال في الأجل القصير بين متغيرات النموذج⁽²⁾، ويعتمد نموذج تصحيح الخطأ (VECM) على تقدير المعادلتين التاليتين:

$$Y_t = \beta_0 + \alpha_0 X_t + \sum_{i=1}^m \alpha_i X_{t-i} + \sum_{j=1}^n \beta_j X_{t-j} + \mu_t \dots (7)$$

$$X_t = \gamma_0 + \delta_0 Y_t + \sum_{i=1}^m \gamma_i X_{t-i} + \sum_{j=1}^n \delta_j Y_{t-j} + \nu_t \dots (8)$$

⁽¹⁾ خالد بن حمد بن عبد الله القدير، مرجع سبق ذكره، ص: 210.

⁽²⁾ عماد الدين المصباح، مرجع سبق ذكره، ص: 65-66.

ويتميّز هذا الاختبار بأنه يربط العلاقة السببية بتحليل التكامل المشترك، فإذا كان اختبار التكامل يشير إلى وجود علاقة بين متغيرين في الأجل الطويل، فإن السببية يجب أن تكون موجودة على الأقل في اتجاه واحد. ولكن هذا لا يمكن دائماً اكتشافه إذا كانت النتائج مبنية على اختبار غرانجر التقليدي للسببية. ويمكن تحديد اتجاه العلاقة عن طريق استخدام نموذج تصحيح الخطأ المشتق من التكامل المشترك في الأجل الطويل إذا كان حد تصحيح الخطأ في النموذج معنوي إحصائياً⁽¹⁾.

كما أنّ نموذج تصحيح الخطأ يُمكن من التفريق بين السببية في الأجلين القصير والطويل، باستخدام اختبار الإحصائية (F) للمتغيرات التفسيرية في فروقها الأولى من أجل تحديد العلاقة السببية في الأجل القصير، في حين نستطيع الاستدلال على العلاقة السببية في الأجل الطويل من خلال اختبار الإحصائية (t) للقيمة المتباطئة لفترة واحدة لحد تصحيح الخطأ.

الفرع الثالث: نموذج الانحدار الذاتي ذات الفجوات الزمنية المبطنة Autoregressive Distributed Lag Model (ARDL)

لقد تمّ وضع هذا النموذج من قبل (Pesaran et al. 2001)، الذي دمج بين نماذج الانحدار الذاتي (Autoregression Models) ونماذج فترات الإبطاء الموزعة (Distributed Lag Models)، حيث تكون السلسلة الزمنية دالة في إبطاء قيمتها وقيم المتغيرات التفسيرية الحالية بفترة واحدة أو أكثر. وتمتاز منهجية (ARDL) للتكامل المشترك عن أساليب التكامل الأخرى كسببية غرانجر (Engle and Granger, 1987) وتكامل جوهانسن (Johansen-Juselius, 1990) بإمكانية تطبيق اختبار الحدود للتكامل المشترك، بغض النظر عما إذا كانت المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول أو المستوى⁽²⁾.

أي أنّها بديل لاختبار التكامل المشترك في حالة كون المتغيرات ليست متكاملة من نفس الدرجة، من أجل دراسة العلاقة طويلة وقصيرة المدى بين متغيرات الدراسة، والمعنى الاقتصادي للنموذج هو التحقق من وجود أو عدم وجود علاقة تكامل وتوازن مشترك بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

⁽¹⁾ عماد الدين المصيح، المرجع السابق، ص: 65-66.

⁽²⁾ خالد محمد السواحي، أثر تحرير التجارة والتطور المالي على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الأردن، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، العدد 1، المجلد 2، 2015، ص: 20.

وسيتم في هذا النموذج إتباع المراحل التالية في التحليل⁽¹⁾:

1- المرحلة الأولى: اختبار فترات الإبطاء المثلى للفروق

يتم اختبار فترات الإبطاء المثلى للفروق الأولى لقيم المتغيرات بالاعتماد على خمس معايير مختلفة لتحديد الفترة هي⁽²⁾:

أ- معيار خطأ التنبؤ النهائي (Final Prediction Error-1969): ويأخذ الصيغة الآتية:

$$FPE_{(P)} = \left[\frac{T + P - k}{k - p.k} \right]^k . \det \sum e \dots \dots \dots (9)$$

ب- معيار معلومات أكايك (Akaike Information criterion-1973): ويأخذ الصيغة الآتية:

$$AIC_{(P)} = \ln \left[\det \left(\sum e \right) \right] + \frac{2k^2 P}{T} \dots \dots \dots (10)$$

ج- معيار معلومات شوارز (Schwarz Criterion-1978): ويأخذ الصيغة الآتية:

$$SC_{(P)} = \ln \left[\det \left(\sum e \right) \right] + \frac{2k^2 P \ln (T)}{T} \dots \dots \dots (11)$$

د- معيار معلومات هنان وكوين (Hannan & Quinn Criterion-1979) ويأخذ الصيغة الآتية:

$$H. Q_{(P)} = \ln \left[\det \left(\sum e \right) \right] + \frac{2k^2 P \ln. \ln (T)}{T} \dots \dots (12)$$

ه- معيار نسبة الإمكان الأعظم (Likelihood Ratio Test): ويأخذ المعادلة التالية:

$$M L R_{(P)} = -2 \ln \prod_{i=1}^n \hat{p}_i + (1 - \hat{p}_i)^{1-y_i} \dots \dots (13)$$

حيث: K: عدد المتغيرات في النموذج. T: عدد المشاهدات. P: عدد فترات الإبطاء.

⁽¹⁾ أمين حواس، فاطمة الزهراء زرواط، واردات السلع الرأسمالية والنمو الاقتصادي في الصين: منهجية ARDL، مجلة الاقتصاد والإحصاء التطبيقي، المدرسة الوطنية العليا للإحصاء والاقتصاد التطبيقي، الجزائر العاصمة، الجزائر، العدد 25، 2016، ص: 214-215.

⁽²⁾ مجدي الشوربجي، أثر النمو الاقتصادي على العمالة في الاقتصاد المصري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، الشلف، الجزائر، العدد 6، 2009، ص: 157.

\hat{p} : نسبة الاستجابة المتوقعة لكل مشاهدة من مشاهدات المتغير المعتمد.

$\sum e$: مصفوفة التباين والتباين المشترك المقدرة لبواقي النموذج.

وتتفق جميع تلك هذه الاختبارات على أنّ فترة الإبطاء المثلى (P) هي الفترة التي تعطي أدنى قيمة لمعظم المعايير عند الاختبار.

2-المرحلة الثانية: يتم اختبار التكامل المشترك وذلك في إطار (UECM)

والذي يأخذ الصيغة أو المعادلة التالية:

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \beta_i \Delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^n \vartheta_i \Delta Y_{t-i} + \lambda_1 Y_{t-1} + \lambda_2 Y_{t-1} + \eta_t \dots (14)$$

حيث تُعبر مقدرات λ_1, λ_2 عن معاملات العلاقة طويلة الأجل، أما β, ϑ فتعبر عن معلومات العلاقة قصيرة الأجل، ويرمز إلى الفرق الأول لمتغيرات الدراسة. بينما تعبر m, n عن فترات الإبطاء الزمني Lags (علما أنه ليس من الضروري أن تتساوى فترات الإبطاء للمتغير التابع والمستقل)، أما η فيشير إلى حد الخطأ العشوائي والذي له وسط حسابي يساوي الصفر، وتباين ثابت وليست له ارتباطات ذاتية متسلسلة فيما بينها.

3-المرحلة الثالثة: اختبار الحدود ARDL Bounds Test

يستند هذا الاختبار على افتراض أنّ متغيرات الدراسة تكون متكاملة فقط من الدرجة الأولى أو الدرجة صفر أي في المستوى، وذلك لضمان أنها ليست متكاملة من الدرجة الثانية، لأنّ وجود بعض المتغيرات المتكاملة من الدرجة الثانية أو أكثر لا يسمح باعتماد إحصائية (F).

4-المرحلة الرابعة: التحقق من وجود علاقة المدى الطويل بين المتغيرات

ويتم ذلك باستخدام اختبار الحدود حسب إجراء (Pesaran et al.,2001) الذي يستند على اختبار (F) (اختبار Wald Test)، الذي يختبر فرضية عدم التكامل المشترك بين المتغيرات مقابل وجود التكامل، وذلك للكشف عن العلاقة التوازنية بين المتغيرات في المدى الطويل. ويتم اختبار التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة من خلال الفرضيات التالية:

$$\left\{ \begin{array}{ll} H_0 : \lambda_1 = \lambda_2 = 0 & \longrightarrow \text{الفرضية العدمية: عدم وجود تكامل مشترك} \\ H_1 : \lambda_1 \neq \lambda_2 \neq 0 & \longrightarrow \text{الفرضية البديلة: وجود تكامل مشترك} \end{array} \right.$$

بحيث تكون لدينا قيمتان (واحدة دنيا والأخرى عليا)، فإذا كانت قيمة (F-Statistic) تقع أعلى من القيمة الجدولية العليا عند مستوى معنوية محدد، فإن الاستنتاج يكون بوجود علاقة طويلة الأجل مع المتغير التابع (أي رفض الفرضية الصفرية). أما إذا وقعت قيمة (F-Statistic) بين القيمتين العليا والدنيا فإن نتيجة الاختبار تكون غير حاسمة (The Result is inconclusive)، في حين إذا كانت قيمة (F) تقع في مستوى أدنى من القيمة الجدولية الدنيا عند مستوى معنوية محدد، فإن ذلك يعني أنه لا توجد علاقة طويلة الأجل مع المتغير التابع (أي قبول الفرضية الصفرية). وبعد التحليل إذا تم التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، فإننا نستطيع مواصلة التحليل لقياس العلاقة قصيرة الأجل وطويلة الأجل بين المتغيرات⁽¹⁾.

وفي حالة وجود تكامل مشترك بين المتغيرات فإن ذلك يتضمن تقدير معادلة الأجل الطويل بالصيغة التالية:

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \rho_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^q \delta_i X_{t-i} + \varepsilon_t \dots (15)$$

بحيث تمثل ρ و δ : معاملات المتغيرات؛ p, q إلى فترات الإبطاء؛ أما ε فيمثل حد الخطأ العشوائي.

ويتم اختبار رتبة الإبطاء حسب معيار Akaike (AIC) ومعيار Schawars (SBC)، قبل أن يتم تقدير النموذج المحدد بطريقة المربعات الصغرى (OLS)، بهدف إلغاء الترابط التسلسلي أو الذاتي في الأخطاء العشوائية، وقد حددت فترتي إبطاء (Lag=2) كحد أقصى للبيانات السنوية.

5- المرحلة الخامسة: استخلاص مواصفات نموذج ARDL لحركيات المدى القصير⁽²⁾

وذلك عن طريق بناء نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) (Vector Error Correction Model) الذي يُرجع التغيرات التي تحصل في متغير ما إلى أخطاء توازنية سابقة، فهو يُؤمن الربط الديناميكي بين المتغيرات قصيرة والمستويات طويلة الأجل للمتغيرات أثناء عملية التعديل (Adjustment) للوصول إلى التوازن طويل الأجل.

⁽¹⁾ لمياء عماني، بن معزو محمد زكريا، دراسة تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المغرب: دراسة تجريبية باعتماد نموذج ARDL للفترة 1988-2014، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد: 17، 2017، ص: 134.

⁽²⁾ Gujarati, Damodar N., Op. cit, p:825.

وحسب نظرية (Granger) أنه إذا كان كل من X و Y متكاملين فإنه يمكن التعبير عن العلاقة بينهما من خلال النموذج الذي يمكن صياغته كالتالي:

$$\Delta Y_t = c + \sum_{i=1}^p \theta_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \delta_i \Delta X_{t-i} + \Psi ECT_{t-1} + v_t \dots (16)$$

حيث يمثل ECT_{t-1} الخطأ الذي تم الحصول عليه من نماذج انحدار Y على X ، أي أن:

$$ECT_{t-1} = Y_{t-1} - \alpha - \beta X_{t-1}$$

وجميع معاملات معادلة المدى القصير هي معاملات تتعلق بحركيات المدى القصير لتقارب النموذج من حالة التوازن. وتمثل ρ معامل تصحيح الخطأ الذي يقيس سرعة التكيف، التي يتم بها تعديل الاختلال في التوازن (Disequilibrium) في المدى القصير باتجاه التوازن في المدى الطويل.

فإذا كانت ECT_{t-1} موجبة و $\Delta X_{t-1} = 0$ ، فإن ذلك يعني أن قيمة Y_{t-1} أعلى من قيمتها التوازنية، وبالتالي فإن ΔY_t ستكون سالبة طالما كان Ψ سالباً وبالتالي ΨECT_{t-1} سيكون سالباً. أما إذا كانت ECT_{t-1} سالبة فإن Y_{t-1} أقل من قيمتها التوازنية، وبالتالي فإن حد الخطأ ΨECT_{t-1} سيكون موجباً، مما يؤدي إلى أن تكون ΔY_t موجبة أي سيتجه Y_t للارتفاع في الفترة التالية.

الفرع الرابع: الاختبارات التشخيصية لنماذج الدراسة

قبل اعتماد هذا النموذج وتطبيقه ينبغي التأكد من جودته من خلال إجراء الاختبارات التشخيصية الآتية⁽¹⁾:

1- اختبار استقرار معالم النموذج (Stability Test):

من الضروري التأكد من عدم وجود تغيير هيكلية (Structural Change) في بيانات النموذج، وذلك بالاعتماد على إجراء اختبار استقرار معالم النموذج المقترح من طرف كل من (Pesaran and Pesaran، 1997)، والذي يتمثل في اختبار الاستقرار الهيكلي لمعاملات الأجلين القصير والطويل، أي خلو البيانات من وجود أيّ تغيرات هيكلية بمعنى عدم وجود قفزات مفاجئة في البيانات مع مرور الزمن، وذلك بالاعتماد على اختبارين: اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتابعة Cumulative Sum of Recursive Residual

⁽¹⁾ أمين حواس، فاطمة الزهراء زرواط، مرجع سبق ذكره، ص: 224-225.

Cumulative Sum of Square واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة (CUSUM Test)
(CUSUMSQ Test) Recursive Residual⁽¹⁾.

2- اختبار مضروب لاكرانج للإرتباط التسلسلي بين البواقي: Lagrange Multiplier Testof

Residual {Brush-Godfrey} (BG)

يختبر مدى الارتباط التسلسلي للأخطاء العشوائية، من خلال رفض أو قبول فرضية عدم القائلة بأنه لا توجد مشكلة ارتباط ذاتي تسلسلي لبواقي معادلة الانحدار.

3- اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية (JB) Jarque Bera:

يقوم باختبار التوزيع الطبيعي لبواقي معادلة الانحدار، من خلال رفض أو قبول فرضية عدم والتي تنص على أنّ بواقي معادلة الانحدار موزعة توزيعاً طبيعياً ولا تعاني من مشكلة التوزع غير الطبيعي.

4- اختبار مدى ملائمة تحديد النموذج من حيث الشكل الدالي (RESET) Ramsey Test:

يساعد هذا الاختبار في أنه يتعرف على مدى ملائمة تحديد أو تصميم النموذج القياسي من حيث نوع الشكل الدالي، من خلال رفض أو قبول فرضية عدم القائلة بأنّ النموذج لا يُعاني مشكلة عدم ملائمة الشكل الدالي وعدم التحديد.

5- اختبار عدم ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي (Autoregressive Conditional Heteroscedasticity Test)

وذلك باستخدام أهم اختبار وهو جولدفيلد-كوندات (Goldfeld-Quandt Test)، الذي يعتمد على تقسيم المشاهدات حسب الترتيب التصاعدي للتباين إلى قسمين، ويتم حساب مقدرة التباين لكل قسم ومقارنة

$$H_0: \sigma_1^2 = \sigma_2^2: \text{مقدري التباين واختبار فرضية عدم}$$

ليتم مقارنة قيمة الإحصائية (F) المحسوبة بالقيمة الجدولية حيث نرفض أو نقبل فرضية عدم، إذ يُوضح هذا الاختبار فرضية عدم تباين حد الخطأ، من خلال قبول أو رفض فرضية عدم القائلة بثبات حد الخطأ العشوائي في النموذج المقدر.

⁽¹⁾ Pesaran, M. and Pesaran, B., **Working with Microfit 4.0: Interactive Econometric Analysis**, Oxford: Oxford University Press, ELT Division, UK and Ireland Sale, UK, 1997, p :275.

المبحث الثاني: تحليل واقع متغيرات الاقتصاد الكلي السعودي والأردني خلال الفترة (2000-2018)

تعمل الحكومات جاهدة لتهيئة المناخ للاستثمار المحلي والأجنبي، ورفع رفاهية المجتمعات من خلال الإصلاحات الاقتصادية التي تنتهجها، ما ينعكس في مجمله على مؤشرات الاقتصاد الكلي. وفيما يلي وصف لمؤشرات الاقتصاد الكلي: الناتج المحلي الإجمالي، المعروض النقدي بمفهومه الواسع، معدل التضخم وأسعار الفائدة على الودائع لأجل في كلٍّ من السعودية والأردن، وذلك باستخدام بيانات سنوية فقط من أجل التحليل، حيث تم تحليل تطوّر المتغيرات المفسرة بالاعتماد على تقارير التضخم المنشورة على موقع النقد العربي السعودي وموقع الإحصاءات العامة بالنسبة للسعودية، والتقارير السنوية للبنك المركزي الأردني بالنسبة للأردن وذلك للسنوات (2000-2018).

المطلب الأول: تطور متغيرات الاقتصاد الكلي السعودي خلال الفترة (2000-2018)

يتمتع اقتصاد المملكة العربية السعودية بالقوة والمتانة وباستقرار الأسواق، حيث تتبّع المملكة نظام آليات السوق الذي يقوم على العرض والطلب وعلى المنافسة، ولا توجد قيود على عمليات الصرف الأجنبي، كما لا يوجد حظر أو قيود كمية على الواردات من السلع، باستثناء عدد قليل من السلع الممنوع استيرادها لأسباب شرعية، أو تتعلق بالأمن القومي وحماية الصحة العامة للمواطنين، كما تتسم التعرفة الجمركية على الواردات بالانخفاض، حيث أن بعض السلع الأساسية المستوردة معفاة من الرسوم.

في النقاط التالية سيتم التعرف على تطور بعض متغيرات الاقتصاد السعودي التي تم اختيارها لتكون متغيرات نموذج الدراسة المتمثلة في: الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود بمفهومه الواسع، معدل التضخم وأسعار الفائدة على الودائع لأجل، خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية 2018.

الفرع الأول: الناتج المحلي الإجمالي (GDP)

يُعطي الناتج المحلي الإجمالي صورة للنشاط الاقتصادي لبلد ما خلال فترة زمنية معينة، فهو مؤشرٌ يقيس مستوى النشاط الكلي للنمو الاقتصادي، ويمثّل قيمة السلع والخدمات النهائية المنتجة في اقتصاد ما خلال مدة زمنية معينة. والجدول الموالي يبين لنا تطور الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي السعودي، الذي تمّ أخذه بالأسعار الثابتة

من أجل إستبعاد التضخم وذلك خلال فترة الدراسة (2000-2018)، إذ يتوقع أن يُؤثر الناتج المحلي الإجمالي إيجابياً على مؤشر السوق المالية السعودية.

الجدول رقم (1،4): تطور الناتج المحلي الإجمالي في السعودية للفترة (2000-2018)

السنوات	الناتج المحلي الإجمالي ^(*) (مليون ريال سعودي)	معدل النمو (%)	السنوات	الناتج المحلي الإجمالي ^(*) (مليون ريال سعودي)	معدل النمو (%)
2000	1 422 088	-	2010	1 980 777	5,04
2001	1 404 870	-1,21	2011	2 178 792	10,00
2002	1 365 264	-2,82	2012	2 296 697	5,41
2003	1 518 748	11,24	2013	2 358 690	2,70
2004	1 639 617	7,96	2014	2 444 842	3,65
2005	1 731 006	5,57	2015	2 545 236	4,11
2006	1 779 274	2,79	2016	2 587 758	1,67
2007	1 812 139	1,85	2017	2 565 591	-0,86
2008	1 925 394	6,25	2018	2 631 091	2,55
2009	1 885 745	-2,06			

(*) تم استخدام الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (بالأسعار الثابتة) لاستبعاد التضخم وسنة الأساس: 2010=100.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الهيئة العامة للإحصاء، المملكة العربية السعودية، المكتبة الإحصائية: الناتج

المحلي الإجمالي، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.stats.gov.sa/ar/823>

شهد الاقتصاد السعودي خلال السنوات الماضية تحولات كبيرة، أحدثت طفرة في العديد من المجالات مما ساعد على نمو الاقتصاد، وتدفق الاستثمارات المحلية والأجنبية، والعمل على إنشاء المشاريع العملاقة في أغلب أنحاء المملكة. ومن خلال بيانات الجدول أعلاه نلاحظ أنّ الناتج المحلي الإجمالي متذبذب خلال فترة الدراسة، حيث بلغ الناتج 1422088 مليون ريال سعودي سنة 2000، لينخفض على التوالي سنتي 2001-2002 بنسب بلغت 1,21% و 2,82%.

يرتفع بشكل كبير سنة 2003 إلى ما يعادل 11,24% مقارنة بسنة 2002، ويرجع الأداء الاقتصادي الجيد للحكومة السعودية في تعاملها الإيجابي مع قضية المديونية العامة، حيث تراجعت الديون العامة المستحقة على الحكومة منذ عام 2003 عندما بلغت نسبة الدين العام من إجمالي الناتج المحلي نحو 82%، كما تقلصت إلى 65% عام 2004.

ثمّ ينخفض بعدها الناتج تدريجياً حتى سنة 2007 ليصل إلى 1812139 مليون ريال سعودي بنسبة قُدرت بـ 1,85% مقارنة بسنة 2006، وهذا ما قد يؤول إلى محاولة الحكومة السعودية تحقيق استقرار الأسعار وسعر صرف الريال وتوفير السيولة الكافية لجميع القطاعات الاقتصادية، وضمان سلامة النظام المالي وذلك من خلال اتباع سياسة نقدية انكماشية. يرتفع المعدل النمو السنوي للناتج قليلاً سنة 2008 إلى ما يُقارب 1 925 394 مليون ريال سعودي في خضم الأزمة المالية العالمية الراهنة وما سببته من تدهور في اقتصاديات الدول النامية والناشئة. إلا أنه يتراجع سنة 2009 إلى ما يعادل 1885745 مليون ريال سعودي بنسبة (-2,06%) مقارنة بسنة 2008 ما يرجع إلى تأثر الاقتصاد السعودي بما خلفته الأزمة العالمية لسنة 2008، يتعافى الاقتصاد تدريجياً من الصدمة ويرتفع الناتج المحلي الإجمالي إلى ما يعادل 2178792 مليون ريال سعودي سنة 2011 بنسبة بلغت 10% مقارنة بسنة 2010، إلا أنّ النمو الاقتصادي يتراجع في السنوات الموالية بسبب الانخفاض الذي طرأ على أسعار النفط العالمية ما أثر على الاقتصاد السعودي بصفته من المصدرين للنفط والطاقة، حيث بلغ نسبة الزيادة 2,7% سنة 2013 مقارنة بسنة 2012.

سجل الناتج المحلي ارتفاع طفيف سنتي 2014 و2015 إلى ما يعادل 3,65% و 4,11% على التوالي، ويُعد تعافى سريع من الانكماش الاقتصادي الذي بدأ قبل نحو 8 سنوات مع انخفاض أسعار النفط. أما سنة 2016 فقد كان أداء الاقتصاد جيداً بشكل عام، ولو أنّ الناتج قد ارتفع بنسبة أقل مقارنة بالسنتين السابقتين، حيث بلغ 2587758 مليون ريال سعودي بما يقارب 1,67% عن سنة 2015، ويعود ذلك بشكل رئيسي إلى النمو القوي في القطاع النفطي نتيجة الزيادة في أسعار النفط التي أدت أيضاً إلى تقليص عجز الميزانية الفعلية بشكل كبير.

أما سنة 2017 فقد تراجع الناتج المحلي الإجمالي وحقق انكماشاً في الاقتصاد بواقع 0,86% مقارنة بعام 2016 حيث وصل الناتج إلى 2565591 مليون ريال سعودي، إذ خفضت السعودية الإنتاج بموجب اتفاق لدعم أسعار النفط العالمية بين الدول المنتجة للحام. أما سنة 2018 فقد بلغ الناتج ما يقارب 2631091 مليون ريال سعودي بنسبة ارتفاع بلغت 2,55% مقارنةً بسنة 2017.

✓ مما سبق، يمكن أن نلخص بشكل عام بأن الناتج المحلي الإجمالي في السعودية، عرف نمو إيجابي خلال فترة الدراسة، كما نلفت الانتباه إلى ارتباطه بصفة كبيرة بأسعار النفط.

الفرع الثاني: عرض النقود بمفهومه الواسع (M₂) Money Supply

يُعرف عرض النقود بمفهومه الواسع على أنه العملة المتداولة في الاقتصاد مضافاً إليها الودائع البنكية القابلة للسحب في أي لحظة (الودائع تحت الطلب)، وكذا الودائع الادخارية وحسابات التوفير. وقد تمّ اختياره كمتغير مُفسر كون الكتلة النقدية بشكل عام تُعبر عن وسائل الدفع في الاقتصاد خلال فترة معينة. والجدول الموالي يبين تطور العرض النقدي بمفهومه الواسع في السعودية للفترة (2000-2018)، وتتوقع النظرية الاقتصادية أن يؤثر عرض النقود إيجابياً على مؤشر السوق المالية السعودية.

الجدول رقم (2،4): تطور عرض النقود بمفهومه الواسع (M₂) في السعودية للفترة (2000-2018)

السنوات	عرض النقود (M ₂) بمفهومه الواسع (مليون ريال سعودي)	عرض النقود (M ₂) الحقيقي ^١	معدل النمو (%)
2000	256 332	3474,30	-
2001	271 080	3723,76	0,07
2002	310 367	4259,73	14,39
2003	336 404	4589,78	7,75
2004	407 976	5549,69	20,91
2005	448 805	6073,50	9,44
2006	538 769	7149,93	17,72
2007	666 616	8416,44	17,71
2008	793 118	9468,93	12,51
2009	844 935	9783,39	3,32
2010	923 874	10208,53	4,35
2011	1 078396	11364,31	11,32
2012	1 219356	12555,72	10,48
2013	1 353677	13461,67	7,22
2014	1 548554	15084,74	12,06
2015	1 588020	15268,33	1,22
2016	1 642429	15488,67	1,44
2017	1 628666	15461,27	-0,18
2018	1 663 820	15498,77	0,24

(*) تم حساب عرض النقود الحقيقي بقسمة عرض النقود بمفهومه الواسع (M₂) على الرقم القياسي للأسعار.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على تقرير الإحصاءات السنوية 2018، مؤسسة النقد العربي السعودي، متاح على الموقع الإلكتروني: <http://www.sama.gov.sa/ar-sa/EconomicReports/Pages/YearlyStatistics.aspx>

انطلاقاً من معطيات الجدول نلاحظ أنّ تطور عرض النقود بمفهومه الواسع (M_2)، بالمملكة العربية السعودية متذبذب بمعدلات موجبة طول فترة الدراسة، حيث بلغ 3723,76 مليون ريال سعودي سنة 2001 ارتفع بنسبة 14,39% سنة 2002، ثم يرتفع بمعدل متسارع سنة 2004 مقارنة بسنة 2003 بنسبة بلغت 20,91%، ويرجع هذا التسارع في نمو العرض النقدي إلى زيادة حجم التسهيلات الائتمانية التي تقوم البنوك بتقديمها لدعم النشاط الاقتصادي للقطاع الخاص.

ينخفض مباشرة بعدها العرض النقدي إلى 9,4% سنة 2005 ويبلغ 6073,5 مليون ريال سعودي، ثم يرتفع بنسبة 17,7% سنة 2006 إلى ما يقارب 7149,93 مليون ريال سعودي حيث أدى توافر فرص الاستثمار لدفع المواطنين إلى زيادة توظيف مدخراتهم محلياً، والقيام بإعادة إدخال أموالهم من الخارج واستثمار جزء منها محلياً.

يواصل المعروض النقدي الارتفاع خلال السنوات الموالية حتى سنة 2008، حيث كان لارتفاعه آثار إيجابية على مختلف القطاعات الاقتصادية المحلية في المملكة وعلى الخدمات ومشاريع التنمية، ثم ينخفض سنة 2009 بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 ويصل إلى 9783,39 مليون ريال سعودي بنسبة وصلت إلى 3,32% مقارنة بالسنة السابقة. أما خلال السنوات (2011-2012) فنلاحظ أنه ارتفع إلى ما يقارب 11,32% و10,48% على التوالي، ما قد يُعزى إلى التحسّن في الطلب العالمي على مصادر الطاقة والتي تُمثّل إيرادات المملكة، ما ساهم في ارتفاعها إلى أرقام قياسية ساهمت في زيادة الإنفاق العام في المملكة، يصل إلى 15084,74 مليون ريال سعودي سنة 2014 بنسبة ارتفاع بلغت 12,06% عن سنة 2013.

ثم تنخفض النسبة سنتي 2015 و2016 بما لا يتعدى 1,4%، وفي سنة 2017 سجل عرض النقود في السعودية أعلى مستوى له منذ 20 شهراً، إذ وصل إلى 15461,27 مليون ريال سعودي، على الرغم من انخفاضه بنحو 0,18% عن سنة 2016، ويرجع نمو عرض النقود إلى ارتفاع الحركة التجارية في السنوات الأخيرة، ثم يرتفع بنسبة 0,24% سنة 2018 حيث يصل إلى ما يعادل 15498.7 مليون ريال سعودي.

الفرع الثالث: معدل التضخم (INF) (Inflation Rate)

يعتبر معدل التضخم مؤشراً اقتصادياً مهماً يعكس القوة الشرائية في أيّ مجتمع ويحمل الكثير من المعلومات، وهو كرقم مهمم بذاته ولا بد من قراءة الرقم ضمن اتجاهه، فليس كل تغيير في التضخم هو ضعف أو قوة في القدرة الشرائية بل بسبب سياسات اقتصادية سواء كانت مؤقتة أو مستدامة، طويلة الأجل أو قصيرة، أي يكون المعدل سالباً أو موجب الإشارة.

الجدول الموالي يبين تطوّر معدلات التضخم والرقم القياسي لأسعار المستهلك في السعودية خلال الفترة (2000-2018)، إذ يتم قياس التضخم بالاعتماد على مؤشر أسعار المستهلكين. والرقم المستخدم هو الرقم القياسي المرجح بكميات سنة الأساس (مؤشر الأسعار الذي يعتمد في حسابه على سلة ثابتة من السلع). كما تمّ حساب معدل التضخم من بيانات الرقم القياسي لأسعار المستهلك باعتبار سنة الأساس هي 2013، من خلال

$$.Inf = \frac{CPI_1 - CPI_0}{CPI_0} * 100$$

العلاقة:

ويتوقع أن يؤثر معدل التضخم سلبياً على نشاط السوق المالية السعودية التي تُعتبر من أكثر أسواق الدول الناشئة والنامية تطوراً ونشاطاً، إلا أنها الأقل من حيث معدلات التضخم.

الجدول رقم (3،4): تطور معدل التضخم في السعودية خلال الفترة (2000-2018)

السنوات	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI)	معدل التضخم
2000	73,8	-1,12
2001	72,8	-1,33
2002	72,9	0,09
2003	73,3	0,59
2004	73,5	0,30
2005	73,9	0,52
2006	75,4	1,97
2007	79,2	5,11
2008	83,8	5,75
2009	86,4	3,11
2010	90,5	4,79
2011	93,8	3,69
2012	96,5	2,83
2013	99,9	3,58
2014	102,2	2,25
2015	103,4	1,21
2016	105,6	2,12
2017	104,8	-0,80
2018	107,4	2,46

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الهيئة العامة للإحصاء، المملكة العربية السعودية، المكتبة الإحصائية: الرقم

القياسي لأسعار المستهلك، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.stats.gov.sa/ar/394>

من خلال بيانات الجدول أعلاه يتضح لنا أنّ السعودية شهدت معدلات تضخم موجبة لمعظم فترة الدراسة، حيث بلغ المعدل (-1,12) و(-1,33) سنتي 2000 و2001، يرتفع قليلاً إلى 0,09% سنة 2002 ليصل إلى 0,59% سنة 2003، لكن المعدل ينخفض ليصل إلى 0,52% سنة 2005؛ وهذا راجع إلى محاولة الدولة تحقيق استقرار في الأسعار وسعر صرف الريال، والعمل على توفير السيولة الكافية لجميع القطاعات الاقتصادية، وضمان سلامة النظام المالي من خلال إتباع سياسة نقدية انكماشية. ثم يواصل الاتجاه التصاعدي للمعدل حتى يبلغ أعلى معدل للتضخم تمّ تسجيله في السعودية سنة 2008 بمعدل قدره 5,75% بسبب الأزمة المالية العالمية الراهنة وما خلفته من آثار على الاقتصاديات العربية والسعودية بصفة خاصة.

وفي عامي 2010 و2011 بلغ معدل التضخم 4,79% و3,69% على التوالي، إلا أن هذه المعدلات أخذت في التراجع في السنوات الموالية إذ شهد النمو الاقتصادي للمملكة خلال سنة 2012 انخفاض إلى ما نسبته 2,83% مقارنة بما حققته خلال السنة التي تسبقها، وهذا ما يرجع إلى أنّ الإعفاءات الجمركية، وعدم وجود الضرائب على كثير من السلع المستوردة وتراجع الطلب الكلي، قادت إلى خفض أسعارها ما ساهم في تقليل معدلات التضخم. في المقابل بلغ المعدل 3,58% سنة 2013 و2,25% سنة 2014.

ينخفض معدل التضخم سنة 2015 إلى 1,21% ثمّ يُعاود الارتفاع من جديد سنة 2016، ويصل إلى 2,12% وهذا راجع لخفض الدولة دعم أسعار الوقود والكهرباء والمياه، لكنه ينخفض إلى (-0,8%) سنة 2017⁽¹⁾، وقد جاء هذا التراجع وفقاً لسياسات اقتصادية قامت بها الحكومة من أجل إعادة هيكلة كثير من المشاريع وإعادة ضبط الإنفاق، ولهذا ظهرت نتائج ذلك في معدل التضخم السالب.

بالإضافة إلى عوامل أخرى أبرزها ارتفاع سعر صرف الدولار ونمو مبيعات نقاط البيع واستمرار النمو في الناتج المحلي غير النفطي، وإتباع سياسة نقدية تهدف إلى تحقيق الاستقرار في الأسعار، ودعم مختلف القطاعات الاقتصادية بما يتلاءم مع التطورات الاقتصادية المحلية والعالمية، ودعم البنوك المحلية للقيام بدورها التمويلي في الاقتصاد المحلي. غير أنّ معدل التضخم يرتفع سنة 2018 ليصل إلى غاية 2,46% مقارنة بسنة 2017.

⁽¹⁾ حدث أول تضخم سلمي منذ تعديل سنة الأساس إلى عام 2007 وهو أول تضخم سلمي خلال تسع سنوات، علماً بأن التضخم السلمي كان انخفاض في الأسعار، ولا يعني فقط أن أسعار السلع والخدمات ارتفعت بوتيرة أقل.

الفرع الرابع: معدل الفائدة على الودائع (IR) Interest Rate On Deposit

تعتبر الودائع من العناصر المكونة للمحفظة الاستثمارية، وهي من أهم المؤشرات الاقتصادية التي تؤثر على القرارات الاستثمارية باعتبارها بديل قليل المخاطرة مقارنة بالأسهم، ويتوقع أن زيادة معدل الفائدة على الودائع لأجل سيؤثر سلبياً على مؤشر السوق المالية السعودية.

وقد تم استخدام أسعار الفائدة على الودائع المصرفية بالريال السعودي لثلاثة أشهر (بين البنوك) كون الدراسة تتمثل في بيانات فصلية (ربع سنوية) وهي للمدى القصير. والجدول الموالي يبين تطور معدل الفائدة على الودائع لأجل في السعودية خلال الفترة (2000-2018).

الجدول رقم (4،4): تطور معدل الفائدة على الودائع في السعودية خلال الفترة (2000-2018)

السنوات	معدل الفائدة على الودائع ^١	معدل النمو (%)	السنوات	معدل الفائدة على الودائع ^١	معدل النمو (%)
2000	6,4495	-	2010	0,7359	19,25-
2001	4,2245	34,50-	2011	0,6945	5,63-
2002	2,5301	40,11-	2012	0,9163	31,94
2003	2,1218	16,14-	2013	0,9532	4,03
2004	1,7343	18,26-	2014	0,9358	1,83-
2005	3,7539	116,45	2015	0,8797	5,99-
2006	5,0205	33,74	2016	2,0662	134,88
2007	4,9051	2,30-	2017	1,8117	12,32-
2008	3,2846	33,04-	2018	2,4510	35,28
2009	0,9113	72,26-			

^١ أسعار الفائدة على الودائع المصرفية بالريال السعودي (بين البنوك).

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على تقرير الإحصاءات السنوية 2018، مؤسسة النقد العربي السعودي، متاح على الموقع الإلكتروني: <http://www.sama.gov.sa/ar-sa/EconomicReports/Pages/YearlyStatistics.aspx>

من خلال بيانات الجدول أعلاه، يتبين لنا أن معدلات الفائدة على الودائع لأجل عرفت انخفاضات متتالياً خلال السنوات الأولى للدراسة بداية من سنة 2000، حيث بلغ المعدل 6,4495% وصل إلى ما يقارب 1,73% سنة 2004 بنسبة انخفاض بلغت 18,26% مقارنة بعام 2003، وذلك نتيجة للأحداث السياسية

والاقتصادية التي عرفتھا الفترة كأحداث سبتمبر عام 2001 وحرب أفغانستان أواخر 2001، بالإضافة إلى غزو العراق منتصف 2002 حتى سنة 2003. لترتفع أسعار الفائدة سنة 2005 إلى 3,75% بنسبة ارتفاع بلغت 116,45% مقارنة بسنة 2004، وذلك انعكاساً للسياسة النقدية الانكماشية المتبعة وتماشياً مع ارتفاع أسعار الفائدة في الأسواق الدولية.

تبدأ أسعار الفائدة في الانخفاض تدريجياً حتى تصل إلى معدل 0,91% سنة 2009 بنسبة انخفاض بلغت 72,26% مقارنة بسنة 2008، وذلك بسبب الأزمة المالية العالمية 2008 والتي أثرت على أسعار الفائدة في البنوك العالمية والمحلية، تبقى معدلات الفائدة على الودائع منخفضة سنتي (2010-2011) بنسبة وصلت إلى 0,7359% و 0,6945% على التوالي. إلا أنها ترتفع سنة 2012 إلى ما يقارب 0,91% بنسبة ارتفاع بلغت 31,9% مقارنة بسنة 2011، ما يعود إلى التحسن في الطلب العالمي على مصادر الطاقة إضافة إلى عودة الأموال التي كانت مستثمرة في الخارج، ما أدى طبعاً إلى الزيادة الكبيرة في الودائع.

ثم تُعاود الانخفاض من جديد عامي 2014-2015 لتنتعش الأسعار سنة 2016 وتصل إلى ما يعادل 2,0662%، حيث بلغ أقصى معدل نمو عرفته الأسعار بنسبة قارت 135% مقارنة بسنة 2015، وهذا نتيجة إلى استمرار الحكومة السعودية في إتباع سياسة نقدية تهدف إلى تحقيق الاستقرار المالي واستقرار الأسعار، ودعم البنوك المحلية للقيام بدورها التمويلي في الاقتصاد المحلي، ثم تنخفض سنة 2017 إلى 1,81% أي بنسبة ارتفاع بلغت 12,3% مقارنة بسنة 2016، ليصل معدل الودائع على الودائع إلى غاية 2,45% سنة 2018.

المطلب الثاني: تطور متغيرات الاقتصاد الكلي الأردني خلال الفترة (2000-2018)

يتميز الاقتصاد الأردني بأنه اقتصاد نام، يقوم على أساس المشروعات الحرة والخدمات التي تسهم بحوالي ثلثي قيمة الإنتاج الاقتصادي، ويعتمد الاقتصاد أساساً على الإنتاج المحلي، بالإضافة إلى الدعم الخارجي والمساعدات الأجنبية والحوالات المالية للمغتربين الأردنيين العاملين في الخارج. وقد مرّ الاقتصاد الأردني في الثمانينيات بظروف صعبة، متأثراً بالاتجاهات السلبية وبعض الأزمات التي سادت المنطقة كتفاقم وضع المديونية الخارجية، وتعمق الاختلالات الهيكلية في مختلف القطاعات الاقتصادية، وتزايد الضغوط على سعر صرف الدينار وأزمة الخليج. إلا أن الحكومة بادرت إلى تبني سياسات تصحيحية بهدف المعالجة الجذرية للاختلالات التي يعاني منها الاقتصاد.

وسنحاول في هذا المطلب التعرف على اقتصاد الأردن من خلال عدة متغيرات كلية أهمها الناتج المحلي الإجمالي وعرض النقود بمفهومه الواسع ومعدل التضخم وأسعار الفائدة على الودائع خلال الفترة (2000-2018).

الفرع الأول: الناتج المحلي الإجمالي (GDP)

تم استخدام بيانات الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة، ويتوقع أن يؤثر الناتج إيجابياً على مؤشر بورصة عمان. والجدول رقم (5،4) يبيّن تطور الناتج المحلي ومعدلات النمو السنوية في الأردن خلال الفترة (2000-2018):

الجدول رقم (5،4): تطور الناتج المحلي الإجمالي في الأردن خلال الفترة (2018-2000)

السنوات	الناتج المحلي الإجمالي (مليون دينار أردني)	معدل النمو (%)	السنوات	الناتج المحلي الإجمالي (مليون دينار أردني)	معدل النمو (%)
2000	4660,1	-	2010	8358,2	3,40
2001	4930	5,79	2011	8635,2	3,31
2002	5251,3	6,52	2012	8854,6	2,54
2003	5476,5	4,29	2013	9098,5	2,75
2004	5952,5	8,69	2014	9392,5	3,23
2005	6404,2	7,59	2015	9638,6	2,62
2006	6919,6	8,05	2016	9847,8	2,17
2007	7419,9	7,23	2017	10056,3	2,12
2008	7914,4	6,66	2018	10307,5	2,49
2009	8083,4	2,14			

تم استخدام الناتج المحلي الإجمالي بسعر الأساس الثابت (الحقيقي) لاستبعاد التضخم (سنة الأساس 1999).

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على موقع البنك المركزي الأردني، البيانات الإحصائية: الحسابات القومية، متاح على الموقع الإلكتروني: http://statisticaldb.cbj.gov.jo/index?action=level2&lang=ar&cat_id=21#

من خلال الجدول أعلاه، يلاحظ أنّ معدلات النمو للناتج المحلي الإجمالي كانت متزايدة خلال السنوات الأولى للدراسة حيث بلغ معدل النمو سنة 2001 نسبة 5,79% بمقدار 4930 مليون دينار أردني، ينخفض سنة 2003 بنسبة تعادل 4,29% عن السنة السابقة لها نتيجة لتفاوت أداء مختلف القطاعات الاقتصادية. إلا أن معدل نمو الناتج يرتفع بعدها خلال الفترة (2006-2004) إلى ما يقارب 8,7-8% حيث وصل الناتج المحلي الإجمالي إلى 6919,6 مليون دينار أردني سنة 2007، وهذا نتيجة لارتفاع حجم الاستثمارات في المملكة، مدفوعاً بزيادة الطلب العالمي على السلع والخدمات الأردنية واسترداد الثقة بالدينار الأردني.

وبالرغم من تداعيات الأزمة المالية العالمية سنة 2008، إلا أنّ الاقتصاد الأردني حقق نتائج إيجابية، حيث بلغ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي نسبة 6,66% مقارنة بسنة 2007، بالرغم من تأثره أيضاً بالصدمات الخارجية والمتمثلة في الارتفاع الأسعار العالمية للطاقة والمواد الغذائية. يتراجع الناتج سنة 2009 إلى ما يعادل 8083,4 مليون دينار أردني بنسبة بلغت 2,14% مقارنة بسنة 2008، وهذا يعود إلى هبوط في الصادرات السلعية وانخفاض حوالات العاملين والمساعدات الخارجية تزامناً مع الأزمة المالية الراهنة. ترتفع معدل النمو قليلاً سنة 2010 لتبلغ 3,4%، ويصل الناتج إلى 8358,2 مليون دينار وهذا يدل على بدء تعافي الاقتصاد من الأزمة المالية لسنة 2008. أما سنة 2012 فقد وصل الناتج المحلي الإجمالي الأردني إلى 8854,6 مليون دينار أردني بنسبة ارتفاع بلغت 2,54% مقارنة بسنة 2011، وهذا على الرغم من أعقاب الأزمة المالية لسنة 2008 وتوالي الاضطراب السياسي في سوريا، وما نجم عنه من تدفق لمئات الآلاف من اللاجئين ما شكّل ضغطاً كبيراً على الاقتصاد الوطني، يرتفع الناتج سنة 2014 بنسبة بلغت 3,23% عن سنة 2013، ما يدل على تحسّن أداء الاقتصاد الأردني ونجاح سياسة الإصلاح الاقتصادي التي تبنتها الحكومة.

ينخفض الأداء في السنوات الأخيرة بدءاً من سنة 2015، حيث بلغ النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي 2,62% بمقدار 9638,6 مليون دينار أردني، ما يعود إلى التأثير بالأجواء السياسية المضطربة في المنطقة واستمرار انقطاع إمدادات الغاز المصري للأردن، ثم يصل معدل نمو الناتج سنة 2017 إلى نسبة 2,12% مقارنة بسنة 2016 ليلعب 10056,3 مليون دينار أردني، أما سنة 2018 فقد بلغ الناتج مقدار 10307,5 مليون دينار أردني، وقد جاء هذا النمو كمحصلة لتفاوت أداء مختلف القطاعات الاقتصادية كالصناعات الاستخراجية والزراعة.

الفرع الثاني: عرض النقود بمفهومه الواسع (M₂) Money Supply

سيتم استخدام عرض النقود بمعناه الواسع حيث يرى بعض الاقتصاديين أنه أكثر دقة من ناحية علاقته بالدخل القومي، وبنفس الوقت يمكن استخدامه كوسيلة للرقابة على السيولة من قبل السلطة النقدية، إذ يعتبر أهم مؤشرات السيولة المحلية وله تأثير على الأسواق المالية، حيث نتوقع حسب النظرية الاقتصادية أنّ له تأثير إيجابي على مؤشر السوق المالية. والجدول رقم (6،4) يوضح تطور عرض النقود بمفهومه الواسع في الأردن خلال الفترة (2018-2000):

الجدول رقم (4،6): تطور عرض النقود بمفهومه الواسع في الأردن خلال الفترة (2000-2018)

السنوات	عرض النقود بمفهومه الواسع (مليون دينار)	العرض النقدي (M ₂)*	معدل النمو (%)
2000	7434,7	110,800	-
2001	7866,1	115,170	3,94
2002	8419,1	120,964	5,03
2003	9495,7	133,367	10,25
2004	10571,4	144,616	8,43
2005	12364,7	163,123	12,80
2006	14109,7	175,276	7,45
2007	15606,8	185,134	5,62
2008	18304,2	190,470	2,88
2009	20013,3	209,783	10,14
2010	22306,7	223,067	6,33
2011	24118,9	231,467	3,77
2012	24945,1	229,064	-1,04
2013	27363,4	239,819	4,70
2014	29240,4	249,066	3,86
2015	31605,5	271,525	9,02
2016	32876,2	284,642	4,83
2017	32957,6	276,258	-2,95
2018	33359,3	267,516	-3,16

(*) تم حساب عرض النقود الحقيقي بقسمة عرض النقود بمفهومه الواسع (M₂) على الرقم القياسي لأسعار المستهلك.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على موقع البنك المركزي الأردني، البيانات الإحصائية: النقود والبنوك، متوفر على الموقع الإلكتروني: http://statisticaldb.cbj.gov.jo/index?action=level2&lang=ar&cat_id=19

يُلاحظ أنّ معدل النمو السنوي للعرض النقدي الحقيقي في الأردن كان متذبذباً بين الارتفاع والانخفاض خلال فترة الدراسة الممتدة ما بين (2000-2018)، حيث بلغت نسبة الارتفاع سنة 2001 ما يعادل 5,8% مقارنة بسنة 2000، ترتفع النسبة إلى 12,79% سنة 2003 بما يعادل معروض نقدي قدره 9495,7 مليون دينار أردني، الأمر الذي يعود إلى تسريع وتيرة النمو الاقتصادي والحد من الضغوط التضخمية من قبل الحكومة.

ينخفض سنة 2004 ثمّ يرتفع معدل النمو سنة 2005 إلى ما يقارب 16.96% مقارنة بسنة 2004؛ ما يعزى إلى ارتفاع أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي والتي أدت إلى ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع بالدينار، ممّا شجع على زيادة حجم الودائع الادخارية ولأجل. ينخفض المعروض النقدي في السنوات التالية 2006-2007 حتى يصل إلى أعلى معدل نمو بلغ 17.28% في ظل الأزمة المالية العالمية سنة 2008 حيث عمد البنك المركزي إلى الحفاظ على مستويات مرتفعة من عرض النقد لتحفيز الاقتصاد.

ثمّ يشهد عرض النقود انخفاضاً سنة 2009 إلى ما يقارب 13,3 مليون دينار أردني بنسبة 9,34% عن سنة 2008، كما نلاحظ أنّه كان في حدود 24118,9 مليون دينار أردني سنة 2011، أي أقلّ بحوالي 8,12% عمّا كان عليه نهاية سنة 2010؛ وهذا دليل على أنّ السياسة النقدية ما تزال متماسكة وسرعة تداول النقود آخذة في التراجع. ينخفض سنة 2012 إلى ما يعادل 3,43% عن سنة 2011، ثمّ يعود إلى الارتفاع سنة 2013 حيث يبلغ 27363,4 مليون دولار بنسبة قاربت 9,7% مقارنة بسنة 2012.

كما نلاحظ أنّ نمو العرض النقدي في الأردن سجّل تباطؤاً وصل إلى غاية 4,02% سنة 2016، مقارنة بنحو 6,89% و 8,09% لنمو السيولة المحلية خلال عامي 2014 و 2015 على التوالي، حيث أتى ارتفاع السيولة المحلية بشكل طفيف نتيجة لارتفاع مكونات السيولة وهي الودائع والنقد المتداول، أي ارتفاع كل من بند صافي الموجودات المحلية لدى البنوك المرخصة ولدى البنك المركزي؛ إذ بلغ مقدار الارتفاع 142.2 مليون دينار وبنسبة 0.5% ومقدار 1,317 مليار دينار وبنسبة 22.8% على التوالي⁽¹⁾. أما سنتي 2017 و 2018 فقد بلغ العرض النقدي ما يعادل 276,258 و 267,516 مليون دينار أردني على التوالي، حيث حقق انخفاض بنسبة 2,95% و 3,16% مقارنة بالسنة السابقة.

⁽¹⁾ موقع جريدة لوسيل، 2.8% تباطؤ نمو السيولة المحلية في الأردن العام الماضي، مقال بتاريخ 17 أفريل 2017، قطر، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://lusailnews.qa/article/19/04/2017/>، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2018/11/11، الساعة: 17:27.

الفرع الثالث: معدل التضخم (INF) (Inflation Rate)

في الأردن يعتمد الرقم القياسي لأسعار المستهلك على مسح نفقات ودخل الأسرة في تحديد السلع والخدمات، ويتم تركيب الأرقام القياسية لتكاليف المعيشة باستخدام أسعار المستهلك التي تُجمع شهرياً لعينة من مختلف السلع والخدمات التي تُباع في محلات تجزئة مختارة ومُحددة في كلِّ مدينة، استناداً للأوزان التي تمَّ تحديدها من نتائج دراسة مسح نفقات ودخل الأسرة لسنة 2010. حيث تستخدم معادلة لاسبير في حساب الأرقام القياسية، بالإضافة إلى استخدام التصنيف الدولي (COICOP) والمنهجيات والتوصيات الدولية⁽¹⁾. ويتوقع أن يؤثر معدل التضخم سلبياً على المؤشر العام للبورصة، والجدول الموالي يوضح التطور السنوي للرقم القياسي للأسعار ومعدلات التضخم للفترة (2000-2018).

الجدول رقم (4،7): تطور معدلات التضخم في الأردن خلال الفترة (2000-2018)

السنوات	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (*) (CPI)	معدل التضخم	السنوات	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (*) (CPI)	معدل التضخم
2000	67,1	0,6	2010	100	4,84
2001	68,3	1,79	2011	104,17	4,17
2002	69,6	1,90	2012	108,87	4,52
2003	71,2	2,30	2013	114,12	4,82
2004	73,1	2,67	2014	117,43	2,90
2005	75,8	3,69	2015	116,40	-0,88
2006	80,5	6,20	2016	115,5	-0,78
2007	84,3	4,72	2017	119,3	3,29
2008	96,1	13,97	2018	124,7	4,53
2009	95,4	-0,74			

(*) تمَّ حساب معدل التضخم باستخدام العلاقة: $Inf = \frac{CPI_1 - CPI_0}{CPI_0} \times 100$ على أساس 2010=100.

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على موقعي البنك المركزي الأردني ودائرة الإحصاءات العامة.

⁽¹⁾ موقع دائرة الإحصاءات العامة، الأرقام القياسية، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://dosweb.dos.gov.jo/ar/economic/price-indices>، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2018/11/11، الساعة: 17:15.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أنّ معدلات التضخم عرفت معدلات موجبة ومتقاربة خلال السنوات الأولى من الدراسة (2000-2006) حيث بلغت سنة 2000 ما يعادل 0,6% ارتفعت إلى غاية 6,2% سنة 2006، ليبلغ التضخم أعلى مستوى له سنة 2008 خلال فترة الأزمة المالية العالمية بمعدل بلغ 13,97%، وبمعدل سالب بلغ (-0,74%) سنة 2009 حيث انحسرت الضغوط التضخمية تفاعلاً مع تداعيات الأزمة المالية العالمية مدعومة بتراجع أسعار السلع الأولية عالمياً خاصة النفط.

ثم يرتفع معدل التضخم في الأردن سنة 2010 بنسبة 4,8% بتأثير من ارتفاع أسعار مجموعة من السلع الأساسية والخدمية، أبرزها النقل والإيجارات والوقود واللحوم والدواجن والسكر، ينخفض بنسبة طفيفة سنة 2011 إلى ما يعادل 4,17% متأثراً بسياسات الدعم الحكومي لأسعار بعض السلع الأساسية خاصة النفطية. ليُعاود الارتفاع من جديد سنة 2013 إلى ما يقارب 4,82% حيث تمكن الاقتصاد الأردني من التصدي للتداعيات السلبية للاضطرابات السياسية والاجتماعية من أجل الحفاظ على مستوى مقبول في مستويات التضخم في ظل تحرير أسعار المشتقات النفطية.

إلا أنّ مستويات التضخم بدأت في التراجع ابتداءً من سنة 2014 حيث بلغ المعدل 2,9% نتيجة لتلاشي أثر تحرير أسعار المشتقات النفطية على المستوى العام للأسعار وانخفاض أسعار النفط العالمي، لتصل مستويات التضخم إلى أدنى مستوياتها وبقيم سالبة سنتي 2015 و2016 حيث بلغ المعدل (-0,88%) و (-0,78%) على التوالي، وهذا راجع إلى تراجع أسعار النفط والسلع والخدمات في الأسواق العالمية وانعكاسها على الأسواق المحلية خاصة أسعار الغذاء.

إلا أنه ارتفع سنتي 2017 و2018 إلى ما يقارب 3,29% و4,94% على التوالي؛ وذلك انعكاساً للارتفاع في أسعار النفط والغذاء في الأسواق العالمية، إضافةً إلى حزمة الإجراءات التصحيحية التي اتخذتها الحكومة الأردنية بداية عام 2017 كإلغاء الإعفاءات الضريبية على العديد من السلع والخدمات.

الفرع الرابع: معدل الفائدة على الودائع (IR) Interest Rate On Deposits

تمثل سعر الفائدة المستخدمة في الدراسة معدل أسعار الفائدة على الودائع لأجل لثلاثة أشهر كون الدراسة تتمثل في بيانات فصلية (ربع سنوية) للمدى القصير. والتي تمّ اعتمادها من البنك المركزي الأردني، ويتوقع أن زيادة سعر الفائدة على الودائع لأجل سيؤثر سلبياً على مؤشر السوق المالية. والجدول الموالي يبين تطور سعر الفائدة على الودائع في الأردن خلال الفترة (2000-2018):

الجدول رقم (8،4): تطور أسعار الفائدة على الودائع لأجل في الأردن للفترة (2000-2018)

السنوات	سعر الفائدة على الودائع لأجل	معدل النمو (%)	السنوات	سعر الفائدة على الودائع لأجل	معدل النمو (%)
2000	6,55	-	2010	3,4	-19,62
2001	5,19	-20,76	2011	3,46	1,76
2002	3,97	-23,51	2012	4,19	21,10
2003	2,75	-30,73	2013	4,97	18,62
2004	2,49	-9,45	2014	4,11	-17,30
2005	3,52	41,37	2015	3,06	-25,55
2006	5,13	45,74	2016	3,04	-0,65
2007	5,56	8,38	2017	3,8	25,00
2008	5,66	1,80	2018	4,73	24,47
2009	4,23	-25,27			

(*) أسعار الفائدة المعتمدة هي الوسط المرجح لأسعار الفائدة على الودائع لأجل (المرخصة لدى البنوك).

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادًا على موقع البنك المركزي الأردني.

عرف أسعار الفائدة على الودائع لأجل معدلات نمو سالبة خلال الفترة (2000-2004)، حيث بلغت معدلات الفائدة 6,55% سنة 2000 انخفض إلى 2,49% سنة 2004 أي بنسبة انخفاض بلغت 9,45% مقارنة بسنة 2003، والذي قد يعزى إلى انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق العالمية؛ مما أدى بالبنك المركزي إلى تخفيض أسعار الفائدة على أدوات سياسته النقدية، وكذلك لعدم وجود ضغوط تضخمية في السوق المحلي. لتعود إلى الارتفاع من جديد مع حلول سنة 2005 حيث وصل معدل الفائدة إلى 2,52% بنسبة ارتفاع 41,31% مقارنة بسنة 2004، بسبب ارتفاع أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي حيث قام البنك المركزي برفع أسعار الفائدة على كافة أدوات سياسته النقدية، ما انعكس على أسعار الفائدة على الودائع لأجل لدى البنوك المرخصة.

ومن ثم واصلت الارتفاع إلى عام 2008، لتتخفص عامي 2009 و2010 حيث بلغ معدل النمو ما يقارب (-25.55%) سنة 2009، وهذا بسبب توقعات انخفاض النشاط الاقتصادي وتفاعلاً مع تداعيات الأزمة المالية العالمية، كما نلاحظ أنّ معدل الفائدة على الودائع لأجل يُواصل اتجاهه التصاعدي خلال الفترة (2011-2013) حيث بلغ أعلى معدل للفائدة سنة 2013 ما نسبته 4,97% بمعدل نمو سنوي قُدر بـ 18,62% مقارنة بسنة 2012، وهذا لحرص السلطات النقدية والبنوك الأردنية خلال السنوات الأخيرة على تقارب أسعار الفائدة على الودائع بالدينار الأردني والدولار بشكل كبير مع إيجاد فارق هامش صغير.

لكن أسعار الفائدة تنخفض خلال الفترة (2014-2016) إذ واصل البنك المركزي حرصه على توفير السيولة اللازمة لحفز النشاط الاقتصادي، من أجل الإبقاء على سياسة نقدية تيسيرية، ثمّ تقفز أسعار الفائدة على الودائع لأجل إلى ما يقارب 3,8% سنتي 2017 و2018 بنسبة ارتفاع بلغت 25% و24,47% على التوالي، ويعزى هذا الارتفاع على اعتبار أنّ أسعار الفائدة المرتفعة تُشجع عملية الادخار وتعتبر أداة أساسية لمكافحة التضخم، إلا أن ارتفاعها على القروض سيرفع من تكلفة الاستثمار ويُخفض من جاذبية الاستثمار في أسواق الأسهم والسندات والعقارات ما يُؤثر على الاقتصاد المحلي الأردني.

المبحث الثالث: اختبار فرضيات الدراسة وتطبيق نموذج الانحدار الذاتي ذات الفجوات الزمنية المبطة (ARDL)

سيتم اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة باستخدام اختبار جذر الوحدة ديكي فولر الموسع (ADF) واختبار فيليبس بيرون (PP)، ثم سيتم اختبار طبيعة العلاقة طويلة والقصيرة الأجل بالاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي ذات الفجوات الزمنية المبطة (ARDL)، وهذا بالنسبة للسوق المالية السعودية وبورصة عمان خلال الفترة (2000-2018).

المطلب الأول: دراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر السوق المالية السعودية للفترة (2018-2000)

سيتم في هذا المطلب دراسة تأثير المتغيرات المفسرة المختارة وهي: الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود بمفهومه الواسع، أسعار الفائدة على الودائع لأجل ومعدل التضخم بالإضافة إلى المتغير الوهمي والذي يمثل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، على المتغير التابع والذي يمثل مؤشر السوق المالي السعودية خلال الفترة (2000-2018)، في نموذج قياسي تمت صياغته بمعادلة انحدار متعدد، حيث سيتم أولاً دراسة استقرارية متغيرات الدراسة من أجل تحديد النموذج الأنسب ثم تطبيق اختبارات النموذج حسب المنهجية الواردة سابقاً.

الفرع الأول: نتائج اختبار سكون السلاسل الزمنية (Unit-Root Tests)

بعد أن عرضنا عدة اختبارات لاستقرارية السلاسل الزمنية سيتم الاكتفاء فقط باختبار جذر الوحدة (*) ديكي فولر الموسع (ADF) وفيليبس بيرون (PP)، لكن بعد تحديد فترات الإبطاء المناسبة.

أولاً: اختيار فترات الإبطاء المناسبة لنموذج الدراسة الأول

من أجل اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للدراسة يجب أولاً تحديد فترات التباطؤ (Lag Length) لضمان خلو الحد العشوائي من الارتباط الذاتي، من خلال الاعتماد على أهم المعايير وهي: معيار شوارز (Schwarz) وأكايك (Akaike) وهنالك كوين (Hannan & Quinn Criterion). وهذا ما سنعرضه في الجدول الموالي:

(*) اختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية: المعنى الاقتصادي لهذا الاختبار هو الحصول على تقديرات حقيقية للعلاقة بين متغيرات النموذج وليست تقديرات زائفة، والتي تنعكس في عدم وجود علاقة منطقية بين المتغيرات، في حين أن معامل التحديد للعلاقة الزائفة يكون كبير جداً، بالإضافة إلى تجنب حدوث مشكلة الارتباط الذاتي بين متغيرات النموذج بمعنى ارتباطهم عشوائياً، فاختبار جذر الوحدة يقيس استقرار السلسلة الزمنية ويبين العلاقة المعنوية لهذا الاستقرار بين السلاسل الزمنية.

الجدول رقم (4،9): نتائج اختبار فترات الإبطاء لنموذج الدراسة الأول

فترة الإبطاء	البيان
Lag= 2	مؤشر السوق L(index)
Lag= 7	الناتج المحلي الإجمالي L(gdp)
Lag= 5	عرض النقود L(M ₂)
Lag= 4	معدل التضخم (inf)
Lag= 4	أسعار الفائدة على الودائع (IR)
Lag= 1	الأزمة المالية العالمية Cris

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.

من خلال بيانات الجدول أعلاه يتضح لنا جلياً أن فترة الإبطاء المناسبة لمتغيرات نموذج الدراسة الأول هي فترتي إبطاء بالنسبة للمتغير التابع (مؤشر السوق)، وخمس فترات إبطاء بالنسبة لعرض النقود بمفهومه الواسع وفترة إبطاء واحدة بالنسبة للمتغير الوهمي (الأزمة المالية العالمية)، وأربع فترات إبطاء بالنسبة لكل من معدل التضخم وأسعار الفائدة على الودائع، أما بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي فقد أظهر الاختبار أنّ له سبع فترات إبطاء.

ثانياً: نتائج اختبار ديكي فولر الموسع (Augmented Dickey-Fuller Test (ADF)

تم إجراء اختبار ديكي فولر الموسع (Augmented Dickey-Fuller (ADF) على كل من المستوى (level) والفرق الأول (First Difference) عند مستوى معنوية 5% باستخدام الحد الثابت (Intercept)، القاطع والاتجاه العام (Trend and Intercept) وبدونهما (None)، وفي حالة استقرار المتغير عند المستوى لا يتم اللجوء إلى اختبار استقراره عند الفرق الأول أو الفرق الثاني وتتوقف العملية عندما تكون الاحتمال أقل من 5% عند أيّ نموذج. حيث اختبرت الفرضيتين:

$$\left[\begin{array}{ll} \mathbf{H}_0: \delta = 0 & \longrightarrow \text{الفرضية العدمية: وجود جذر الوحدة أي أنّ السلسلة غير مستقرة} \\ \mathbf{H}_1: \delta \neq 0 & \longrightarrow \text{الفرضية البديلة: عدم وجود جذر الوحدة أي أنّ السلسلة مستقرة} \end{array} \right.$$

الجدول رقم (10،4): نتائج اختبار جذر الوحدة للنموذج الأول للدراسة باستخدام Augmented

Dickey-Fuller Test

المتغير		باستخدام	قيمة ADF	الاحتمال	القرار
Ln(index _t) (المتغير التابع)	المستوى	الاتجاه والقاطع	-2.053488	0.5625	غير مستقر
		القاطع	-2.309737	0.1717	غير مستقر
		بدونهما	0.999710	0.9150	غير مستقر
	الفرق الأول	الاتجاه والقاطع	-6.899387*	0.0000	غير مستقر
		القاطع	-6.815949*	0.0000	غير مستقر
		بدونهما	-6.775315	0.0000	مستقر
Ln(GDP _t)	المستوى	الاتجاه والقاطع	-2.851265	0.1846	غير مستقر
		القاطع	-1.778046	0.3883	غير مستقر
		بدونهما	3.153132	0.9995	غير مستقر
	الفرق الأول	الاتجاه والقاطع	-4.50369*	0.0030	غير مستقر
		القاطع	-4.439388	0.0006	مستقر
Ln(M _{2t})	المستوى	الاتجاه والقاطع	-0.125536	0.9935	غير مستقر
		القاطع	-2.119675	0.2378	غير مستقر
		بدونهما	1.760805	0.9804	غير مستقر
	الفرق الأول	الاتجاه والقاطع	-3.222720	0.0883	مستقر
		القاطع	-2.398157	0.1459	غير مستقر
(Inf _t)	المستوى	الاتجاه والقاطع	-3.938245	0.0153	غير مستقر
		القاطع	-4.041583	0.0021	مستقر
(IR _t)	المستوى	الاتجاه والقاطع	-2.178594	0.4938	غير مستقر
		القاطع	-2.414013	0.1415	غير مستقر

	الفرق الأول	بدونهما	-1.511985	0.1215	غير مستقر
		الاتجاه والقاطع	-3.767009*	0.0241	غير مستقر
		القاطع	-3.618832*	0.0076	غير مستقر
		بدونهما	-3.665889	0.0004	مستقر
(Cris)	المستوى	الاتجاه والقاطع	-1.873249	0.6584	غير مستقر
		القاطع	-1.099679	0.7121	غير مستقر
		بدونهما	0.000000	0.6795	غير مستقر
		الاتجاه والقاطع	-8.547491*	0.0000	غير مستقر
		القاطع	-8.602325*	0.0000	غير مستقر
		بدونهما	-8.544004	0.0000	مستقر
القيم الجدولية	النسبة	%1	%5	%10	
	الاتجاه والقاطع	-4.094550	-3.47530	-3.1650	
	القاطع	-3.527045	-2.90356	-2.5882	
	بدونهما	-2.598416	-1.94552	-1.6137	

(*) تكون احتمالية القاطع أو الاتجاه العام غير معنوية عند 5% Ln: اللوغاريتم الطبيعي.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.

تدل نتائج اختبار جذر الوحدة وفق الجدول أعلاه، أن السلاسل الزمنية لكل من لوغاريتم المؤشر العام للسوق $\ln(\text{index})$ ومعدل الفائدة على الودائع لأجل (IR) والأزمة المالية العالمية لسنة 2008 (Cris) غير مستقرة عند المستوى واستقرت عند الفرق الأول بدون القاطع والاتجاه ما يعني رفض الفرضية العدمية بأن هذه السلاسل مستقرة عند المستوى لكنها مستقرة عند الفرق الأول. أما لوغاريتم العرض النقدي $\ln(M_2)$ ولوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي $\ln(\text{GDP})$ فلم تكن أيضاً مستقرة عند المستوى، أي أنه يوجد جذر وحدة مما استدعى الأخذ بالفرق الأول لتستقر عندها هذه المتغيرات باستخدام القاطع، أما معدل التضخم Inf فقد استقر عند المستوى باستخدام القاطع ولا يوجد به جذر وحدة وذلك عند معنوية 5%.

وقد تمّ ذلك من خلال مقارنة القيمة المحسوبة بالقيمة الجدولية لها لاختبار ديكي فولر (أخذت بالقيمة المطلقة) على أساس نسبة 5%، مما يعني رفض فرضية العدم لخلو بعض السلاسل الزمنية من جذر الوحدة عند فروقها الأولى والأخرى عند المستوى. وبالتالي فإن متغيرات الدراسة ليست ساكنة كلها عند الفرق الأول (1)I، ما يستدعي القيام بإعداد نموذج الإنحدار الذاتي للإبطاء الموزع Autoregressive Distributed Lag Model (ARDL).

ثالثاً: نتائج اختبار فيليبس بيرون (Phillips Perron Test (PP)

تم إجراء اختبار فيليبس بيرون (PP) بنفس منهجية ديكي فولر الموسع (ADF) كذلك على كل من المستوى (level) والفرق الأول (First Difference) عند مستوى معنوية 5% باستخدام الحد الثابت (Intercept)، القاطع والاتجاه العام (Trend and Intercept) وبدونهما (None)، وفي حالة استقرار المتغير عند المستوى لم يتم اللجوء إلى اختبار استقراره عند الفرق الأول أو الفرق الثاني.

الجدول رقم (4،11): نتائج اختبار جذر الوحدة للنموذج الأول للدراسة باستخدام فيليبس بيرون

Phillips Perron Test (PP)

المتغير		باستخدام	قيمة PP	الاحتمال	القرار
Ln(index _t) (المتغير التابع)	المستوى	الاتجاه والقاطع	-2.009754	0.5864	غير مستقر
		القاطع	-2.286474	0.1790	غير مستقر
		بدونهما	0.774934	0.8787	غير مستقر
	الفرق الأول	الاتجاه والقاطع	-6.99347*	0.0000	غير مستقر
		القاطع	-6.91758*	0.0000	غير مستقر
		بدونهما	-6.879857	0.0000	مستقر
Ln(GDP _t)	المستوى	الاتجاه والقاطع	-4.535642	0.0026	مستقر
Ln(M _{2t})	المستوى	الاتجاه والقاطع	-0.012281	0.9954	غير مستقر
		القاطع	-2.619456	0.0936	غير مستقر
		بدونهما	5.011844	1.0000	غير مستقر

	الفرق الأول	الاتجاه والقاطع	-18.51524	0.0001	مستقر
(Inf _t)	المستوى	الاتجاه والقاطع	-12.40370	0.0001	غير مستقر
		القاطع	-12.38616	0.0001	غير مستقر
		بدوئهما	-10.46126	0.0000	مستقر
(IR _t)	المستوى	الاتجاه والقاطع	-2.269918	0.4446	غير مستقر
		القاطع	-3.001638	0.0393	غير مستقر
		بدوئهما	-2.474952	0.0138	مستقر
(Cris)	المستوى	الاتجاه والقاطع	-1.873249	0.6584	غير مستقر
		القاطع	-1.099679	0.7121	غير مستقر
		بدوئهما	0.000000	0.6795	غير مستقر
	الفرق الأول	الاتجاه والقاطع	-8.54749*	0.0000	غير مستقر
		القاطع	-8.60232*	0.0000	غير مستقر
		بدوئهما	-8.544004	0.0000	مستقر
القيم الجدولية	النسبة	%1	%5	%10	
	الاتجاه والقاطع	-4.085092	-3.47085	-3.16245	
	القاطع	-3.520307	-2.90067	-2.5876	
	بدوئهما	-2.596160	-1.94519	-1.61394	

(*) تكون احتمالية القاطع أو الاتجاه العام غير معنوية عند 5%. Ln: اللوغاريتم الطبيعي.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.

يُظهر لنا الجدول أعلاه والخاص بنتائج اختبار فيليبس بيرون (PP)، أن السلاسل الزمنية لكلّ من لوغاريتم المؤشر العام للسوق $\ln(\text{index})$ ، ولوغاريتم العرض النقدي $\ln(M_2)$ والأزمة المالية (Cris) لم تكن مستقرة عند المستوى، وعليه تمّ رفض الفرضية العدمية أي أنه يوجد جذر وحدة ممّا استدعى الأخذ بالفرق الأول حيث استقر عرض النقود باستخدام القاطع والاتجاه أما الأخرين فبدونهما، أما لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي $\ln(\text{GDP})$ وأسعار الفائدة على الودائع IR ومعدل التضخم Inf فقد استقرت عند المستوى بدون استخدام القاطع والاتجاه ماعدا الناتج المحلي الذي استقر بدونهما وذلك عند معنوية 5%، وهذا يعني أن هذه المتغيرات ساكنة عند المستوى والسلسلة الزمنية مستقرة ولا يوجد جذر وحدة.

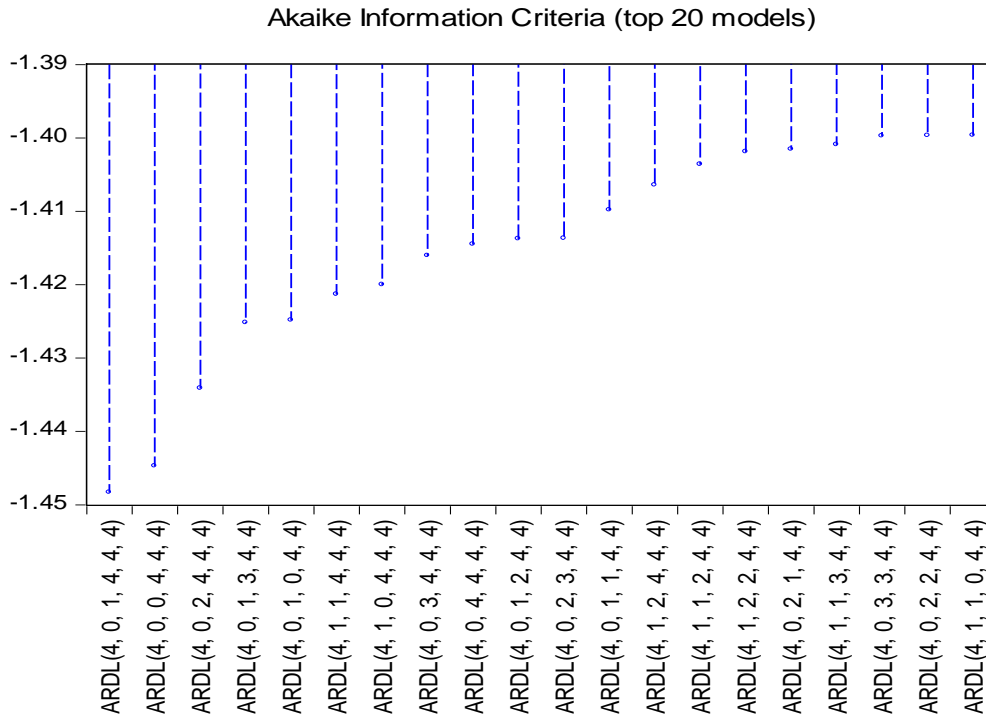
الفرع الثاني: تقدير نموذج الانحدار الذاتي ذات الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)

يتم تقدير النموذج الأول للدراسة الخاص بتأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية (الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود بمفهومه الواسع، معدل التضخم، معدل الفائدة على الودائع لأجل والأزمة المالية العالمية لسنة 2008) على مؤشر السوق المالية السعودية باستخدام برنامج Eviews 9 وذلك وفق الخطوات التالية:

أولاً: تحديد فترات الإبطاء المثلى (الفجوات الزمنية المثلى)

يُعتبر نموذج الانحدار الذاتي ذات الفجوات الزمنية الموزعة شديد الحساسية لفترات الإبطاء، وبعد إجراء الاختبار باستخدام برنامج Eviews 9 تمّ الحصول على أفضل عشرين (20) نموذجاً والتي تتسم بأقل قيمة لمعيار AIC، ومن خلال الاختبار نلاحظ أنّ فترات إبطاء المتحصل عليها هي $\text{ARDL}(4, 0, 1, 4, 4, 4)$ ، أي أربع فترات إبطاء لكلّ من لوغاريتم المؤشر العام للسوق وأسعار الفائدة على الودائع لأجل ومعدل التضخم ومتغير الأزمة المالية العالمية، وفترة إبطاء واحدة بالنسبة للوغاريتم عرض النقود وصفر فترة إبطاء للوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي، وذلك كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (2،4): تحديد فترات التباطؤ للنموذج الأول



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

ثانياً: نتائج اختبار تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM)

سوف نقوم بتقدير تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية على مؤشر السوق المالية السعودية، باستخدام نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM)، وهو منهج بديل لطريقة انجل وجرانجر وينطوي على تقديري معالم النموذج على المدى القصير والطويل في معادلة واحدة⁽¹⁾، وتتم صياغة نموذج (UECM) ضمن إطار نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، حيث كانت نتائج التقدير موضحة في الجدول التالي:

⁽¹⁾ أنظر الملحق رقم (9) ص: 352.

الجدول رقم (4،12): نتائج اختبار تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد للنموذج الأول

UECM

المتغير	المعامل	الانحراف المعياري	الإحصائية (t)	الاحتمال
LN Index(-1)	0.811472	0.119643	6.782419	0.0000*
LN GDP	-0.880486	0.478953	-1.838354	0.0721
LN M ₂	1.711477	0.769685	2.223609	0.0308*
INF	0.017708	0.013931	1.271153	0.2097
IR	0.148076	0.065635	2.256056	0.0286*
DUM	-0.802270	0.206699	-3.881349	0.0003*
C	8.190309	8.193459	0.999616	0.3224
R-squared	0.965619			
Adjusted R-squared	0.950183			
F-statistic	62.55496		Prob (F-statistic) 0.0000	
Durbin-Watson stat	2.093076			

Ln : اللوغاريتم الطبيعي، (*) معنوي عند 5%.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج 9 Eviews.

تُشير نتائج الاختبارات الإحصائية لمعادلة الانحدار الموضحة في الجدول أعلاه، أنّ النسبية للنموذج المقدر من خلال معامل التحديد مرتفعة وتعادل (R=0.965)، وتوضح أنّ المتغيرات المستقلة (المفسرة) تُفسر 96.5% من التغيرات الحاصلة في مؤشر السوق العام للسوق المالية السعودية، و3.5% المتبقية تعود إلى متغيرات أخرى لم يتم إدراجها في النموذج.

كما تُشير النتائج إلى أنّ العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة ليست زائفة، حيث بلغت قيمة اختبار (F-Stat) الإحصائية 62.55496 وهي معنوية عند مستوى الدلالة أقل بكثير من 1%. كما تبين النتائج أنّ النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي المتسلسل للبواقي باستخدام إحصائية Durbin-Stat Watson حيث بلغت قيمته الإحصائية (2.093).

ثالثاً: نتائج تقدير نموذج الأجل الطويل (ARDL) Cointegrating And Long Run Form

تم تقدير معاملات الأثر طويلة الأجل (المرونات) وفق معادلة النموذج الأول⁽¹⁾، وكانت النتائج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (4،13): نتائج تقدير الأجل الطويل للنموذج الأول

المتغير	Ln(GDP)	Ln(M ₂)	(INF)	(IR)	Cris	C
المعلمة المقدر	2.12493	2.03457	0.27801	-0.00138	-0.91474	19.76622
T الإحصائية	-1.93562	4.079767	2.94362	-0.02988	-3.81601	1.01228
الاحتمال	0.0587	0.0002*	0.0049*	0.9763	0.0004*	0.3164

Ln : اللوغاريتم الطبيعي، C: الحد الثابت. (*) معنوي عند 5%.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.

من خلال نتائج الجدول أعلاه يمكن صياغة معادلة النموذج كما يلي:

$$\ln(index) = 19,76622 + 2,12493Ln(GDP) + 2,03457Ln(M_2) + 0,27801(Inf) - 0,00138(IR) - 0,91474Cris$$

تُظهر لنا معادلة الأجل الطويل لمتغيرات النموذج أن كل المتغيرات المفسرة معنوية عند 5% ماعدا سعر الفائدة على الودائع لأجل والحد الثابت، ونستدل من نتائج التقدير ما يلي:

- وجود تأثير إيجابي للوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي $\ln(GDP)$ على المؤشر العام للسوق المالية السعودية $\ln(Index)$ في المدى الطويل، حيث بلغت المرونة الجزئية للناتج المحلي الإجمالي قيمة (2,12493)، لكنه تأثير غير معنوي ما ينفي وجود تأثير للناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق المالية السعودية أي أنه لا يفسر التغيرات الحاصلة في المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل الطويل.

⁽¹⁾ أنظر الملحق رقم (10) ص: 353.

✓ وهذا ما ينفي صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير إيجابي للناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق المالية السعودية في الأجل الطويل.

- وجود تأثير إيجابي (معنوي) بالنسبة لعرض النقود بمفهومه الواسع $\ln(M_2)$ على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل الطويل، إذ بلغت المرونة الجزئية (2,03457)؛ أي أنّ زيادة عرض النقود بنسبة 1% ستؤدي إلى ارتفاع المؤشر العام للسوق بمقدار 2,03457% مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، وهذا ما يتفق مع الدراسات السابقة والنظرية الاقتصادية، إذ أنّ زيادة المعروض النقدي سيؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، حيث أنّ المستثمرين يتخلون عن الاستثمار في السندات لتدني عوائدها، واللجوء إلى الاستثمار في الأسهم نظراً للعائد الأكبر المتوقع، مما يُساعد على رفع مستوى أسعار الأسهم في السوق المالي. وهذا ما يتفق مع دراسة (Al-Bashtawi (2006)، دراسة النيف (2018) بالنسبة لبورصة عمان، في حين كانت العلاقة سلبية بين المؤشر العام للسوق وعرض النقود في كلّ من دراسة فراج (2004)، (Humpe (2009) ودراسة (Haruna and al. (2013)، وكذلك دراسة (Mahmoud Barakat and al. (2016) التي خلّصت إلى وجود علاقة تكاملية بين المتغيرين لبورصة تونس ومصر، أما دراسة (Al-Jafari et al. (2011) لاختبار العلاقة السببية التي عاجلت فيها العلاقة طويلة الأجل، توصلت إلى عدم وجود علاقة سببية بين مؤشر السوق وعرض النقود.

✓ وهذا ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير إيجابي للعرض النقدي بمفهومه الواسع ومؤشر السوق المالية السعودية في الأجل الطويل.

- وجود تأثير إيجابي (معنوي) لمعدل التضخم (Inf) على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل الطويل، إذ بلغ المعامل (0,27801) أي أنّ كل ارتفاع لمعدل التضخم بنسبة 1% ستؤدي إلى زيادة مؤشر السوق بنسبة تعادل 0,27801% مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، ويمكن تفسير العلاقة الموجبة بين المتغيرين إلى أنّ المضاربين في حالة التضخم يلجؤون إلى التحوط (Hedging)، وذلك بزيادة الطلب على الأسهم التي يتوقع أن تكون أرباحها الموزعة المستقبلية مرتفعة، مقارنة بأسعار الفائدة في الودائع والسندات التي تبقى ثابتة حتى في مستويات التضخم المرتفعة، وهذه الزيادة في الطلب تؤول إلى ارتفاع أسعار الأسهم في السوق المالي. وهذه النتيجة تتعارض مع ما توصلت إليه دراسة فراج (2004) ويتفق مع كلّ من دراسة صلاح أبو النصير (2016) ودراسة البازعي وديابي (1999) بالنسبة للسوق المالية السعودية، ودراسة (Horobet and Dumitrescu (2007) التي طبقت على أربع دول من أوروبا الوسطى والشرقية، ودراسة (Haruna and al. (2013). أما

كلّ من دراسة (Yu Hsing (2013) بالنسبة لبورصة اليابان ودراسة Faiza Saleem and Mohd Norfian (2017) في السوق المالي الباكستاني فقد وجدت أنّ العلاقة عكسية بين المتغيرين.

✓ وهذا ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير إيجابي لمعدل التضخم على مؤشر السوق المالية السعودية في الأجل الطويل.

- وجود تأثير سلبي لأسعار الفائدة على الودائع لأجل (IR) على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل الطويل، حيث أظهرت المعادلة أنّ المعامل يساوي (-0,00138) مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، لكنه غير معنوي ما ينفي وجود تأثير لأسعار الفائدة على مؤشر السوق أي أنه لا يفسر التغيرات الحاصلة في المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل الطويل.

✓ وهذا ما ينفي الفرضية التي تنص على وجود تأثير سلبي لأسعار الفائدة على الودائع لأجل على مؤشر السوق المالية السعودية في الأجل الطويل.

- وجود تأثير سلبي (معنوي) لمتغير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 (Cris) على مؤشر السوق المالية السعودية في الأجل الطويل حيث بلغ المعامل يساوي (-0,91474)، وهذا يعني أنه في حالة وجود أزمة مالية فإنّ مؤشر السوق سينخفض بنسبة 0,91474% مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة. ويرجع ذلك إلى حالة الركود الاقتصادي الذي أصاب الاقتصاد العالمي والاقتصاد السعودي على حدّ سواء، وذلك خلال السنوات التي تلت الأزمة المالية لسنة 2008، خاصة إذا علمنا أن الاقتصاديات الخليجية والاقتصاد السعودي على وجه الخصوص، يعتمد على إيرادات تصدير النفط والمشتقات البترروكيمياوية التي تأثرت أسعارها سلباً مع بداية الأزمة، مقابل التراجع الحاد في الطلب العالمي عليها، ما كان له تأثير سلبي على أداء السوق المالية السعودية.

✓ وهذا ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير سلبي للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على مؤشر السوق المالية السعودية في الأجل الطويل.

- إشارة الحد الثابت (C) موجبة وتتلاءم مع النظرية الاقتصادية في حالة ثبات بقية العوامل المفسرة، وذلك نتيجة لوجود حجم معين من معاملات السوق المالية لا تتأثر بالتغير في المؤشرات الاقتصادية الكلية.

رابعاً: نتائج منهجية اختبار الحدود للتكامل المشترك (اختبار ARDL Bounds Test)

للتحقق من وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج تم الاعتماد على منهجية اختبار الحدود للتكامل المشترك نتائج الاختبار موضحة في الجدول أدناه، حيث تم اختبار الفرضيتين:

$$\left\{ \begin{array}{l} \mathbf{H_0:} \quad \alpha_1 + \alpha_2 + \alpha_3 + \alpha_4 = 0 \quad \longrightarrow \quad \text{الفرضية العدمية: لا توجد علاقة طويلة الأجل} \\ \mathbf{H_1:} \quad \alpha_1 + \alpha_2 + \alpha_3 + \alpha_4 \neq 0 \quad \longrightarrow \quad \text{الفرضية البديلة: توجد علاقة طويلة الأجل} \end{array} \right.$$

عند استخراج النتائج نقوم بمقارنة إحصائية (F-Stat) المحسوبة مع القيم الجدولية والتي تأخذ قيمتين حرجتين (قيمة الحد الأعلى والأدنى) ونميز بين ثلاث حالات:

- إذا كانت (F-Stat) المحسوبة أكبر من قيمة الحد الأعلى نقول أنّ هنالك علاقة تكامل مشترك؛
- إذا كانت (F-Stat) المحسوبة أقل من قيمة الحد الأدنى نقول بعدم وجود علاقة تكامل مشترك؛
- إذا كانت (F-Stat) المحسوبة تقع بين قيمتي الحد الأعلى والحد الأدنى نقول أنّ هنالك حالة شك في وجود علاقة تكامل مشترك.

والجدول الموالي يبين نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك للنموذج الأول⁽¹⁾ الخاص بالسوق المالية السعودية:

الجدول رقم (4،14): نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك (Bounds Test) للنموذج الأول

النموذج	F-statistic	K	
ARDL	4.089422	5	
مستوى المعنوية	Critical Value Bounds		
	القيمة الدنيا (Lower Bound)	القيمة الأعلى (Upper Bound)	
	10%	2.26	3.35
	5%	2.62	3.79
	2.5%	2.96	4.18
1%	3.41	4.68	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.

⁽¹⁾ أنظر الملحق رقم (11) ص: 354.

تُشير نتائج الاختبار إلى أنّ قيمة (F-Stat) المحسوبة تساوي 4.089422، وهي أكبر من القيمة الجدولية الأعلى 3,79 عند مستوى 5%، ممّا يعني رفض فرضية عدم القائلة بعدم وجود تكامل مشترك، وقبول الفرضية البديلة والتي تُقر بوجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات النموذج الأول، أما قيمة (K) والتي تعادل (5) فتشير إلى عدد المتغيرات المستقلة في النموذج.

خامساً: نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد (Restricted ECM) للعلاقة قصيرة الأجل

والذي تمّ فيه بناء نموذج متجه تصحيح الخطأ للعلاقة في المدى القصير أو التذبذب قصير المدى حول اتجاه العلاقة في المدى البعيد، بحيث يتمّ تقدير العلاقة في المدى القصير بإدخال البواقي المقدرة في انحدار المدى الطويل كمتغير مستقل مُؤخر بفترة واحدة، والذي يؤمّن الربط الديناميكي بين المتغيرات قصيرة الأجل والمستويات طويلة الأجل لمتغيرات النموذج أثناء عملية التعديل (Adjustment) للوصول إلى التوازن طويل الأجل، وذلك وفق العلاقة التالية:

$$\Delta \ln(index_t) = C + \Delta \ln(GDP_t) + \beta_1 \Delta \ln(M2_t) + \beta_2 \Delta (Inf_t) + \beta_3 \Delta (IR_t) + \beta_5 \Delta Cris_t + \beta_6 ECM_{t-1}$$

وقد كانت النتائج المتحصل عليها موضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (15،4): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد ARDL لحركيات المدى القصير

للمنموذج الأول

المتغير	المعلمة المقدرة	الإحصائية (t)	الاحتمال
D(LNINDEX(-1))	0.225831	1.873585	0.0670
D(LNINDEX(-2))	0.525935	4.245325	0.0001*
D(LNINDEX(-3))	0.366750	2.650790	0.0108*
D(LNGDP)	-0.880486	-1.838354	0.0721
D(LNM2)	1.711477	2.223609	0.0308*
D(INF)	0.017708	1.271153	0.2097
D(INF)	-0.026402	-2.311138	0.0251*
D(INF)	-0.023366	-1.943198	0.0577
D(INF)	-0.021256	-1.600205	0.1160
D(IR)	0.148076	2.256056	0.0286*

D(IR(-1))	0.293085	2.848291	0.0064*
D(IR(-2))	-0.215315	-3.134738	0.0029*
D(IR(-3))	0.086588	2.127459	0.0384*
D(CRIS)	-0.802270	-3.881349	0.0003*
D(CRIS(-1))	-0.982714	-3.661450	0.0006*
D(CRIS(-2))	-0.213813	-0.658644	0.5132
D(CRIS(-3))	0.717576	3.052967	0.0037*
Coint Eq(-1)	-0.414359	-5.782321	0.0000*

Ln : اللوغاريتم الطبيعي، (*) معنوية عند 5%.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.

تُشير نتائج الاختبار إلى أنّ قيمة معلمة حد تصحيح الخطأ ECM تعادل (-0.414359)، والتي تكشف عن عودة المتغير التابع نحو قيمته التوازنية في المدى الطويل وهي معنوية عند مستوى الدلالة 5%، وهو ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين متغيرات الدراسة، أي أنّ المؤشر العام للسوق المالية السعودية يتعدّل نحو قيمته التوازنية في كل فترة زمنية (مُحددة بفصل أي ثلاثة أشهر) بنسبة من اختلال التوازن المتبقي من الفترة (t-1) بمقدار 41,4%، أي عندما ينحرف مؤشر السوق خلال الفترة قصيرة الأجل في الفترة السابقة (t-1)، عن قيمته التوازنية في الأجل الطويل فإنه يمكن تصحيح ما يُعادل 41,4% من هذا الاختلال في الفترة (t) إلى أن يصل إلى التوازن في المدى الطويل؛ وفترة العودة نحو التوازن تُقدر بـ 0.414359/1 أي بعد حوالي فصلين و12 يوم تقريباً سنقع في حالة التوازن، هذا من ناحية.

كما تُشير نتائج الجدول من ناحية أخرى إلى العلاقة الموجودة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، حيث يتبين لنا أنّ كل المتغيرات معنوية خلال فترة الدراسة ما عدا الناتج المحلي D(GDP) ومعدل التضخم D(Inf).

أما بالنسبة لمرونات الأجل القصير فتشير إلى أن:

- لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي Ln(gdp) يؤثر تأثيراً سلبياً على مؤشر السوق المالية السعودية عكس اتجاه العلاقة طويلة الأجل، حيث بلغ المعامل (-0,880486) مع ثبات العوامل الأخرى، لكنه غير معنوي ما ينفي وجود تأثير للناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق أي أنه لا يفسر التغيرات الحاصلة في المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل القصير.

✓ وهذا ما ينفي الفرضية التي تنص على وجود تأثير إيجابي للناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق المالية السعودية في الأجل القصير.

- لوغاريتم العرض النقدي $\ln(M2)$ يؤثر تأثيراً إيجابياً (معنوي) على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في المدى القصير بنفس اتجاه العلاقة في الأجل الطويل، حيث كان المعامل يساوي (1,711477)، أي أنّ زيادة عرض النقود بنسبة 1% ستؤدي إلى ارتفاع المؤشر العام للسوق بمقدار 1,711477% مع ثبات العناصر الأخرى، وتعزى العلاقة الطردية بينهما إلى ارتفاع أسعار الأسهم الناتج عن الانخفاض في أسعار الفوائد، وهذا نتيجة لأن زيادة عرض النقد سيؤدي إلى زيادة مستوى الاستثمار بسبب انخفاض تكلفة الإقراض، والذي يؤثر بدوره على مستوى أرباح الشركات مما يرفع من أسعار الأسهم في السوق المالي. وهذا ما يتعارض مع ما توصلت إليه دراسة (Humpe and Macmillan (2009)، ودراسة (Haruna and al. (2013)، ويتفق مع أغلب الدراسات التي وجدت بأن العلاقة التي تربط الرقم القياسي لأسعار الأسهم بالعرض النقدي طردية كدراسة (Mahmoud Barakat and al. (2016) ودراسة النيف (2018)، أما دراسة صلاح أبو النصير (2016) فقد أظهرت عدم وجود تأثير للمعرض النقدي على مؤشر السوق المالية السعودية.

✓ وهذا ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير إيجابي للعرض النقدي بمفهومه الواسع ومؤشر السوق المالية السعودية في الأجل القصير.

- معدل التضخم (Inf) يؤثر تأثيراً إيجابياً على مؤشر السوق المالية السعودية في الأجل القصير بنفس اتجاه العلاقة في الأجل الطويل، حيث أشارت المعادلة إلى أنّ معامل المرونة يساوي (0,017708) مع ثبات العوامل الأخرى ثابتة، لكن تأثيره غير معنوي ما ينفي وجود تأثير لمعدل التضخم على مؤشر السوق في المدى القصير أي أنه لا يفسر التغيرات الحاصلة في المؤشر العام للسوق المالية السعودية في المدى القصير. وهذا ما يتوافق مع نتائج دراسة (Dercio and Patricia (2018) التي لم تجد أي تأثير لمعدل التضخم في سوق ماليزيا.

✓ وهذا ما ينفي صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير إيجابي لمعدل التضخم على مؤشر السوق المالية السعودية في الأجل القصير.

- معدل الفائدة على الودائع لأجل (IR) يؤثر تأثيراً إيجابياً (معنوي) مع المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل القصير، حيث بلغت قيمة المعامل (0,148076) وهذا بعكس اتجاه العلاقة في الأجل الطويل، أي أنّ

ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع لأجل بنسبة 1% ستؤدي إلى ارتفاع المؤشر العام للسوق المالي السعودي بمقدار 0,148076% مع ثبات العوامل الأخرى، وهذا ما لا يتوافق مع النظرية الاقتصادية حيث أنه من المفروض عند ارتفاع معدلات الفائدة سيتجه المستثمرون إلى استثمار أموالهم في السندات والودائع البنكية، ما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم ويساعد على انخفاض أسعارها في السوق المالي، كما أن ارتفاع معدلات الفائدة تؤدي إلى زيادة تكاليف الاقتراض لدى الشركات ما يُخفض من أرباحها، ومنه انخفاض أسعار الأسهم في السوق المالي. وهذا يتعارض مع ما جاءت به نتائج دراسة كل من فراج (2004) و (Humpe 2009) ودراسة (Yu Hsing 2013)، Faiza Saleem and Mohd Norfian (2017) في السوق المالي الباكستاني، ويتفق مع ما جاءت به دراسة (Horobet 2007) التي خلصت إلى إيجابية العلاقة بين معدل الفائدة على الودائع ومؤشر السوق.

✓ وهذا ما ينفي الفرضية التي تنص على وجود تأثير سلبي لأسعار الفائدة على الودائع لأجل على مؤشر السوق المالية السعودية في الأجل القصير.

- الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 (Cris) تؤثر تأثيراً سلبياً (معنوي) في الأجل القصير على المؤشر العام للسوق المالية السعودية، حيث بلغت قيمة المعامل (-0,802270) وهي بنفس اتجاه العلاقة في الأجل الطويل، وهذا التأثير السلبي يعني أنه في حالة حدوث أزمة مالية فإن المؤشر العام للسوق المالية السعودية سينخفض بنسبة يقارب 0,802270%.

وهذا راجع للأداء الهش للسوق المالية السعودية أمام تداعيات الأزمة المالية، لدرجة أنها خسرت خلال الربع الأخير من سنة 2008 أكثر مما خسرت الأسواق المالية الأكثر ارتباطاً بالأزمة المالية، ويعزى ذلك إلى غياب الشفافية والمعلومات الرسمية وإلى ضعف كفاءة السوق المالية السعودية مقارنةً بالأسواق الرئيسية، كما لا يمكن إغفال الدور الإعلامي السلبي الذي فشل في التعامل مع تدفقات أخبار وتطورات الأزمة المالية بصورة محايدة، أدى في أحيان كثيرة إلى تضخيم آثارها على تعاملات الأسواق المالية الخليجية عموماً، والسوق المالية السعودية تحديداً.

✓ وهذا ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير سلبي للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على مؤشر السوق المالية السعودية في الأجل القصير.

والجدول الموالي يُلخص نتائج اختبار الدراسة القياسية على السوق المالية السعودية حسب الفرضيات ومدى قبولها أو رفضها وذلك في الأجلين القصير والطويل:

الجدول رقم (4،16): نتائج اختبار فرضيات الدراسة في الأجلين القصير والطويل للنموذج الاول

النتيجة	طبيعة التأثير	العلاقة	الفرضيات	
نرفض الفرضية	إيجابي (غير معنوي)	طويلة الأجل	يوجد تأثير إيجابي للناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق المالية السعودية	الأولى
نرفض الفرضية	سلي (غير معنوي)	قصيرة الأجل		
نقبل الفرضية	إيجابي (معنوي)	طويلة الأجل	يوجد تأثير إيجابي لعرض النقود بمفهومه الواسع على مؤشر السوق المالية السعودية	الثانية
نقبل الفرضية	إيجابي (معنوي)	قصيرة الأجل		
نقبل الفرضية	إيجابي (معنوي)	طويلة الأجل	يوجد تأثير إيجابي لمعدل التضخم على مؤشر السوق المالية السعودية	الثالثة
نرفض الفرضية	إيجابي (غير معنوي)	قصيرة الأجل		
نرفض الفرضية	سلي (غير معنوي)	طويلة الأجل	يوجد تأثير سلبي لأسعار الفائدة على الودائع لأجل على مؤشر السوق المالية السعودية	الرابعة
نرفض الفرضية	إيجابي (معنوي)	قصيرة الأجل		
نقبل الفرضية	سلي (معنوي)	طويلة الأجل	يوجد تأثير سلبي للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على مؤشر السوق المالية السعودية	الخامسة
نقبل الفرضية	سلي (معنوي)	قصيرة الأجل		

المصدر: من إعداد الباحثة.

المطلب الثاني: دراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر بورصة عمان (2000-2018)

سيتم في هذا المطلب دراسة تأثير المتغيرات المفسرة المختارة وهي: الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود بمفهومه الواسع، أسعار الفائدة على الودائع لأجل ومعدل التضخم بالإضافة إلى المتغير الوهمي والذي يمثل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، على المتغير التابع والذي يمثل مؤشر بورصة عمان خلال الفترة (2000-2018)، في نموذج قياسي تمت صياغته بمعادلة انحدار متعدد، حيث سيتم أولاً دراسة استقرارية متغيرات الدراسة من أجل تحديد النموذج الأنسب ثم إجراء اختبارات النموذج.

الفرع الأول: نتائج اختبار سكون السلاسل الزمنية (Unit-Root Tests)

بعد أن عرضنا عدة اختبارات لاستقرارية السلاسل الزمنية سيتم الاكتفاء فقط باختبار جذر الوحدة ديكي فولر الموسع (ADF) واختبار فيليبس بيرون (PP)، لكن بعد تحديد فترات الإبطاء المناسبة. أولاً: اختيار فترات الإبطاء المناسبة لمتغيرات الدراسة

من أجل اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للدراسة يجب أولاً تحديد فترات التباطؤ (Lag Length) لضمان خلو الحد العشوائي من الارتباط الذاتي، من خلال الاعتماد على معايير أهم المعايير وهي: معيار شوارز (Schwarz) وأكايك (Akaike) وهنالك كوين (Hannan & Quinn Criterion). وهذا ما سنعرضه في الجدول الموالي:

الجدول رقم (4،17): نتائج اختبار فترات الإبطاء لنموذج الدراسة الثاني

فترة الإبطاء	البيان
Lag=2	مؤشر السوق L(index)
Lag=5	الناتج المحلي الإجمالي L(gdp)
Lag=1	عرض النقود L(M ₂)
Lag=3	معدل التضخم (inf)
Lag=3	أسعار الفائدة على الودائع (IR)
Lag=1	الأزمة المالية Cris

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.

من خلال بيانات الجدول أعلاه يتضح لنا جلياً أن فترة الإبطاء المناسبة لمتغيرات الدراسة هي فترتي إبطاء بالنسبة للمتغير التابع (مؤشر السوق)، وفترة إبطاء واحدة بالنسبة لعرض النقود بمفهومه الواسع والمتغير الوهمي (الأزمة

المالية العالمية لسنة 2008)، وثلاث فترات إبطاء بالنسبة لأسعار الفائدة على الودائع لأجل ومعدل التضخم، أما بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي فقد أظهر الاختبار أنّ له خمس فترات إبطاء.

ثانياً: نتائج اختبار ديكي فولر الموسع (Augmented Dickey-Fuller Test (ADF)

تم إجراء اختبار ديكي فولر الموسع (Augmented Dickey-Fuller (ADF) على كل من المستوى (level) والفرق الأول (First Difference) عند مستوى معنوية 5% باستخدام الحد الثابت (Intercept)، القاطع والاتجاه العام (Trend and Intercept) وبدونهما (None)، وفي حالة استقرار المتغير عند المستوى لا يتم اللجوء إلى اختبار استقراره عند الفرق الأول أو الفرق الثاني وتتوقف العملية عندما تكون الاحتمال أقل من 5% عند أي نموذج. حيث اختبرت الفرضيتين:

{	$H_0: \delta = 0$ →	الفرضية العدمية: وجود جذر الوحدة أي أنّ السلسلة غير مستقرة
	$H_1: \delta \neq 0$ →	الفرضية البديلة: عدم وجود جذر الوحدة أي أنّ السلسلة مستقرة

الجدول رقم (4،18): نتائج اختبار جذر الوحدة للنموذج الثاني للدراسة باستخدام (Augmented Dickey-Fuller Test)

المتغير		باستخدام	قيمة ADF	الاحتمال	القرار
Ln (index _t) (المتغير التابع)	المستوى	الاتجاه والقاطع	-1.953795	0.6163	غير مستقر
		القاطع	-2.367301	0.1545	غير مستقر
		بدونهما	0.455949	0.8105	غير مستقر
	الفرق الأول	الاتجاه والقاطع	-5.622582	0.0001	مستقر
Ln (GDP _t)	المستوى	الاتجاه والقاطع	-0.906719	0.9491	غير مستقر
		القاطع	-2.655435	0.0870*	مستقر
Ln(M _{2t})	المستوى	الاتجاه والقاطع	-0.654	0.9725	غير مستقر
		القاطع	-2.391919	0.01474	غير مستقر
		بدونهما	4.784359	1.0000	غير مستقر

		القاطع	-13.716	0.0000	مستقر
(Inf _t)	المستوى	الاتجاه والقاطع	-8.843753	0.0000*	غير مستقر
		القاطع	-8.900059	0.0000	مستقر
(IR _t)	المستوى	الاتجاه والقاطع	-3.838403	0.0199*	غير مستقر
		القاطع	-3.934458	0.0030	مستقر
(Cris)	المستوى	الاتجاه والقاطع	-1.873249	0.6584	غير مستقر
		القاطع	-1.099679	0.7121	غير مستقر
		بدونهما	0.000000	0.6795	غير مستقر
	الفرق الأول	الاتجاه والقاطع	-8.54749*	0.0000	غير مستقر
		القاطع	-8.60232*	0.0000	غير مستقر
		بدونهما	-8.544004	0.0000	مستقر
القيم الجدولية			%1	%5	%10
		الاتجاه والقاطع	-4.086877	-3.47169	-3.16294
		القاطع	-3.521579	-2.90121	-2.58798
		بدونهما	-2.596586	-1.94526	-1.61391

(*) تكون احتمالية القاطع أو الاتجاه العام غير معنوية عند 5%. Ln: اللوغاريتم الطبيعي.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.

دلت نتائج اختبار جذر الوحدة والتي يشير إليها الجدول أعلاه، أن السلاسل الزمنية لكل من لوغاريتم المؤشر العام للسوق $\ln(\text{index})$ والعرض النقدي بمفهومه الواسع $\ln(M_2)$ ومتغير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 (Cris) لم تكن مستقرة عند المستوى، وعليه تم رفض الفرضية العدمية بأن السلاسل الزمنية غير ساكنة عند المستوى (Nonstationary)، أي أنه يُوجد جذر وحدة ما استدعى الأخذ بالفرق الأول لتستقر عندها هذه المتغيرات، أما كل من الناتج المحلي الإجمالي $\ln(\text{GDP})$ ومعدل التضخم (Inf) ومعدل الفائدة على الودائع لأجل (IR)

فقد استقرت عند المستوى باستخدام القاطع عند معنوية 5%، وهذا يعني أن هذه المتغيرات ساكنة عند المستوى والسلسلة الزمنية مستقرة ولا يوجد جذر وحدة.

وقد تمّ ذلك من خلال مقارنة القيمة المحسوبة بالقيمة الجدولية لها (أخذت بالقيمة المطلقة) على أساس نسبة 5%، مما يعني رفض فرضية العدم لخلو بعض السلاسل الزمنية من جذر الوحدة عند فروقها الأولى والأخرى عند المستوى. وبالتالي فإن متغيرات الدراسة ليست ساكنة كلها عند الفرق الأول $I(1)$ ، ما يستدعي القيام بإعداد نموذج الإندثار الذاتي للإبطاء الموزع (Autoregressive Distributed Lag Model (ARDL) وخاصة استقرار المتغير التابع على الفرق لأول والذي هو من شروط استخدام هذا النموذج.

ثانياً: نتائج اختبار فيليبس بيرون (Phillips Perron Test) (PP)

تم إجراء اختبار فيليبس بيرون (PP) بنفس منهجية ديكي فولر الموسع (ADF) كذلك على كل من المستوى (level) والفرق الأول (Firs Difference) عند مستوى معنوية 5% باستخدام الحد الثابت (Intercept)، القاطع والاتجاه العام (Trend and Intercept) وبدونهما (None)، وفي حالة استقرار المتغير عند المستوى لم يتم اللجوء إلى اختبار استقراره عند الفرق الأول أو الفرق الثاني.

الجدول رقم (4،19): نتائج اختبار جذر الوحدة للنموذج الثاني للدراسة باستخدام فيليبس بيرون (Phillips Perron Test) (PP)

المتغير		باستخدام	قيمة PP	الاحتمال	القرار
Ln (index _t) (المتغير التابع)	المستوى	الاتجاه والقاطع	-1.482952	0.82469	غير مستقر
		القاطع	-1.953299	0.3067	غير مستقر
		بدونهما	0.538650	0.8302	غير مستقر
	الفرق الأول	الاتجاه والقاطع	-5.439450	0.0002*	غير مستقر
		القاطع	-5.346783	0.0000*	غير مستقر
		بدونهما	-5.385516	0.0000	مستقر
Ln (GDP _t)	المستوى	الاتجاه والقاطع	-5.122253	0.0004	مستقر
Ln(M _{2t})		الاتجاه والقاطع	-0.328889	0.9884	غير مستقر

	المستوى	القاطع	-2.719105	0.0755	غير مستقر
		بدونهما	4.970585	1.0000	غير مستقر
		الاتجاه والقاطع	-10.07422	0.0000*	مستقر
(Inf _t)	المستوى	الاتجاه والقاطع	-8.844260	0.0000*	غير مستقر
		القاطع	-8.900069	0.0000	مستقر
(IR _t)	المستوى	الاتجاه والقاطع	-2.541880	0.3078	غير مستقر
		القاطع	-2.874630	0.0531*	مستقر
(Crist)	المستوى	الاتجاه والقاطع	-1.937785	0.6249	غير مستقر
		القاطع	-1.099679	0.7121	غير مستقر
		بدونهما	0.000000	0.6795	غير مستقر
	الفرق الأول	الاتجاه والقاطع	-8.54747*	0.0000	غير مستقر
		القاطع	-8.60232*	0.0000	غير مستقر
		بدونهما	-8.544004	0.0000	مستقر
القيم الجدولية			%1	%5	%10
	الاتجاه والقاطع	-4.08687	-3.4716	-3.1629	
	القاطع	-3.52157	-2.9012	-2.5879	
	بدونهما	-2.59658	-1.9452	-1.6139	

(*) تكون احتمالية القاطع أو الاتجاه العام غير معنوية عند 5% Ln: اللوغاريتم الطبيعي.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.

يُظهر لنا الجدول أعلاه نتائج اختبار فيليبس بيرون (PP) والتي تُماثل تقريباً نتائج اختبار ديكي فولر (ADF)، أن السلاسل الزمنية لكلٍّ من لوغاريتم المؤشر العام للسوق $\ln(\text{index})$ ، لوغاريتم العرض النقدي $\ln(M_2)$ ، ومتغير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 لم تكن مستقرة عند المستوى، وعليه تمّ رفض الفرضية العدمية بأن السلاسل الزمنية غير ساكنة عند المستوى، أي أنه يوجد جذر وحدة مما استدعى الأخذ بالفرق الأول لتستقر

عندها هذه المتغيرات، أما الناتج المحلي الإجمالي $\ln(\text{GDP})$ ومعدل التضخم (Inf) وأسعار الفائدة على الودائع لأجل (IR) فقد استقرت عند المستوى باستخدام القطاع عند معنوية 5%، وهذا يعني أن هذه المتغيرات ساكنة عند المستوى والسلسلة الزمنية مُستقرة ولا يوجد جذر وحدة.

الفرع الثاني: تقدير نموذج الانحدار الذاتي ذات الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)

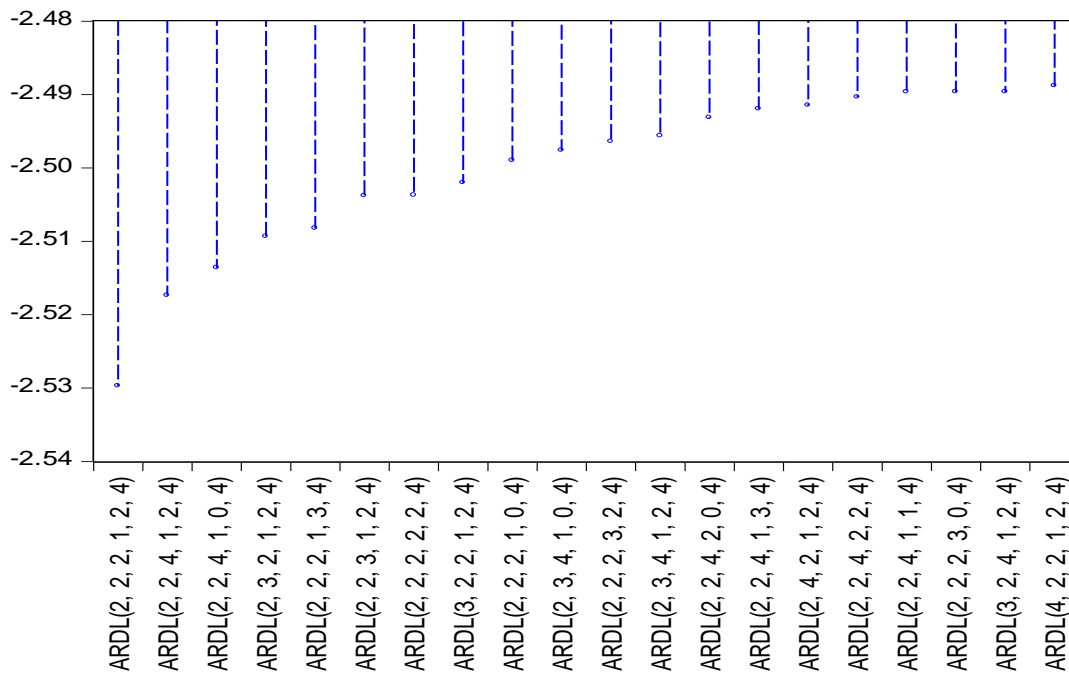
يتم تقدير النموذج الأول للدراسة الخاص بتأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية (الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود بمفهومه الواسع، معدل التضخم، معدل الفائدة على الودائع لأجل والأزمة المالية العالمية) على مؤشر بورصة عمّان باستخدام برنامج Eviews 9 وذلك وفق الخطوات التالية:

أولاً: تحديد فترات الإبطاء المثلى (الفجوات الزمنية المثلى)

يُعتبر نموذج الانحدار الذاتي ذات الفجوات الزمنية الموزعة شديد الحساسية لفترات الإبطاء، وبعد إجراء الاختبار يقوم بتحديد فترات الإبطاء تلقائياً، حيث كانت فترة الإبطاء المتحصل عليها في النموذج المختار $\text{ARDL}(2, 2, 2, 1, 2, 4)$: فترتين إبطاء لكل من مؤشر السوق والناتج المحلي الإجمالي وعرض النقود بمفهومه الواسع وأسعار الفائدة على الودائع لأجل، وفترة إبطاء واحدة بالنسبة لمعدل التضخم وأربع فترات إبطاء لمتغير الأزمة المالية العالمية، كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (3،4): تحديد فترات التباطؤ للنموذج الثاني

Akaike Information Criteria (top 20 models)



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

ثانياً: نتائج اختبار تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM):

سنقوم بتقدير تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية على مؤشر بورصة عمان، باستخدام نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM)⁽¹⁾، وقد تمت صياغة نموذج (UECM) ضمن إطار نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، حيث كانت نتائج التقدير الخاصة بالنموذج القياسي الثاني موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (20،4): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد UECM للنموذج الثاني

المتغير	المعامل	الانحراف المعياري	الإحصائية (t)	الاحتمال
LnINDEX(-1)	1.141452	0.118401	9.640558	0.0000*
LnGDP	0.363922	0.255500	1.424356	0.1602
LnM ₂	0.705603	0.597548	1.180830	0.2429
INF	0.013742	0.007981	1.721911	0.0909
IR	0.015863	0.046950	0.337858	0.7368
Cris	-0.345184	0.075257	-4.587356	0.0000*
C	13.10578	3.440967	-3.808749	0.0004*
R-squared	0.981424			
Adjusted R-squared	0.975115			
F-statistic	155.5646	Prob (F-statistic) 0.0000		
Durbin-Watson stat	2.018356			

Ln : اللوغاريتم الطبيعي، (*) معنوي عند 5%.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.

تُشير نتائج الاختبارات الإحصائية لمعادلة الانحدار الموضحة في الجدول أعلاه أنّ النسبية للنموذج المقدر من خلال معامل التحديد مرتفعة وتعادل (R=0.9814)، وتوضح أنّ المتغيرات المستقلة تُفسر 98,14% من التغيرات الحاصلة في مؤشر السوق العام لبورصة عمان، و1,86% المتبقية تعود إلى متغيرات أخرى لم يتم إدراجها في النموذج.

كما تشير النتائج إلى أنّ العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة ليست زائفة، حيث بلغت قيمة اختبار (F-Stat) لمعنوية معامل التحديد 155.5646 وهي معنوية عند مستوى الدلالة أقل بكثير من 1%.

⁽¹⁾ أنظر الملحق رقم (12) ص: 355.

كما تبين النتائج أنّ النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي المتسلسل للبواقي باستخدام إحصائية (Durbin-Watson Stat) حيث بلغت قيمته الإحصائية (2.018).

ثالثاً: نتائج تقدير نموذج الأجل الطويل (ARDL) Cointegrating And Long Run Form

تم تقدير معاملات الأثر طويلة الأجل (المرونات) وفق معادلة النموذج الثاني⁽¹⁾، وكانت النتائج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (4،21): نتائج تقدير الأجل الطويل للنموذج الثاني

المتغير	Ln(GDP)	Ln(M ₂)	(INF)	(IR)	Cris	C
المعلمة المقدرة	6.967038	- 3.61433	0.198919	-0.15961	-1.07854	71.32734
T الإحصائية	3.004815	- 1.95654	3.317648	-2.92550	-4.27921	-4.29680
قيمة الاحتمال	0.0041*	0.0557	0.0016*	0.0051*	0.0001*	0.0001*

Ln: اللوغاريتم الطبيعي، C: الحد الثابت. (*) معنوي عند 5%.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.

من خلال نتائج الجدول أعلاه يمكن صياغة معادلة النموذج كما يلي:

$$\ln(index) = 71,32734 + 6,967038Ln(GDP) - 3,61433Ln(M_2) + 0,198919(Inf) - 0,15961(IR) - 1,07854Cris$$

تُظهر لنا معادلة الأجل الطويل لمتغيرات النموذج أن معظم المتغيرات المفسرة معنوية عند 5%، ونستدل من

نتائج التقدير ما يلي:

- وجود تأثير إيجابي (معنوي) للوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي $\ln(GDP)$ على المؤشر العام لبورصة عمّان في الأجل الطويل، حيث بلغت المرونة الجزئية للناتج المحلي الإجمالي ما يُعادل (6,967038)، أي أنّ زيادة الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 1% سيؤدي إلى ارتفاع المؤشر العام لبورصة عمّان بنسبة 6,967038% مع ثبات العناصر الأخرى، وهذا ما يتلاءم والنظرية الاقتصادية التي تفترض وجود علاقة طردية بين الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي

⁽¹⁾ أنظر الملحق رقم (13) ص: 356.

وأسعار الأسهم في السوق المالي، وذلك من خلال استجابة سوق الأسهم للتوقعات الخاصة بمستويات النشاط الاقتصادي، فزيادة النشاط الاقتصادي مترجماً في معدلات نمو اقتصادي أعلى في الأردن يعكس الانتعاش المتسارع والتحسين الكبير لأداء الشركات المدرجة في البورصة، ما يعني زيادة مستوى أرباحها المستقبلية، الأمر الذي سينعكس لاحقاً على ارتفاع أسعار الأسهم في البورصة مما يدفع بالمستثمرين إلى زيادة المشتريات منها والاستفادة من عوائدها المرتفعة. وهذا ما يتفق مع نتائج دراسة فراج (2004) للسوق المالية السعودية، ودراسة Horobet (2007) and Dumitrescu على عينة من الأسواق المالية الأوروبية، ودراسة Al-Jafari et al. (2011) ودراسة Francisco and Loredana (2016) التي وجدت العلاقة إيجابية بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر السوق.

✓ وهذا ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير إيجابي للناتج المحلي الإجمالي على مؤشر بورصة عمان في الأجل الطويل.

- وجود تأثير سلبي بالنسبة للوغاريتم العرض النقدي $\ln(M_2)$ على المؤشر العام لبورصة عمان في الأجل الطويل، إذ كانت المرونة الجزئية تساوي (-3,61433)؛ أي أنّ زيادة عرض النقود بنسبة 1% ستؤدي إلى انخفاض المؤشر العام للبورصة بمقدار 3,61433% مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، لكن تأثيره غير معنوي ما ينفي وجود تأثير لعرض النقود بمفهومه الواسع على مؤشر السوق في الأجل الطويل أي أنه لا يفسر التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لبورصة عمان في المدى الطويل. وهذا ما يتفق مع دراسة Al-Jafari et al. (2011) لاختبار العلاقة السببية التي عاجلت فيها العلاقة طويلة الأجل، حيث توصلت إلى عدم وجود علاقة سببية بين مؤشر السوق وعرض النقود.

✓ وهذا ما ينفي الفرضية التي تنص على وجود تأثير إيجابي لعرض النقود بمفهومه الواسع على مؤشر بورصة عمان في الأجل الطويل.

- وجود تأثير إيجابي (معنوي) لمعدل التضخم ($\ln f$) على المؤشر العام لبورصة عمان في الأجل الطويل، إذ بلغ المعامل (0,198919) أي أنّ ارتفاع معدل التضخم بنسبة 1% ستؤدي إلى ارتفاع المؤشر العام للبورصة بنسبة تعادل 0,198919% مع ثبات العوامل الأخرى، ومردّ العلاقة الطردية بين التضخم ومؤشر البورصة حسب ما يراه فيشر إلى أنّ إلى أنّ العوائد الاسمية للأسهم ستزداد بنفس زيادة معدل التضخم المتوقع، كون استخدام الأسهم

كوسيلة تحوط كاملة تجاه التضخم، ما يُعوض المستثمرين الخسارة الناجمة عن التضخم في القوة الشرائية لثروتهم، وهذا يركز على أساس أنّ معدل العائد الاسمي يتكون من معدل عائد حقيقي مُضافاً إليه المعدل المتوقع للتضخم. وهذا ما يتعارض مع ما توصلت إليه دراسة فراج (2004) ويتفق مع كلٍّ من دراسة صلاح أبو النصير (2016) ودراسة البازعي وديابي (1999) بالنسبة للسوق المالية السعودية، ودراسة Horobet and Dumitrescu (2007) التي طُبقت على أربع دول من أوروبا الوسطى والشرقية، ودراسة Haruna and al. (2013). أما كلٍّ من دراسة Yu Hsing (2013) بالنسبة لبورصة اليابان ودراسة Faiza Saleem and Mohd (2017) في السوق المالي الباكستاني فقد وجدت أنّ العلاقة عكسية بينهما.

✓ وهذا ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير إيجابي لمعدل التضخم على مؤشر بورصة عمان في الأجل الطويل.

- وجود تأثير سلبي (معنوي) لأسعار الفائدة على الودائع لأجل (IR) على المؤشر العام لبورصة عمان في الأجل الطويل، فقد أظهرت المعادلة أنّ المعامل يساوي (-0,15961)، أي أن كل زيادة أسعار الفائدة بنسبة 1% ستخفض المؤشر العام للبورصة بما يقارب 0,15961% مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، وهذا ما يتفق والنظرية الاقتصادية التي ترى بأنّ معدلات الفائدة المرتفعة ستؤدي إلى زيادة الطلب على الودائع البنكية والاستثمار في السندات باعتبارها بديلاً للأسهم، وهذا ما ستدفع المستثمرين إلى بيع جزء من أسهمهم أو كلها في البورصة، والتوجّه إلى استثمار أموالهم في البنوك على اعتبارها تُحقق فوائد أعلى ومخاطر استثمار أقل من استثمارهم في الأسهم، هذا ما سينعكس على انخفاض أسعار الأسهم في البورصة. وهذا ما يتفق مع دراسة فراج (2004) للسوق المالية السعودية، ودراسة ندى الحموري (2012) التي خلصت إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل مع معدل الفائدة في كل من بورصة عمان والسوق المالي في تركيا، وكذلك الأمر بالنسبة لدراسة Humpe (2009)، وYu Hsing (2013)، ودراسة Faiza Saleem and Mohd Norfian (2017) التي خلصت على وجود علاقة تكاملية في المدى الطويل بين المتغيرين.

✓ وهذا ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير سلبي لأسعار الفائدة على الودائع لأجل على مؤشر بورصة عمان في الأجل الطويل.

- وجود تأثير سلبي (معنوي) للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 (Cris) على المؤشر العام لبورصة عمان حيث بلغ المعامل قيمة (-1,07854)، وهذا يعني أنه في حالة حدوث أزمة مالية عالمية سينخفض المؤشر العام لبورصة عمان بنسبة 1,07854% في الأجل الطويل. حيث ظهر تأثير بورصة عمان بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008 بشكل واضح على المدى الطويل، بالرغم من اعتبارها من أقوى الأسواق المالية العربية وأكثرها تنظيمياً وتطوراً، ويرجع هذا إلى عدوى الركود الاقتصادي والشح في السيولة الذي صاحب السنوات الموالية للأزمة، ما انعكس سلباً على أداء الشركات المدرجة في بورصة عمان وأثر على انخفاض أسعار الأسهم في البورصة.

✓ وهذا ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير سلبي للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على مؤشر بورصة عمان في الأجل الطويل.

- إشارة الحد الثابت (C) موجبة وتتلاءم مع النظرية الاقتصادية في حالة ثبات بقية العوامل المفسرة، وذلك نتيجة لوجود حجم معين من معاملات السوق المالية لا تتأثر بالتغير في المؤشرات الاقتصادية الكلية.

رابعاً: نتائج منهجية اختبار الحدود للتكامل المشترك (اختبار ARDL Bounds Test)

للتحقق من وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج تم الاعتماد على منهجية اختبار الحدود للتكامل المشترك التي كانت نتائجها موضحة في الجدول أدناه، حيث تم اختبار الفرضيتين:

$$\left[\begin{array}{l} \mathbf{H}_0: \alpha_1 + \alpha_2 + \alpha_3 + \alpha_4 = 0 \\ \mathbf{H}_1: \alpha_1 + \alpha_2 + \alpha_3 + \alpha_4 \neq 0 \end{array} \right. \begin{array}{l} \longrightarrow \text{الفرضية العدمية: لا توجد علاقة طويلة الأجل} \\ \longrightarrow \text{الفرضية البديلة: توجد علاقة طويلة الأجل} \end{array}$$

عند استخراج النتائج نقوم بمقارنة إحصائية (F-Stat) المحسوبة مع الجدولية والتي تأخذ قيمتين حرجيتين (قيمة الحد الأعلى والأدنى) نميز بين ثلاث حالات:

- إذا كانت (F-Stat) المحسوبة أكبر من قيمة الحد الأعلى نقول أنّ هنالك علاقة تكامل مشترك؛
- إذا كانت (F-Stat) المحسوبة أقل من قيمة الحد الأدنى نقول بعدم وجود علاقة تكامل مشترك؛
- إذا كانت (F-Stat) المحسوبة تقع بين قيمتي الحد الأعلى والحد الأدنى نقول أنّ هنالك حالة شك في وجود علاقة تكامل مشترك.

والجدول الموالي يبين نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك للنموذج الثاني⁽¹⁾ لبورصة عمان:

الجدول رقم (4،22): نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك (Bounds Test) للنموذج الثاني

النموذج	F-statistic	K
ARDL (2, 2, 2, 1, 2, 4)	5.610419	5
مستوى المعنوية	Critical Value Bounds	
	القيمة الدنيا (Lower Bound)	القيمة الأعلى (Upper Bound)
10%	2.26	3.35
5%	2.62	3.79
2.5%	2.96	4.18
1%	3.41	4.68

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.

تُشير نتائج الاختبار إلى أنّ قيمة (F-Stat) المحسوبة تساوي 5.610419؛ وهي أكبر من القيمة الجدولية الأعلى 3,79 عند المستوى 5%، ممّا يعني رفض فرضية عدم القائلة بعدم وجود تكامل مشترك وقبول الفرضية البديلة والتي تُقر بوجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات النموذج الثاني للدراسة، أما قيمة (K) والتي تعادل (5) فهي تشير إلى عدد المتغيرات المستقلة في النموذج.

خامساً: نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد (Restricted ECM) للعلاقة قصيرة الأجل

والذي تمّ فيه بناء نموذج متجه تصحيح الخطأ للعلاقة في المدى القصير أو التذبذب قصير المدى حول اتجاه العلاقة في المدى البعيد، بحيث يتمّ تقدير العلاقة في المدى القصير بإدخال البواقي المقدرة في انحدار المدى الطويل كمتغير مستقل مؤخر بفترة واحدة، والذي يُؤمّن الربط الديناميكي بين المتغيرات قصيرة الأجل والمستويات طويلة الأجل لمتغيرات النموذج أثناء عملية التعديل للوصول إلى التوازن طويل الأجل، وقد كانت النتائج المتحصل عليها موضحة في الجدول الموالي:

⁽¹⁾ أنظر الملحق رقم (14) ص: 357.

الجدول رقم (23،4): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد ARDL لحركات المدى القصير للنموذج الثاني

المتغير	المعلمة المقدرة	الإحصائية (t)	الاحتمال
D(LNINDEX(-1))	0.325193	2.979081	0.0044*
D(LNGDP)	0.363922	1.424356	0.1602
D(LNGDP(-1))	-0.642655	-2.475643	0.0165*
D(LNM₂)	0.705603	1.180830	0.2429
D(LNM ₂ (-1))	1.628458	2.842416	0.0063*
D(INF)	0.013742	1.721911	0.0009*
D(IR)	0.015863	0.337858	0.7368
D(IR(-1))	-0.089813	-2.146766	0.0364*
D(Cris)	-0.345184	-4.587356	0.0000*
D(Cris(-1))	-0.514325	-4.662810	0.0000*
D(Cris(-2))	0.090823	0.822266	0.4146
D(Cris(-3))	0.204889	2.655697	0.0104*
Coint Eq(-1)	-0.183741	-4.548099	0.0000*

Ln : اللوغاريتم الطبيعي، (*) معنوية عند 5%.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.

تُشير نتائج الاختبار إلى أنّ قيمة معلمة حد تصحيح الخطأ ECM تعادل (-0.183741)، والتي تكشف عن عودة المتغير التابع نحو قيمته التوازنية في المدى الطويل وهي معنوية عند مستوى الدلالة 5%، وهو ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين متغيرات الدراسة، أي أنّ المؤشر العام لبورصة عمان يتعدّل نحو قيمته التوازنية في كلّ فترة زمنية (محددة بفص أي ثلاثة أشهر) بنسبة من اختلال التوازن المتبقي من الفترة (t-1) بمقدار 18,37%، أي عندما ينحرف مؤشر السوق خلال الفترة قصيرة الأجل في الفترة السابقة (t-1)، عن قيمته التوازنية في الأجل الطويل فإنه يمكن تصحيح ما يعادل 18,37% من هذا الاختلال في الفترة (t) إلى أن يصل إلى التوازن في المدى الطويل؛ وفترة العودة نحو التوازن تُقدر بـ 0.183741/1 أي بعد حوالي خمسة فصول و13 يوم أي بعد سنة و43 يوماً تقريباً سنقع في حالة التوازن، هذا من ناحية.

كما تشير نتائج الجدول من ناحية أخرى إلى العلاقة الموجودة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، حيث يتبين لنا أنّ التغير في كلّ من معدل التضخم D(Inf) والأزمة المالية العالمية لسنة 2008 D(Cris) تؤثر تأثيراً معنوياً

على المؤشر العام لبورصة عمان خلال فترة الدراسة، أما متغيرات الناتج المحلي الإجمالي $Dln(gdp)$ والعرض النقدي $Dln(M_2)$ وأسعار الفائدة $D(IR)$ فلم تُظهر أي تأثير معنوي.

أما بالنسبة لمرونات الأجل القصير فتشير المعادلة إلى أن:

- لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي $Ln(gdp)$ يؤثر تأثيراً إيجابياً على مؤشر بورصة عمان في المدى القصير بنفس اتجاه العلاقة طويلة الأجل، حيث بلغ المعامل (0.363922) مع بقاء العناصر الأخرى ثابتة، لكن تأثيره غير معنوي ما ينفي وجود تأثير للناتج المحلي الإجمالي على مؤشر البورصة أي أنه لا يفسر التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لبورصة عمان في المدى القصير.

✓ وهذا ما ينفي صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير إيجابي للناتج المحلي الإجمالي على مؤشر بورصة عمان في الأجل القصير.

- لوغاريتم العرض النقدي $Ln(M_2)$ يؤثر تأثيراً إيجابياً على المؤشر العام لبورصة عمان في المدى القصير عكس اتجاه العلاقة في المدى الطويل، حيث بلغ المعامل (0.705603) مع ثبات العوامل الأخرى، لكن تأثيره غير معنوي ما ينفي وجود تأثير للمعروض النقدي بمفهومه الواسع على مؤشر البورصة أي أنه لا يفسر التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لبورصة عمان في المدى القصير. وهذا ما يتوافق مع دراسة صلاح أبو النصير (2016) التي أظهرت عدم وجود تأثير للعرض النقدي على المؤشر.

✓ وهذا ما ينفي صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير إيجابي لعرض النقود بمفهومه الواسع على مؤشر بورصة عمان في الأجل القصير.

- معدل التضخم (Inf) يؤثر تأثيراً إيجابياً (معنوي) على المؤشر العام لبورصة عمان في المدى القصير، حيث أشارت المعادلة إلى أنّ معامل المرونة يساوي قيمة (0.013742) وهي بنفس اتجاه العلاقة في الأجل الطويل، بمعنى أنّ زيادة معدل التضخم بنسبة 1% ستؤدي إلى ارتفاع المؤشر العام للبورصة بمقدار 0.13742% مع ثبات العناصر الأخرى، وهذا ما يتوافق من فرضية فيشر حيث أنّ ارتفاع معدلات التضخم ستؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للنقود، وهو ما يدفع بالمستثمرين إلى المطالبة برفع معدلات العائد الاسمية لتغطي التآكل الذي أحدثته التضخم في قيمتها. هذا عادة ما يكون مستحيل في حالة الأوراق المالية ذات العائد الثابت، وبالتالي فإنّ أحسن أسلوب للاحتياط ضد التضخم هو الاستثمار في الأسهم ما يرفع من أسعارها في السوق المالي. وهذه النتيجة

تتوافق مع نتائج دراسات كل من البازعي وديابي (1999)، صلاح أبو النصير (2016) بالنسبة للسوق المالي السعودي وكذلك دراسة Horobet (2007) التي وجدت علاقة طردية بين المتغيرين في المدى القصير، ويتعارض مع ما توصلت إليه دراسة فراج (2004) التي وجدت علاقة أحادية سالبة الاتجاه بين الرقم القياسي ومعدل التضخم، وكذلك مع كل من دراسة Humpe and Macmillan (2009)، Haruna and al. (2013)، Yu Hsing (2013)، ودراسة Faiza Saleem and Mohd Norfian (2017)، أما دراسة Dercio and Patricia (2018) فلم تجد أي تأثير لمعدل التضخم في سوق ماليزيا.

✓ وهذا ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير إيجابي لمعدل التضخم على مؤشر بورصة عمان في الأجل القصير.

- معدل الفائدة على الودائع لأجل (IR) يؤثر تأثيراً إيجابياً على المؤشر العام لبورصة عمان في الأجل القصير حيث بلغ المعامل (0.015863) مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، وهي عكس اتجاه العلاقة في الأجل الطويل، لكن تأثيره غير معنوي ما ينفي وجود تأثير لمعدل الفائدة على الودائع لأجل على مؤشر البورصة، أي أنه لا يفسر التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لبورصة عمان في المدى القصير.

✓ وهذا ما ينفي الفرضية التي تنص على وجود تأثير سلبي لأسعار الفائدة على الودائع لأجل على مؤشر بورصة عمان في الأجل القصير.

- أثرت الأزمة المالية العالمية (Cris) لسنة 2008 تأثيراً سلبياً (معنوي) على المؤشر العام لبورصة عمان في المدى القصير، حيث بلغ المعامل (-0.345184) وهو أقل من نسبة التأثير السلبي في المدى الطويل الذي بلغ فيه المعامل (-1.07854)، وهذا التأثير السلبي للأزمة يعني أنه في حالة حدوثها سينخفض مؤشر البورصة بنسبة 0,345184%. ومردّد هذا التأثير السلبي المحدود للأزمة المالية لسنة 2008، باعتبار بورصة عمان من البورصات العربية الأقل تأثراً بالأزمة المالية في الأجل القصير، الراجع إلى الإجراءات السريعة التي قامت الحكومة الأردنية وقت حدوث الأزمة آنذاك بضمان ودائع البنوك حتى نهاية سنة 2009، وتخفيض سعر الفائدة ونسبة الاحتياطي الإلزامي للبنوك من قبل البنك المركزي الأردني. كما استفادت الأردن من هبوط أسعار النفط خلال الأزمة ما خفض من قيمة الفاتورة بحوالي 50%، وكذا استفادتها من ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل الأورو، الذي انعكس إيجاباً على قيمة الدينار الأردني ما يعكس التأثير السلبي المحدود للأزمة المالية في المدى القصير.

✓ وهذا ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير سلبي للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على مؤشر بورصة عمان في الأجل القصير.

والجدول الموالي يُلخص نتائج اختبار الدراسة القياسية على بورصة عمان حسب الفرضيات ومدى قبولها أو رفضها وذلك في الأجلين القصير والطويل:

الجدول رقم (4،24): نتائج اختبار فرضيات الدراسة في الأجلين القصير والطويل للنموذج الثاني

النتيجة	طبيعة التأثير	العلاقة	الفرضيات	
نقبل الفرضية	إيجابي (معنوي)	طويلة الأجل	يوجد تأثير إيجابي للنتائج المحلي الإجمالي على مؤشر بورصة عمان	الأولى
نرفض الفرضية	إيجابي (غير معنوي)	قصيرة الأجل		
نرفض الفرضية	سلبي (غير معنوي)	طويلة الأجل	يوجد تأثير إيجابي لعرض النقود بمفهومه الواسع على مؤشر بورصة عمان	الثانية
نرفض الفرضية	إيجابي (غير معنوي)	قصيرة الأجل		
نقبل الفرضية	إيجابي (معنوي)	طويلة الأجل	يوجد تأثير إيجابي لمعدل التضخم على مؤشر بورصة عمان	الثالثة
نقبل الفرضية	إيجابي (معنوي)	قصيرة الأجل		
نقبل الفرضية	سلبي (معنوي)	طويلة الأجل	يوجد تأثير سلبي لأسعار الفائدة على الودائع لأجل على مؤشر بورصة عمان	الرابعة
نرفض الفرضية	إيجابي (غير معنوي)	قصيرة الأجل		
نقبل الفرضية	سلبي (معنوي)	طويلة الأجل	يوجد تأثير سلبي للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على مؤشر بورصة عمان	الخامسة
نقبل الفرضية	سلبي (معنوي)	قصيرة الأجل		

المصدر: من إعداد الباحثة.

المطلب الثالث: الاختبارات التشخيصية لنماذج لدراسة والتنبؤ بمؤشرات الأسواق المالية العربية

سيتم في هذه النقطة التأكد من صحة نموذجي الدراسة الخاصة بالسوق المالية السعودية وبورصة عمان وكذلك التأكد من صلاحية النموذجين على التنبؤ بالمؤشر السوق العام للسوقين، وذلك كما يلي:

الفرع الأول: الاختبارات التشخيصية لنماذج لدراسة

أولاً: الاختبارات التشخيصية للنموذج الأول للدراسة

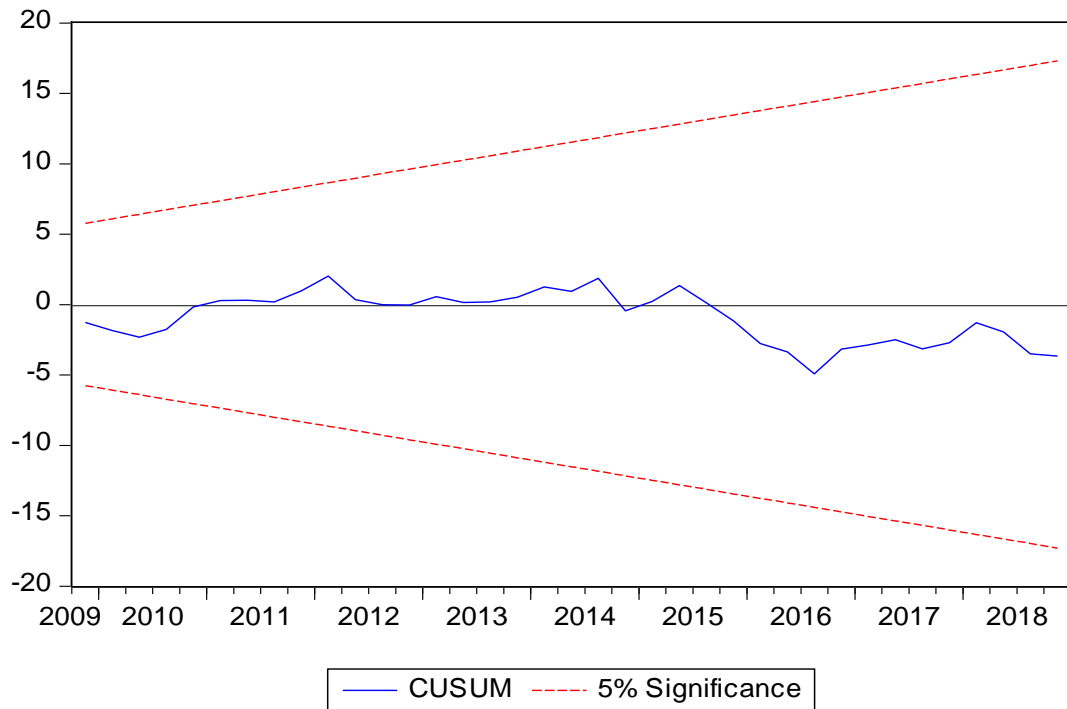
سيتم اختبار صحة النموذج القياسي الأول للدراسة من خلال عدة اختبارات تشخيصية هي:

1- نتائج اختبار الاستقرار الهيكلي لمعالم نموذج ARDL المُقدر

من الضروري التأكد من عدم وجود تغير هيكلي (Structural Change) في بيانات النموذج، وذلك بعدم وجود قفزات مفاجئة في البيانات مع مرور الزمن بالاستعانة باختبارين مُقترحين من طرف كل من (Brown, Durbin and Evans) سنة 1975 هما اختبار (Cumulative Sum Test) واختبار (Cumulative Sum of Square Recursive Residual).

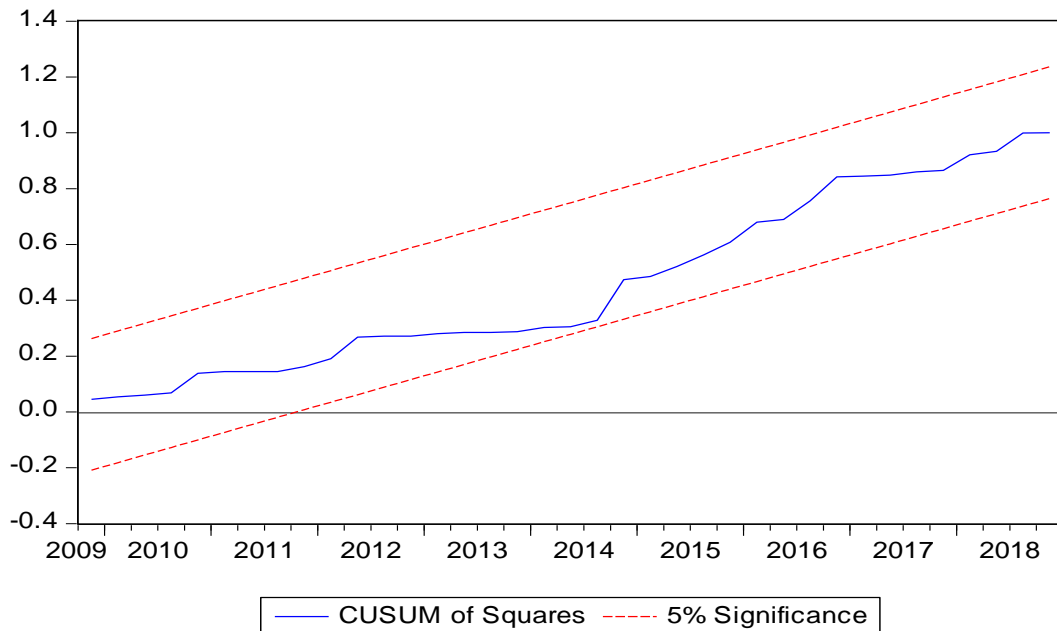
ويتحقق الاستقرار الهيكلي للمعاملات المقدر بصيغة UECM لنموذج ARDL إذا وقع الشكل البياني داخل الحدود الحرجة عند معنوية 5%، وتكون المعاملات غير مستقرة إذا كان الشكل خارج الحدود، والشكلين الموليين يوضحان نتائج اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتابعة CUSUM ولمربعات البواقي المتابعة CUSUMSQ:

الشكل رقم (4،4): نتائج اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتابعة CUSUM للنموذج الأول



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9 بالاعتماد على بيانات الدراسة.

الشكل رقم (5،4): نتائج اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة CUSUMSQ للنموذج الأول



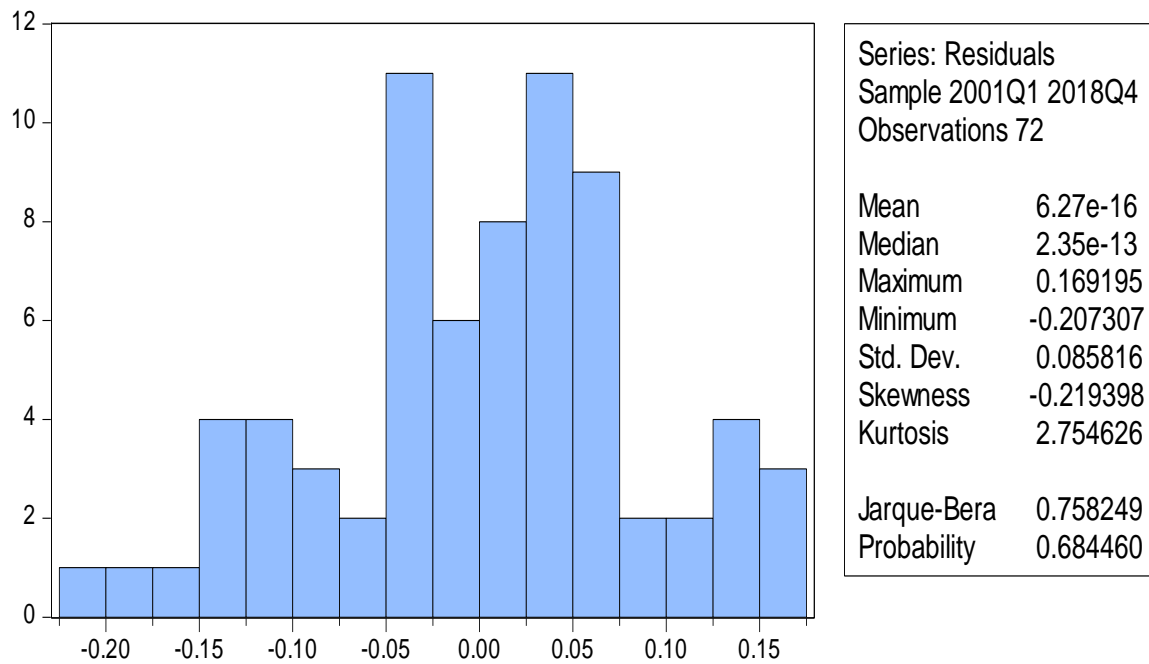
المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9 بالاعتماد على بيانات الدراسة.

يتضح لنا من خلال الشكلين أنّ المعاملات المقدرة للنموذج المستخدم مستقرة هيكلياً خلال فترة الدراسة، ممّا يؤكد وجود استقرار بين متغيرات الدراسة وانسجام في النموذج بين نتائج تصحيح الخطأ في المدى القصير والطويل، حيث وقع الشكلين البيانيين لاختباري المجموع التراكمي للبواقي المتابعة (CUSUM) والمجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة (CUSUMSQ) داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

2- اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية (Jarque-Bera)

يعمل اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية على اختبار جودة وكفاءة النموذج المقدر بين مؤشر السوق للسوق المالية السعودية والمتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج القياسي، والشكل الموالي يُبين لنا نتائج هذا الاختبار:

الشكل رقم (6،4): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية للنموذج الأول



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9 بالاعتماد على بيانات الدراسة.

يظهر لنا جلياً من خلال الشكل أعلاه أنّ اختبار (Jarque-Bera) غير معنوي، وهذا من خلال قيمة الاحتمال التي تفوق 5% بنسبة بلغت 68,44%، وهذا يعكس قبول فرضية العدم أي أنّ بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي وهذا مؤشر جيد على جودة وكفاءة النموذج للعلاقة بين المتغير التابع (مؤشر السوق المالية السعودية) والمتغيرات المستقلة.

3- اختبار الارتباط التسلسلي للنموذج الأول (Serial Correlation LM Test)

من خلال الجدول أدناه نلاحظ أنّ قيمة الإحصائية (F) بلغت (1.685) وهي غير معنوية عند مستوى دلالة 5% باحتمال بلغ (19.63%)، وقيمة ρ^2 المقابلة لها تساوي (4.81) وهي غير معنوية أيضاً عند مستوى الدلالة 5%، مما يجعلنا نقبل فرضية العدم والتي تنص على أنّه لا توجد مشكلة ارتباط ذاتي تسلسلي لبواقي معادلة الانحدار.

الجدول رقم (4،25): نتائج اختبار الارتباط التسلسلي (Serial Correlation LM Test) للنموذج

الأول

الإحصائية	القيمة	الاحتمال
F-statistic	1.685738	0.1963
Obs*R-squared	4.819122	0.0899

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج 9 Eviews.

4- اختبار (Ramsey RESET Test)

يتبين لنا من خلال الجدول الموالي أنّ إحصائية (F) غير معنوية عند 5% وتبلغ قيمة 0.20 باحتمال (0.839)، وهذا ما يعني رفض الفرضية العدمية وأنّ النموذج لا يُعاني من عدم التحديد ويؤكد صحة الشكل الدالي للنموذج.

الجدول رقم (4،26): نتائج اختبار Ramsey RESET Test للنموذج الأول

الإحصائية	القيمة	الاحتمال
t-statistic	0.204123	0.8391
F-statistic	0.041666	0.8391

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج 9 Eviews.

5- اختبار عدم ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي (Heteroskedasticity Test)

يساعد اختبار عدم ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي في تبيان ما إذا كان حد الخطأ العشوائي في النموذج ثابت أم لا وذلك من خلال مقارنة قيمة الإحصائية (F) المحسوبة بالقيمة الجدولية.

الجدول رقم (4،27): نتائج اختبار (Heteroskedasticity Test) للنموذج الأول

الاختبار	الإحصائية	القيمة	الاحتمال
Breusch-Pagan-Godfrey	F-statistic	0.685621	0.8313
	Obs*R-squared	16.94697	0.7663
	Scaled explained SS	6.886107	0.9991
	Obs*R-squared	0.058454	0.8090

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج 9 Eviews.

أظهرت لنا نتائج الاختبار حسب الجدول أعلاه أنّ القيمة الاحتمالية لاختبار (Breusch-Pagan-Godfrey) غير معنوية حيث بلغت قيمة الإحصائية (F) تعادل 0.685 عند مستوى احتمال 83.1%، وهذا ما يعني عموماً عدم رفض فرضية عدم القائلة بثبات تباين حد الخطأ العشوائي في النموذج المقدر، وقبول الفرضية البديلة والتي تقول بأنّ النموذج لا يعاني من مشكلة التباين وهي صفة جيدة في النموذج.

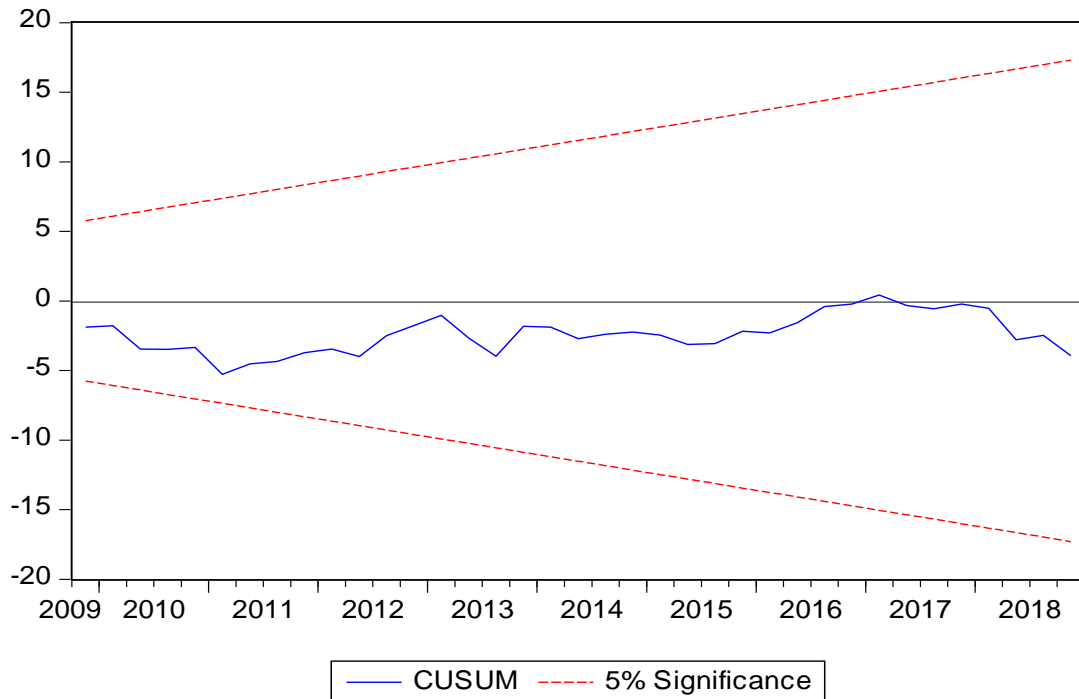
ثانياً: الاختبارات التشخيصية للنموذج الثاني (بورصة عمان)

سيتم اختبار صحة النموذج القياسي الثاني للدراسة من خلال عدة اختبارات تشخيصية هي:

1- نتائج اختبار الاستقرار الهيكلي لمعالم نموذج (ARDL) المقدر

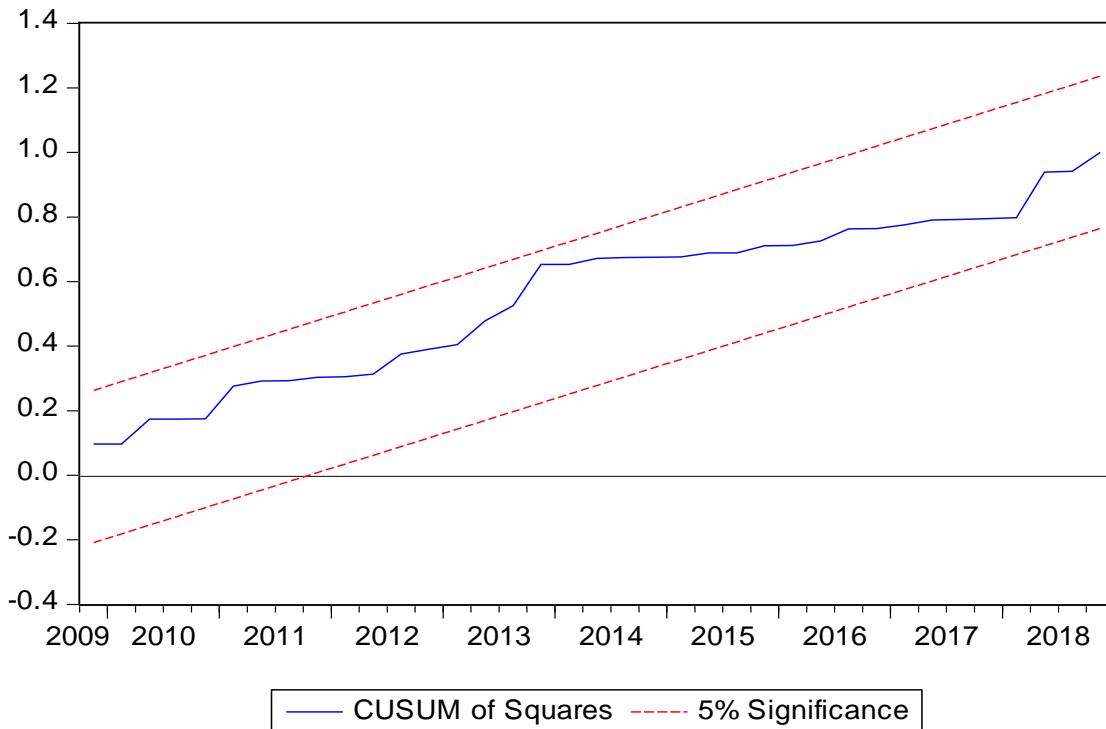
يتحقق الاستقرار الهيكلي للمعاملات المقدرة بصيغة (UECM) لنموذج ARDL إذا وقع الشكل البياني داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%، وتكون المعاملات غير مستقرة إذا كان الشكل البياني خارج الحدود، والشكلين التاليين يوضحان نتائج اختباري المجموع التراكمي للبواقي المتابعة (CUSUM) والمجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة (CUSUMSQ):

الشكل رقم (4،7): نتائج اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتابعة للنموذج الثاني (CUSUM)



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9 بالاعتماد على بيانات الدراسة.

الشكل رقم (4،8): نتائج اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة للنموذج الثاني (CUSUMSQ)



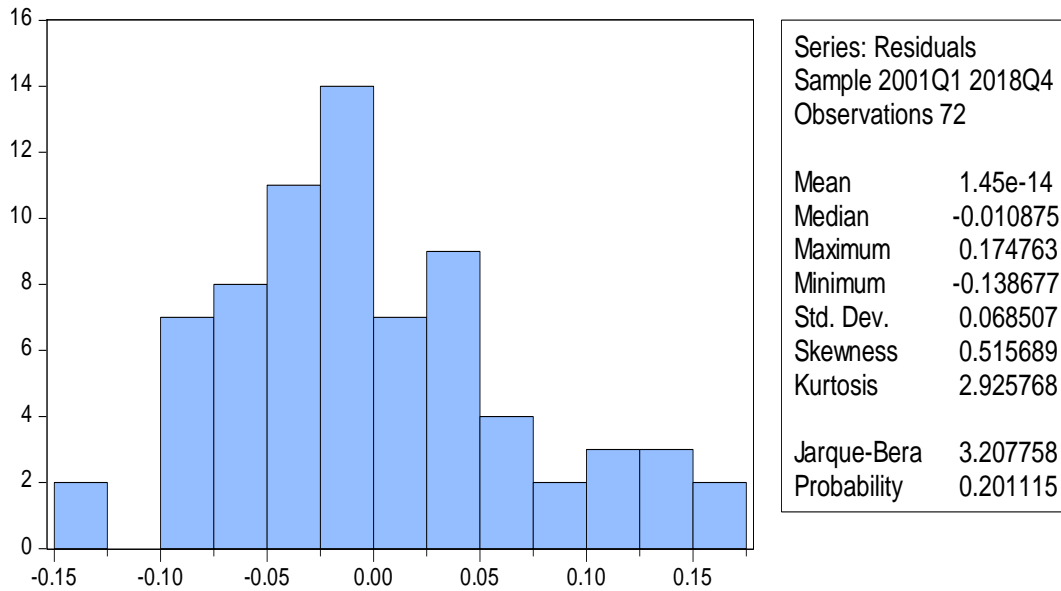
المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9 بالاعتماد على بيانات الدراسة.

يتضح لنا من خلال الشكلين أنّ المعاملات المقدرة للنموذج المستخدم مستقرة هيكلياً خلال فترة الدراسة، ممّا يؤكد وجود استقرار بين متغيرات الدراسة وانسجام في النموذج بين نتائج تصحيح الخطأ في المدى القصير والطويل، حيث وقع الشكلين البيانيين لاختباري المجموع التراكمي للبواقي المتابعة (CUSUM) والمجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة (CUSUMSQ) داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

2- اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية (Jarque-Bera)

سيتم اختبار جودة وكفاءة النموذج المقدر بين مؤشر السوق لبورصة عمان والمتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج القياسي، والشكل الموالي يبين لنا نتائج هذا الاختبار:

الشكل رقم (4،9): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية للنموذج الثاني



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9 بالاعتماد على بيانات الدراسة.

يظهر لنا من خلال الشكل أعلاه أنّ اختبار (Jarque-Bera) غير معنوي، وهذا من خلال قيمة الاحتمال التي تفوق 5% بنسبة بلغت 20,11%، وهذا يعكس رفض فرضية عدم أي أنّ بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي وهذا مؤشر جيد على جودة وكفاءة النموذج للعلاقة بين المتغير التابع والمستقلة.

3- اختبار الارتباط التسلسلي للنموذج الثاني (Serial Correlation LM Test)

من خلال الجدول أدناه نلاحظ أنّ قيمة الإحصائية (F) بلغت (0,068195) وهي غير معنوية عند مستوى دلالة 5% باحتمال بلغ (93,42%)، وقيمة χ^2 المقابلة لها تساوي (0.192038) وهي غير معنوية

أيضاً عند مستوى الدلالة 5%، مما يجعلنا نقبل فرضية العدم والتي تنص على أنه لا توجد مشكلة ارتباط ذاتي تسلسلي لبواقي المعادلة.

الجدول رقم (4،28): نتائج اختبار الارتباط التسلسلي (Serial Correlation LM Test) للنموذج

الثاني

الإحصائية	القيمة	الاحتمال
F-statistic	0.068195	0.9342
Obs*R-squared	0.192038	0.9084

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج 9 Eviews.

4- اختبار (Ramsey RESET Test)

يتبين لنا من خلال الجدول الموالي أنّ إحصائية (F) غير معنوية عند 5% وتبلغ 0,24 باحتمال (0,619)، وهذا ما يعني رفض الفرضية العدمية وأنّ النموذج لا يعاني من عدم التحديد ويؤكد صحة الشكل الدالي للنموذج.

الجدول رقم (4،29): نتائج اختبار (Ramsey RESET Test) للنموذج الثاني

الإحصائية	القيمة	الاحتمال
t-statistic	0.498942	0.6199
F-statistic	0.248943	0.6199

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج 9 Eviews.

5- اختبار عدم ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي (Heteroskedasticity Test)

يساعد اختبار عدم ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي في تبيان ما إذا كان حد الخطأ العشوائي في النموذج ثابت أم لا وذلك من خلال مقارنة قيمة الإحصائية (F) المحسوبة بالقيمة الجدولية. والجدول الموالي يبين نتائج الاختبار:

الجدول رقم (4،30): نتائج اختبار (Heteroskedasticity Test) للنموذج الثاني

الاختبار	الإحصائية	القيمة	الاحتمال
Breusch-Pagan-Godfrey	F-statistic	1.328100	0.2091
	Obs*R-squared	22.38086	0.2155
	Scaled explained SS	17.47165	0.4909

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج 9 Eviews.

يُظهر لنا نتائج الاختبار حسب الجدول أعلاه أنّ القيمة الاحتمالية لاختبار (Breusch-Pagan-Godfrey) غير معنوية حيث بلغت القيمة الإحصائية (F) المحسوبة 1.3281 عند مستوى احتمال 20.9%، وهذا ما يعني عدم رفض فرضية عدم القائلة بثبات تباين حد الخطأ العشوائي في النموذج المقدر، وقبول الفرضية البديلة والتي تقول بأنّ النموذج لا يُعاني من مشكلة التباين وهي صفة جيدة ومرغوبة في النموذج.

الفرع الثاني: صلاحية نموذجي الدراسة للتنبؤ (Forecasting)

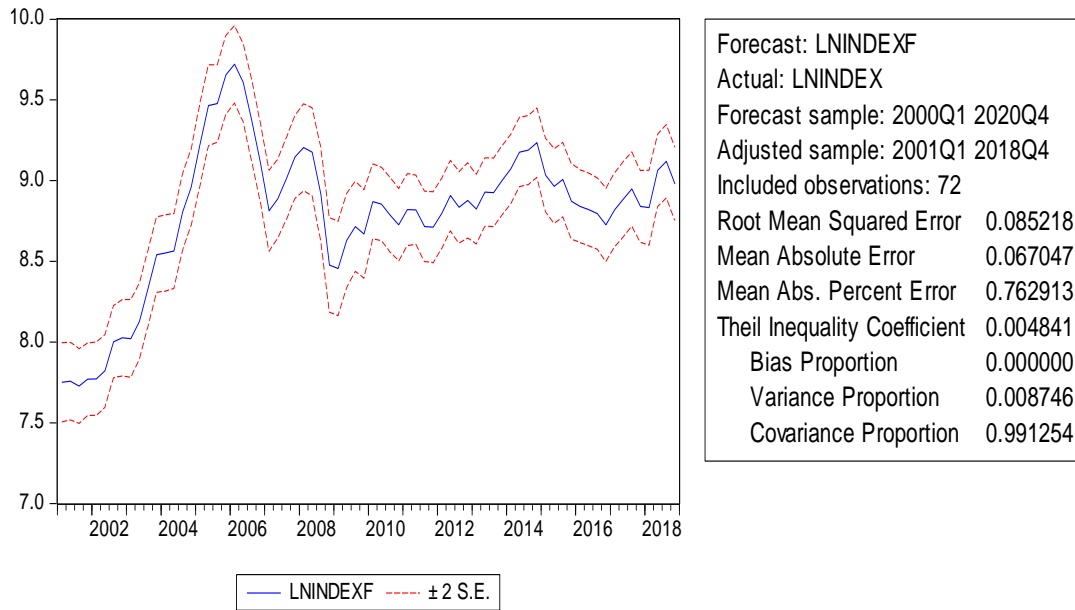
إن مرحلة التنبؤ تُعد آخر وأهم مرحلة، باعتبارها عملية عرض لمعلومات مستقبلية باستخدام معلومات مشاهدة تاريخية، وذلك باستعمال نماذج السلاسل الزمنية من خلال استخدام نموذج الانحدار الذاتي ذات الفجوات الزمنية المبطة (Autoregressive Distributed Lag Model (ARDL))، ودراسة صلاحية هذه النماذج.

أولاً: صلاحية النموذج القياسي الأول (السوق المالية السعودية)

شملت عينة الدراسة المشاهدات الفصلية (ربع سنوية) لأسعار مؤشر السوق المالية السعودية خلال الربع الأول لسنة 2000 إلى غاية الربع الرابع لسنة 2018، واعتماداً على هذه العينة تمّ تحليل السلسلة الزمنية لعوائد المؤشر واستخراج النموذج القياسي المناسب لسلسلة المؤشر العام للسوق.

بعد التعرف على النموذج المناسب للتنبؤ بأسعار الأسهم في السوق المالي وهو نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL (4,0,1,4,4,4))، نقوم الآن بالتنبؤ بأسعار المؤشر العام للسوق للفترة اللاحقة وذلك بالاعتماد على البيانات الفصلية وبناء مجال الثقة للتنبؤ، والشكل الموالي يوضح نتائج التقدير في عملية التنبؤ للربع الأول من سنة 2019 إلى غاية الربع الرابع لسنة 2020 وتمت المقارنة بين القيم الفعلية وبين القيم المتنبأ بها كما يلي:

الشكل رقم (4،10): القيم الفعلية والتنبؤية لسلسلة المؤشر العام للسوق المالية السعودية خلال الربع الأول لسنة 2019 إلى غاية الربع الرابع لسنة 2020



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9 بالاعتماد على بيانات الدراسة.

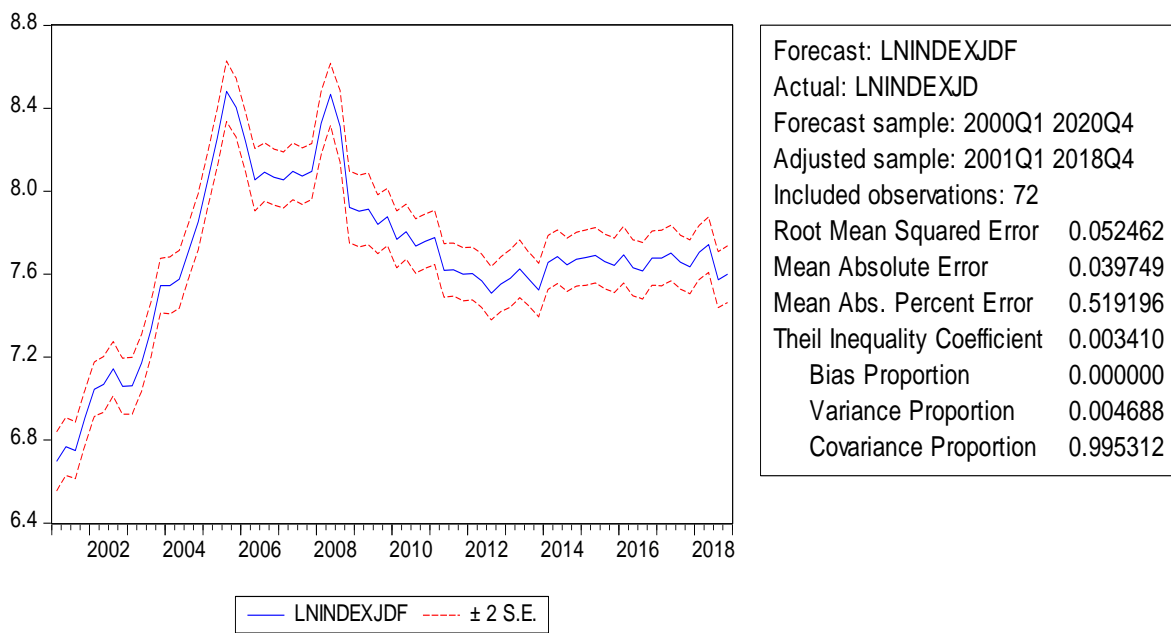
من خلال الشكل نلاحظ وجود تطابق بين منحنى السلسلة الأصلية (Actual) والسلسلة المقدرة (Fitted) للفترة من الربع الأول لسنة 2019 إلى غاية الربع الرابع لسنة 2020، كما بلغ هامش الخطأ (Mean Squared Error) 0.0852 وهي نسبة ضعيفة، أما نسبة التباين (Variance) فقد بلغت 0.0087 وهي نسبة تباين ضئيلة تعني أنّ القيم متقاربة من بعضها والبيانات المقدرة تكون قرب المتوسط، كما قُدرت نسبة التغير (Covariance) بـ 0.9912.

في حين كانت نسبة التحيز (Bias) معنوية عند 5%، وهذا يعني أن القيم المقدرة للمعلمة قريبة نوعاً ما من القيم الحقيقية لها، أي وجود انحراف طفيف وحدوث خطأ بسيط في تقدير القيم الحقيقية لمؤشر السوق المالية السعودية، وهذا من شأنه أن يُعطينا فكرة عن مدى جودة النموذج المقدر، وأنّ القيم المقدرة المتوقعة تتبع مسار السلسلة ممّا يؤكد الجودة الإحصائية للنموذج المختار، وأيضاً توقع قوة التنبؤ مع توقع الخطر. واتضح أنّ السلسلة قابلة للتنبؤ على المدى القصير، بعد ما قمنا باختبار استقلالية المشاهدات وتحديد النموذج الأمثل للتنبؤ بحركة أسعار المؤشر في السوق المالية السعودية.

ثانياً: صلاحية النموذج القياسي الثاني (بورصة عمان)

شملت عينة الدراسة المشاهدات الفصلية لأسعار مؤشر بورصة عمان للفترة (2000-2018) تم تحليل السلسلة الزمنية لعوائد المؤشر واستخراج النموذج القياسي المناسب لسلسلة المؤشر العام للبورصة. والشكل الموالي يوضح استخدام نموذج القياسي للانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (2,2,2,1,2,4) ARDL في عملية التنبؤ الربع الأول لسنة 2019 إلى غاية الربع الرابع لسنة 2020، وتمت المقارنة بين القيم الفعلية وبين القيم المتنبأ بها كما يلي:

الشكل رقم (4،11): القيم الفعلية والتنبؤية لسلسلة المؤشر العام لبورصة عمان خلال الربع الأول لسنة 2019 إلى غاية الربع الرابع لسنة 2020



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9 بالاعتماد على بيانات الدراسة.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه وجود تطابق بين منحني السلسلة الأصلية (Actual) والسلسلة المقدر (Fitted) للفترة من الربع الأول لسنة 2019 إلى غاية الربع الرابع لسنة 2020، كما بلغ هامش الخطأ (Mean Squared Error) 0.0524 وهي نسبة ضعيفة، أما نسبة التباين (Variance) فقد بلغت 0.0046 وهي نسبة تباين ضئيلة ما تعني أنّ القيم متقاربة من بعضها، كما قدرت نسبة التباين (Covariance) بـ 0.9953.

في حين كانت نسبة التحيز (Bias) معنوية عند 5%، ما يعني أنّ القيم المقدر للمعلمة قريبة نوعاً ما من القيم الحقيقية لها، وهذا من شأنه أن يعطينا فكرة عن مدى أهمية النموذج المقدر، وأنّ القيم المقدر المتوقعة تتبع مسار السلسلة ممّا يؤكد جودة الإحصائية للنموذج المختار. واتضح لنا أنّ السلسلة قابلة للتنبؤ على المدى القصير، بعد ما قمنا باختبار استقلالية المشاهدات كما تمّ تحديد النموذج الأمثل للتنبؤ بحركة المؤشر العام في بورصة عمان.

خاتمة الفصل

من خلال هذا الفصل الذي خصصناه للدراسة التطبيقية واختبار فرضيات الدراسة، قمنا ببناء نموذج قياسي لدراسة تأثير مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر السوق العام الخاص بكل من السوق المالية السعودية وبورصة عمان خلال الفترة (2000-2018)، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع Autoregressive Distributed Lag Model (ARDL)، الذي يوضح العلاقة بين متغيرات الدراسة في الأجلين الطويل والقصير.

وقد جاءت معظم نتائج الاختبارات مقبولة من الناحية الاقتصادية، حيث تم إثبات وجود تأثير إيجابي غير معنوي للنتائج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق المالية السعودية في الأجل الطويل، وتأثير سلبي غير معنوي كذلك في المدى القصير، في حين كان التأثير إيجابي معنوي على مؤشر بورصة عمان في الأجل الطويل فقط. أما بالنسبة للعرض النقدي بمفهومه الواسع فقد كان تأثيره إيجابي معنوي على السوق المالية السعودية في الأجلين، وسلبي معنوي على بورصة عمان في الأجل الطويل فقط. في حين كان تأثير التضخم إيجابي معنوي على مؤشر السوقيين في الأجل الطويل، واتجاه غير معنوي في المدى القصير بالنسبة لبورصة عمان.

أما بالنسبة لأسعار الفائدة على الودائع لأجل فقد كان تأثيرها إيجابي معنوي في الأجل القصير على مؤشر السوق المالية السعودية، وسلبي معنوي في الأجل الطويل بالنسبة لبورصة عمان. أما بالنسبة لمتغير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، فقد أظهرت النتائج أنّ تأثيرها كان سلبي سواءً بالنسبة للأجل الطويل أو القصير بالنسبة للسوق المالية السعودية وبورصة عمان. كما أظهرت نتائج الاختبارات التشخيصية أن نموذجي الدراسة كانا جيدين وذات كفاءة، وأنهما صالحان للتنبؤ بالمؤشر العام للسوق خلال الفترات اللاحقة.

الخاتمة

تلعب الأسواق المالية دوراً بالغ الأهمية في العملية الاقتصادية، فهي من أهم وسائل الاستثمار للأفراد والشركات، والتي تعمل على جذب وتوفير رؤوس الأموال من أصحاب الفائض نحو أصحاب العجز المالي. كما أن التطورات والتحويلات وعمليات الاندماج التي عرفها العالم في الآونة الأخيرة، أثرت بشكل كبير على عملها، ودفعت بأغلب الدول النامية إلى إنشاء أسواق مالية، تتوفر فيها كامل الشروط والمقومات التي تضمن نجاحها.

في ظل نظام الاقتصاد الحر الذي تتبناه معظم الدول العربية، حذت حذو الدول المتقدمة بإنشاء العديد من الأسواق المالية، وذلك ضمن سياسات الإصلاح الاقتصادي، من أجل سد الاحتياجات التمويلية ودفع عجلة التنمية الاقتصادية. إلا أن الأسواق المالية من أكثر الأسواق التي تتأثر بالتغيرات الاقتصادية الكلية؛ سواءً بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، وأهم هذه المتغيرات: الناتج المحلي الإجمالي، المعروض النقدي، معدل التضخم، أسعار الفائدة وسعر الصرف، بالإضافة إلى الأزمات المالية وغيرها من العوامل الأخرى. وفي محاولة منا لدراسة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشرات الأسواق المالية العربية التي تم اختيارها، استعرضنا أهم النظريات والدراسات التي تفسر العلاقة بينها، من أجل تحديد أهم المتغيرات التي سيتم التركيز عليها في الدراسة القياسية.

بناءً على هذا سعت الدراسة الحالية إلى بناء نموذج قياسي لتبيان تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر السوق، لكل من السوق المالية السعودية وبورصة عمان للفترة (2000-2018)، التي تم فيها تحديد الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم كمقياس لأداء السوق المالي، وكل من الناتج المحلي الإجمالي، وعرض النقود بمفهومه الواسع، ومعدل التضخم، وأسعار الفائدة على الودائع لأجل، بالإضافة إلى الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 كمتغيرات مُفسرة.

ومن أجل تحقيق هذا الهدف تطرقنا إلى الجوانب النظرية التي لها علاقة بالموضوع، والتي شملت الإطار المفاهيمي للأسواق المالية والمتغيرات الاقتصادية الكلية وتبيان علاقتها بمتة الأسواق، بالإضافة إلى دراسة واقع الاقتصاديات العربية وتحليل واقع الأسواق المالية العربية والتركيز على تحليل أداء السوقيين المختارين خلال فترة الدراسة. ويمكن تلخيص أهم الاستنتاجات والنتائج والمقترحات الخاصة بهذه الدراسة كما يلي:

أولاً: الاستنتاجات

بعد عرض الفصول النظرية الخاصة بالدراسة، يمكن تلخيص بعض الاستنتاجات في النقاط التالية:

1. تعتبر الأسواق المالية بمثابة مرآة تعكس مستوى الانتعاش والركود في الاقتصاد الوطني، فهي تساهم في تفعيل النمو الاقتصادي من خلال ما توفره من رؤوس أموال للقطاعات الإنتاجية، وتسمح بتعزيز وتقوية الثروة المالية.
2. يعتمد السوق المالي على عدة مؤشرات أداء لرصد ومتابعة التطورات الحاصلة في هذه الأسواق ومدى فعاليتها، وكذلك التعرف على اتجاهات السوق لأجل مقارنته بالأسواق المالية الأخرى، كما أنها تعمل على توجيه المستثمرين لاتخاذ قراراتهم على ضوء ما تعكسه، من معلومات حول نشاط وأداء الأسواق المالية.
3. يستند التحليلان الفني والأساسي على شفافية المعلومات والبيانات من أجل اتخاذ القرارات المالية، إذ يُساعدان في تحليل ومعرفة المتغيرات المؤثرة على الأسواق المالية، لغرض الوصول إلى نتائج تمكن المستثمرين من التخطيط الجيد واتخاذ القرار السليم.
4. ترتبط المتغيرات الاقتصادية الكلية بمؤشرات الأسواق المالية بعلاقة سببية فهي علاقة تأثير وتأثر؛ إذ أن هذه المتغيرات تؤثر على نشاط السوق، كما أن نشاط هذه الأخيرة ينعكس على أداء الاقتصاد.
5. تعد الأسواق المالية العربية حديثة النشأة مقارنة بنظيراتها من الدول المتقدمة، والتي لم يتجاوز عددها ستة عشرة سوقاً، بالإضافة إلى تميزها بضيق نطاقها وضعف أدائها وحركة التداول فيها مقارنة بالأسواق المالية الأخرى، باستثناء بعض أسواق دول مجلس التعاون الخليجي التي تتميز بنشاط معتبر نوعاً ما.
6. نقص الوعي المالي لدى الأفراد المستثمرين في الأسواق المالية العربية محل الدراسة، ما حال دون تحقيقها لأهدافها وعدم قدرتها على جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، بالإضافة لاعتماد المستثمرين بشكل كبير على تمويل احتياجاتهم على المصادر التقليدية.
7. قصور في القوانين التي تنظم تداول الأوراق المالية، وعدم وجود أطر تنظيمية وتشريعية موافقة للمعايير الدولية المعمول بها، ما حال دون تطور نشاط الأسواق المالية في الدول العربية.
8. ظهور الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 كنتيجة لتدهور الائتمان في السوق الأمريكي للقروض العقارية عالية المخاطر، ما أدى لحدوث أزمة سيولة كبيرة، كما أن تخفيض معدلات الفائدة وزيادة حجم المديونية من أهم الأسباب التي أدت إلى هذه الأزمة.
9. اتخاذ الحكومات في الدول العربية بعض الإجراءات من أجل تفادي أو تخفيف حدّة انعكاس الأزمة المالية العالمية، بلجوء البنوك المركزية ومؤسسات النقد فيها إلى تخفيض أسعار الفائدة ونسبة الاحتياطي القانوني للبنوك التجارية، إلا أن جملة هذه الإجراءات لم تُحد من تداعيات الأزمة على الأسواق المالية العربية إلى أن وصلت أسعار الأوراق المالية إلى أدنى مستوياتها.

10. تباين في أداء المؤشر العام للسوق في كل من السوق المالية السعودية وبورصة عمّان خلال الفترة (2000-2018)، حيث عرفت السوق المالية السعودية ارتفاعاً ملحوظاً خاصة في السنوات الأخيرة، ما يعزى إلى إدراج شركات جديدة واعتماد اللوائح التنظيمية لقواعد طرح الأوراق المالية، بالإضافة إلى انضمام السوق إلى لائحة المتابعة لمؤشر الأسواق. كما حققت بورصة عمّان أداءً جيداً خاصة في السنوات الأولى للدراسة، بارتفاع مؤشر السوق العام المبني على الأسهم الحرة، وذلك استجابة للتطورات التي شهدتها البورصة على المستوى التشريعي والتنظيمي، ونتيجة للتداول الإلكتروني الذي سهّل عمليات التداول، ونجاح الأردن في إنجاز مشاريع الاتفاقيات الحرة مع الو.م.أ وأوروبا، والانضمام إلى منظمة التجارة الحرة.

11. شهدت الأسواق المالية العربية نمواً متذبذباً من حيث عدد الشركات المدرجة من سوق لأخرى خلال الفترة (2000-2018)، حيث ارتفع عددها في السوق المالية السعودية من 75 شركة إلى 190 شركة مساهمة سنة 2018، ومردّد ذلك إلى اعتماد لائحة حوكمة الشركات وتطبيق المعايير المحاسبية الدولية، كما تمّ اعتماد اللوائح التنظيمية لقواعد طرح الأوراق المالية. أما بالنسبة لبورصة عمّان فقد وصل عدد الشركات المدرجة إلى 195 شركة سنة 2018 بعدما كان 163 شركة سنة 2000، ويرجع ذلك إلى دخول شركات جديدة بغرض زيادة رأسمالها ومواصلة الدولة برامج الخوصصة.

12. اتسام الأسواق المالية العربية بانخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة، وضعف قدرتها على تعبئة المدخرات، إلا أن القيمة السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية التي تُعد من أكبر الأسواق، شهدت تطوراً ملحوظاً ما يدل على قدرة السوق على تعبئة الادخار وزيادة الاستثمار والإصدارات الجديدة. نفس الأمر بالنسبة لبورصة عمّان ما يعزى إلى التأثير الإيجابي لقانون الأوراق المالية لسنة 2002، وتنفيذ برامج الخوصصة والتوسع في المجالات الاستثمارية، لتأتي الأزمة المالية العالمية 2008 بانخفاض في مستويات القيم السوقية، بالإضافة إلى أحداث الربيع العربي سنة 2010 وما انجر عنها من عزوف المستثمرين عن شراء الأوراق المالية في البورصات، والاضطرابات السياسية والتقلبات الإقليمية والعالمية.

13. تميّز الأسواق المالية العربية بضعف فرص التنوع، بالإضافة إلى نوعية الأوراق المالية المتداولة فيها، والتي تنحصر على الأسهم ووسائل التمويل التقليدية دون وجود بدائل أخرى كالصكوك والمشتقات المالية، الأمر الذي يقلل من فرص تكوين محافظ استثمارية ذات مخاطر منخفضة.

14. تذبذب معدل دوران الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال فترة الدراسة، وعلى وجه الخصوص في السوق المالية السعودية وبورصة عمّان، خاصة بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، بالإضافة إلى الأحداث السياسية التي عرفتها المنطقة آنذاك.

15. شهدت أحجام التداول الأسواق المالية العربية تذبذباً ملحوظاً خلال الفترة (2000-2018)، حيث سجّل حجم التداول في السوق المالية السعودية ارتفاعاً مستمراً إلى غاية 2006، غير أنه انخفض خلال السنوات الموالية

نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية، والتراجع الملموس في مستويات السيولة في السوق، بالإضافة إلى استمرار انخفاض أسعار النفط العالمية، وما أثر على الدول المصدرة له. أما أداء بورصة عمّان فقد عرف تطوراً خلال السنوات الأخيرة للدراسة، إلا أن حجم التداول حقق أرقاماً قياسية سنة 2008، بسبب إقبال المستثمرين على شراء الأسهم المنخفضة السعر والتي كان للأزمة العالمية السبب فيها.

16. ارتفاع مستويات التضخم في معظم الدول العربية خاصة السنوات الأخيرة إذ بلغ 5,9% سنة 2017، ليصل إلى غاية 11,4% سنة 2018، ما يرجع لعدّة أسباب أهمها التضخم المستورد بسبب اعتمادها على توفير احتياجاتها الأساسية على الخارج، وغياب الدور الرقابي للأجهزة الحكومية.

17. ارتفاع متوسط النمو الاقتصادي في المنطقة العربية، خاصة في السنوات الأخيرة إلى حوالي 3,5% و 1,3% سنة 2016 و 2017 على التوالي، أما سنة 2018 فقد شهد أداء الاقتصادات العربية تحسناً إذ بلغ المعدل 2,8%، وهذا يرجع إلى ارتفاع مستويات الطلب الخارجي، والزيادة المسجلة في أسعار النفط العالمية، وانعكاس الآثار الإيجابية لبرامج الإصلاح الاقتصادي التي يجري تنفيذها في عدة دول.

ثانياً: النتائج واختبار فرضيات البحث

يمكن تلخيص أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة القياسية لأثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية المختارة على كل من مؤشر السوق المالية السعودية ومؤشر بورصة عمّان، من خلال اختبار الفرضيات في النقاط التالية:

1. تبين من خلال نتائج اختبار جذر الوحدة ديكي فولر الموسع (ADF) واختبار فيليبس بيرون (PP)، أن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة الخاصة بالنموذجين ساكنة عند الفرق الأول والمستوى ولا يوجد بها جذر وحدة، أي أنها ليست ساكنة كلّها عند الفرق الأول (I(1)، وهذا يعني عدم إمكانية تكاملها تكاملاً مشتركاً، ما سمح القيام بإعداد نموذج الإنحدار الذاتي للإبطاء الموزع Autoregressive Distributed Lag Model (ARDL).

2. أشارت نتائج اختبار تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) أنّ النسبية للنموذج المقدر الخاص بالسوق المالية السعودية، من خلال معامل التحديد كانت مرتفعة وتعادل (R=0.965)، ما يعني أن المتغيرات المستقلة (المفسرة) تفسر 96.5% من التغيرات الحاصلة في مؤشر السوق، و3.5% المتبقية تعود إلى متغيرات أخرى. أما معامل التحديد الخاص بنموذج بورصة عمّان فبلغ (R=0.9814)، ما يوضح أن المتغيرات المستقلة تفسر 98,14% من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام للبورصة، و1,86% المتبقية تعود إلى متغيرات أخرى لم يتم إدراجها في النموذج.

3. بينت النتائج وجود تأثير إيجابي (غير معنوي) للوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي $\ln(\text{GDP})$ في الأجل الطويل على المؤشر العام للسوق المالية السعودية $\ln(\text{Index})$ ، حيث بلغت المرونة الجزئية للناتج المحلي قيمة

(2,12493)، بينما كان التأثير سلبي (غير معنوي) في الأجل القصير وبلغ المعامل (-0,880486)، أما بالنسبة لبورصة عمان فقد كان التأثير إيجابي (معنوي) على المؤشر العام للبورصة في الأجل الطويل، إذ بلغت المرونة الجزئية للنتائج المحلّي الإجمالي ما يعادل (6,967038)، بينما كان تأثيره إيجابي (غير معنوي) في الأجل القصير بمعامل بلغ (0.363922). وهذا ما ينفي صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير إيجابي للنتائج المحلّي الإجمالي على السوق المالية السعودية في الأجلين، ويؤكد بها بالنسبة لبورصة عمان في الأجل الطويل فقط.

4. وجود تأثير إيجابي (معنوي) بالنسبة العرض النقدي $\ln(M_2)$ على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجلين الطويل والقصير، إذ بلغت المرونة الجزئية (2,03457) في المدى الطويل، بينما بلغ المعامل قيمة (1,711477) بالنسبة للمدى القصير، وهذا ما يتفق مع الدراسات السابقة والنظرية الاقتصادية، في حين كان التأثير سلبي (غير معنوي) بالنسبة لبورصة عمان في الأجل الطويل، إذ كانت المرونة الجزئية تساوي (-3,61433)، بينما كان التأثير إيجابي (غير معنوي) في الأجل القصير بمعامل يساوي (0.705603). وهذا ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير إيجابي لعرض النقود بمفهومه الواسع على مؤشر السوق السعودية في الأجل القصير فقط، وينفي صحة الفرضية بالنسبة لمؤشر بورصة عمان في الأجلين الطويل والقصير.

5. وجود تأثير إيجابي (معنوي) لمعدل التضخم ($\ln(CPI)$) على كلٍّ من المؤشر العام للسوق المالية السعودية وبورصة عمان في الأجل الطويل، إذ بلغ المعامل (0,27801) و(0,198919) على التوالي، بينما في الأجل القصير كان تأثيره إيجابي (غير معنوي) بالنسبة للسوق المالية السعودية، أما بالنسبة لبورصة عمان فكان التأثير إيجابي (معنوي) بمعامل مرونة قيمته (0,013742). وهذا ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير إيجابي لمعدل التضخم على مؤشر كلٍّ من السوق المالية السعودية وينفيها في الأجل القصير، ويؤكد صحة الفرضية بالنسبة لبورصة عمان في الأجلين الطويل والقصير.

6. وجود تأثير سلبي (غير معنوي) لأسعار الفائدة على الودائع لأجل (IR) على مؤشر السوق المالية السعودية في الأجل الطويل، حيث أظهرت المعادلة أن المعامل يساوي (-0,00138)، في حين كان تأثيره إيجابي (معنوي) في الأجل القصير بمعامل يساوي (0,148076) بعكس اتجاه العلاقة في الأجل الطويل ما لا يتوافق مع النظرية الاقتصادية، أما بالنسبة لبورصة عمان فقد بيّنت النتائج وجود تأثير سلبي (معنوي) لأسعار الفائدة على الودائع لأجل (IR) على مؤشر البورصة في الأجل الطويل، إذ أظهرت المعادلة أن المعامل يساوي (-0,15961)، أما في الأجل القصير فكان تأثيره إيجابي (غير معنوي) بعكس اتجاه العلاقة في الأجل الطويل وبلغ المعامل (0.015863). وهذا ما ينفي صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير سلبي لأسعار الفائدة على الودائع

لأجل على مؤشر السوق المالية السعودية في الأجلين الطويل والقصير، ويؤكد صحة الفرضية بالنسبة لمؤشر بورصة عمان في الأجل الطويل فقط.

7. وجود تأثير سلبي (معنوي) للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 (Cris) على كل من المؤشر العام للسوق المالية السعودية وبورصة عمان في الأجلين الطويل والقصير، حيث بلغ المعامل (-0,91474) وقيمة (-0,80227) في الأجلين الطويل والقصير على التوالي، بالنسبة للسوق المالية السعودية، بينما بلغ المعامل في بورصة عمان (-1,07854) وقيمة (-0.345184) في الأجلين على التوالي. وهذا ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على وجود تأثير سلبي للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على مؤشر كل من السوق المالية السعودية وبورصة عمان في الأجلين الطويل والقصير.

8. أشارت نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك (Bounds Test)، إلى أنّ قيمة (F-Stat) المحسوبة تساوي (4.089422) بالنسبة للسوق المالية السعودية، وتعادل (5.610419) بالنسبة لبورصة عمان وهي أكبر من القيمة الجدولية الأعلى 3,79 عند مستوى 5% لكل من السوقيين، ممّا يعني وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات النموذج الأول والثاني للدراسة.

9. دلّت نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيّد (ARDL) لحركيات العلاقة قصيرة الأجل للنموذج الأول للسوق المالية السعودية، إلى أن قيمة معلمة حد تصحيح الخطأ ECM تعادل (-0.414359) وهي معنوية عند 5%، ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين المتغيرات. أي عندما ينحرف مؤشر السوق خلال الفترة قصيرة الأجل (محددة بثلاثة أشهر) في الفترة السابقة (t-1) عن قيمته التوازنية في الأجل الطويل، فإنه يمكن تصحيح ما يعادل 41,4% من هذا الاختلال في الفترة (t) إلى أن يصل إلى التوازن في المدى الطويل، أي بعد حوالي فصلين و12 يوم تقريباً سنقع في التوازن.

10. أشارت نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيّد (ARDL) لحركيات العلاقة قصيرة الأجل للنموذج الثاني لبورصة عمان، إلى أن قيمة معلمة حد تصحيح الخطأ ECM تعادل (-0.183741)، وهي معنوية عند مستوى الدلالة 5%، وهو ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين متغيرات الدراسة. أي عندما ينحرف مؤشر البورصة خلال الفترة قصيرة الأجل في الفترة السابقة (t-1) عن قيمته التوازنية في الأجل الطويل، فإنه يمكن تصحيح ما يعادل 18,37% من هذا الاختلال في الفترة (t) إلى أن يصل إلى التوازن في المدى الطويل، وذلك بعد حوالي خمسة فصول و13 يوم تقريباً.

11. أظهرت الاختبارات التشخيصية للنموذجين القياسيين من خلال اختباري المجموع التراكمي للبواقي المتابعة (CUSUM) والمجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة (CUSUMSQ)، أن المعاملات المقدرة للنموذج المستخدم مستقرة هيكلية خلال فترة الدراسة، ممّا يؤكد وجود استقرار بين متغيرات الدراسة وانسجام في النموذج

بين نتائج تصحيح الخطأ في المدى القصير والطويل، حيث وقع الشكل البياني للاختبارين في كلا السوقين داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

12. أشارت نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية للنموذج، أنّ اختبار (Jarque-Bera) غير معنوي، وهذا من خلال قيمة الاحتمال التي تفوق 5% بنسبة بلغت (68,44%) بالنسبة للسوق المالية السعودية، وقيمة (20,11%) بالنسبة لبورصة عمّان، وهذا يعكس قبول فرضية العدم أي أن بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي، وهذا مؤشر جيد على جودة النموذج.

13. بيّن اختبار الارتباط التسلسلي للنموذج (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)، أن قيمة الإحصائية (F) بالنسبة للنموذج الأول للسوق المالية السعودية بلغت (1.685) باحتمال بلغ (19.63%) وهي غير معنوية عند 5%، وقيمة χ^2 المقابلة لها تساوي (4.81) وهي غير معنوية أيضاً عند مستوى الدلالة 5%، أما النموذج الثاني الخاص ببورصة عمّان فقد بلغت الإحصائية (F) (0,068195) وهي غير معنوية عند مستوى دلالة 5% باحتمال بلغ (93,42%)، وقيمة χ^2 المقابلة لها تساوي (0.192038) وهي غير معنوية عند مستوى الدلالة 5%، ما يجعلنا نقبل فرضية العدم والتي تنص على أنه لا توجد مشكلة ارتباط ذاتي تسلسلي لبواقي معادلة الانحدار.

14. أظهرت نتائج اختبار (Ramsey RESET Test) للنموذج الأول أن إحصائية (F) غير معنوية عند 5% وتبلغ قيمة 0.20 باحتمال (0.839)، أما النموذج الثاني فقد بلغت الإحصائية قيمة 0,24 باحتمال (0,619) وهي أيضاً غير معنوية مستوى دلالة 5%، وهذا يعني رفض الفرضية العدمية وأن النموذجين لا يعانيان من عدم التحديد ويؤكد صحة الشكل الدالي للنموذجين.

15. بينت نتائج اختبار (Heteroskedasticity Test) أن القيمة الاحتمالية بالنسبة للنموذج الأول للسوق المالية السعودية لاختبار (Breusch-Pagan-Godfrey) غير معنوية، إذ بلغت قيمة المحسوبة (F) ما يعادل (2.98) عند مستوى احتمال 87.2%. أما بالنسبة للنموذج الثاني الخاص ببورصة عمّان فقد بلغت الإحصائية (F) المحسوبة للاختبار قيمة (1.3281) عند مستوى احتمال 20.9%، وهذا يعني أن النموذجين لا يعانيان من مشكلة التباين وهي صفة جيدة في النموذج.

16. أثبتت نتائج الدراسة صلاحية نماذج الدراسة في التنبؤ بالمؤشر العام للسوق المالية السعودية وبورصة عمّان خلال الفترة (الربع الأول من سنة 2019 إلى غاية الربع الرابع من سنة 2020) عند استخدام معادلة نموذج نموذج الإنحدار الذاتي للإبطاء الموزّع (Autoregressive Distributed Lag Model (ARDL) ومقارنة القيم الفعلية بالقيم المقدرة.

ثالثاً: الاقتراحات

بناءً على النتائج المستخلصة من البحث، تقترح الباحثة بعضاً من الاقتراحات التي ترى أنها قد تسهم في رفع مستوى أداء الأسواق المالية العربية في ظل التطورات الحالية. نُدرجها كما يلي:

1. ضرورة قيام الدول العربية بإصلاحات اقتصادية جذرية وتعزيز جاذبيتها للاستثمارات الأجنبية، باستغلال الاحتياطات النقدية المتأتية من عوائد البترول خاصة بالنسبة للدول النفطية، بهدف دفع عجلة التنمية وتنويع الاقتصاد.

2. ضرورة الاهتمام بموضوع الحوكمة والإفصاح والشفافية في الأسواق المالية العربية، وكذا الاهتمام بالقوانين والتشريعات التي تُخدم التكامل بينها، والعمل على تشريع قوانين تُحْدِث تنقل رؤوس أموال المستثمرين بما يُخدم مصالحهم ولا يضر المصالح العامة.

3. ضرورة الاهتمام بكل ما من شأنه رفع مستوى كفاءة الأسواق المالية العربية، والسوق المالية السعودية وبورصة عمّان على وجه الخصوص، من خلال إتاحة المعلومات بصورة سريعة ودقيقة، تفيد المستثمرين من أجل تحليلها واتخاذ القرار الاستثماري السليم، والحد من الشائعات التي تؤدي إلى وجود تقلبات غير مبررة.

4. ضرورة أن يتصف القائمون على الأسواق المالية والسياسات المرتبطة بها بالمرونة العالية، بحيث تكون هنالك استجابة للتطورات والمتغيرات الجديدة داخل السوق المالي وخارجه، بهدف تحقيق التوازن عبر القنوات الادخارية وحمايته من أية صدمات قد تنتقل إليه من الخارج.

5. وضع استراتيجية مالية ونقدية تحقق الاستقرار النقدي والمالي، كونها تلعب دوراً فاعلاً في التأثير على حركة أسعار الأسهم في الأجلين الطويل والقصير. كما ينبغي على السلطة النقدية أن تأخذ بعين الاعتبار الآثار الناجمة عن التغيير في أسعار الفائدة على سوق الأوراق المالية، عند صياغتها لأية قرارات تتعلق بالسياسة النقدية التي تهدف إلى تنشيط الاقتصاد.

6. ينبغي على الدول العربية العمل على الحد من الضغوط التضخمية، للحفاظ على استقرار النشاط الاقتصادي بصفة عامة وعلى استقرار نشاط الأسواق المالية بصفة خاصة، مما يسهم في زيادة مصداقية صانعي السياسة النقدية وتحسين توقعات المستثمرين.

7. ضرورة اتخاذ التدابير اللازمة من قبل هيئات الأسواق المالية، للحد من تدهور الأسعار وقت الأزمات، كما حدث في خضم الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأزمة وباء الكوفيد (Covid 19) سنة 2019، من خلال تفعيل دور صناع القرار لامتصاص الصدمات المالية، ومحاولة إيقاف التداول لفترة زمنية قصيرة، بهدف إعطاء وقت للمتعاملين من أجل إعادة تقييم الأوضاع وتصويب قراراتهم الاستثمارية.

- 8.** ضرورة وضع الأسواق المالية العربية لقيود وعقوبات صارمة، للحد من نشاط المضاربين أو كل من يسعى إلى استثمار ظروف الأزمات لخلق الهلع والخوف وسط المستثمرين.
- 9.** سعي الأسواق المالية العربية على تنويع أدوات الاستثمار المالي، بإدخال منتجات مستحدثة غير المنتجات التقليدية، كالمشتقات المالية والصكوك الإسلامية والمنتجات المالية المركبة، بغية تنشيطها وجذب عدد كبير من المستثمرين بها.
- 10.** ضرورة تعزيز ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية، من خلال التعريف بفرض ومزايا الاستثمار في السوق المالي، لتشجيع صغار المستثمرين على الاستثمار فيها.
- 11.** تطوير العلاقة بين الأسواق المالية العربية ودعم الجهود الرامية إلى تحقيق التكامل بينها، من خلال تأسيس الروابط الإقليمية لتعزيز استقرارها المالي وتطورها التنموي.
- 12.** ضرورة عمل الحكومات العربية على تحسين مراكزها العالمية من حيث بعض المؤشرات الدولية (مؤشر الحرية الاقتصادية، مؤشر التنافسية العالمية، مؤشر التنمية البشرية، المؤشر المركب لقياس ثروة الأمم، المؤشر المركب للمخاطر القطرية ومؤشر المرونة العالمي)، لما تساهم في دفع عجلة الإنتاجية والازدهار، وتحسين صورتها لدى المستثمرين الأجانب لاستقطاب رؤوس الأموال وضخها في اقتصادها.
- 13.** الاستفادة من تجارب الأسواق المالية في الدول العربية، من أجل تطوير بورصة الجزائر والعمل على ترقية نشاطها وتوفير التمويل لتغطية عجز الموازنة في الخزينة العمومية، كاستحداث أدوات مالية مطابقة لأحكام الشريعة الإسلامية مثل توفير أسهم تشاركية في السوق وقروض للمستثمرين مطابقة مع أحكام الشريعة، بغية جلب الزبائن غير الراغبين في التعامل البنكي الربوي.
- 14.** تحفيز المؤسسات الاقتصادية الجزائرية سواء العمومية أو الخاصة، بما فيها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للدخول إلى بورصة الجزائر، من خلال تخفيف شروط الدخول والتسهيلات الجبائية.

رابعاً: آفاق البحث

كون النتائج والمقترحات المستخلصة من هذا البحث تبقى محاولة من أجل الإسهام في حل إشكالية الدراسة، رغم ذلك تبقى بعض النقاط التي تحتاج إلى البحث والتحليل بحكم استحالة أن يتشعب البحث في عدة إشكاليات، وعليه نقترح مجموعة من المواضيع لتكون إشكاليات لدراسات وأبحاث مستقبلية:

1. دراسة تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق مالية في دول عربية أخرى.
2. إجراء أبحاث تستهدف تغيير المتغيرات الاقتصادية المعمول بها في الدراسة الحالية، وإدخال متغيرات أخرى كالسياسات المالية والنقدية، وأسعار النفط، والاستثمار الأجنبي، بالإضافة إلى العوامل النفسية والمعلومات الداخلية للسوق والشائعات وسلوك القطيع، والتي قد يكون لها تأثير على أسعار الأسهم.
3. دراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية على الأرقام القياسية وأحجام التداول على المستوى القطاعي.
4. العمل على تحليل السلاسل الزمنية باستخدام نماذج أخرى كنموذج الانحدار الذاتي والمتوسط المتحرك (ARMA)، ونماذج الانحدار الذاتي العامة المشروطة بعدم تجانس التباين (GARCH) من أجل التنبؤ بأسعار الأسهم في الأسواق المالية.

قائمة المصادر

والمراجع

المراجع باللغة العربية

أولاً: المصادر

(1) ابن منظور، لسان العرب، دار صادر، بيروت، لبنان، ط 3، 1994، المجلد 10-11.

ثانياً: المراجع

I. الكتب:

- (1) أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، مصر، د.ط، 1998.
- (2) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2004.
- (3) أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2012.
- (4) أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، د.ط، 2016.
- (5) إسماعيل أحمد الشناوي، السيد محمد أحمد السريتي، مقدمة في الاقتصاد الكلي، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2008.
- (6) أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف: مدخل تحليلي ونظري، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، د.ط، 2005.
- (7) إياد عبد الفتوح النسور، أساسيات الاقتصاد الكلي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2013.
- (8) إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، د.ط، 2010.
- (9) جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، د.ط، 2002.

- 10 جمال خريس، أيمن أبو خضير، عماد الخصاونة، النقود والبنوك، دار المسيرة للنشر والطباعة والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2000.
- 11 حسام علي داوود، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار المسيرة للنشر وتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط1، 2014.
- 12 حسن محمد القاضي، الإدارة المالية العامة، الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، د.ط، 2014.
- 13 حسين بن هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان، الأردن، د.ط، 2002.
- 14 حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل: التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، ط1، 2005.
- 15 حسين عمر، الموسوعة الاقتصادية، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، ط4، 1992.
- 16 خالد واصف الوزني، أحمد حسين الرفاعي، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط10، 2009.
- 17 دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط1، 2012.
- 18 دهما وليد حنا الرضي، الأسواق المالية: تركيبها، كفاءتها، سيولتها والتجربة العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، ط1، 2015.
- 19 رشاد العصار، رياض الحلبي، النقود والبنوك، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، د.ط، 2000.
- 20 سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996، ط1، ص: 81.
- 21 السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، ط1، 2010.
- 22 شذا جمال الخطيب وضعف الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2008.

- (23) شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر العاصمة، الجزائر، د.ط، 1994.
- (24) شموط مروان، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، د.ط، 2008.
- (25) صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا-عمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2000.
- (26) طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2006.
- (27) طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية: طبع-نشر-توزيع، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2000.
- (28) طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، د.ط، 1997.
- (29) عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويره، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، ط 1، 2006.
- (30) عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2005.
- (31) عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2010.
- (32) عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2000.
- (33) عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية: أسهم-سندات-وثائق استثمار-الخيارات، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2002.
- (34) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال-بنوك تجارية-أسواق الأوراق المالية-شركات تأمين-شركات استثمار، الدر الجامعية، الإسكندرية، مصر، ط 1، 2000.

- (35) عبد القادر محمد عطية، السيدة مصطفى إبراهيم، إيمان محب ذكي، قضايا اقتصادية معاصرة، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2005.
- (36) عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، د.ط، 2015.
- (37) عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، ط 6، 2007.
- (38) عبد المجيد المهيلمي، حازم الببلاوي، التحليل الفني للأسواق المالية: دليل شامل لتحقيق الأرباح في المضاربة والاستثمار، دار البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ط 6، 2004.
- (39) عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، د.ط، 2004.
- (40) عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، عمان، الأردن، ط 1، 2003.
- (41) عبدا لقادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ط 2، 1998.
- (42) عصا محسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2008.
- (43) علاء الدين أحمد جبر، بورصة الأوراق المالية، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، مصر، د.ط، 2007.
- (44) عماد محمد علي العاني، اندماج الأسواق المالية، بيت الحكمة، بغداد، العراق، د.ط، 2002.
- (45) غازي حسين عناية، التضخم المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2003.
- (46) فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2008.
- (47) قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، د.ط، 2009.
- (48) كامل علاوي كاظم الفتلاوي، حسن لطيف الزبيدي، القياس الاقتصادي النظرية والتحليل، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2011.

- (49) متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، ط1، 2010.
- (50) مجدي عبد الفتاح سليمان، علاج التضخم والركود الاقتصادي في الإسلام، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، د.ط، 2003.
- (51) مجيد خليل حسين، عبد الغفور إبراهيم أحمد، مبادئ علم الاقتصاد، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، د.ط، 2008.
- (52) محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، عين مليلة، الجزائر، ط1، 2010.
- (53) محفوظ جبار، سلسلة التعريف بالبورصة: الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومة، الجزائر العاصمة، الجزائر، ط1، ج 2، 2002.
- (54) محمد أحمد الجيزاوي، أسواق الأوراق المالية وحلول الإدارة الالكترونية، كلية إدارة الأعمال، جامعة الملك فيصل، الأحساء، السعودية، 2019.
- (55) محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، ط1، 2009.
- (56) محمد أحمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على شركات المساهمة، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، ط1، 2014.
- (57) محمد السريتي، علي عبد الوهاب نجا، النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2008.
- (58) محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، ط1، 2008.
- (59) محمد العربي ساكر، محاضرات في الاقتصاد الكلي، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ط1، 2006.
- (60) محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، السعودية، الإصدار الثالث، ط7، 2006.

- (61) محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2002.
- (62) محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2013.
- (63) محمد ضيف الله القطابري، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية (نظرية-تحليلية-قياسية)، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2009.
- (64) محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2011.
- (65) محمد غالي راهي الحسيني، التوسع المالي واتجاهات السياسة المالية: دراسة تحليلية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2016.
- (66) محمد محمود أحمد شلبي، علاقة متغيرات الاقتصاد الكلي بأداء بورصات الأوراق المالية، المكتب العربي للمعارف، القاهرة، مصر، ط1، 2013.
- (67) محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، د.ط، 2009.
- (68) محمد محمود شلبي، علاقة متغيرات الاقتصاد الكلي بأداء بورصات الأوراق المالية، المكتب العربي للمعارف، القاهرة، مصر، ط1، 2013.
- (69) محمد نداء الصوص، الاقتصاد الكلي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2012.
- (70) محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية: دراسة تطبيقية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2010.
- (71) محمود حسين الوادي، أحمد عارف العساف، وليد أحمد صافي، الاقتصاد الكلي، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط2، 2010.
- (72) محمود علي الشرقاوي، النمو الاقتصادي وتحديات الواقع، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2016.

قائمة المصادر والمراجع

- (73) محمود يونس، مبارك عبد المنعم، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2003.
- (74) مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، ط 1، 2009.
- (75) مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، ط 1، 2009.
- (76) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ط 1، 1999.
- (77) موسى لولو بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، ط 1، 2010.
- (78) نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، السياسات الاقتصادية: الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 2، 2014.
- (79) نعمة الله نجيب إبراهيم، أسس علم الاقتصاد، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، د.ط، 2000.
- (80) هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2009.
- (81) وليد عبد الحميد عايب، الآثار الاقتصادية الكلية لسياسة الإنفاق الحكومي: دراسة تطبيقية قياسية لنماذج التنمية الاقتصادية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، د.ط، 2010.

II. البحوث والمقالات في الدوريات والمجلات العلمية:

- (82) إبراهيم أونور، خصائص أسواق الأسهم العربية، جسر التنمية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الدول العربية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، الكويت، العدد 80، السنة 8، 2009، ص: 1-12.
- (83) أحمد إسماعيل المشهداني، حيدر حسين آل طعمة، دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار النقدي في الاقتصاد العراقي للمدة 2003-2009، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، بغداد، العراق، العدد: 33، 2012، ص: 130-149.

- 84** الأخصر بن عمر، علي باللموشي، تكامل الأسواق المالية العربية لمواجهة تحديات الأزمات المالية العالمية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، العدد 4، 2013، ص: 191-212.
- 85** أرشد فؤاد التميمي، الأزمة المالية العالمية وأثرها على أداء البورصات الناشئة (الأردن نموذجًا)، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المعهد العالي للمحاسبة والدراسات المالية، جامعة بغداد، العراق، العدد 5، الإصدار 12، 2010، ص: 1-25.
- 86** أرشيد عبد المعطي، محددات أسعار الأسهم في البورصة، مجلة البصائر للدراسات، جامعة البتراء، عمان، الأردن، العدد 8، الإصدار 2، 2004، ص: 198-218.
- 87** أمين حواس، فاطمة الزهراء زرواط، واردات السلع الرأسمالية والنمو الاقتصادي في الصين: منهجية ARDL، مجلة الاقتصاد والإحصاء التطبيقي، المدرسة الوطنية العليا للإحصاء والاقتصاد التطبيقي، الجزائر العاصمة، الجزائر، العدد 25، 2016، ص: 214-215.
- 88** بابكر مبارك عثمان، كيف تتحدد أسعار الأسهم في السوق المالي، مجلة المال والاقتصاد، دراسات مصرفية، بنك الفيصل الإسلامي السوداني، الخرطوم، السودان، العدد: 11، 2007، ص: 15-21.
- 89** البازعي حمد بن سليمان، ديابي علي زاوي، السياسة النقدية وكفاءة سوق الأسهم: دليل قياسي من سوق الأسهم السعودية، مجلة الاقتصاد والإدارة، كلية الاقتصاد، جامعة الملك عبد العزيز، الرياض، السعودية، المجلد: 11، 1998، ص: 89-107.
- 90** بشير خليفة الزعبي، العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي للفترة، مجلة مؤتة للبحوث والدراسات، كلية الاقتصاد، جامعة مؤتة، مؤتة، الأردن، العدد: 19 (5)، 2004، ص: 187-203.
- 91** بشير هادي عودة، زهرة حسن عباس، مصطفى مهدي حسين، الأسواق المالية: الإطار العام ومقومات النجاح، مجلة دراسات إدارية، جامعة البصرة، العراق، العدد 4، المجلد 2، 2008، ص: 149-194.
- 92** حاكم محسن محمد، عددي عباس عبد الأمير، تحليل العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والقيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، كلية الاقتصاد، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، العدد 11، المجلد 174، 2014، ص: 108-130.

- 93** حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2004، ص: 1-18.
- 94** حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 27، السنة الثالثة، الكويت، 2004، ص: 1-18.
- 95** حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003): مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 79، بنك الكويت الصناعي، صفاة، الكويت، 2004، ص: 1-59.
- 96** حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية: دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، العدد 11، 2011، ص: 91-110.
- 97** حسين كامل فهمي، أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك التجارية في اقتصاد إسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 63، جدة، السعودية، 2006، ص: 1-117.
- 98** حمد بن سليمان؛ ديابي علي زاوي، السياسة النقدية وكفاءة سوق الأسهم: دليل قياسي من سوق الأسهم السعودية، مجلة الاقتصاد والإدارة، كلية الاقتصاد، جامعة الملك عبد العزيز، الرياض، السعودية، المجلد 11، 1998، ص: 89-107.
- 99** خالد بن حمد بن عبد الله القدير، تأثير الائتمان المصرفي لتمويل الواردات على الواردات في المملكة العربية السعودية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة دمشق، سوريا، العدد 2، المجلد 21، 2005، ص: 203-225.
- 100** خالد لافي النيف، العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي والمؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، كلية الأعمال، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، العدد 2، المجلد 5، 2018، ص: 127-149.
- 101** خالد محمد السواعي، أثر تحرير التجارة والتطور المالي على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الأردن، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، العدد 1، المجلد 2، 2015، ص: 20.

- 102) خلف الله عربي، العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم: دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية 1995-2007، مجلة المال والاقتصاد، مجلة اقتصادية مصرفية، بنك فيصل الإسلامي السوداني، الخرطوم، السودان، العدد: 62، 2009، ص: 38-39.
- 103) راشد محمد صالح سلامة، العلاقة بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم في الأردن، مجلة البلقاء للبحوث والدراسات، كلية الاقتصاد، جامعة عمان الأهلية، عمان، الأردن، العدد: 1، المجلد (5)، 1997، ص: 40-55.
- 104) رافعة إبراهيم الحمداني، عمر غازي العبادي، أثر المعلومات المالية في حركة أسعار الأسهم بسوق عمان للأوراق المالية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية للبحوث الإدارية والاقتصادية والمحاسبية والمعلوماتية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، العدد 7، المجلد 3، 2007، ص: 1-16.
- 105) سام سعد محمد، عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمان للأوراق المالية، دراسات العلوم الإدارية، كلية الأعمال، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، العدد 2، المجلد 41، 2014، ص: 417-423.
- 106) صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة، الجزائر، العدد 7، 2010، ص: 181-194.
- 107) صباح صالح البدري، رتاب سالم الخوري، دراسة تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية، دراسات العلوم الإدارية، كلية الأعمال، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، المجلد 24، العدد 1، 1997، ص: 214-226.
- 108) صلاح أبو النصير، العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم في سوق المال السعودي: دراسة قياسية، مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مصر، المجلد 17، العدد 3، 2016، ص: 2-28.
- 109) طالب عوض، كفاءة السياسة النقدية والمالية في الأردن: 1978-1992، مجلة دراسات، العلوم الإنسانية، كلية الأعمال، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، المجلد 22 (أ)، العدد: 2، 1995، ص: 891-907.

- (110) عباس كاظم جاسم الدعيمي، انعكاسات السياسة النقدية في مؤشرات تدول سوق الأوراق المالية (الولايات المتحدة الأمريكية دراسة قياسية للمدة 1990-2010/ وباستخدام نماذج التخلف الزمني)، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، كلية الاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، المجلد: 8، الإصدار: 32، 2012، ص: 195-216.
- (111) عبد الحميد مرغيت، دور سياسة المالية العامة في مجابهة تقلبات الدورة الاقتصادية في البلدان المصدرة للسلع الأولية، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، مخبر تقييم أسواق رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، العدد 1، المجلد 4، 2018، ص: 54-69.
- (112) علي الزبادات، فارس الخرابشة، أثر الأزمة المالية على الأسواق المالية العالمية: حالة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الأردني، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، عمادة البحث العلمي والدراسات العليا، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، المجلد 21، العدد الأول، 2013، ص: 399-426.
- (113) علي جبران عبد علي الخفاجي، قياس استجابة أسعار الأسهم لتحركات سعر الصرف: دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المحلية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بابل، العراق، الإصدار 2، المجلد 455، 2009، ص: 274-314.
- (114) عماد الدين المصباح، محددات التضخم في سورية خلال الفترة 1970-2004، مجلة العلوم الاجتماعية، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، الكويت، العدد 34: (4)، 2006، ص: 45-71.
- (115) فاروق رفيق التهموني، إمكانية التنبؤ بعائد مؤشر السوق ومدى ارتباطه بالمؤشرات القطاعية: دراسة تحليلية لقياس كفاءة مؤشر بورصة عمان للفترة 2003-2007، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، مؤتمرا للبحوث والدراسات، الكرك، الأردن، العدد 6، المجلد 24، 2009، ص: 211-234.
- (116) فريد كورتل، كمال رزيق، الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، كلية الاقتصاد، بغداد، العراق، العدد 20، 2002، ص: 1-22.
- (117) فوزي الخطيب، منذر الشرع، سوق عمان للأوراق المالية ومدى استجابتها للمتغيرات الاقتصادية دراسة قياسية، مجلة أبحاث اليرموك: سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، العدد: 10 (3)، 1994، ص: 371-390.

- (118) قيس أديب الكيلاني، التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم دراسة لعينة من الأسهم المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (1998-2006)، مجلة الإداري، العلوم الإدارية، كلية إدارة الأعمال، جامعة الملك سعود، الرياض، السعودية، العدد 29 (109)، 2007، ص: 95-125.
- (119) لمياء عماني، بن معزو محمد زكريا، دراسة تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المغرب: دراسة تجريبية باعتماد نموذج ARDL للفترة 1988-2014، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد: 17، 2017، ص: 134.
- (120) مجدي الشوربجي، أثر النمو الاقتصادي على العمالة في الاقتصاد المصري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، الشلف، الجزائر، العدد 6، 2009، ص: 157.
- (121) محمد أيمن عزت الميداني، أثر الأزمة المالية العالمية: أسبابها ومنعكساتها على الاقتصاد العالمي والعربي والسوري، جمعية العلوم الاقتصادية السورية، محاضرة أقيمت في ندوة الثلاثاء بتاريخ 3 مارس 2009، دمشق، سوريا، 2009، ص: 399-426.
- (122) محمد كمال أبو عمشة، أهمية تطوير أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي، بحوث اقتصادية عربية، مجلة صادرة عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، القاهرة، مصر، العددان 55-56، 2011، ص: 134-166.
- (123) مفيد ذنون يونس، رغيد عماد الدين، تأثير التضخم على أسواق الأوراق المالية العربية، تنمية الرافدين، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، الموصل، العراق، العدد 93، المجلد 31، 2009، ص: 9-22.
- (124) مناضل عباس حسين الجواربي، خضير مهدي صالح، واقع الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي، مجلة جامعة بابل للعلوم الإنسانية، كلية الإدارة والاقتصاد، بابل، العراق، العدد 1، المجلد 17، 2009، ص: 67-88.
- (125) مهند بن عبد الملك السلطان، أحمد بن بكر البكر، مفهوم الناتج المحلي الإجمالي: دراسة وصفية، إدارة الأبحاث الاقتصادية، مؤسسة النقد العربي السعودي، الرياض، السعودية، 2016، ص: 1-32.
- (126) نضال أحمد الفيومي، أثر خصائص الأسواق الناشئة على اختبارات الكفاءة: دراسة تطبيقية على بورصة عمان، دراسات العلوم الإدارية، كلية الأعمال، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، العدد 30 (2)، 2003، ص: 322-334.

- (127) الهادي آدم محمد إبراهيم، أسواق الأوراق المالية: مفهوما ومستويات كفاءتها، مجلة العلوم الإدارية للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة أم درمان الإسلامية، أم درمان، السودان، العدد 1، 2010.
- (128) هشام البساط، دروس وعبر: فورة أسواق رأس المال العربية وتراجعها 2004-2006، بحوث اقتصادية عربية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، مركز دراسات الوحدة العربية، عمان، الأردن، العدد 38، 2007، ص: 69-80.
- (129) هيل عجمي جميل الجنابي، عرض النقد في عُمان والعوامل المؤثرة فيه للفترة 1974-2003، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، بغداد، العراق، المجلد 23، العدد 2، 2007، ص: 14-43.
- (130) وليام ألكسندر وآخرون، استخدام أدوات غير مباشرة في السياسة النقدية، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الو.م.أ، العدد 1، 1996.
- (131) يحي حمود حسن، حسام الدين زكي، تحليل العلاقة بين أسواق النفط والسياسة النفطية العراقية باستخدام السلاسل الزمنية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، العراق، العدد: 25، المجلد: 2، 2012، ص: 7-28.

III. المؤتمرات والندوات والملتقيات:

- (132) أشرف محمد دوابه، تكامل الأسواق المالية العربية: آفاق وتحديات، بحث مقدم لمؤتمر: القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة خلال الفترة من 14-15 أبريل 2009، كلية الأعمال، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2009، ص: 1-33.
- (133) جابر محمد عبد الجواد، تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي (مع الإشارة إلى بعض بورصات دول مجلس التعاون الخليجي)، مداخلة ضمن المؤتمر العلمي الخامس عشر: أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - خلال الفترة 6-8 مارس 2007، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2007.
- (134) حربي محمد موسى عريقات، مناخ الاستثمار في الوطن العربي: الواقع والعقبات والآفاق المستقبلية، المؤتمر العلمي الخامس لكلية العلوم الإدارية والمالية "نحو مناخ استثماري وأعمال مصرفية الكترونية" خلال الفترة 4-5/7/2007، جامعة فيلادلفيا، عمان، الأردن، 2007، ص: 8-10.

135) سامي حطاب، تطور الأسواق المالية العربية: فرص التكامل والتنافس، مداخلة ضمن المؤتمر السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني "أسواق رأس المال الصاعدة: نظرة مستقبلية" المنعقد يوم 27 أكتوبر 2008، سوق فلسطين للأوراق المالية، رام الله، فلسطين، 2008، ص: 1-10.

136) عبد الرحمن صبري، معالم سياسات الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر "مواجهة الآثار الاجتماعية للتكيف الهيكلي في الوطن العربي وأمريكا اللاتينية"، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، مركز دراسات وبحوث الدول النامية، جامعة القاهرة، القاهرة، مصر، 1997.

137) عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية خلال الفترة 24-26 أبريل 2005، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة الزيتونة، عمان، الأردن، 2005.

IV. الرسائل والأطروحات الجامعية:

138) بوعبد الله علي، انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء الأسواق المالية العربية: دراسة تحليلية مقارنة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، تخصص علوم مالية، كلية العلوم المالية والمصرفية، جامعة العلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2010.

139) رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006.

140) زيد حيايد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم: دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، فلسطين)، رسالة ماجستير غير منشورة، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015.

141) سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية: دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2018.

142) سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم: دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010.

..... قائمة المصادر والمراجع

- 143) فراج بن عبد العزيز الفراج، العلاقة بين المؤشر العام لسوق الأسهم المحلية وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في المملكة العربية السعودية: دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الإدارية، جامعة الملك سعود، الرياض، السعودية، 2004.
- 144) محمد أحمد الطراونة، محددات الطلب على الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية (1978-2002)، رسالة ماجستير غير منشورة، تخصص مالية، كلية الاقتصاد، جامعة مؤتة، الأردن، 2004.
- 145) محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية: دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر العاصمة، الجزائر، 1998.
- 146) ندى الحموري، العلاقة بين التذبذبات في أسعار الأسهم والتذبذبات في المتغيرات الاقتصادية الكلية: دراسة تطبيقية، أطروحة دكتوراه منشورة، تخصص اقتصاد الأعمال، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2012.

V. التقارير:

- 147) بورصة عمان، التقارير السنوية لبورصة عمان، للسنوات 2000-2018.
- 148) صندوق النقد العربي، التقارير السنوية لصندوق النقد العربي للسنوات 2000-2018.
- 149) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، جامعة الدول العربية، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2010.
- 150) صندوق النقد العربي، تقرير تنافسية الاقتصاديات العربية، جامعة الدول العربية، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، العدد 2، 2017.
- 151) نشرة إضاءات مالية ومصرفية، التضخم الاقتصادي، معهد الدراسات المصرفية، الكويت، 2012، السلسلة الخامسة، العدد 3، ص: 1-4.

VI. المواقع الإلكترونية:

- 152) موقع Money Matters Institute.Org، Wealth of Nations Index، 2014، متوفر على الموقع الإلكتروني، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2016/02/25، الساعة: 20:08.
<http://www.moneymattersinstitute.org/wealth-of-nations-index>

- 153) إبراهيم نوار، التنوع والتباين: قراءة في بنية الاقتصاد العربي لعام 2014، المركز العربي للبحوث والدراسات، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2016/02/10، 20:20، متوفر على الموقع الالكتروني: <http://www.acrseg.org/28478>
- 154) أحمد حسين رشد الكبيسي، مقومات نجاح الأسواق المالية، 2005/9/14، منتديات شبكة الأسهم القطرية، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2015/03/28، الساعة 14:39، متوفر على الموقع الالكتروني: <http://www.qatarshares.com/vb/showthread.php>
- 155) أحمد طلفاح، الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرها على التدفقات المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2005، ص: 1-46، متوفر على الموقع الالكتروني: http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2006/31_C23-3.pdf، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2019/08/04، الساعة: 16:55.
- 156) عالم البورصة، تعرف إلى مؤشر كاك 40، تم الإطلاع يوم 2016/03/20، الساعة: 19:05، متوفر على الموقع الالكتروني: www.fxcc.ae/blog/
- 157) عبد الله بن عبدالرحمن الربدي، 2017 عام حافل على السوق المالية السعودية، موقع جريدة الاقتصادية، الموقع الإلكتروني: http://www.aleqt.com/2018/01/03/article_1308696.html
- 158) عصام عبدالوهاب محمد، تحليل اقتصادي لمتطلبات أسواق الأوراق المالية في الدول النامية، 2015، ص: 22، بتاريخ 2015/03/27، 22:50، متوفر على الموقع الإلكتروني http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2546921: SSRN Success and Failures in Developing Countries
- 159) مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، ط1، ج 1، 2005، ص: 33. متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://books.google.dz/books?id=UBOoSjEvSoAC>
- 160) محمد جمال، موقع هافينغتون بوست، قطر الأولى عربياً في مؤشر التنافسية العالمية ومصر الأخيرة، 30 سبتمبر 2015، القاهرة، مصر، تم الاطلاع بتاريخ 2016/02/25، الساعة: 14:15، الموقع الالكتروني: http://www.huffpostarabi.com/2015/09/30/story_n_8222064.html
- 161) موقع UFX.com، تداول مؤشر داكس الألماني، تم الإطلاع يوم 2016/03/20، الساعة: 19:05، متوفر على الموقع الالكتروني: <https://www.ufx.com/ar/>

- 162) موقع اتحاد البورصات العربية، البورصات: الأعضاء، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.arab-exchanges.org/Members/Exchanges.aspx?lang=ar-KW>، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2017/08/06، الساعة 14:14.
- 163) موقع التداول etoro، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.etoro.com/ar/markets/mdy/chart>، بتاريخ 2019/07/13، الساعة 14:08.
- 164) موقع خريطة العالم Word Map، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.mapsofworld.com/>، تم الاطلاع عليه: 2016/02/17، الساعة 14:25.
- 165) موقع السوق المالية السعودية (تداول)، نبذة عن السوق، متوفر على الموقع الإلكتروني: http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/c0/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0/os3g_A-ewIE8TIwODYFMDA08Tn7AQZx93YwN3I_3gxCL9gmxHRQCI_IsB
- 166) موقع المعرفة، الأزمة المالية، متوفر على الموقع الإلكتروني: https://www.marefa.org/%D8%A3%D8%B2%D9%85%D8%A9_%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9#cite_ref-3، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2019/8/07، الساعة 15:50.
- 167) موقع بورصة عمان، الصفحة الرئيسية لبورصة عمان، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.ase.com.jo/ar/>
- 168) موقع جريدة الوطن، قراءة في تقرير التنافسية العالمية 2015-2016، 7 أكتوبر 2015، تم الاطلاع يوم 2017/03/21، الساعة 13:40، على الموقع الإلكتروني: <http://alwatan.com/details/79809>
- 169) موقع دايلي فوركس، المؤشر العام-السوق المالية السعودية (تداول)، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.dailyfx.com/arabic/tadawul>
- 170) موقع زاوية، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://blogs.zawya.com/ar/story>، بتاريخ 2016/02/25، الساعة 15:38.
- 171) موقع شركة IFCM Markets وهي شركة تقدم لعملائها خدمات في مجال تداولات الأدوات المالية على حد سواء في الأماكن المنظمة وخارجها، متوفر على الموقع الإلكتروني، تم الاطلاع 2016/12/11، الساعة 20:57 <https://www.ifcmarkets.net/trading-conditions/order-types>
- 172) موقع مركز إيداع الأوراق المالية، لمحة تعريفية، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.sdc.com.jo/arabic/index.php>

(173) موقع هيئة الأوراق المالية، من نحن، متوفر على الموقع الإلكتروني:

http://www.jsc.gov.jo/page/about_us.aspx

(174) نيتو ترايد، علاقة الدورة الاقتصادية بأسواق الأسهم، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<https://www.netotrade.ae/learn/trading-academy/advanced-trading-strategies/learn-to-trade-with-the-economic-cycle>، 2018/02/26، الساعة 21:48.

(175) موقع منتدى الإصلاح العربي، وثيقة الإسكندرية، مؤتمر قضايا الإصلاح العربي: الرؤية والتنفيذ، 12-

14 مارس 2004، مكتبة الإسكندرية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص ص:1-16، بتاريخ: 2016/02/17،

17:15، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.bibalex.org/arf/ar/Document/FixCom.htm>

(176) موقع التداول etoro، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<https://www.etoro.com/ar/markets/mdy/chart>، بتاريخ 2019/07/13، الساعة 14:08.

المراجع باللغة الأجنبية

I. Books :

- 1) Alain Martinet, **Lexiques de Gestion**, Dalloz, Paris, France, 5^{eme} Edition, 2000.
- 2) Alain Bergeron, **Introduction à l'Analyse Technique**, École des Hautes Études Commerciales, Montréal, Canada, 1998.
- 3) Ben S. Bernanke, and Kenneth N. Kuttner, **What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?**, The Journal of Finance, American Finance Association, USA, No:60, Issue:3, 2005.
- 4) Bernard Bellettante, **Dictionnaire De La Bourse**, Edition Hatier, Paris, France, 1998.
- 5) Bhalla, V.K., **Investment Management (Security Analysis and Portfolio Management)**, Fifth Ed, S.Chand and Company LTD, New Delhi, India, 1997.
- 6) Blanchard, Olivier, **Mocroeconomics**, Second Edition, Prentice Hall, Upper Saddle River N.J., U.S.A, 2000.
- 7) Boyes, William J, **Macroeconomics: The Dynamics of Theory and Policy**, South-Western Publishing, Cincinnati, U.S.A, 1984.

- 8) Dan w. French, **Security and Portfolio Analysis, Concept and Management**, Merrill Publishing Company, Columbus, U.S.A, 1989.
- 9) Edwards Magee Bassetti, **Technical Fundamental Analysis for Stock Trends**, CRC Press, Amacom, Tatlor and Francis Group, U.S.A, 2014.
- 10) Fobozzi Frank and Modigliani Franco, **Capital Market**, Prentice -Hall Inc, Prentice, USA, 1992.
- 11) Francis, Jak Clark, **Management of Investment**, Mc Graw-Hill, Inc, International Student Edition, New York, U.S.A, 1983.
- 12) Frank J. Fobozzi and Modigliani Franco, **Capital Markets: Institutions and Instruments**, Prentice -Hall Inc, Prentice, New Jersey, U.S.A, 1992.
- 13) Frederic Mishkin, **The Economics of Money, Banking and Financial Market**, Addition –Wesley, U.S.A, 6th edition, 2001.
- 14) Gujarati, Damodar N, **Basic Econometrics**, McGraw-Hill Inc., New York, , Fourth Edition, USA, 2003.
- 15) Hirt, Geoffrey A. and Block Stanley B., **Fundamental of Investment Management**, Forth Ed, Irwin Home Wood, 1993.
- 16) J. Pilverdier, Tereyt, **Le Marché Boursier**, Eddition Eeconomical, Paris, France, 1998.
- 17) Jack D. Schwager, **A Complete Guide to the Futures Markets: Fundamental Analysis, Technical Analysis, Trading, Spreads, and Options**, John Wiley & Sons, New York, U.S.A, 1984.
- 18) James Chen, **Essentials of Technical Analysis for Financial Market**, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, U.S.A, 2010.
- 19) Michael Parkin, **Macroeconomics**, Addition-Wesley Publishing Company, Inc., U.S.A, 1990.
- 20) Murphy John J., **The Visual Investor : How to Spot Market Trends**, Second Edition, New Jersey: John Wiley & Son, U.S.A, 2009.
- 21) Pesaran, M. and Pesaran, B., **Working with Microfit 4.0: Interactive Econometric Analysis**, Oxford: Oxford University Press, ELT Division, UK and Ireland Sale, UK, 1997.
- 22) Pierre Canso, Farouk Hemici, **Gestion Financière De L'entreprise**, Edition Dunord, Paris, France, 10^{eme} Edition, 2002.
- 23) Pierre Ramage, **Finance De Marché**, Eddition D'organisation, Paris, France, 2002.

24) Timo Schlichting, **Fundamental Analysis, Behavioral Finance and Technical Analysis on the Stock Market**, GRIN Verlag, Druck und Bindung: Books on demand GmbH, Norderstedt, Germany, 2008.

25) Zvi Bodie, Alex Kanas, Alan Marcus, **Investment**, 5th Edition, Mc-Graw-Hill Companies, INC, New York, U.S.A, 2002.

II. Articles :

26) Al-Bassam Khalid & Eid Al-Juhani, **The Impact of Some Major Economic Variables on the Saudi Stock Market Index: An Empirical Study**, Economic Horizon, Academic Publishing Platforms, Prague Development Center, Břilina, Czech Republic, Vol:18 (70), 1997, pp : 9-32.

27) Ali, I., Rehman, K.U. , Yilmaz, A.K. , Khan, M.A., and Afzal, H., **Causal Relationship between Macro-Economic indicators and Stock Exchange Prices in Pakistan**, African Journal of Business Management, Publishes by Academic Journals, Sapele, Nigeria, Vol. 4, No. 3, 2010, pp : 312-319.

28) Al-Jafari, Mohamed Khaled. Salameh, Rashed Mohammed and Habbash, Mohammad Rida. 2011. **Investigating the Relationship between Stock Market Returns and Macroeconomic Variables: Evidence from Developed and Emerging Markets**. International Research Journal of Finance and Economics, EuroJournals Publishing, Inc. U.S.A, Issue 79, 2011, pp: 6-30.

29) Andreas Humpe and Peter Macmillan, **Can Macroeconomic Variables Explain Long-term Stock Market Movements? A Comparison of the US and Japan**, Applied Financial Economics, Economics and Econometrics Finance, Chapman & Hall, , U.S.A, Vol :19, 2009, pp :111–119.

30) Arvind Kumar, Dharmendra Singh, **Testing Weak Form Stock Market Efficiency On Muscat Securities Market: Oman**, Skyline Business Journal, Skyline University College, Sharjah, U.A.E, Volume IX-Issue 1, 2014, pp: 9-13.

31) Ayhan Kapusuzoglu, **Testing Weak Form Market Efficiency on The Istanbul Stock Exchange (ISE)**, Int.J. Buss. Mgt. Eco. Res., Ankara, Turkey, Vol 4:(2), 2013, pp: 700-705.

32) Bernanke, B.S , and Kuttner, K.N., **What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?**, The Journal of Finance, American Finance Association, USA, N:60, Issue:3, 2005, pp.1221-1257.

33) Course 8, **Market Indices and Market Sectors**, Copyright 2010 ASX Limited ABN, Division of The McGraw-Hill Companies Inc, New York, U.S.A, 2010, pp : 1-10.

- 34) Dercio Fernando Filipe Chauque, Patricia. Rayappan, **The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Market Performance: A Case of Malaysia**, Edelweiss Applied Sciences Technology, Asia Pacific University of Technology and Innovation, Kuala Lumpur, Malaysia, Vol :2, N:1, 2018, pp: 100-104.
- 35) Emmanuel O. Nwosu, Anthony Orji and Ogomegbunam Anagwu, **African Emerging Equity Markets Re-examined: Testing the Weak Form Efficiency Theory**, African Development Review, African Development Bank. Published by Blackwell Publishing Ltd, UK and 350 Main Street, Malden, USA, Vol. 25, No. 4, 2013, pp : 485–498.
- 36) Faiza Saleem and Mohd Norfian Alifiah, **Causal Relationship Between Macroeconomic Variables And Stock Prices In Pakistan**, Jurnal Kemanusiaan, Special Edition, Faculty of Management, University of Teknologi, Johor, Malaysia, Vol: 26, Issue 1, 2017, pp: 1-9.
- 37) Fama Eugene.F, **Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work**, The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association, New York, U.S.A, 1970, pp: 383-417.
- 38) Fama Eugene F., **Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money**, American Economic Review, American Economic Association, U.S.A, N: 71, 1981, pp: 545-564.
- 39) Francisco Jareño and Loredana Negrut, **US Stock Market And Macroeconomic Factors**, The Journal of Applied Business Research (JABR), The Clute Institute, Littleton, U.S.A, Vol: 32, N: 1, 2016, pp: 325-340.
- 40) Haruna and al. **Macroeconomic Variables And Stock Market Returns In GHANA: Any Causal Link?**, Asian Economic and Financial Review, Asian Economic and Social Society (AEISS), Pompano Beach, Florida, U.S.A, N: 3(8), 2013, pp : 1044-1062.
- 41) Horobet, Alexandra and Dumitrescu, Sorin, **On the Causal Relationships between Monetary, Financial and Real Macroeconomic Variables: Evidence from Central and Eastern Europe**, 20007, pp 1-18, Available online at: http://www.nber.org/papers/w14269.pdf?new_window=1.
- 42) Jaihan Zulqarnain, Syed Muhammad Amir Shah, **An Empirical Study on Weak Market Efficiency of Karachi Stock Exchange**, Business Review, Institute of Business Administration Karachi (IBA), Karachi, Pakistan, Vol :8, N :1, 2013,pp : 77-84.

- 43) Mahmoud Barakat, Sara Elgazza and Khaled Hanaf, **Impact of Macroeconomic Variables on Stock Markets: Evidence from Emerging Markets**, International Journal of Economics and Finance, The Canadian Center Of Science and Education, Ontario, Canada, Vol :8 (1), 2016, pp: 195-207.
- 44) Maskay, B. and Chapman, M., **Analyzing the Relationship between Change in Money Supply and Stock Market Prices**, Economics Department, Honors Projects, Illinois Wesleyan University, Illinois, U.S.A, 2007, pp: 1-22.
- 45) Maysami, Ramin C., Howe, Lee C. and Hamzah, Mohamad A., **Relationship Between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore's All-S Sector Indices**, Jurnal Pengurusan, School of Management, Faculty of Economics and Management, The National University Of Malaysia, Selangor, Malaysia, N:24, 2004, pp: 47-77.
- 46) Medhat Ibrahim Tarawneh, Tariq Abdullah Al-Soub, **Impact of Trading Volume on Stock Price Volatility: An Applied Study on Amman Stock Exchange**, Mu'tah Lil-Buhuth wad-Dirasat, Humanities and Social Sciences Series, Mu'tah, Jordan, Vol. 26, No.2, 2011, pp : 9-38.
- 47) Moya-Martínez, Roman Ferrer-Lapeña, Francisco Escribano-Sotos, **Relationship Between Interest Rate Changes and Stock Returns in Spain: A Wavelet Based Approach**, BRQ Business Research Quarterly, Spanish Academy of Management, SAGE, Spain, Volume 18, Issue 2, 2015, pp : 95-110.
- 48) Orawan Ratanapakorn and Subhash C. Sharma, **Dynamic Analysis Between the US Stock Returns and The Macroeconomic Variables**, Applied Financial Economics, U.S.A, N :17, 2007, pp :369-377.
- 49) Pilinkus, Donatas and Boguslauskas, Vytautas , **The Short-Run Relationship Between Stock Market Prices and Macroeconomic Variables in Lithuania: An Application of the Impulse Response Functions**, Economics of Engineering Decisions , Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics, ISSN 1392 - 2785, Vol: 5, 2009, pp: 26-34.
- 50) Pradipta Kumar Sanyal, Padma Gahan, Smarajit Sen Gupta, **Market Efficiency in Emerging Economics: An Empirical Analysis**, Globsyn Management Journal (GMJ), Globsyn Business School, Kolkata -West Bengal, India, Vol: 8, Issue 1 & 2, 2014, pp: 22-38.
- 51) Pyemo N. Afego, **Market Efficiency In Developing African Stock Markets: What Do We Know?**, The Journal of Developing Areas, Tennessee State University, Nashville, U.S.A, Volume 49, No. 1, 2015, pp :243-266.

- 52) Radi Mohammed Al-Adayleh, **Empirical Investigation of the Equilibrium Relationship between Micro-Macroeconomic Variables and Amman Stock Exchange Performance Using ARDL Model**, Dirasat Administrative Sciences, DAR Publishers, ISSN (2384-4663), The University of Amman, Jordan, Vol :43, No : 1,2016, pp :55-61.
- 53) Ramin Maysami C. and others, **Relationship Between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore's All-S Sector Indices**, Jurnal Pengurusan, School of Management, Faculty of Economics and Management, The National University Of Malaysia, Selangor, Malaysia, N: 24, 2004, pp: 47-77.
- 54) Ratneswary, R. and V. Rasiah., **Macroeconomic activity and the Malaysian Stock Market: Empirical Evidence of Dynamic Relation**. The International Journal of Business and Finance Research, Global IBFR, Institute for Business and Finance Research, Wien, Austria, N:4(2), 2010, pp: 59-69.
- 55) Ross Levine and Sara Zervos, **Stock Markets, Banks, and Economic Growth**, The American Economic Review, American Economic Association, U.S.A, Vol. 88, No. 3, 1998, pp :537-558.
- 56) Ross Levine and Sarra Zerous, **Capital Control Liberalization and Stock Market Development**, The World Development, Elsevier Science Ltd, Amsterdam, Netherlands, Vol. 26, No. 7, 1996, pp: 1169-1183.
- 57) Seyed Mehdi Hosseini, Zamri Ahmad, Yew Wah Lai, **The Role of Macroeconomic Variables on Stock Market Index in China and India**, International Journal of Economics and Finance, Published by Canadian Center of Science and Education, Toronto, Canada, Vol. 3, No : 6, 2011, pp : 233-243.
- 58) Sulaiman D. Muhammad, Adnan Hussain, Adnan Ali, M. Anwar Jalil., **Impact of Macroeconomics Variables on Stock Prices: Empirical Evidence in Case of Karachi Stock Exchange (KSE)**, European Journal of Scientific Research, EuroJournals Publishing, Seychelles, Victoria, Vol. 38, No. 1, 2009, p: 96-103.
- 59) Türsoy, Turgut. Günsel, Nil. and Rojoub, Husam. **Macroeconomic Factors, the APT and the Istanbul Stock Market**, International Research Journal of Finance and Economics, IRJFE Editorial Office, Victoria Mahé, Seychelles, Vol: 22, 2008, pp: 49-57.
- 60) Walter Wasserfallen, **Macroeconomics News and Stock Market: Evidence from Europe**, Journal of Banking and Finance, Elsevier Publishing Campus, U.S.A, N: 4 (13), 1989, pp:613-626.

- 61) William Schwert G., **The Adjustment of Stock Prices to Information About Inflation**, Journal of Finance, The Journal Of American Finance Association, U.S.A, No: 36 (1), 1981, pp: 15-29.
- 62) Yu Hsing, **The Stock Market and Macroeconomic Factors in Japan and Policy Implications**, International SAMANM Journal of Finance and Accounting, College of Business, Southeastern Louisiana University, Louisiana, U.S.A, Vol. 1, No. 1, 2013, pp: 20-31.

III. Thesis :

- 63) Al-Bashtawi Mervat Bahjat, **Macroeconomic Determinants of Common Stock Returns: Evidence from Amman Stock Exchange**, Master thesis not published in Finance and Banking Sciences, Yarmouk University, Irbid, Jordan, 2006.

IV. Site Web:

- 64) Stephen Hunt Archer, G. Marc Choate, George Racette, **Financial Management: An Introduction**, Wiley series in finance, New York, U.S.A, 2eme Edition, 1983 . Available at site:
<https://books.google.com/books?isbn=0471893374>
- 65) The Options Industry Council (O.I.C), <http://www.optionseducation.org>, **The Option Strategies Quick Guide**, Chicago, U.S.A, Available at:
<http://www.optionseducation.org/content/dam/oic/documents/literature/files/options-strategies-quick-guide.pdf>, p :1-36.
- 66) Mark Jacking, **Causes of Financial Crisis**, Congressional Research Service, Prepared for Members of Committees of Congress, www.src.org, consultée le : 29/1/2019.
- 67) Aswath Damodaran, **Charting and Technical Analysis**. Available at:
www.technicalanalysis.org.uk/moving-averages/Damo.pdf.

قائمة

الملاحق

الملحق رقم (1): تطور القيمة السوقية للأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018)

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	البلد
27,210	30,904	31,889	35,844	41,233	29,729	37,639	18.383,40	10.962,98	7,08703	6,31416	4,9431	بورصة عمان
49,033	54,692	58,095	68,810	121,128	80,745	132,41	55,4904	30,3625	20,3757	-	-	سوق أبو ظبي
16,590	20,060	16,263	19,947	27,016	21,122	17,364	13,51318	9,70177	7,71639	6,60127	6,6243	سوق البحرين
9,648	10,612	9,237	6,304	5,339	4,222	2,821	2,57448	2,43955	2,12568	2,2295	2,8091	بورصة تونس
135,6	106,1	91,1	92	97	96	91	140,27	143,64	-	-	-	بورصة الجزائر (مليون)
30,27282	55,09035	58,095	63,099	138,179	86,895	31,1199	35,09090	14,28423	9,46952	-	-	سوق دبي
2,53247	2,4499	2,3770	2,124	2,474	2,731	4,457	-	-	-	-	-	سوق فلسطين
338,873	353,400	318,751	246,337	518,984	326,869	346,121	306,2557	157,30644	74,85138	73,20135	67,1664	السوق السعودي

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	البلد
2,695	2,446	3,033	3,804	4,931	4,624	3,242	2,05842	746,56	-	-	-	سوق الخرطوم
26,210	28,309	23,616	15,139	23,086	13,033	12,062	9,31766	7,24623	5,26805	2,63437	3,51813	سوق مسقط
87,14673	124,73028	93,824	70,181	135,362	105,950	123,893	73,58054	59,52801	35,09889	26,66170	30,79126	سوق الكويت
48,48028	48,10297	91,092	85,923	138,828	93,496	79,508	38,07684	27,84748	26,33869	24,30857	19,84798	البورصة مصرية
61,07041	69,28644	74,185.9	93,824	75,495	49,415	27,274	25,17492	13,05018	8,56424	9,0308	10,87584	بورصة المغرب
125,64603	123,34329	87,930	76,627	95,505	60,905	87,143	40,43479	26,70211	10,56722	-	-	سوق الدوحة
10,25157	12,6765	12,843	9,609	10,894	8,304	4,917	2,33074	1,50300	1,39526	1,2482	1,5825	بورصة بيروت
1479.58	3139.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	دمشق
853,68505	1001,3179	903,427	769,589	1338,550	888,138	1290,938	622,42224	361,82469	208,85811	152,23005	148,15838	المجموع

2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	البلد
22,75	23,78152	24,42059	25,41149	25,53036	25,761	26,971	27,210	30,904	31,889	بورصة عمان
137,59	129,7061	129,71865	129,71865	133,96472	109,645	77,647	71,329	77,081	80,201	سوق أبو ظبي للأوراق المالية
21,75	18,22697	17,36685	17,46597	21,05817	18,469	15,532	16,590	20,060	16,263	سوق البحرين للأوراق المالية
9,83	10,76512	9,35687	8,82494	9,2838	8,590	8,874	9,648	10,612	9,237	بورصة تونس
-	84,6	88,0	90,6	110,7	125	127	136	106	91	بورصة الجزائر (مليون دولار)
93,47	107,5630	92,21343	83,91225	87,86373	70,686	49,523	49,033	54,692	58,095	سوق دبي المالي
3,72	3,891.50	3,390.12	3,339.20	3,187.26	3,242	2,836	2,782	2,449	2,377	سوق فلسطين للأوراق المالية
495,72	450,305.4	450,21776	421,03761	494,24534	467,341	373,365	338,873	353,400	318,751	السوق المالية السعودية

2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	البلد
6,715	-	-	3,28754	3,07781	2,279	2,192	2,695	2,446	3,033	سوق الخرطوم للأوراق المالية
24,721	28,10527	28,39031	27,00585	27,32752	36,767	30,299	26,210	28,309	23,616	سوق مسقط
94,70	96,26943	96,26943	96,26943	100,36459	108,352	79,375	86,295	113,883	93,824	سوق الكويت للأوراق المالية
41,79	29,71295	57,25483	57,25483	69,91343	61,517	61,621	48,679	84,109	91,092	البورصة المصرية
60,74	50,78524	50,78524	45,49542	54,46903	55,329	52,605	60,092	69,386	74,186	بورصة الدار البيضاء
161,67	114,9623	154,71336	151,888	185,8807	152,589	126,297	125,598	123,641	87,930	سوق الدوحة للأوراق المالية
9,68	18,48441	18,54733	17,76098	17,63536	10,545	10,421	10,285	12,676	11,644	بورصة بيروت
1,30	1,26363	0,79449	0,60686	0,77490	0,964	1,043	1,528	3,078	-	دمشق
1201,93	1083,8229	1133,43926	1089,2790	1234,5768	1137,2488	922,1536	876,982	986,832	903,427	المجموع

المصدر: بالاعتماد على المواقع الالكترونية للأسواق المالية العربية، وموقع التقارير السنوية مناخ الاستثمار في الدول العربية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات من سنة 2000 لسنة 2017 (الوحدة: مليار دولار أمريكي).

الملحق رقم (2): تطور المؤشر العام للسوق المالية السعودية للفترة (2000-2018)

السنة	المؤشر (نقطة)	التغير (%)
2000	2258,29 ^(*)	11,33
2001	2430,11	7,61
2002	2518,08	3,62
2003	4437,58	76,23
2004	8206,23	84,92
2005	16712,64	103,66
2006	7933,29	-52,53
2007	11038,66	39,14
2008	4802,99	-56,49
2009	6121,75	27,46
2010	6620,75	8,15
2011	6417,73	-3,06
2012	6801,22	5,98
2013	8535,60	25,50
2014	8333,30	-2,37
2015	6911,76	-17,06
2016	7210,43	4,32
2017	7226,32	0,22
2018	73,7826	8,30

(*) تم حساب التغير بالاعتماد على قيمة المؤشر سنة 1999 بـ 2028.53 نقطة (سنة الأساس 1985=100).

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على موقع السوق المالية السعودية، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home?locale=ar>

الملحق رقم (3): تطور حجم التداول العام للسوق المالية السعودية للفترة (2000-2018)

السنة	حجم التداول (مليون ريال سعودي)	التغير (%)
2000	5,109	-
2001	12,63	128,00-
2002	84,805	571,46
2003	120,892	42,55
2004	193,066	59,70
2005	221,936	14,95
2006	301,327	35,77
2007	279,675	7,19-
2008	113,674	59,35-
2009	200,284	76,19
2010	149,762	25,23-
2011	84,805	43,37-
2012	221,936	161,70
2013	207,501	6,50-
2014	236,371	13,91
2015	322,98	36,64
2016	308,545	4,47-
2017	294,11	4,68-
2018	200,28	31,90-

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على موقع السوق المالية السعودية، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home?locale=ar>

الملاحق رقم (4): تطور القيمة السوقية للأسهم للسوق المالية السعودية (2000-2018)

السنة	القيمة السوقية (مليون ريال سعودي)	التغير (%)
2000	255	-
2001	274,527	7,66+
2002	280,730	2,26+
2003	589,930	110,14+
2004	1148,643	94,71+
2005	2423.147	110,96+
2006	1225,858	49,41-
2007	1946,347	58,77+
2008	924,528	52,50-
2009	1195,51	29,31
2010	1325,39	10,86
2011	1270.84	-4,12
2012	1400.34	10,19
2013	1752.86	25,17
2014	1812.89	3,42
2015	1579,06	-12,90
2016	1681,95	6,52
2017	1689,60	0,45+
2018	1858,95	02,10

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على التقرير السنوي 2018، موقع السوق المالي السعودية، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home?locale=ar>

الملحق رقم (5): تطور عدد الشركات المدرجة للسوق المالية السعودية وبورصة عمان للفترة

(2018-2000)

السنة	السوق السعودي	التغير (%)	سوق عمان	التغير (%)
2000	75	-	163	-
2001	76	1,33	161	-1,23
2002	68	10,53-	158	-1,86
2003	70	2,94	161	1,89
2004	73	4,28	192	19,25
2005	77	5,48	201	4,69
2006	86	11,69	227	12,93
2007	111	29,07	245	7,93
2008	126	13,51	262	6,94
2009	135	7,14	272	3,82
2010	146	8,15	277	1,84
2011	150	2,74	247	-10,83
2012	158	5,33	243	-1,62
2013	163	3,16	240	-1,23
2014	166	1,84	236	-1,67
2015	172	3,61	228	-3,39
2016	176	2,32	224	-1,75
2017	179	1,70	194	-13,39
2018	190	6,14	195	0,51

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الموقع الإلكتروني للسوق المالية السعودية وبورصة عمان.

الملحق رقم (6): تطور المؤشر العام المرجح بالأسهم الحرة لبورصة عمان (2000-2018)

السنة	المؤشر (نقطة)	التغير (%)
2000	813,3	-
2001	1060,58	30,4
2002	1090,87	2,85
2003	1761,5	61,5
2004	2729,1	54,9
2005	4259,7	56,1
2006	3013,7	-29,3
2007	3675	21,9
2008	2758,4	-24,9
2009	2533,5	-8,8
2010	2373,6	-6,3
2011	1995,1	-15,9
2012	1957,6	-1,9
2013	2065,8	5,5
2014	2165,5	4,8
2015	2136,3	-1,3
2016	2170,3	1,6
2017	2126,8	-2,0
2018	1908,8	10,2

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على موقع بورصة عمان، متوفر على الموقع الإلكتروني:

https://www.ase.com.jo/ar/library-and-publications?publication_category=16

الملاحق رقم (7): تطور حجم التداول العام في بورصة عمان للفترة (2000-2018)

السنة	حجم التداول (مليون دينار أردني)	التغير (%)
2000	395,56	-
2001	662,3	67,43
2002	946,7	42,94
2003	1855,2	95,96
2004	3793,2	104,46
2005	16871,0	344,77
2006	13853,21	-17,89
2007	10736,02	-22,50
2008	19225,52	79,07
2009	9134,17	-52,49
2010	6088,62	-33,34
2011	2850,3	-53,19
2012	1978,8	-30,57
2013	3027,3	52,99
2014	2263,4	-25,23
2015	3417,1	50,98
2016	2329,5	-31,83
2017	2926,2	25,61
2018	32,2319	-20,74

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على موقع بورصة عمان، متوفر على الموقع الإلكتروني:

https://www.ase.com.jo/ar/library-and-publications?publication_category=16

الملحق رقم (8): تطور القيمة السوقية لبورصة عمان خلال الفترة (2000-2018)

السنة	القيمة السوقية (مليون دينار أردني)	التغير (%)
2000	3509,6	-
2001	4476,4	27,55
2002	2029,0	-54,67
2003	7772,8	283,08
2004	13033,8	67,69
2005	26667,1	104,59
2006	21078,2	-20,96
2007	29214,2	38,59
2008	25406,3	-13,03
2009	22526,9	-11,33
2010	21858,2	-2,97
2011	19272,8	-11,83
2012	19141,5	-0,68
2013	18233,5	-4,74
2014	18082,6	-0,83
2015	17984,7	-0,54
2016	17339,4	-3,59
2017	16962,6	-2,17
2018	16226,94	-4,95

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على موقع بورصة عمان، متوفر على الموقع الإلكتروني:

https://www.ase.com.jo/ar/library-and-publications?publication_category=16

الملحق رقم (9): نتائج اختبار تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد UECM

للمنموذج الأول

Dependent Variable : LNINDEX
 Method : ARDL
 Date : 03/17/20 Time : 11 :25
 Sample (adjusted) : 2001Q1 2018Q4
 Included observations : 72 after adjustments
 Maximum dependent lags : 4 (Automatic selection)
 Model selection method : Akaike info criterion (AIC)
 Dynamic regressors (4 lags, automatic) : LNGDP LNM2 INF IR CRIS
 Fixed regressors : C
 Number of models evaluated : 12500
 Selected Model : ARDL (4, 0, 1, 4, 4, 4)

Prob.*	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	6.782419	0.119643	0.811472	LNINDEX(-1)
0.0705	1.848951	0.162310	0.300104	LNINDEX(-2)
0.3524	-0.938964	0.169532	-0.159184	LNINDEX(-3)
0.0108	-2.650790	0.138355	-0.366750	LNINDEX(-4)
0.0721	-1.838354	0.478953	0.880486	LNGDP
0.0308	2.223609	0.769685	1.711477	LNM2
0.2174	-1.249612	0.694962	-0.868433	LNM2(-1)
0.2097	1.271153	0.013931	0.017708	INF
0.0203	2.399437	0.011031	0.026467	INF(-1)
0.0251	2.311138	0.011424	0.026402	INF(-2)
0.0577	1.943198	0.012024	0.023366	INF(-3)
0.1160	1.600205	0.013283	0.021256	INF(-4)
0.0286	2.256056	0.065635	0.148076	IR
0.8881	0.141438	0.111063	0.015708	IR(-1)
0.0064	-2.848291	0.102898	-0.293085	IR(-2)
0.0029	3.134738	0.068687	0.215315	IR(-3)
0.0384	-2.127459	0.040700	-0.086588	IR(-4)
0.0003	-3.881349	0.206699	-0.802270	CRIS
0.8327	-0.212428	0.262265	-0.055712	CRIS(-1)
0.0006	3.661450	0.268395	0.982714	CRIS(-2)
0.5132	0.658644	0.324626	0.213813	CRIS(-3)
0.0037	-3.052967	0.235042	-0.717576	CRIS(-4)
0.3224	0.999616	8.193459	8.190309	C
8.790075	Mean dependent var	0.965619	R-squared	
0.462816	S.D. dependent var	0.950183	Adjusted R-squared	
-1.448326	Akaike info criterion	0.103299	S.E. of regression	
-0.721057	Schwarz criterion	0.522868	Sum squared resid	
-1.158798	Hannan-Quinn criter.	75.13972	Log likelihood	
2.093076	Durbin-Watson stat	62.55496	F-statistic	
		0.000000	Prob(F-statistic)	

*Note : p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

الملحق رقم (10): نتائج اختبار العلاقة في المدى الطويل للنموذج الأول

ARDL Cointegrating And Long Run Form
 Dependent Variable: LNINDEX
 Selected Model: ARDL(4, 0, 1, 4, 4)
 Date: 03/17/20 Time: 17:48
 Sample: 2000Q1 2018Q4
 Included observations: 72

Cointegrating Form

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0670	1.873585	0.120534	0.225831	D(LNINDEX(-1))
0.0001	4.245325	0.123886	0.525935	D(LNINDEX(-2))
0.0108	2.650790	0.138355	0.366750	D(LNINDEX(-3))
0.0721	-1.838354	0.478953	0.880486	D(LNGDP)
0.0308	2.223609	0.769685	1.711477	D(LNM2)
0.2097	1.271153	0.013931	0.017708	D(INF)
0.0251	-2.311138	0.011424	-0.026402	D(INF)
0.0577	-1.943198	0.012024	-0.023366	D(INF)
0.1160	-1.600205	0.013283	-0.021256	D(INF)
0.0286	2.256056	0.065635	0.148076	D(IR)
0.0064	2.848291	0.102898	0.293085	D(IR(-1))
0.0029	-3.134738	0.068687	-0.215315	D(IR(-2))
0.0384	2.127459	0.040700	0.086588	D(IR(-3))
0.0003	-3.881349	0.206699	-0.802270	D(CRIS)
0.0006	-3.661450	0.268395	-0.982714	D(CRIS(-1))
0.5132	-0.658644	0.324626	-0.213813	D(CRIS(-2))
0.0037	3.052967	0.235042	0.717576	D(CRIS(-3))
0.0000	-5.782321	0.071660	-0.414359	Coint Eq(-1)

$$\text{Cointeq} = \text{LNINDEX} - (2.1249*\text{LNGDP} + 2.0346*\text{LNM2} + 0.2780*\text{INF} - 0.0014*\text{IR} - 0.9147*\text{CRIS} + 19.7662)$$

Long Run Coefficients

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0587	-1.935625	1.097803	2.124936	LNGDP
0.0002	4.079767	0.498699	2.034575	LNM2
0.0049	2.943625	0.094448	0.278018	INF
0.9763	-0.029884	0.046332	-0.001385	IR
0.0004	-3.816012	0.239711	-0.914741	CRIS
0.3164	1.012289	19.526266	19.766223	C

الملحق رقم (11): نتائج اختبار (Bounds Test) للنموذج الأول

ARDL Bounds Test
Date: 03/17/20 Time: 18:03
Sample: 2001Q1 2018Q4
Included observations: 72

Null Hypothesis: No long-run relationships exist

k	Value	Test Statistic
5	4.089422	F-statistic

Critical Value Bounds

I1 Bound	I0 Bound	Significance
3.35	2.26	10%
3.79	2.62	5%
4.18	2.96	2.5%
4.68	3.41	1%

Test Equation:

Dependent Variable: D(LNINDEX)
Method: Least Squares
Date: 03/17/20 Time: 18:03
Sample: 2001Q1 2018Q4
Included observations: 72

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.1110	1.621486	0.128227	0.207918	D(LNINDEX(-1))
0.0016	3.324397	0.128542	0.427323	D(LNINDEX(-2))
0.1566	1.437342	0.133316	0.191621	D(LNINDEX(-3))
0.0117	2.613683	0.656218	1.715145	D(LNM2)
0.1262	-1.554232	0.004258	-0.006618	D(INF)
0.0924	1.714258	0.069110	0.118472	D(IR)
0.0396	2.110755	0.072876	0.153822	D(IR(-1))
0.0769	-1.804712	0.052177	-0.094165	D(IR(-2))
0.0759	1.811385	0.044338	0.080313	D(IR(-3))
0.0044	-2.978027	0.195077	-0.580944	D(CRIS)
0.0370	-2.140364	0.184696	-0.395316	D(CRIS(-1))
0.0077	2.772669	0.221436	0.613968	D(CRIS(-2))
0.0130	2.571834	0.243361	0.625884	D(CRIS(-3))
0.2180	1.247063	7.722649	9.630628	C
0.0596	-1.925761	0.463507	-0.892603	LNGDP(-1)
0.0056	2.888980	0.264567	0.764328	LNLM2(-1)
0.0222	2.357426	0.009797	0.023097	INF
0.6872	-0.404920	0.019646	-0.007955	IR(-1)
0.0077	-2.775042	0.115300	-0.319962	CRIS(-1)
0.0001	-4.346254	0.076598	-0.332916	LNINDEX(-1)
0.017263	Mean dependent var		0.550670	R-squared
0.141972	S.D. dependent var		0.386491	Adjusted R-squared
-1.324798	Akaike info criterion		0.111202	S.E. of regression
-0.692391	Schwarz criterion		0.643030	Sum squared resid
-1.073035	Hannan-Quinn criter.		67.69272	Log likelihood
2.253774	Durbin-Watson stat		3.354094	F-statistic
			0.000279	Prob(F-statistic)

الملحق رقم (12): نتائج اختبار تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد UECM

للمنموذج الثاني

Dependent Variable : LNINDEX
 Method : ARDL
 Date : 04/08/20 Time : 18 :19
 Sample (adjusted) : 2001Q1 2018Q4
 Included observations : 72 after adjustments
 Maximum dependent lags : 4 (Automatic selection)
 Model selection method : Akaike info criterion (AIC)
 Dynamic regressors (4 lags, automatic) : LNGDP LNM2 INF IR CRIS
 Fixed regressors : C
 Number of models evaluated : 12500
 Selected Model : ARDL (2, 2, 2, 1, 2, 4)

Prob.*	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	9.640558	0.118401	1.141452	LNINDEX(-1)
0.0044	-2.979081	0.109159	-0.325193	LNINDEX(-2)
0.1602	1.424356	0.255500	0.363922	LNGDP
0.1953	1.311537	0.208576	0.273556	LNGDP(-1)
0.0165	2.475643	0.259591	0.642655	LNGDP(-2)
0.2429	1.180830	0.597548	0.705603	LNM2
0.7099	0.374023	0.691809	0.258752	LNM2(-1)
0.0063	-2.842416	0.572913	-1.628458	LNM2(-2)
0.0009	1.721911	0.007981	0.013742	INF
0.0076	2.773907	0.008222	0.022808	INF(-1)
0.7368	0.337858	0.046950	0.015863	IR
0.0882	-1.737235	0.077711	-0.135003	IR(-1)
0.0364	2.146766	0.041837	0.089813	IR(-2)
0.0000	-4.587356	0.075247	-0.345184	CRIS
0.5194	-0.648657	0.110382	-0.071600	CRIS(-1)
0.0000	4.662810	0.110304	0.514325	CRIS(-2)
0.4146	-0.822266	0.110455	-0.090823	CRIS(-3)
0.0104	-2.655697	0.077151	-0.204889	CRIS(-4)
0.0004	-3.808749	3.440967	13.10578	C
7.683856	Mean dependent var		0.981424	R-squared
0.387619	S.D. dependent var		0.975115	Adjusted R-squared
-2.529689	Akaike info criterion		0.061146	S.E. of regression
-1.928902	Schwarz criterion		0.198161	Sum squared resid
-2.290514	Hannan-Quinn criter.		110.0688	Log likelihood
2.018356	Durbin-Watson stat		155.5646	F-statistic
			0.000000	Prob (F-statistic)

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

الملحق رقم (13): نتائج اختبار العلاقة في المدى الطويل للنموذج الأول

ARDL Cointegrating And Long Run Form
 Dependent Variable: LNINDEX
 Selected Model: ARDL(2, 2, 2, 1, 2, 4)
 Date: 04/28/20 Time: 18:19
 Sample: 2000Q1 2018Q4
 Included observations: 72

Cointegrating Form

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0044	2.979081	0.109159	0.325193	D(LNINDEX(-1))
0.1602	1.424356	0.255500	0.363922	D(LNGDP)
0.0165	-2.475643	0.259591	-0.642655	D(LNGDP(-1))
0.2429	1.180830	0.597548	0.705603	D(LNM2)
0.0063	2.842416	0.572913	1.628458	D(LNM2(-1))
0.0009	1.721911	0.007981	0.013742	D(INF)
0.7368	0.337858	0.046950	0.015863	D(IR)
0.0364	-2.146766	0.041837	-0.089813	D(IR(-1))
0.0000	-4.587356	0.075247	-0.345184	D(CRIS)
0.0000	-4.662810	0.110304	-0.514325	D(CRIS(-1))
0.4146	0.822266	0.110455	0.090823	D(CRIS(-2))
0.0104	2.655697	0.077151	0.204889	D(CRIS(-3))
0.0000	-4.548099	0.040400	-0.183741	Coint Eq(-1)

$$\text{Cointeq} = \text{LNINDEX} - (6.9670 \cdot \text{LNGDP} - 3.6143 \cdot \text{LNM2} + 0.1989 \cdot \text{INF} - 0.1596 \cdot \text{IR} - 1.0785 \cdot \text{CRIS} + 71.3273)$$

Long Run Coefficients

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0041	3.004815	2.318625	6.967038	LNGDP
0.0557	-1.956543	1.847307	-3.614336	LNM2
0.0016	3.317648	0.059958	0.198919	INF
0.0051	-2.925509	0.054558	-0.159611	IR
0.0001	-4.279210	0.252042	-1.078540	CRIS
0.0001	-4.296807	16.600083	71.327349	C

الملحق رقم (14): نتائج اختبار (Bounds Test) للنموذج الثاني

ARDL Bounds Test
Date: 04/28/20 Time: 18:20
Sample: 2001Q1 2018Q4
Included observations: 72

Null Hypothesis: No long-run relationships exist

k	Value	Test Statistic
5	5.610419	F-statistic

Critical Value Bounds

I1 Bound	I0 Bound	Significance
3.35	2.26	10%
3.79	2.62	5%
4.18	2.96	2.5%
4.68	3.41	1%

Test Equation:

Dependent Variable: D(LNINDEX)
Method: Least Squares
Date: 04/28/20 Time: 18:20
Sample: 2001Q1 2018Q4
Included observations: 72

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0044	2.979081	0.109159	0.325193	D(LNINDEX(-1))
0.1602	1.424356	0.255500	0.363922	D(LNGDP)
0.0165	-2.475643	0.259591	-0.642655	D(LNGDP(-1))
0.2429	1.180830	0.597548	0.705603	D(LNM2)
0.0063	2.842416	0.572913	1.628458	D(LNM2(-1))
0.0076	-2.773907	0.008222	-0.022808	D(INF)
0.7368	0.337858	0.046950	0.015863	D(IR)
0.0364	-2.146766	0.041837	-0.089813	D(IR(-1))
0.0000	-4.587356	0.075247	-0.345184	D(CRIS)
0.0171	-2.461845	0.088800	-0.218612	D(CRIS(-1))
0.0027	3.146627	0.093978	0.295713	D(CRIS(-2))
0.0104	2.655697	0.077151	0.204889	D(CRIS(-3))
0.0004	-3.808749	3.440967	13.10578	C
0.0055	2.896437	0.441968	1.280133	LNGDP(-1)
0.0546	-1.965355	0.337905	-0.664103	LNM2(-1)
0.0058	2.872997	0.012722	0.036550	INF
0.0060	-2.863178	0.010243	-0.029327	IR(-1)
0.0002	-3.994403	0.049612	-0.198172	CRIS(-1)
0.0000	-4.548099	0.040400	-0.183741	LNINDEX(-1)
0.011604	Mean dependent var		0.709890	R-squared
0.098084	S.D. dependent var		0.611362	Adjusted R-squared
-2.529689	Akaike info criterion		0.061146	S.E. of regression
-1.928902	Schwarz criterion		0.198161	Sum squared resid
-2.290514	Hannan-Quinn criter.		110.0688	Log likelihood
2.018356	Durbin-Watson stat		7.204963	F-statistic
			0.000000	Prob (F-statistic)

فهرس

المجداول

فهرس الجداول

الصفحة	مخنوان الجدول	الرقم
الفصل الأول		
61	مثال توضيحي عن حساب مؤشر السوق الموزون بالقيمة السوقية	(1,1)
63	مثال توضيحي عن حساب مؤشر السوق على أساس الأسعار النسبية	(2,1)
64	مثال توضيحي عن حساب مؤشر السوق على أساس الأسعار النسبية	(3,1)
الفصل الثاني		
79	عدد الشركات المدرجة وأحجام التداول في الأسواق المالية العربية للفترة (2018-2000)	(1,2)
83	تطور القيمة السوقية للأسواق المالية العربية خلال الفترة (2018-2000)	(2,2)
86	تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي والعائد في الأسواق المالية العربية للفترة (2018-2000)	(3,2)
89	تطور معدل دوران الأسهم وحجم التداول في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2018-2000)	(4,2)
92	تركز رسملة وسيولة السوق في عينة من الأسواق المالية العربية لسنة 2017	(5,2)
104	تطور قيمة الصادرات والواردات في الوطن العربي خلال الفترة (2000-2018)	(6,2)
109	تطور المؤشر المركب لمناخ الاستثمار ومعدل التضخم ومعدل النمو الحقيقي في الوطن العربي خلال الفترة (2018-2000)	(7,2)
115	تطور المشاريع الاستثمارية الأجنبية الجديدة الواردة إلى الدول العربية من دول العالم للفترة (2018-2003)	(8,2)
الفصل الرابع		
242	تطور الناتج المحلي الإجمالي في السعودية للفترة (2018-2000)	(1,4)
244	تطور عرض النقود بمفهومه الواسع (M ₂) في السعودية للفترة (2018-2000)	(2,4)
246	تطور معدل التضخم في السعودية خلال الفترة (2018-2000)	(3,4)

248	تطور معدل الفائدة على الودائع لأجل في السعودية خلال الفترة (2000-2018)	(4,4)
250	تطور الناتج المحلي الإجمالي في الأردن خلال الفترة (2000-2018)	(5,4)
252	تطور عرض النقود بمفهومه الواسع في الأردن خلال الفترة (2000-2018)	(6,4)
254	تطور معدلات التضخم في الأردن خلال الفترة (2000-2018)	(7,4)
256	تطور أسعار الفائدة على الودائع لأجل في الأردن للفترة (2000-2018)	(8,4)
259	نتائج اختبار فترات الإبطاء لنموذج الدراسة الأول	(9,4)
-260 261	نتائج اختبار جذر الوحدة للنموذج الأول للدراسة باستخدام (Augmented Dickey-Fuller Test)	(10,4)
-262 263	نتائج اختبار جذر الوحدة للنموذج الأول للدراسة باستخدام فيليبس بيرون (Phillips Perron Test) (PP)	(11,4)
266	نتائج اختبار تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) للنموذج الأول	(12,4)
267	نتائج تقدير الأجل الطويل للنموذج الأول	(13,4)
270	نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك (Bounds Test) للنموذج الأول	(14,4)
271	نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد (ARDL) لحركيات العلاقة قصيرة الأجل للنموذج الأول	(15,4)
275	نتائج اختبار فرضيات الدراسة في الأجلين الطويل والقصير للنموذج الأول	(16,4)
276	نتائج اختبار فترات الإبطاء لنموذج الدراسة الثاني	(17,4)
-277 278	نتائج اختبار جذر الوحدة للنموذج الثاني للدراسة باستخدام (Augmented Dickey-Fuller Test)	(18,4)
-279 280	نتائج اختبار جذر الوحدة للنموذج الثاني للدراسة باستخدام فيليبس بيرون (Phillips Perron Test) (PP)	(19,4)
282	نتائج اختبار تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) للنموذج الثاني	(20,4)
283	نتائج تقدير الأجل الطويل للنموذج الثاني	(21,4)
287	نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك (Bounds Test) للنموذج الثاني	(22,4)
288	نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد (ARDL) لحركيات المدى القصير للنموذج الثاني	(23,4)

291	نتائج اختبار فرضيات الدراسة في الأجلين الطويل والقصير للنموذج الثاني	(24،4)
295	نتائج اختبار الارتباط التسلسلي (Serial Correlation LM Test) للنموذج الأول	(25،4)
295	نتائج اختبار (Ramsey RESET Test) للنموذج الأول	(26،4)
296	نتائج اختبار (Heteroskedasticity Test) للنموذج الأول	(27،4)
299	نتائج اختبار الارتباط التسلسلي (Serial Correlation LM Test) للنموذج الثاني	(28،4)
299	نتائج اختبار (Ramsey RESET Test) للنموذج الثاني	(29،4)
299	نتائج اختبار (Heteroskedasticity Test) للنموذج الثاني	(30،4)

فهرس

الأشكال

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
الفصل الأول		
18	تصنيفات الأسواق المالية	(1،1)
34	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	(2،1)
37	قواعد التصفية	(3،1)
38	توقيت الدورات الموسمية	(4،1)
39	تقاطع منحني سعر الورقة مع منحني المتوسطات المتحركة	(5،1)
45	مستويات كفاءة السوق المالي	(6،1)
46	العلاقة بين صيغ الكفاءة لسوق الأوراق المالية	(7،1)
الفصل الثاني		
127	الهيكل التنظيمي لهيئة السوق المالية السعودية	(1،2)
135	الهيكل التنظيمي لبورصة عمان	(2،2)
140	تطور المؤشر العام للسوق المالية السعودية للفترة (2000-2018)	(3،2)
142	تطور حجم التداول للسوق المالية السعودية للفترة (2000-2018)	(4،2)
144	تطور القيمة السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية للفترة (2000-2018)	(5،2)
145	تطور عدد الشركات المدرجة للسوق المالية السعودية للفترة (2000-2018)	(6،2)
149	تطور الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة (نقطة) لبورصة عمان للفترة (2000-2018)	(7،2)
151	تطور حجم التداول العام لبورصة عمان خلال الفترة (2000-2018)	(8،2)
152	تطور القيمة السوقية للأسهم في بورصة عمان خلال الفترة (2000-2018)	(9،2)
154	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة (2000-2018)	(10،2)
الفصل الثالث		
162	مراحل الدورة الاقتصادية	(1،3)
172	مراحل التحليل الأساسي	(2،3)
176	موجات نظرية داو	(3،3)

177	تحركات الأسعار وفق نظرية داو	(4,3)
178	التطور اليومي لمؤشر MDY بالحركة التصحيحية حسب نسب موجة إبيوت	(5,3)
179	أنمط الموجات المتكررة لنظرية إبيوت	(6,3)
181	تبادل أدوار مستويات خطوط الدعم والمقاومة	(7,3)
182	نموذج القمة المزدوجة والقاع المزدوج	(8,3)
184	التشبع في عمليتي الشراء والبيع	(9,3)
190	طرق حساب الناتج المحلي الإجمالي	(10,3)
220	تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لسنة 2008	(11,3)
الفصل الرابع		
228	متغيرات الدراسة	(1,4)
265	تحديد فترات التباطؤ للنموذج الأول	(2,4)
281	تحديد فترات التباطؤ للنموذج الثاني	(3,4)
293	نتائج اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتابعة CUSUM للنموذج الأول	(4,4)
293	نتائج اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة (CUSUMSQ) للنموذج الأول	(5,4)
294	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية للنموذج الأول	(6,4)
297	نتائج اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتابعة للنموذج الثاني (CUSUM)	(7,4)
297	نتائج اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة (CUSUMSQ) للنموذج الثاني	(8,4)
298	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية للنموذج الثاني (CUSUM)	(9,4)
301	القيم الفعلية والتنبؤية لسلسلة مؤشر العام للسوق المالية السعودية خلال الربع الأول لسنة 2019 إلى غاية الربع الرابع لسنة 2020	(10,4)
302	القيم الفعلية والتنبؤية لسلسلة مؤشر العام لبورصة عمان خلال الربع الأول لسنة 2019 إلى غاية الربع الرابع لسنة 2020	(11,4)

فهرس

الملاحق

فهرس الملاحق

الصفحة	عنوان الملاحق	الرقم
341-344	تطور القيمة السوقية للأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018)	1
345	المؤشر العام للسوق المالية السعودية للفترة (2000-2018)	2
346	تطور حجم التداول للسوق المالية السعودية للفترة (2000-2018)	3
347	تطور القيمة السوقية للأسهم للسوق المالية السعودية (2000-2018)	4
348	تطور عدد الشركات المدرجة للسوق السعودي وبورصة عمان للفترة (2000-2018)	5
349	تطور المؤشر العام المرجح للأسهم الحرة لبورصة عمان للفترة (2000-2018)	6
350	حجم التداول العام في بورصة عمان للفترة (2000-2018)	7
351	تطور القيمة السوقية لبورصة عمان خلال الفترة (2000-2018)	8
352	نتائج اختبار تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) للنموذج الأول	9
353	نتائج اختبار العلاقة في المدى الطويل للنموذج الأول	10
354	نتائج اختبار (Bounds Test) للنموذج الأول	11
355	نتائج اختبار تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) للنموذج الثاني	12
356	نتائج اختبار العلاقة في المدى الطويل للنموذج الأول	13
357	نتائج اختبار (Bounds Test) للنموذج الثاني	14

الملخص:

هدفت الدراسة الحالية إلى تبيان تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، على المؤشر العام لكل من السوق المالية السعودية وبورصة عمان باستخدام بيانات فصلية للفترة (2000-2018)، واشتملت المتغيرات الاقتصادية على الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود بمفهومه الواسع، معدل التضخم وسعر الفائدة على الودائع لأجل بالإضافة إلى متغير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 كمتغير وهمي.

بيّنت نتائج اختبار جذر الوحدة (ADF) أنّ متغيرات الدراسة مستقرة عند الفرق الأول والمستوى، ما استدعى إعداد نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL)، حيث أظهرت نتائج اختبارات النموذج وجود علاقة تكامل مشترك من خلال اختبار (Bound Test). توصلت الدراسة إلى وجود تأثير غير معنوي للناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق المالية السعودية في الأجلين الطويل والقصير، في حين كان تأثيره إيجابياً معنوي على مؤشر بورصة عمان في الأجل الطويل فقط. أما بالنسبة لعرض النقود بمفهومه الواسع فكان تأثيره إيجابياً معنوي على مؤشر السوق المالية السعودية في الأجل القصير فقط، وسلبياً معنوي على مؤشر بورصة عمان في الأجل الطويل. كما كشفت نتائج الاختبار أنّ تأثير معدل التضخم إيجابياً معنوي على مؤشر بورصة عمان في الأجلين وإيجابياً على المدى الطويل بالنسبة للسوق المالية السعودية، في حين أن لأسعار الفائدة على الودائع لأجل تأثير سلبياً معنوي على مؤشر بورصة عمان في الأجل الطويل، لكن تأثيره كان غير معنوي بالنسبة للسوق المالية السعودية في الأجلين. أما بالنسبة للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 فقد أظهرت النتائج أنّ تأثيرها كان سلبياً في الأجلين الطويل والقصير بالنسبة للسوق المالية السعودية وبورصة عمان.

الكلمات المفتاحية: المتغيرات الاقتصادية الكلية؛ السوق المالية السعودية؛ بورصة عمان؛ نموذج (ARDL).

Abstract :

The present study aims to examine the causal relationship between some macroeconomic variables and the general index for both the Saudi financial market and the Amman Stock Exchange, using quarterly data for the period (2000-2018). The economic variables included GDP, Broad Money Supply (M_2), Inflation Rate, Interest rate on deposits in addition to the Financial Crisis 2008 as a fictional variable.

The results of the unit root test (ADF) show that the study variables are stationary at the first difference and level, which requires the preparation of the ARDL model. The model tests show that there is a co-integration relationship through (Bound Test). On the other hand, the GDP had no significant impact on the SFM index in the long and short terms, in addition, the effect was positive on the ASE index. As for the Money Supply, it had a positive impact just on the SFM in the short term and a negative one on the ASE in the long term. It also showed that the effect of Inflation was positive on the two indices in the two terms. As for the Interest Rates on Deposits, the results show a negative effect in the long term on the two indices, but the effect was significantly positive in the short term only for the SFM. As for The Financial Crisis of 2008, the results indicate a negative effect, both for the long and the short term for both markets.

Key Words: Macroeconomic Variables; The Saudi Stock Exchange; Amman Stock Exchange; ARDL model.