الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République Algérienne Démocratique et Populaire

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

جامعة محمد بوضياف المسيلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

UniversitéMohamed Boudiaf M'SILA
Faculté des Sciences Économiques,
Commerciales et des Sciences de Gestion
Département des sciences économiques

دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية

-دراسة عينة من أسواق رأس المال العربية المغرب، الأردن، مصر-

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

إعداد المترشح:
- سراي صالح

إشراف الأستاذ الدكتور:
- بلعجوز حسين

لجنة المناقشة

أعضاء اللجنة	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
أ.د. بوقرة رابح	أستاذ التعليم العالي	جامعة محمد بوضياف- المسيلة	رئيسا
د. بلعجوز حسين	أستاذ محاضر – أ-	جامعة محمد بوضياف- المسيلة	مشرفا ومقررا
أ.د. شيحة خميسي	أستاذ التعليم العالي	جامعة الجزائر 03	مناقشا
د. طه حسين نوي	أستاذ محاضر – أ-	جامعة زيان عاشور – الجلفة	مناقشا
د. ساطوري الجودي	أستاذ محاضر – أ-	جامعة برج بوعريريج	مناقشا
د. شريط صلاح الدين	أستاذ محاضر – أ-	جامعة محمد بوضياف- المسيلة	مناقشا

الموسم الجامعي: 2016-2017

بسم الله الرحمن الرحيم

شكر وعرفان

قال تعالى { وَقَالَ رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحاً تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ }النمل19.

الحمد لله ذي المن والفضل والإحسان، حمداً يليق بجلاله وعظمته. وصَلِّ اللهم على خاتم الرسل، من لا نبي بعده، ولله الشكر أولاً وأخيراً، على حسن توفيقه، وكريم عونه، وعلى ما منَّ وفتح به علينا من إنجاز لهذه الأطروحة، بعد أن يسّر العسير، وذلّل الصعب؛

الشكر والتقدير لأستاذنا الفاضل الذي تكرم بقبول الاشراف على هذه الاطروحة، ولتوجيهاته القيمة

الدكتور بلعجوز حسين.

الشكر والعرفان للأساتذة الافاضل الذين سننال شرف مناقشتهم لهذه الاطروحة، فلهم منا الشكر والعرفان على جميل نصائحهم وتوجيهاتهم التي ستنير دربنا العلمي؛

كما يسرنا ويشرفنا أن نتقدم بالشكر الجزيل لكل من مد لنا يد العون

وختاماً نسأل الله العلي القدير أن يكون هذا العمل خالصاً لوجه، وأن يجعله علماً نافعاً.

الباحث

إهداء

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات ، شيئ جميل أن يسعى الانسان إلى النجاح فيحصل عليه و لكن الأجمل أن يتذكر من كان السبب في ذلك .

أهدي ثمرة جهدي إلى :

من ربط الله طاعتهنا بالجنة ، من أحبهما حبا عميقا كالبحر متسعا كالفضاء

إلى نبع الحنان و بحر الأمان التي رافقتني دعواتها دائما إلى التي لو أفنيت عمري لأرضيها لما وفيت حقها " أمي الغالية " .

من تعب و ضحى من أجلي ، إلى الذي سهل لي طريق العلم و المعرفة و علمني الصبر و الثبات و حب الخير " أبي العزيز "

إلى جدي وجدتي أطال الله في عمرهما ورزقهما الصحة والعافية .

إلى أخي و أخواتي الأعزاء ، أبناء أخواتي .

إلى روحه الطاهرة و الذي يبقى في قلبي حبه إبن خالتي طائر الجنة " سليم ديلمي "

إلى كل الأهل و الأقارب .

إلى كل أصدقائي ، أسرة العلوم الاقتصادية جامعة محمد البشير الإبراهيمي برج بوعريريج

أساتذة العلوم الاقتصادية جامعة المسيلة

إلى كل من أذكرهم بقلبي و لم أذكرهم بقلمي

إلى أساتذتي الأعزاء و معلمي في كل الأطوار " حفظهم الله و بارك فيهم "

مريامة

الفهارس

فهرس المحتويات

شكر وتقدير	
الإهداء	
فهرس المحتويات	
قائمة الجداول	
قائمة الأشكال	
قائمة الملاحق	
مقدمـــــــــــة	
إشكالية الدراسة	**ب**
فرضيات الدراسة	**ج**
أهمية الدراسة	**ج**
أهداف الدراسة	**ج**
المنهج والأدوات المستخدمة في الدراسة	**د**
أسباب اختيار الموضوع	**د**
هيكل الدراسة	**هـ**
الدراسات السابقة	**و**
الفصل الأول: التركيب البنيوي للأسواق المالية	
تمهيد	**02**
المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية	**03**
المطلب الأول: نشأة السوق المالية	**03**
المطلب الثاني: مفهوم السوق المالية	**05**
المطلب الثالث: وظائف السوق المالية	**12**
المبحث الثاني: أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية ومداخل تحليلها	**16**
المطلب الأول: أدوات الملكية	**16**
المطلب الثاني: أدوات الدين	**23**
المطلب الثالث: القيم المتداولة المهجنة والمشتقات المالية	**27**
المطلب الرابع: مداخل تحليل الأوراق المالية	**33**
المبحث الثالث: هيكل ونظم السوق الأوراق المالية	**35**
المطلب الأول: المتعاملون في سوق الأوراق المالية	**35**

المطلب الثاني: أوامر أسواق الأوراق المالية والخصوصيات المرفقة بها	37
المطلب الثالث: الخصوصيات المرفقة بأوامر السوق المالية	39
المبحث الرابع: مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية و طرق بنائها	41
المطلب الأول: مؤشرات سوق الأوراق المالية و أهم مزاياها	41
المطلب الثاني: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية وأهم استخداماتها	44
المطلب الثالث: أساليب بناء وتكوين مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية	48
المطلب الرابع: أهم المؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية والعربية	53
خلاصة	57
الفصل الثاني :التأصيل النظري لعلاقة المتغيرات الكلية بأداء السوق المالي	
تمهيد	59
المبحث الأول: العلاقة النظرية للنمو الاقتصادي بمؤشرات الأداء في السوق المالية	60
المطلب الأول: ماهية النمو الاقتصادي	60
المطلب الثاني: نظريات النمو الاقتصادي المحددات والقياس	62
المطلب الثالث: أثر النمو الاقتصادي على مؤشرات أداء السوق المالية	64
المبحث الثاني: العلاقة النظرية للتضخم بمؤشرات الأداء في السوق المالية	66
المطلب الأول: مفهوم التضخم والنظريات المفسرة له	66
المطلب الثاني: أنواع التضخم	70
المطلب الثالث: أثر التضخم على مؤشرات أداء السوق المالية	75
المبحث الثالث: العلاقة النظرية لسعر الصرف بمؤشرات الأداء في السوق المالية	77
المطلب الأول: ماهية سعر الصرف	78
المطلب الثاني: وظائف سعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه	80
المطلب الثالث: أثر سعر الصرف على مؤشرات السوق المالية	82
المبحث الرابع: العلاقة النظرية لتدفقات الاستثمار الأجنبي بمؤشرات الأداء في السوق المالية	84
المطلب الأول: ماهية الاستثمار الأجنبي	84
المطلب الثاني: محددات الاستثمار والعوامل المؤثرة فيه	87
المطلب الثالث: أثر الاستثمار الأجنبي على أداء السوق المالية	89
المبحث الخامس: العلاقة النظرية لسعر الفائدة بمؤشرات الأداء في السوق المالية	90
المطلب الأول: ماهية سعر الفائدة	90
المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في سعر الفائدة	92

المطلب الثالث: أثر سعر الفائدة على أداء السوق المالية	**94**
خلاصة	**96**
الفصل الثالث: واقع أداء وتحديات أسواق المال بالدول العربية	
تمهيد	**98**
المبحث الأول: نشأة أسواق المال العربية وتطورها	**99**
المطلب الأول: نشأة البورصات الخليجية	**99**
المطلب الثاني: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في مصر ودول الشام	**102**
المطلب الثالث: نشأة وتطور أسواق المال في دول المغرب العربي	**105**
المبحث الثاني: أثر الأزمة المالية 2008 على أداء أسواق المال العربية	**108**
المطلب الأول: الأزمة المالية المفهوم والمظاهر	**108**
المطلب الثاني: تداعيات الأزمة المالية 2008 على اقتصاديات الدول العربية	**113**
المطلب الثالث: تداعيات الأزمة المالية على أسواق المال العربية	**116**
المطلب الرابع: استنتاجات حول انعكاس الأزمة على أسواق المال العربية	**123**
المبحث الثالث: تحليل أداء أسواق المال العربية للفترة 2005-2015	**125**
المطلب الأول: تحليل أداء أسواق المال العربية لفترة ما قبل الأزمة 2005-2007	**125**
المطلب الثاني: تحليل أداء الأسواق المالية العربية خلال فترة الأزمة المالية 2007-2008	**131**
المطلب الثالث: أداء أسواق المال العربية للفترة ما بعد الأزمة المالية العالمية 2009-2015	**136**
المبحث الرابع: معوقات وآليات تفعيل أسواق المال العربية	**149**
المطلب الأول: معوقات أسواق المال العربية	**149**
المطلب الثاني: الترابط والتكامل بين البورصات العربية	**153**
المطلب الثالث: تجارب واتفاقيات الربط والتكامل بين الأسواق المالية العربية	**157**
خلاصة	**163**
الفصل الرابع : التحليل الاقتصادي لقياس أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية	
تمهيد	**165**
المبحث الأول: تحليل أداء مؤشرات الأسواق المالية بالدول دراسة الحالة	**166**
المطلب الأول: تحليل أداء السوق المالي المصري	**166**
المطلب الثاني: تحليل أداء سوق عمان المالي	**172**
المطلب الثالث: تحليل أداء السوق المالية بالمغرب	**175**
المبحث الثاني: تحليل تطور أداء مؤشرات الاقتصاد الكلي في دول دراسة الحالة	**180**

المطلب الأول: تحليل المؤشرات الاقتصادية الكلية في مصر	**180**
المطلب الثاني: تحليل المؤشرات الاقتصادية الكلية في الأردن	**185**
المطلب الثالث: تحليل المؤشرات الاقتصادية الكلية في المغرب	**191**
المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر المتغيرات الكلية على مؤشرات السوق المالية	**196**
المطلب الأول: متغيرات النموذج	**196**
المطلب الثاني: دراسة قياسية لمؤشرات السوق المالية في مصر	**198**
المطلب الثالث: دراسة قياسية لمؤشرات السوق المالية في الأردن	**221**
المطلب الرابع: دراسة قياسية لمؤشرات السوق المالية في المغرب	**231**
خلاصة	**244**
خاتمـــــــــة	
الخلاصة العامة	**246**
نتائج الدراسة	**247**
اختبار الفرضيات	**249**
المقترحات والتوصيات	**249**
أفاق البحث	**250**
قائمة المراجع	**252**
الملاحـــــــق	**262**
ملخص باللغة العربية	
ملخص باللغة الانجليزية	

فهرس الجداول

الرقم	العنـوان	الصفحة
1	مقارنة بين السهم والسند	27
2	نظريات النمو	62
3	مؤشر القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة في الدول العربية للفترة 2007– 2008	120
4	تقدير دالة القيمة السوقية في مصر للفترة: 1990–2015	199
5	تقدير دالة القيمة السوقية المعدلة في مصر للفترة: 1990–2015	202
6	اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج القيمة السوقية في مصر باستخدام Breusch-Godfrey (LM Test)	203
7	تقدير دالة القيمة السوقية في مصر للفترة: 1990–2014 بإضافة AR(1)	204
8	الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج القيمة السوقية في مصر مع إضافة AR(1) باستخدام LM Test	205
9	تقدير دالة القيمة السوقية في مصر للفترة: 1990–2014 بإضافة MA(1)	205
10	اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج القيمة السوقية في مصر مع إضافة MA(1) باستخدام LM Test	206
11	تقدير دالة حجم التداول في مصر للفترة: 1990–2015	208
12	تقدير دالة حجم التداول المعدلة في مصر للفترة: 1990–2015	209
13	اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج القيمة السوقية في مصر باستخدام Breusch-Godfrey (LM Test)	210
14	تقدير حجم التداول للفترة: 1990–2014 بإضافة AR(1)	211
15	اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج حجم التداول في مصر مع إضافة AR(1) باستخدام LM Test	212
16	تقدير دالة حجم التداول للفترة: 1990–2015 بإضافة MA(1)	213
17	اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج حجم التداول في مصر مع إضافة MA(1) باستخدام LM Test	213
18	تقدير دالة معدل دوران السهم في مصر للفترة: 1990–2015	215
19	تقدير دالة معدل دوران السهم في مصر بعد حذف الحد الثابت للفترة: 1990–2015	216
20	اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج معدل دوران السهم في مصر باستخدام LM Test	216
21	تقدير معدل دوران السهم للفترة: 1990–2014 بإضافة AR(1)	218
22	اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج معدل دوران السهم في مصر مع إضافة AR(1) باستخدام LM Test	218

23	تقدير دالة معدل دوران السهم للفترة: 1990–2015 بإضافة MA(1)	219
24	اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج معدل الدوران في مصر مع إضافة MA(1) باستخدام LM Test	219
25	تقدير دالة القيمة السوقية في الأردن للفترة: 1990–2015	221
26	تقدير النموذج المعدل للقيمة السوقية في الأردن للفترة: 1990–2015	222
27	تقدير دالة حجم التداول في الأردن للفترة: 1990–2015	224
28	اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج حجم التداول في الأردن باستخدامLM Test	225
29	تقدير دالة معدل دوران السهم في الأردن للفترة: 1990–2015	227
30	اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج حجم التداول في الأردن باستخدام LM Test	229
31	تقدير دالة القيمة السوقية في المغرب للفترة: 1993–2015	231
32	تقدير النموذج المعدل للقيمة السوقية في المغرب للفترة: 1993–2015	232
33	اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج القيمة السوقية في المغرب باستخدام LM Test	233
34	تقدير دالة القيمة السوقية في المغرب للفترة: 1993–2015	234
35	اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج القيمة السوقية في المغرب باستخدام LM Testوبعد التعديل بـ ARMA(1.2)	235
36	تقدير دالة حجم التداول في المغرب للفترة: 1993–2015	237
37	تقدير الدالة المعدلة لحجم التداول في المغرب للفترة: 1993–2015	237
38	اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج حجم التداول في المغرب باستخدام LM Test	238
39	للفترة: 1993–2015MA(1)تقدير دالة حجم التداول في المغرب بعد إضافة	239
40	اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج حجم التداول في المغرب باستخدام LM Testوبعد التعديل بـ MA(1)	240
41	تقدير دالة معدل دوران السهم في المغرب للفترة: 1993–2015	242
42	تقدير دالة معدل دوران السهم في المغرب بعد حذف متغيرة الناتج المحلي الخام للفترة: 1993–2015	243

فهرس الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
1	انتقال الموارد المالية في السوق المالية	07
2	العلاقة بين الدخل الإجمالي ومستوى أسعار الأوراق المالية	43
3	العلاقة بين مؤشر أسعار الأسهم العادية ومؤشر الإنتاجية	43
4	يوضح أساس بناء المؤشر	48
5	أثر التغيير في المعروض النقدي على سعر الفائدة	93
6	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2008	117
7	نسبة تغير مؤشرات الصندوق للأسواق الأوراق المالية لعام 2008	118
8	إجمالي القيمة السوقية للأسواق المالية عام 2008	119
9	الحجم النسبي للأسواق العربية خلال سنة 2008	121
10	تطور نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم في الدول العربية للفترة 2005– 2009	121
11	التغير في مؤشر صندوق النقد العربي لعام 2005	127
12	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2006	129
13	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2007	131
14	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2008	134
15	إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية خلال عام 2008	135
16	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2009	136
17	التغير في مؤشر صندوق النقد العربي لعام 2010	139
18	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2011	141
19	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2012	143
20	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2013	145
21	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2014	147
22	تطور القيمة السوقية في السوق المالي المصري للفترة 1990– 2015	166
23	حجم التداول في السوق المالي المصري للفترة 1990– 2015	168
24	معدل دوران السهم في السوق المالي المصري للفترة 1990– 2015	169
25	عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري للفترة 1990– 2015	171
26	القيمة السوقية لسوق عمان المالي للفترة 1990– 2015	172
27	حجم التداول في سوق عمان المالي للفترة 1990– 2015	173
28	معدل دوران الأسهم في سوق عمان المالية للفترة 1990– 2015	174

29	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق عمان المالي للفترة 1990–2015	175
30	تطور القيمة السوقية بالسوق المالية المغربية للفترة 1990– 2015	176
31	تطور حجم التداول بالسوق المالية المغربية للفترة 1993– 2015	177
32	تطور معدل دوران الأسهم في السوق المالية المغربية للفترة 1993–2015	178
33	تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالية المغربية للفترة 1993–2015	179
34	تطور النمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة 1990– 2015	180
35	تطور الاستثمار الأجنبي في مصر خلال الفترة 1990– 2015	181
36	تطور معدل التضخم في مصر خلال الفترة 1990– 2015	182
37	تطور أسعار صرف الجنيه مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 1990– 2015	183
38	تطور أسعر الفائدة في مصر للفترة 1990– 2015	184
39	تطور معدل النمو الاقتصادي في الأردن للفترة 1990– 2015	185
40	تطور الاستثمار الأجنبي في الأردن خلال الفترة 1990– 2015	187
41	تطور معدلات التضخم في الأردن خلال الفترة 1990– 2015	188
42	تطور أسعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي للفترة 1990– 2015	189
43	تطور معدل الفائدة في الأردن للفترة 1990– 2015	190
44	تطور معدل النمو الاقتصادي في المغرب خلال الفترة 1990– 2015	191
45	تطور الاستثمار الأجنبي في المغرب للفترة 1990– 2015	192
46	تطور معدلات التضخم في المغرب للفترة 1990– 2015	193
47	تطور أسعار صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي للفترة 1990– 2015	194
48	تطور معدلات الفائدة في المغرب للفترة 1990– 2015	195
49	الهيكل العام للنموذج القياسي	198
50	دالة الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئية لبواقي النموذج المقدر للقيمة السوقية في مصر	204
51	دالة الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئية لبواقي النموذج المقدر للقيمة السوقية في مصر	210
52	دالة الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئية لبواقي النموذج المقدر لمعدل دوران السهم في مصر	217
53	دالة الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئية لبواقي النموذج المقدر للقيمة السوقية في المغرب	233
54	دالة الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئية لبواقي النموذج المقدر لحجم التداول في المغرب	238
55	علاقة الناتج المحلي الخام بمعدل دوران السهم في بورصة المغرب	242

فهرس الملاحق

الرقم	العنوان	الصفحة
01-01	مؤشرات السوق المالية في مصر للفترة 1990– 2015	262
02-01	المؤشرات الاقتصادية الكلية في مصر للفترة 1990 – 2015	263
01-02	مؤشرات السوق المالية في الأردن للفترة 1990– 2015	264
02-02	المؤشرات الاقتصادية الكلية في الأردن للفترة 1990– 2015	265
01-03	مؤشرات السوق المالية في المغرب للفترة 1990– 2015	266
02-03	المؤشرات الاقتصادية الكلية في المغرب للفترة 1990– 2015	267

مقدمـــــة

تمهيد:

تلعب أسواق المال دورا أساسيا في تحويل المدخرات سواء كانت ملكا للأفراد أو المؤسسات إلى استثمارات فعالة تساهم في رفع الناتج الوطني، وبالتالي فهي تعتبر واحدة من أهم القنوات التي توفر الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الاقتصادية بأقل تكلفة ومخاطر تمويل أقل.

كما أن المتتبع للتطورات الكبيرة التي يعرفها الاقتصاد العالمي يمكنه أن يسجل وبوضوح التزايد الكبير لأهمية التمويل المباشر، حيث أن الانتقال التدريجي والمستمر لمعظم الدول نحو اقتصاد السوق – بما يحمله من تغييرات على مستوى المعاملات الاقتصادية والمالية، الحرية التجارية، وحرية انتقال رؤوس الأموال– أدى إلى ازدياد دور أسواق المال من أجل استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، خاصة في ظل التطورات التكنولوجية الكبيرة، التي أسقطت الكثير من الحواجز حيث أصبح التداول وعقد الصفقات وتنفيذها يكون عالميا وفي وقت قياسي.

عليه فإنه وفي إطار المنافسة الشديدة، أصبح لزاما على كل دولة من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية والمحافظة على مكانتها أن تولي اهتماما كبيرا لأسواق المال وتعمل على تطويرها وعصرنتها على جميع المستويات، إلى جانب العمل على زيادة وتنويع الأدوات المالية المتداولة، إذ لا يمكننا أن نلغي العلاقة الوطيدة بين نمو الاقتصاد وتطوره والأداء الجيد للسوق المالية.

تتميز الاقتصاديات النامية بشكل عام، والاقتصاديات العربية بشكل خاص بانخفاض الناتج الوطني وارتفاع مديونيتها الخارجية، إلى جانب عدم تحقيقها للتوازنات الكبرى لاسيما توازن ميزانياتها العمومية، فهي اقتصاديات توجهت نحو التركيز على القطاع العام على حساب القطاع الخاص والذي تميز (القطاع العام) بضعف في أدائه وعدم توصله إلى النتائج التي وجد من أجلها؛ مما أثقل كاهل تلك الدول على الصعيدين الداخلي والخارجي من حيث تحمل عبء تمويل هذا القطاع، الأمر الذي دفع بالعديد من البلدان العربية سعيا منها لمواجهة الآثار السلبية الناتجة عن الفترة السابقة (العقدين الأخيرين من القرن العشرين) إلى تبني برامج إصلاح شامل خاصة بما تعلق بالجانب التمويلي لاقتصادياتها، بحثا عن تحقيق نتائج إيجابية وإحداث تنمية اقتصادية.

الوضعية السابقة جعلت جل البلدان العربية تفكر في اعتماد الطريقة المعاصرة في التمويل باللاوساطة المالية، عن طريق إنشاء أسواق الأوراق المالية بها، فنقلت اهتمامها بموضوع سوق الأوراق المالية إلى موقع التطبيق وأقامت سوقا خاصة لتداول الأوراق المالية بعد أن هيأت لها الظروف اللازمة لذلك حتى تكفل نجاحها ومع ذلك فإن هذه السوق قد تكون ناجحة وفاعلة، كما يمكن أن تكون هامشية، ويمكن أيضا أن تكون وسيلة لتبديد الموارد بدلا من تعبئتها وتأمين كفاءة استخدامها.

إشكالية الدراسة:

تؤدي الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقدمه هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات وإعادة توجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد، وللقيام بالدور المنوط بها ينبغي أن تتوافر الأسواق المالية على شرط أساسي ألا وهو الكفاءة في أدائها؛ وقد يتأثر هذا الأداء بمجموعة من العوامل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والثقافة الدينية وغيرها، ولعل من بين أبرز هذه العوامل الاقتصادية تأثيرا على أداء الأسواق المالية هي المتغيرات الاقتصادية، والمتمثلة أساسا في معدلات النمو الاقتصادي، معدلات التضخم السائدة في البلاد، أسعار الفائدة المطبقة في البنوك، إضافة إلى تدفق الاستثمارات الأجنبية في المحفظة، وأسعار الصرف.

تبقى الأسواق المالية في الدول النامية على العموم والمنطقة العربية على الخصوص محدودة الأداء مقارنة بالدول المتطورة، ويمكن إرجاع ذلك لعدة عوامل من أهمها تباطؤ معدلات النمو خارج قطاع المحروقات في أغلب البلدان العربية، وكذا ارتفاع معدلات التضخم، إضافة إلى هشاشة النظام المصرفي والأنظمة المحاسبية التي تعتبر حجر الأساس كونها بنك المعلومات التي تمثل أساس اتخاذ قرارات المستثمر المالية.

بناء على ما تقدمة ذكره، يمكن طرح التساؤل التالي:

- **إلى أي مدى تؤثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية العربية؟ وما واقع ذلك في الأسواق المالية للمغرب، مصر والأردن؟.**

يندرج تحت هذا التساؤل الرئيسي مجموعة من الأسئلة الفرعية ندرجها فيما يلي:

- هل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وأداء الأسواق المالية وحيدة الاتجاه؟
- ما مدى ارتباط مؤشرات أداء السوق المالية بالمتغيرات الاقتصادية الكلية؟
- هل تعد السوق المالية عالية الأداء في اقتصاد ما، مؤشرا على تطور هذا الاقتصاد؟
- هل تتميز الأسواق المالية العربية بكفاءة في أدائها؟ وهل ساهم النمو الاقتصادي والمتغيرات الاقتصادية الكلية الأخرى في دفع النمو في القطاع المالي في المغرب، مصر والأردن؟

فرضيات الدراسة:

لمعالجة الإشكالية السابقة، والأسئلة المتفرعة عنها، نقترح الفرضيات التالية:

- العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأداء الأسواق المالية وحيدة الاتجاه، بمعنى أنها من المتغيرات الاقتصادية الكلية باتجاه مؤشرات الأسواق المالية.
- ترتبط مؤشرات الأداء في السوق المالية ارتباطا طرديا مع المتغيرات الاقتصادية الكلية.
- وجود سوق مالية عالية الأداء في اقتصاد ما، لا يعني بالضرورة أن هذا الاقتصاد متطور أي أن تطور السوق المالية لا يكون مرده دائما إلى التطور الاقتصادي في ذلك البلد.
- تتميز الأسواق المالية العربية في كل من المغرب، مصر والأردن بمحدودية في أدائها، وتتميز كذلك بمحدودية العرض والطلب على الأدوات المالية فيها.

أهمية الدراسة:

يعد تناول القضايا ذات الصلة بموضوع الأسواق المالية والإجابة على التساؤلات التي تتضمنها ذا أهمية بالغة للاعتبارات التالية:

- التوجه نحو الاعتماد على آلية الأسواق المالية قد اتضح جليا في معظم دول العالم، ولعل كثرة الأبحاث والدراسات التي سعت إلى توضيح الخطوات اللازمة للارتقاء بجودة الوظائف التي تقدمها هذه الأسواق خير شاهد على هذا التوجه.
- الدور المحوري الذي تقوم به الأسواق المالية من خلال تحويل رؤوس الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز التمويلي، وبالتالي العمل على توفير موارد مالية لتمويل الاقتصاد الوطني بأقل تكلفة وبأدنى مستوى من المخاطر.

أهداف الدراسة:

تسعى الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:

- إبراز أثر المتغيرات الكلية على أداء أسواق المال؛
- توضيح العلاقة الرياضية والإحصائية التي تربط أداء الأسواق المالية بالمتغيرات الاقتصادية الكلية؛
- تحديد المتغيرات الاقتصادية التي يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار لتنشيط الأسواق المالية العربية؛
- محاولة تشخيص نقاط الضعف التي تحول دون تطور الأسواق المالية العربية؛
- تحليل أداء الأسواق المالية العربية محل الدراسة، وإجراء مراجعة شاملة للأطر التشريعية والتنظيمية لهذه الأسواق في الوقت الراهن، إلى جانب تقييم مؤشرات تطورها بالمقارنة مع

بعض الأسواق المالية الدولية الأخرى للوقوف على مدى التطور الحاصل في أداء هذه الأسواق المحلية، والوقوف على المعوقات والتحديات التي تواجهها.

المنهج والأدوات المستخدمة:

بالنظر إلى طبيعة الدراسة المتمحورة حول دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية العربية، فإن الأمر يقتضي استخدام مجموعة من النماذج والأساليب البحثية، حيث تم استخدام المنهج **الوصفي:** من خلال مراجعة المادة العلمية المستقاة من مختلف المراجع والدوريات العلمية المتخصصة في مجال الأسواق المالية، إضافة إلى **المنهج الاستقرائي:** من خلال الدراسة التطبيقية، حيث تم استخدام مجموعة من القياسية لدراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية العربية محل الدراسة، كما تم الاستعانة ببرنامج Excel و Eviews لإصدار 04.

حدود الدراسة:

دراستنا لهذا الموضوع تستدعي التقيد بإطار مكاني وزماني، فيما يخص الإطار المكاني فالجزء النظري تم فيه التطرق إلى الأسواق المالية بصفة عامة، وإلى الأسواق المالية العربية بصفة خاصة؛

بينما خصص الجزء التطبيقي لدراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية العربية محل الدراسة؛

حددت فترة الدراسة من سنة 1990 وإلى غاية سنة 2015.

أسباب اختيار الموضوع:

لم يكن اختيارنا لهذا الموضوع بمحض الصدفة بل كان نتيجة عدة اعتبارات منها الموضوعية ومنها الذاتية:

أما الأسباب الموضوعية فيمكن حصرها فيما يلي:

1- أهمية الموضوع من الجانب الكلي والمالي؛

2- ندرة الدراسات العربية والجزائرية في هذا الموضوع بالدقة اللازمة على الرغم من الحاجة الماسة لها؛

3- محاولة معرفة الأسس النظرية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة، والتي من خلالها يمكن الكشف عن أوجه القصور في أسواق المال العربية،ليتم تقديم بعض الحلول التي تعتبر إسهامات في تفعيل أسواق المال العربية.

أما الأسباب الذاتية فيمكن تلخيصها كما يلي:

1- اعتبار الموضوع يدخل ضمن تخصص الباحث في مختلف مراحل الدراسة الجامعية –مالية، نقود وبنوك–؛

2- الميول الشخصي للباحث للخوض في المواضيع الحديثة المرتبطة بالتخصص.

هيكل الدراسة:

طالما أن البحث يهدف إلى تحديد وتحليل أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية العربية، وسعيا منا للإجابة على التساؤلات المطروحة واختبار الفرضيات، فإنه تم تقسيم هذه الدراسة إلى مقدمة وأربعة فصول وخاتمة تم فيها عرض أهم النتائج المتوصل إليها من الدراسة.

الفصل الأول: تم فيه التطرق إلى عموميات حول الأسواق المالية، من خلال تقديم المفاهيم الأساسية حول الأسواق المالية وآليات تنظيمها وسيرها، وكذا استعراض أهم الأدوات المالية المتداولة في هذه الأسواق وأهم المتعاملين فيها؛ كما تم في هذا الفصل التعرض لأقسام السوق المالي ومؤشراته وكيفية احتسابها وأهميتها؛

الفصل الثاني: تم في هذا الفصل استعراض أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية وعلاقتها بأداء السوق المالي من خلال النظريات الاقتصادية؛

الفصل الثالث: تم فيه تناول واقع الأسواق المالية العربية محل الدراسة، حيث تعرض للنشأة التاريخية للأسواق المالية العربية، النظم والتشريعات المنظمة للبورصات العربية، وفي الأخير عرض معوقات تطور الأسواق المالية العربية؛

الفصل الرابع: خصص هذا الفصل لدراسة أداء الأسواق المالية العربية في كل من المغرب مصر والأردن، ومدى تأثر هذا الأداء بالمتغيرات الاقتصادية الكلية مثل معدلات النمو الاقتصادي ومعدلات التضخم السائدة في البلدان العربية محل الدراسة، وكذا أسار الفائدة المطبقة في البنوك العربية.

عرض ومناقشة الدراسات السابقة: تم تقسيم الدراسات السابقة إلى ثلاثة محاور رئيسية وهي كالتالي:

المحور الأول: الدراسات ذات العلاقة بالسوق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية

1- **دراسة مفيد ذنون يونس 2005**[1]: كفاءة الأسواق المالية العربية في تعزيز النمو الاقتصادي في ظل تحديات العولمة.

هدفت الدراسة إلى الوقوف على أهمية الأسواق الملية في تحفيز النمو الاقتصادي، إضافة إلى دراسة واقع حال الأسواق المالية العربية والخطوات المتخذة في طريق الإصلاحات والتطوير والتحديات التي تواجه تلك الأسواق ولا سيما ما يتعلق منها بتأثيرات العولمة وقياس تأثير مؤشرات الأسواق المالية على النمو الاقتصادي.

[1] مفيد ذنون يونس، كفاءة الأسواق المالية العربية في تعزيز النمو الاقتصادي في ظل تحديات العولمة، مقالة منشورة بمجلة تنمية الرافدين، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل العراق، 2005.

توصل الباحث من خلال دراسته إلى مجموعة من النتائج أهمها:

الأسواق المالية العربية لا تزال ضعيفة التأثير في النمو الاقتصادي نظرا لصغر حجمها وضعف انتشار التعامل فيها إضافة إلى ضعف مستوى الوعي الاستثماري ومحدودية انفتاح هذه الأسواق على الخارج، كما توصلت الدراسة إلى أن لمؤشرات الأسواق المالية محل الدراسة (الأردن، البحرين، تونس، عمان، السعودية، الكويت، لبنان، مصر والمغرب) تأثيرا إيجابيا في حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ولا سيما ما يتعلق منها بمؤشرات السوق والمؤشر النقدي، كما أن مؤشر السيولة وحجم السوق لم يظهر لها تأثير معنوي في نسبة الادخار وهذا ما يدل على ضعف الثقة بالسوق وإحجام المدخرين عن دخوله لتخوفهم لتعريض حقوقهم للضياع، أما بالنسبة للاستثمار فإنه تأثر إيجابيا بمؤشر سيولة السوق المالي على وجه الخصوص.

2- **دراسة مثنى عبد الرزاق الدباغ، مفيد ذنون يونس 2008**[1]: الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في الدول النامية.

حاول الباحث من خلال دراسته الإجابة على الإشكالية الرئيسية: هل أن التنمية المالية (الأسواق المالية) هي نتيجة مترتبة على النشاط الاقتصادي المتزايد أم أن هناك تأثيرا متبادلا؟.

هدفت الدراسة إلى دراسة العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي وتوصل الباحث من خلال دراسته إلى اختلاف أثار الأسواق المالية في النمو الاقتصادي بين الدول باختلاف مدى تطورها المالي والاقتصادي فضلا عن السياسات الاقتصادية لتلك الدول، كما بينت نتائج الاختبارات أن الدول ذات التطور المالي تؤثر فيها الأسواق المالية بشكل كفؤ وكبير على النمو الاقتصادي، كما يؤثر النمو الاقتصادي في زيادة كفاءتها وتكامل عملها، وكان العكس صحيح بالنسبة للدول ذات التطور المالي المنخفض.

3- **دراسة أديب قاسم شندي 2013**:[2] الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة.

حاول الباحث من خلال دراسته الإجابة على إشكالية رئيسية تتمثل في أثر سوق العراق للأوراق المالية على النشاط الاقتصادي، وبذلك فقد كان الهدف من هذه الدراسة هو بيان أثر سوق العراق للأوراق المالية على النشاط الاقتصادي، من خلال قياس هذا الأثر بمؤشرات سوق العراق للأوراق المالية

---

[1] مثنى عبد الرزاق الدباغ، مفيد ذنون يونس ، الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في الدول النامية، 2008، مقال منشور على موقع الانترنت: http://www.iasj.net/iasj?uiLanguage=ar تاريخ الإطلاع: 2014/07/01

[2] أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، مقالة منشورة بمجلة كلية بغداد بالعلوم الاقتصادية، العدد: عدد خاص بمؤتمر الكلية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بغداد، العراق، 2013.

(المؤشر العام للسوق، مؤشر القيمة السوقية، مؤشر حجم التداول، عدد الشركات، عدد الأسهم)، وربطها بالناتج المحلي الإجمالي، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

انعدام العلاقة بين سوق العراق للأوراق المالية، وعدم تحقيق أي معدل نمو يذكر لهذا السوق، بالإضافة إلى افتقار السوق إلى مؤسسات التسوية والمقاصة والإيداع والحفظ المركزي والقوانين المنظمة لها، كما أن صغر حجم الاقتصاد والسوق المحلي يمثل عائق أمام الاستفادة من قدرة السوق على جذب المزيد من رؤوس الأموال لتأسيس أو توسعة الشركات بهدف المساهمة في عملية التنمية الاقتصادية بشكل فعال.

المحور الثاني: الدراسات الخاصة بالمؤشرات الاقتصادية وأثرها على أداء الأسواق المالية

1- **دراسة سميرة لطرش** 2009- 2010[1]: كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم – دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية-

كانت الإشكالية الرئيسية للدراسة: هل لكفاءة سوق رأس المال أثر على القيمة السوقية للسهم؟.

ومن أجل الإجابة على إشكالية الدراسة قسم الباحث دراسته إلى أربعة فصول، ثلاث فصول منها نظرية وفصل تطبيقي:

خصص الفصل الأول للتعرف على كفاءة سوق رأس المال، أما الفصل الثاني فقد خصص لدراسة الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال، وتم في الفصل الثالث التطرق إلى قيمة الورقة المالية، وبصورة خاصة قيمة السهم، أما الفصل الرابع فقد خصص للدراسة التطبيقية، وذلك من خلال القيام بدراسة واختيار مجموعة من أسواق رأس المال العربية ودراسة سلوك الأسعار فيها.

هدفت الدراسة إلى قياس درجة التقدم الذي حققته الدول العربية محل الدراسة للرفع من أداء أسواقها المالية وزيادة كفاءتها، كما حاولت الدراسة توضيح سوق رأس المال الكفؤ على القيمة السوقية للسهم، والمقارنة بين مستوى الدول العربية محل الدراسة مع المستويات المحققة من طرف الدول المتقدمة في درجة كفاءة أسواقها المالية.

إضافة إلى ذلك فقد حاول الباحث من خلال دراسته إسقاط تجارب الدول العربية في مجال كفاءة أسواقها المالية على السوق الجزائرية والاستفادة من هذه التجارب بأكبر قدر ممكن.

وقد توصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن كل من بورصة عمان وسوق الأسهم السعودي، وسوق الكويت للأوراق المالية، هي أسواق كفؤة في مستواها الضعيف، فرض الصيغة الضعيفة والتي تعني أن

[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، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر 2009- 2010.

سعر السهم أو الورقة المالية يعكس فقط المعلومات التاريخية فيما يخص سعر الورقة المالية، حجم التداول بينما اتضح أن بورصة مصر وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء ليست كفؤة في صيغتها الضعيفة وكذلك بالنسبة للجزائر.

أما فيما يخص مدى كفاءة الأسواق العربية محل الدراسة في صيغتها المتوسطة القوة فهو يقوم على فكرة أن سعر السهم أو الورقة المالية لا يعكس المعلومات التاريخية فقط بل يعكس المعلومات العامة كذلك، فقد تبين أن كل الأسواق محل الدراسة ليست كفؤة في صيغتها المتوسطة.

2- **دراسة عيسى أحمد محمود السويطي 2011**[1]: أثر المتغيرات الرئيسية للاقتصاد على مؤشر بورصة عمان ومؤشر المصارف.

حاول الباحث من خلال دراسته الإجابة على مجموعة من الأسئلة والتي فحواها: هل للمتغيرات الرئيسية للاقتصاد متمثلة في (البطالة، التضخم، حجم الاستثمار، الناتج المحلي الإجمالي، عجز ميزان المدفوعات)، أثر على مؤشر بورصة عمان ومؤشر قطاع المصارف.

قسم الباحث دراسته إلى خمسة فصول كان الفصل الأول منها فصلا تمهيديا، أما الفصل الثاني فقد كان بعنوان الإطار النظري للدراسة وتم التطرق في الفصل الثالث إلى الدراسات السابقة التي تطرقت إلى دراسة هذا الموضوع وخصص الفصل الرابع للتعرض للمنهجية المعتمدة في الدراسة، أما الفصل الخامس فقد خصص للدراسة التطبيقية والتي تم فيها مناقشة نتائج التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على مؤشر بورصة عمان وكذا معرفة أثر هذه المتغيرات على مؤشر قطاع المصارف إضافة إلى معرفة تأثير التغير في معدلات التضخم والبطالة وحجم الاستثمار والناتج المحلي الإجمالي والعجز في ميزان المدفوعات على مؤشر بورصة عمان ومؤشر قطاع المصارف وعلى المستثمرين وحجم التداول وتحقيق السعر العادل في البورصة.

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج تؤكد إجمالا على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين جميع مؤشرات الاقتصاد الكلي المختارة (البطالة، التضخم، عجز ميزان المدفوعات والناتج المحلي الإجمالي) ومؤشر بورصة عمان ومؤشر المصارف في الأردن وهذا يعني تأثر أسعار الأسهم في البورصة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية.

---

[1] عيسى أحمد محمود السويطي، أثر المتغيرات الرئيسية للاقتصاد على مؤشر بورصة عمان ومؤشر المصارف، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية والإدارية، جامعة العلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2011.

3- **دراسة رغيد عماد الدين، مفيد ذنون يونس 2009**[1]: تأثير التضخم على أسواق الأوراق المالية العربية.

حاول الباحث من خلال دراسته الإجابة على الإشكالية التالية: إلى أي مدى يتأثر نشاط الأسواق المالية بمعدلات التضخم السائدة؟

هدفت الدراسة إلى التعرف على التأثير الذي تحدثه معدلات التضخم في مؤشرات أسواق الأوراق المالية من خلال تحليل البيانات المتعلقة بالتضخم وكذا نشاط السوق المالية المتمثلة في مجموعة من المؤشرات (القيمة السوقية للأسهم بوصفها نسبة من الناتج المحلي الإجمالي وعدد الشركات المسجلة في السوق، معدل الدوران، ومؤشر الأسعار، وقيمة الأوراق المالية المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي وعدد الأوراق المالية المتداولة)، لعينة من الدول العربية تضمنت (الأردن، البحرين، السعودية، الكويت والمغرب، تونس، عمان، لبنان، مصر).

قام الباحث إضافة إلى قياس أثر التضخم بقياس أثر سعر الصرف ومتوسط دخل الفرد وعجز الموازنة على أداء السوق المالي.

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: أن للتضخم تأثيرا سالبا ومعنويا إحصائيا في مؤشرات قيمة الأوراق المالية المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي وعدد الأوراق المالية المتداولة في حين لم يؤثر معنويا في مؤشرات السوق الأخرى، وفي الوقت الذي ظهر فيه أن متوسط دخل الفرد يفسر التغيرات في أغلب مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية التي تمت دراستها وأن للسياسة المالية للحكومة ممثلة في عجز الموازنة تأثيرا معنويا إحصائيا في مؤشر درجة تطور سوق الأوراق المالية في الدول العربية، وإلى حد ما في مؤشر عدد الأوراق المالية المصدرة والمتداولة في السوق، في حين لم يظهر تأثيره معنويا في المؤشرات الأخرى، إلا أنه لم يثبت لسعر الصرف تأثيرا يذكر على أي من مؤشرات السوق المالية.

4- **دراسة نبيل مهدي الجنابي، فوزي حسين صاحب الطرفي 2012**[2]: أثار السياسة النقدية على عوائد الأسهم، سوق العراق للأوراق المالية أنموذجا، للمدة (2004- 2010).

---

[1] رغيد عماد الدين، مفيد ذنون يونس، تأثير التضخم على أسواق الأوراق المالية العربية، مقالة منشورة بمجلة تنمية الرافدين، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، العدد 93 من المجلد 31، 2009.

[2] نبيل مهدي الجنابي، فوزي حسين صاحب الطرفي، أثار السياسة النقدية على عوائد الأسهم، سوق العراق للأوراق المالية أنموذجا، للمدة (2004- 2010)، مقالة منشورة بمجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية العلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة القادسية العراق، مجلد14، العدد03، 2012.

انطلقت الدراسة من إشكالية رئيسية تتمحور حول تفسير أثار وصدمات السياسة النقدية على عوائد الأسهم؟، وكذا إثبات أو دحض فرضية وجود علاقة بين متغيرات السياسة النقدية وبيانات الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية؟، وما هي أفضل قناة للربط بين السياسة النقدية وسوق الأسهم؟.

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة السببية بين متغيرات السياسة النقدية وسوق الأسهم وتوضيح أثر السياسة النقدية على أسعار وعوائد سوق العراق للأوراق المالية.

توصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية اتسمت بالتقلب وعدم الاستقرار ولكن باتجاه تصاعدي إذ حققت خلال فترة الدراسة ارتفاعات مقبولة في المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية وارتفع عدد الشركات المدرجة كما لوحظ ارتفاع القيمة السوقية وحجم التداول خلال نفس الفترة.

كما بينت الدراسة أن لسياسة النقدية أثار مباشرة وغير مباشرة على عوائد الأسهم فيمكن أن تؤثر بشكل مباشر على عوائد الأسهم من خلال تغير سعر الخصم المستخدم من قبل المشاركين في السوق أو بشكل غير مباشر من خلال تأثيرها على نشاط الاستثمار بالأوراق المالية (الأسهم والسندات)، عن طريق قناتين (سعر الفائدة والاحتياطات النقدية)، وأوضحت نتائج الدراسة أن هناك علاقة سببية باتجاه واحد فقط تتجه من (سعر الصرف، سعر الفائدة) إلى عوائد أسهم السوق، كما بينت وجود علاقة إيجابية بين سعر الصرف وعوائد الأسهم.

5- **دراسة سحر عباس حسين 2008**[1]: أثر تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر(FDI) في نشاط الأسواق المالية، الأردن حالة دراسة.

حاول الباحث الإجابة على الإشكالية الرئيسية المتمثلة في معرفة أثر تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على الأسواق المالية للدول المستلمة لهذه التدفقات سواء أكان هذا التأثير إيجابيا أم سلبيا؟.

هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر، ومعرفة العلاقة بين تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ونشاط الأسواق المالية وكذا قياس مدى تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر في نشاط الأسواق المالية.

من خلال استعمال البيانات الخاصة للسوق المالية الأردنية وتدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة الداخلة للأردن للفترة 1995- 2005 توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج أهمها:

[1] سحر عباس حسين، أثر تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر(FDI) في نشاط الأسواق المالية، الأردن حالة دراسة، مقالة منشورة بمجلة جامعة كربلاء العلمية، جامعة كربلاء، العراق، المجلد السادس، العدد الثالث، 2008.

أن السوق المالية الأردنية شهدت تطورا كبيرا خلال فترة الدراسة إذ تجاوزت نسب النمو في مؤشراته المالية 100% كما بلغ حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي الداخل للأردن خلال نفس الفترة مستويات عالية جدا تجاوزت (04 مليار دولار)، وقد أثبت الباحث من خلال دراسته وجود علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين الاستثمار الأجنبي المباشر ونشاط الأسهم المالية بدلالة (حجم التداول، عدد الأسهم، سيولة السوق، عدد الشركات، عدد العقود)، كما تبين وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين الاستثمار الأجنبي المباشر ونشاط السوق المالية بدرجة ثقة (99%).

المحور الثالث: الدراسات المتعلقة بواقع الأسواق المالية العربية ومعوقات تنمينها

1- **دراسة بوكساني رشيد 2005- 2006**[1]: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها.

تمحورت إشكالية الدراسة حول: ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟ وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها؟.

قسم الباحث دراسته إلى بابين: الباب الأول الذي جاء تحت عنوان الجوانب النظرية والفنية للأسواق الأوراق المالية وتم تقسيمه إلى ثلاث فصول.

الباب الثني فقد كان تحت عنوان واقع الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، وهذا الباب بدوره يتكون من ثلاث فصول.

هدفت الدراسة إلى محولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية للإقامة سوق مالية فعالة، إضافة إلى البحث في التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية من جهة وتطورها وأدائها من جهة أخرى، والوقوف على اقتصادياتها وذلك بهدف الوقوف على معوقات تطور أسواق الأوراق المالية، كما هدفت الدراسة إلى الرغبة في تقديم إسهامات لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية على المستوى المحلي من جهة، وجعلها كأداة التكامل الاقتصادي العربي من خلال الترابط بين الأسواق المالية العربية من جهة ثانية.

توصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية والجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق، كما بينت الدراسة أن العديد من أسواق المال العربية تعاني من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق الأمر الذي مس في الصميم بمصداقية هذه الأسواق.

[1] بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر 2005-2006.

2- **دراسة سامية زيطاري 2004**[1]: ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة – حالة أسواق الأوراق المالية العربية.

تمحورت إشكالية البحث حول تساؤل رئيسي مفاده هل يكون التذبذب في أسعار الأسواق العربية أكثر من التذبذب في أسعار الأسواق المتطورة والناشئة؟ وهل أسواق الأوراق المالية في الدول العربية مندمجة مع الأسواق الناشئة والمتطورة؟.

قصد الإجابة على إشكالية الدراسة قسمت الباحثة دراستها إلى جزئين:

الجزء الأول نظري وكان بعنوان أسواق الأوراق المالية، أما الجزء الثاني فقد خصص للدراسة التطبيقية وكان تحت عنوان ديناميكية أسواق الأوراق المالية العربية ومقارنتها بالأسواق الناشئة والمتطورة.

هدفت الدراسة إلى البحث في سلوك العائد في الأسواق المالية العربية ومقارنته بسلوك العائد في الأسواق المتطورة والناشئة، إضافة إلى دراسة فعالية أسواق الأوراق المالية العربية والتي تعد أحد الإشكاليات المهمة لهذه الأسواق والتي عنيت بها العديد من الدراسات في الأسواق المتطورة والناشئة، ومقارنة فعالية الأسواق المالية العربية مع بعض الأسواق الناشئة والمتطورة ودراسة تذبذب سوق الأوراق المالية من خلال البحث في أسبابه وتأثير انفتاح الأسواق على هذا التذبذب وكذا أهم مصادره، لتخلص الدراسة في الأخير لمعرفة مدى اندماج الأسواق العربية مع بعضها البعض ومع بعض الأسواق المتطورة والناشئة.

توصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن أسواق المال العربية ليست فعالة خلافا لما هي عليه الأسواق الناشئة والمتطورة عينة الدراسة، كما أكدت الدراسة على أن تغير أسعار الأسهم يرجع لسببين، يتمثل السبب الأول في وصول معلومات جديدة إلى المستثمر تدفعه لتغيير تقييمه للقيمة الفعلية للسهم، والسبب الثاني في ظل غياب وصول معلومات جديدة يمكن أن تتغير حاجة المستثمر للسيولة بشكل غير متوقع وهذا ما يحدث طلبات وعروض مؤقتة تجعل السعر يتأرجح حول قيمته الفعلية، وبينت الدراسة أن التذبذب في أسواق المال العربية يكون منخفضا مقارنة مع الأسواق الناشئة ومرتفعا مقارنة مع الأسواق المتطورة، وهذا يمكن أن يرجع لعدم عمق هذه الأسواق.

خلصت الدراسة في الأخير أن أسواق المال العربية قد تكون في بداية مشوارها نحو الاندماج الإقليمي أو العالمي، وطالما أنه ليس هناك اندماج كامل فهي بإمكانها أن توفر فرص استثمارية مغرية للمستثمر الأجنبي العربي وغير العربي.

[1] سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة – حالة أسواق الأوراق المالية العربية – أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر 2004.

3- **دراسة بوزامة جيلالي** 2011- 2012:[1] عولمة أسواق رأس المال العربية في ظل الأزمات المالية العالمية دراسة حالة أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات المغاربية –الجزائر، المغرب، تونس-، حيث تتمحور إشكالية الدراسة حول: هل الاضطرابات المالية في أسواق رأس المال العربية يعود إلى طبيعتها والظروف الاقتصادية المحلية أم إلى التأثر بتداعيات الأزمات المالية الخارجية؟، وعليه هل أصبحت البورصات العربية معولمة ماليا وما هو أثر انتقال عدوى أزمة الرهن العقاري الأمريكية إلى أسواق الأوراق المالية العربية؟.

قسم الباحث دراسته إلى ستة فصول تم التطرق في الفصل الأول إلى عولمة الأسواق المالية واندماج الأسواق المالية الناشئة في الأسواق المالية العالمية، أما الفصل الثاني فقد كان تحت عنوان الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة وتم التطرق في الفصل الثالث إلى الاقتصاديات العربية بين ضرورات تحرير القطاع المالي والاندماج في الاقتصاد العالمي في ظل الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات المالية أما الفصل الرابع فقد تناول فيه الباحث واقع تطور أداء البورصات العربية، أما الفصل الخامس فقد كان تحت عنوان البورصات العربية بين الأزمات المحلية ودرجة ارتباطها بالأسواق المالية العالمية، أما الفصل السادس فقد خصص لدراسة انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 بالولايات المتحدة الأمريكية على أسواق رأس المال العربية دراسة حالة بورصات دول المغرب العربي الجزائر، المغرب، تونس.

هدفت الدراسة إلى محاولة معرفة واقع أسواق رأس المال العربية خلال فترة الدراسة لاسيما بعد التوجه العالمي الجديد في إطار الاتفاقية العامة لتحرير الخدمات المالية والاندماج المالي العالمي، وكذا التعريف بواقع والتزامات تجارة الخدمات المالية في الدول العربية ومعرفة أداء أسواق رأس المال العربية من خلال عدد من المؤشرات وكذا محاولة دراسة الوضعية الداخلية للبورصات العربية عامة والبورصات المغاربية بوجه خاص وواقع سياسات وتشريعات هذه الأسواق، وكذا البحث في أسباب وقوع الأزمة المالية 1997، ومدى تأثيرها على أسواق رأس المال العربية، ومقارنة هذه الأزمة مع أزمة الرهن العقاري 2008، وعليه محاولة معرفة درجة عولمة البورصات العربية خلال كل أزمة على حدا.

في الأخير خلص الباحث إلى أن تأثيرات الأزمات المالية الأسيوية على البورصات العربية كانت أقل تأثيرا، وذلك يرجع إلى قلة اندماج أسواق رأس المال العربية في الأسواق المالية الدولية خلال فترة

[1] بوزامة جيلالي، عولمة أسواق رأس المال العربية في ظل الأزمات المالية العالمية دراسة حالة أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات المغاربية – الجزائر، المغرب، تونس- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2011- 2012.

التسعينيات من القرن العشرين، إضافة إلى أن إجراءات تحرير القطاع المالي أثرت إيجابا على اندماج الاقتصاد العربي في الاقتصاد العالمي ويكون هذا التأثير من خلال الأوعية التالية:

- التحسين في بيئة الاستثمار في معظم الدول العربية؛
- تزايد تدفقات الاستثمارات العربية البينية، رغم اتسامها بالضعف بشكل عام نتيجة عدم الانفتاح المصرفي العربي الكامل وكذا تشابه القواعد الإنتاجية في الدول العربية.

كما أن البورصات العربية عرفت تطور نسبي من حيث حجم التداول وأدواته، وارتفاع القيمة السوقية للأسهم وعدد الشركات المدرجة، وسرعة دوران الأسهم وغيرها من مؤشرات السوق خلال السنوات الأخيرة، أما عن أثر الأزمة المالية 2008 على أداء البورصات العربية فقد تأثرت العديد من البورصات العربية نتيجة هذه الأزمة لكن هذا الأثر يختلف من بورصة إلى أخرى ومن دولة إلى دولة حسب درجة ارتباط الأنظمة المالية والنقدية للدولة بالنظام المالي الدولي، فقد كان أثر الأزمة المالية على أسواق رأس المال المغاربية أقل منه في أسواق رأس المال الخليجية بسبب اندماج النظام المالي في الدول الخليجية ضمن النظام المالي الدولي بدرجة أكبر منه في الدول المغاربية التي تتميز بانخفاض درجة انفتاح القطاع المالي.

مناقشة الدراسات السابقة:

بعد استعراض الدراسات السابقة فإننا نجد أن:

كل ما سبق في هذه الدراسات التي تم التطرق إليها لم تتناول أي منها مضمون الدراسة الحالية، ومن هذا المنطلق لجأ الباحث إلى استعراض الدراسات السابقة التي تتناول بعض مواضيع الدراسة الحالية لكون ذلك مهم جدا في التعرف على الدراسات التي تناولت بعض المتغيرات الاقتصادية على أداء السوق المالي ومحاولة الاستفادة قدر الإمكان من نتائج أبحاثهم، فالاستعانة بتلك الدراسات أفاد الباحث في استقراء الظروف الاقتصادية في الدول العربية كما مكنه من معرفة مستوى أداء الأسواق المالية العربية والظروف المحيطة بها.

وأهم ما ميز هذه الدراسة هو:

1- تعد هذه الدراسة واحدة من الدراسات القليلة التي تعرضت لدراسة العلاقة بين مؤشرات الاقتصاد الكلي (النمو الاقتصادي، التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف، الاستثمار الأجنبي) وبين مؤشرات السوق المالي، كما تستمد الدراسة تميزها من الفترة التي بلغت 26 سنة 1990- 2015، وإيجاد تفسير لأسباب هذه العلاقة ودلائلها.

2- تحديد أكثر المتغيرات الاقتصادية الكلية ذات الأثر الكبير على مؤشرات السوق المالي للدول محل الدراسة.

الفصل الأول

التركيب البنيوي للأسواق المالية

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

ثانيا: الأوامر المحددة لسعر التنفيذ

تنقسم هذه الأوامر إلى:

1- الأوامر المحدودة:

يطلب العميل من السمسار أن يبيع أو يشتري كمية محدودة ومعينة من الأوراق المالية بسعر محدد فلا يتم تنفيذ هذا الأمر إذا تحقق هذا الشرط، ومن مساوئ هذا الأمر أنه قد لا تتاح الفرصة لتنفيذ هذا الأمر بالرغم من الفوارق السعرية القليلة بين السعر المحدد والسعر السوقي، ويمكن أن يكون هذا الأمر يوميا أو يتم التعامل به خلال يوم واحد أو لعدة أيام، ويبطل هذا الأمر إذا لم يتم تنفيذه في الوقت المحدد، أو أن يكون الأمر ساري المفعول وغير محدود حتى يتم إلغاؤه[1].

في هذا الصدد يمكن التمييز بين نوعية من الأوامر المحدودة[2].

- يتمثل الأول في الأوامر المحدودة الخاصة ببيع المنتوجات المالية المختلفة في هذه الحالة فإن السعر المحدد من قبل المستثمر يكون السعر الأدنى، وهذا يعني أن الوكيل (الوسيط) المكلف بتنفيذ الصفقة ملزم ببيع تلك المنتوجات بمجرد انخفاض السعر إلى المستوى المحدد من طرف المستثمر، تسجل مثل هذه الحالات عند تنبؤ المستثمرين بانخفاض شديد في أسعار الأوراق المالية التي بحوزتهم.
- يتمثل الثاني في الأوامر المحددة المتعلقة بعمليات الشراء، عندئذ يحدد المستثمر سعر الشراء الأعلى، هذا يعني أن الوكيل ملزم بشراء الأوراق المالية محل الأمر مجرد ارتفاع السعر إلى المستوى المحدد من قبل المستثمر، يحدث هذا النوع من المعاملات في الوضعية التي يتوقع فيها المستثمرون ارتفاعا معتبرا في سعر الورقة المعنية، مما يدفعهم إلى شرائها.

2- أوامر الإيقاف:

وفي هذا النوع من الأوامر يتلقى السمسار أو الوسيط من المستثمر تعليمات لبيع أوراق مالية عندما ينخفض سعرها عن حد معين، وهذا للحد من الخسائر في الأرباح أو الحد من الخسائر الرأسمالية.

---

[1] Janes.C « investment analysis and management » 50 hn uniley us sons, inc, New York, USA, Fifth Edition 1996, Part i; chapter p 121.

[2] جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 81.

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الثاني

التأصيل النظري لعلاقة متغيرات الاقتصاد الكلي بمؤشرات الأداء في السوق المالية

تمهيد

تتعرض البيئة الاقتصادية والمالية وعناصر ومتغيرات الاقتصاد الكلي المتمثلة في الناتج المحلي، التضخم، وحجم الاستثمار، أسعار الفائدة وأسعار الصرف إلى تغيرات مستمرة، تؤدي خلال مراحل التطور الاقتصادي إلى حدوث تقلبات اقتصادية بصورة دورية تؤثر بشكل كبير على مستويات النشاط الاقتصادي والمالي، وبالتالي على حركة واتجاه المؤشرات الاقتصادية والمؤشرات المالية، وتمر الدورات الاقتصادية عادة بأربعة مراحل هي مرحلة الانتعاش أو التوسع في النشاط الاقتصادي ومرحلة الرواج والتي يتم خلالها استغلال كامل الطاقات، ومرحلة الركود والتي تهبط فيها الأسعار وينتشر الذعر المالي ثم مرحلة الكساد وتتصف بانخفاض الطلب وانتشار البطالة، وهكذا تتوالى حركة الرواج والكساد لترسم طريق التطور الاقتصادي للنظام الرأسمالي خلال كل مرحلة، وخلال كل مرحلة من هذه المراحل تتعرض معدلات نمو مؤشرات الاقتصاد الكلي كمعدلات النمو الاقتصادي ومعدلات التضخم وحجم الاستثمار وأسعار الفائدة وأسعار الصرف إلى التغير ارتفاعا وانخفاضا، وفي الوقت نفسه تؤثر حركة هذه العناصر على اتجاهات أسعار الأوراق المالية وبالتالي على مؤشرات السوق المالية.

في هذا الفصل تطرقنا إلى علاقة المتغيرات الاقتصادية الكلية بمؤشرات السوق المالية من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: علاقة النمو الاقتصادي بمؤشرات الأداء في السوق المالية.
- المبحث الثاني: علاقة التضخم بمؤشرات الأداء في السوق المالية.
- المبحث الثالث: علاقة سعر الصرف بمؤشرات الأداء في السوق المالية.
- المبحث الرابع: علاقة حجم الاستثمار الأجنبي بمؤشرات الأداء في السوق المالية.
- المبحث الخامس: علاقة سعر الفائدة بمؤشرات الأداء في السوق المالية.

المبحث الأول: العلاقة النظرية للنمو الاقتصادي بمؤشرات الأداء في السوق المالية

يؤسس النمو الاقتصادي في المدى الطويل على مدى توافر التقدم التقني الذي يعتمد بشكل أو بآخر على تنمية القطاع المالي، وتؤثر الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية المطلوبة لتمويل هذا الاقتصاد، ومن جهة أخرى فإن النمو الاقتصادي من شأنه أن يخلق طلبا على الأنواع المختلفة من الخدمات المالية، أي أن النظام المالي ممثلا بالأسواق المالية والأدوات المتداولة فيها هو الذي يستجيب للنمو الاقتصادي إذ أن التوسع الاقتصادي يتطلب خدمات وأدوات مالية جديدة، حيث أن ارتفاع النمو مترجما في زيادة الناتج المحلي يمكن أن يكون له أثر ايجابي.

المطلب الأول: ماهية النمو الاقتصادي

يفسر النمو الاقتصادي على أنه الزيادة في قدرة النظام الاقتصادي على تلبية رغبات الاستهلاك الفردية والجماعية مما يجعل النمو الاقتصادي مبتغى كل الجماعات، سعيا منها للوصول إلى مستويات عالية من الرفاهية لأفرادها.

أولا: مفهوم النمو الاقتصادي

يعتبر النمو الاقتصادي مفهوما كميا يعبر عن زيادة الإنتاج في المدى الطويل ويعرف النمو على أنه:

تعريف 1: "يشير مصطلح النمو الاقتصادي إلى ارتفاع كمية الإنتاج من خلال التغير في عوامل الإنتاج وزيادة كفاءة استخدامها، مما يترتب على هذه العملية ارتفاع في الدخل الوطني والفردي"[1].

تعريف 2: "النمو الاقتصادي هو الزيادة الحقيقية في الدخل الوطني للنظام السائد خلال مدة زمنية طويلة"[2].

تعريف 3: "يعرف النمو الاقتصادي على أنه عملية تتضمن تغيرات عميقة تعمل على زيادة الطاقة الإنتاجية للاقتصاد الوطني زيادة مطردة ومستمرة، كما ويعتبر النمو من المؤشرات الكمية لعملية التنمية الاقتصادية"[3].

---

[1] سالم توفيق النجفي، أساسيات علم الاقتصاد، الدار الدولية للاستمارات الثقافية، مصر، 2000، ص 294.

[2] إلهام وحيد دحام، فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، الطبعة 1، 2013، ص 57.

[3] Edward Schapiro, « Macroeconomie Analysis », Harcourd Brance Jovanovich.Inc, NEW YORK , Anne 1982, P 429.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن النمو الاقتصادي يتمثل في الزيادة المحققة في الإنتاج في المدى الطويل في بلد ما بما يحقق زيادة في متوسط الدخل الحقيقي للفرد.

ومن خلال التعاريف السابقة يتعين التأكد مما يلي[1]:

- يجب أن تكون الزيادة في الناتج المحلي مصحوبة بزيادة في نصيب الفرد وهذا لا يتحقق إلا إذا كان مقدار الزيادة في الـ (PIB) أكبر من معدل نمو السكان، ومنه يمكن القول:

معدل النمو الاقتصادي = معدل نمو الدخل القومي–معدل النمو السكاني

- يجب أن يكون هذا المعدل (معدل زيادة الناتج القومي أو زيادة الدخل الفردي) حقيقي وليس نقدي، أي يجب أن يكون المؤشر التالي موجب:

معدل النمو الاقتصادي الحقيقي = معدل الزيادة في الدخل الفردي النقدي–معدل التضخم

- يجب أن تكون هذه الزيادة مستمرة وليست مؤقتة.

ثانيا: مؤشرات النمو الاقتصادي

هناك مؤشرات يمكن الاعتماد عليها لقياس النمو الاقتصادي[2]:

1- الناتج الوطني الإجمالي الحقيقي:

يشير النمو الاقتصادي وفق هذا المؤشر إلى معدل الزيادة في الناتج الوطني الإجمالي الحقيقي التي يحققها الاقتصاد خلال مدة زمنية معينة عادة سنة، ويقوم هذا المؤشر على أساس الناتج الحقيقي الذي يحققه الاقتصاد خلال مدة زمنية معينة عادة سنة، يقوم هذا المؤشر على أساس الناتج الحقيقي من السلع والخدمات النهائية مقدرة بالقيمة الحقيقية وليس بالقيمة النقدية وذلك لاستبعاد أثر التضخم في تلك الزيادة الحاصلة في الناتج الوطني الإجمالي فتزايد الناتج الوطني الحقيقي يعني أن الاقتصاد يحقق معدلات نمو موجبة، أما إذا تناقص الناتج الوطني فيعني أن الاقتصاد يحقق معدلات نمو موجبة، أماإذا تناقص الناتج الوطني فيعني أن الاقتصاد يحقق معدلات نمو سالبة، في حين إذا كان الناتج الوطني مستقرا فيعني أن الاقتصاد الوطني ساكن.

2- متوسط الدخل الحقيقي:

يقصد به أن النمو الاقتصادي يجب أن يقاس بمقدار ما يحقق من زيادة حقيقية مستمرة في متوسط دخل الفرد وسبب ذلك يعود إلى أنه إذا اتخذت مجرد الزيادة في الناتج الوطني معيارا للنمو، فقد يزداد الناتج الوطني دون أن يرتفع متوسط دخل الفرد في حالة تجاوز معدل الزيادة في السكان، معدل

---

[1] محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية، دراسات نظرية وتطبيقية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 71.

[2] إلهام وحيد دحام، مرجع سبق ذكره، ص ص 58، 59.

الزيادة في الناتج الوطني مما يؤدي إلى انخفاض معدل دخل الفرد أو حين يساوي معدل الزيادة في السكان مع معدل الزيادة في الناتج الوطني فيبقى بذلك معدل دخل الفرد ثابتا.

على الرغم من أهمية زيادة متوسط دخل الفرد فإنه من الأفضل التركيز على الناتج الوطني في تفسير النمو الاقتصادي بوصفه مظهرا كليا للنشاط الاقتصادي في أي مجتمع فضلا عن ذلك فإن زيادة الدخل القومي صفة ملازمة لزيادة متوسط الدخل الحقيقي للفرد غالبا.

المطلب الثاني: نظريات النمو الاقتصادي المحددات والقياس

تختلف المدارس الفكرية في تفسير النمو الاقتصادي والعوامل المحددة له باختلاف الرواد والأفكار

جدول رقم (02): نظريات النمو

نظريات النمو	مصدر النمو	خصائص النمو
النظرية الكلاسيكية: آدم سميث 1776 روبرت مالتوس 1791 دافيد ريكاردو 1817 كارل ماركس 1867	-تقسيم العمل -إعادة استثمار الفائض -إعادة استثمار الفائض -تراكم رأس المال	-نمو غير محدد -نمو محدد بسبب قانون تزايد السكان -نمو محدد بسبب تناقص غلة الأرض -نمو محدد في نموذج الإنتاج الرأسمالي بسبب اتجاه معدل الربح إلى الانخفاض
نظرية شومبيتر1911-1939 JOSEPH Schumpter	سلسلة الاكتشافات التكنولوجية	نمو غير مستقر، نظرية مفسرة للدورات الطويلة الأجل
نموذج الكينزيون الجدد: هارود 1939 - أدوامر 1946	معدل النمو دالة في العلاقة بين معدل الادخار ومعدل الاستثمار	نمو غير مستقر
النموذج النيوكلاسيكي: روبيرت سولو 1965	التقدم الفني (التكنولوجي) وتزايد الحجم السكاني كعوامل خارجية	النمو ذو طبيعة وقتية في غياب التقدم الفني
نماذج نادي روما: سيدوس 1962	الموارد الطبيعية	نمو محدود ومنتهي بسبب الانفجار السكاني والتلوث وفناء الطاقة
نظرية التنسيق (التنظيم) أجلينا 1976-روبرت بواير 1986	الترابط بين نظام الإنتاج ونظام الطلب	تفاوت أنواع النمو من حيث الزمان والمكان
نظريات النمو الذاتي: - رومر 1986- لوكاس 1988- بارو - جرينورد1990 -أجيون- هويت 1992	رأس المال المادي،رأس المال العام،رأس المال التكنولوجي،رأس المال البشري	الخاصية الذاتية للنمو، إعادة الاعتبار لدور الدولة في النمو، الأخذ في الاعتبار سيرة أو تاريخ النمو في البلد محل البحث

المصدر: عبد الباسط وفاء" النظريات الحديثة في مجال النمو الاقتصادي، نظريات النمو الذاتي، دراسة تحليلية نقدية، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص 08.

أولا: محددات النمو الاقتصادي:

تناولت العديد من الدراسات النظرية والتطبيقية محددات النمو الاقتصادي، إذ تختلف مستويات النمو بين مختلف الدول على حسب[1]: الانفتاح على العالم الخارجي، مستوى التضخم، رأس المال البشري والمادي...الخ.

1- درجة الانفتاح الاقتصادي:

يقصد بالانفتاح الاقتصادي إلغاء القيود المفروضة على المعاملات التجارية وحركة رؤوس الأموال، ومن الناحية النظرية يمكن التمييز بين مفهومين لنموذج النمو، نماذج النمو النيوكلاسيكية، ونماذج النمو الداخلية، في نماذج النمو النيوكلاسيكية يفترض في دالة الإنتاج أن الإنتاجية الحدية لعوامل الإنتاج متناقصة، والمتمثلة في العمالة ورأس المال المادي، في هذا النموذج يفترض أن الإنتاج الاقتصادي يحدث نمو اقتصادي على المدى الطويل بسبب أن النمو الاقتصادي في هذه الحالة يستجيب لدرجة التطور التكنولوجي في العالم الخارجي، أما على المدى القصير يحدث نمو اقتصادي بسبب تحرير التجارة الخارجية، وهذا عن طريق استغلال مزايا التجارة الخارجية، الأمر الذي يسمح للاقتصاد بالتخصص في الأنشطة التي يتمتع فيها بميزة نسبية.

أما النموذج الداخلي للنمو الاقتصادي فإنه ينص على أن النمو الاقتصادي في المدى الطويل لا يتحقق عن طريق التطور التكنولوجي في الخارج بل على أساس عوامل داخلية، وأن النتائج المتوصل إليها في النماذج النيوكلاسيكية مؤقتة وأن التقدم الذي التمسوه راجع إلىالتطور الحاصل في العالم الخارجي، كما أن تحسن وضعية الآلة الإنتاجية بسبب المنافسة المفروضة، الأمر الذي ساهم في تخفيض تكاليف وحدة الإنتاج، نظرا لتوسع نطاق الأسواق وتحرير التجارة، وهو الذي يتسبب في تعزيز النمو بشكل دائم.

2- رأس المال المادي ورأس المال البشري:

يعتبر التقدم التكنولوجي عامل أساسي في تحقيق النمو الاقتصادي، ولكن العديد من الاقتصاديين النيوكلاسيك تكلموا على ضرورة دمج عامل إضافي مهم وهو رأس المال البشري، هذا الأخير يلعب دورا مهما في إحداث النمو الاقتصادي الداخلي.

[1] Amira Jouini, « Régime de change et croissance économique: Théories et essais de validation empirique », Référence déjà citée, P 38.

3- الصادرات والنمو الاقتصادي:

عادة ما يشار إلى التجارة الدولية الحرة بأنها (محرك النمو) الذي أسهم في تحقيق التنمية في العالم المتقدم اقتصاديا حاليا، وذلك خلال القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين، فقد أدى التوسع الكبير في الأسواق التصديرية إلى تعزيز الطلب المحلي المتنامي وذلك ساعد على قيام صناعات ذات نطاق كبير، كما أن الاستقرار النسبي في الهيكل السياسي، ومرونة الآلة الإنتاجية قد أدى إلى تيسير اقتراض الدول النامية من أسواق المال العالمية بمعدلات فائدة منخفضة.

4- التطور المالي والنمو الاقتصادي:

تلعب المؤسسات المالية دورا مهما في العمل على الرفع من مستوى النمو الاقتصادي المستدام، وقد ركزت أبحاث العديد من الاقتصاديين على دراسة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، واستنتجوا أنه توجد علاقة إيجابية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، وأن التحرير المالي يؤثر على مستوى التطور المالي والذي بدوره يؤثر على النمو الاقتصادي.

ويمكن أن يؤثر التطور المالي في النمو الاقتصادي من خلال ثلاث قنوات هي[1]:

- التطور المالي يسمح بتخصيص الأموال بشكل أكثر كفاءة وتحسين الإنتاجية الحدية لرأس المال حيث أنه يؤثر على النمو الاقتصادي ايجابيا؛
- التطور المالي يعمل على توجيه جزء من المدخرات إلى استثمارات مما يؤدي إلى التأثير على النمو الاقتصادي؛
- تطور أسواق رأس المال يدفع الأسر إلى تنويع محافظهم الاستثمارية بسبب تحسين شروط الحصول على القروض الاستهلاكية، وانخفاض تكلفتها والعمل على الحد من الحوافز التي تشجع على الادخار.

المطلب الثالث: أثر النمو الاقتصادي على مؤشرات أداء السوق المالية

يعتبر النمو الاقتصادي من المؤشرات الاقتصادية المهمة التي تقيس حالة النشاط الاقتصادي في الدول باعتباره يمثل جميع السلع والخدمات المنتجة في الاقتصاد الوطني خلال سنة مالية واحدة.

وبهذا انتشر هذا المفهوم بين المستثمرين في الدول المتقدمة باعتباره انعكاس لمستوى النشاط الاقتصادي الحالي واتجاهاته المستقبلية، مما ينعكس على حركة أسعار الأسهم، فالنمو الاقتصادي مترجما في نمو

[1] بربري محمد أمين: الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية، دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2010- 2011، ص ص 184، 185.

الناتج الوطني الإجمالي معناه المزيد من الاستثمار الممول عن طريق السوق المالي من أسهم وسندات وقروض الأمر الذي يؤدي إلى زيادة حجم التداول ومن ثم ارتفاع في أسعار الأسهم[1].

قام بعض الاقتصاديين بشرح آلية العلاقة بين أسعار الأسهم ومستوى النشاط الاقتصادي بطريقتين مختلفتين، تتضمن الأولى بأن سوق الأسهم تعتبر المؤشر على النشاط الاقتصادي بمعنى التأثير النسبي يبدأ من سوق الأسهم باتجاه النشاط الاقتصادي واستند هؤلاء الاقتصاديون على حجة مفادها أن زيادة أسعار الأسهم تمكن الشركات المسجلة في البورصة من طرح المزيد من الأسهم لغرض التوسع والاستثمار الذي سيؤدي لاحقا إلى زيادة الطلب على المنتجات الأخرى في الاقتصاد وزيادة إنتاج الشركة نفسها الأمر الذي سينعكس في النهاية على أسعار الأسهم بشكل ايجابي.

أما الطريقة الثانية فتشير إلى أن سوق الأسهم تستجيب للتوقعات الخاصة بمستويات النشاط الاقتصادي، فتوقع زيادة مستوى النشاط الاقتصادي يعني زيادة في مستوى الأرباح المستقبلية الأمر الذي سينعكس في وقت لاحق على أسعار الأسهم مما يدفع إلى زيادة مشتريات المستثمرين من الأسهم قبل حصول الانتعاش والاستفادة من عوائد الأسهم.

كما درس كل من R- LEVINE & R- KING العلاقة بين متوسط معدل النمو الحقيقي في الأجل الطويل من جهة، ومجموعة من مؤشرات النمو المالي من جهة أخرى وقد أسفرت هذه الدراسة عن اقتران بين المستويات المتقدمة لنمو القطاع المالي من جهة والمعدلات العالية للنمو الاقتصادي، وذلك بعد الأخذ في عين الاعتبار وجود فروق بين الدول والسياسات المختلفة، وكان من نتائج هذه الدراسة وجود علاقة طردية قوية بين متوسط معدل النمو الحقيقي ومتوسط مستوى التقدم في القطاع المالي، وذلك أن الزيادة غير المتوقعة في الناتج الوطني الإجمالي تزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم وبالتالي ارتفاع أسعارها[2].

---

[1] دعاء نعمان الحسيني، تأثير المتغيرات الاقتصادية على مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة بحوث مستقبلية، مركز الدراسات المستقبلية، كلية الحدباء الجامعة، العدد10، 2005، ص 137.

[2] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 296.

المبحث الثاني: العلاقة النظرية للتضخم بمؤشرات الأداء في السوق المالية

يعد التضخم من أهم الظواهر الاقتصادية المرضية التي تتعرض لها اقتصاديات الدول على اختلاف هياكلها، وأصبحت هذه الظاهرة في الاقتصاد المعاصر لصيقة بالحياة الاقتصادية والاجتماعية، والأصل في التضخم أن يكون حالة عارضة أو مؤقتة يتعرض لها الاقتصاد، حسب أسبابها وتزول بعد معالجة هذه الأسباب، وفي حالات معينة يستمر لمدة زمنية طويلة نسبيا.

يؤثر التضخم على القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية من خلال التأثير على التكلفة والعائد، حيث أن المستثمر وعند اتخاذه لقراراته الاستثمارية لابد أن تكون حسابات التكلفة والعائد على أساس الأرقام الحقيقية لا الاسمية، ولذلك عندما تتغير الأسعار بمعدلات عالية لا تعتبر البيانات الاسمية للعوائد المتولدة عن الاستثمارات مؤشرا جيدا للحكم على أداء هذه الاستثمارات، ذلك أن هذا العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة.

المطلب الأول: مفهوم التضخم والنظريات المفسرة له

أولا: مفهوم التضخم

تعددت تعريفات التضخم في الفكر الاقتصادي وذلك من خلال العديد من الكتابات التي تناولت هذه الظاهرة، حيث ركزت بعض الكتابات في تعريفها لهذه الظاهرة على مظهر التضخم وذلك باعتباره ارتفاعا في المستوى العام للأسعار، في حين عرفه بعض الاقتصاديين من خلال الأسباب المنشئة له، مع تفاوت التركيز على هذه الأسباب بين تعريف وآخر ومنه يمكن تعريف التضخم على أنه:

تعريف 1 إميل جام EMILE JAMES :"التضخم هو حركة صعودية للأسعار تتصف بالاستمرار الذاتي تنتج عن فائض الطلب الزائد عن قدرة العرض"[1].

تعريف 2 "يعرف التضخم على أنه الانخفاض المستمر والمتواصل في القيمة الحقيقية لوحدة النقد"[2].

تعريف 3 "الارتفاع المستمر والملموس في المستوى العام للأسعار في دولة ما"[3].

---

[1] نبيل الروبي، التضخم في الاقتصاديات المتخلفة دراسة تطبيقية للاقتصاد المصري، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1973، ص 19.

[2] البكري أنس، صافي وليد، النقود والبنوك بين النظرية والتطبيق، دار المستقبل، 2002، ص 197.

[3] الوزني خالد الرفاعي أحمد، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، الطبعة 6، دار وائل، عمان، الأردن، 2003، ص 249.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن التضخم ظاهرة اقتصادية يتميز فيها المستوى العام للأسعار بالارتفاع المستمر، ما يعني انخفاض في القيمة الحقيقية للنقود، أو في القوة الشرائية لوحدة النقد.

ثانيا: النظريات المفسرة للتضخم

تختلف النظريات الاقتصادية في تفسيرها لمصدر القوى التضخمية الدافعة لارتفاع الأسعار المتواصل.

وللتعرف على المصادر المختلفة للقوى التضخمية نتعرض لمختلف النظريات الاقتصادية التي حاولت إعطاء تفسير مقنع لظاهرة التضخم[1].

1- تفسير التضخم في ظل النظرية النقدية التقليدية: يرى أنصار النظرية الكمية أن الزيادة في كمية النقد المتداول في السوق هي سبب ظهور البوادر التضخمية بمعنى آخر فكلما طرحت في السوق كميات من النقود المتداولة كلما ارتفعت الأسعار والتي تنم عن حصول ظاهرة تضخمية في المجتمع وتفسر ذلك من خلال معادلة فيشر ومعادلة كامبريدج

أ- **معادلة التبادل لفيشر:** تؤكد هذه النظرية على وجود علاقة تناسبية بين كمية النقود من جهة، والمستوى العام للأسعار من جهة أخرى، حيث يكون مجموع قيم عمليات المبادلة مساويا للمبالغ التي دفعت في تسويتها.

إذا فالنظرية الكمية لفيشر هي دالة في المستوى العام للأسعار P متغير تابع، وكمية النقود M متغير مستقل وبثبات كل من كمية المبادلات T وسرعة دوران النقود V فإنه يمكن صياغة المعادلة رياضيا كما يلي:

$$M.V = P.T \ldots\ldots\ldots..(1)$$
$$P = M.V/T$$

بافتراض ثبات كل من كمية المبادلات T وسرعة دوران النقد V فإن أي تغيير يطرأ على كمية النقد المعروضة يترجم مباشرة في تغير في المستوى العام للأسعار.

ب-معادلة الأرصدة النقدية الحاضرة "معادلة كامبريدج": تقوم على العلاقة بين الرغبة في الاحتفاظ بأرصدة نقدية من جهة، والدخل النقدي من جهة أخرى باعتبار أن التغيرات في رغبة الأفراد أو ميلهم للاحتفاظ بأرصدة نقدية سائلة يؤدي إلى التأثير على حجم الإنتاج ثم على حجم الدخل وأخيرا على المستوى العام للأسعار، فالتأثير على حجم الأسعار من خلال تغير كمية النقود

[1]- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الطبعة 3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008، ص ص 141-147.

يكون وفق نظرية الأرصدة النقدية تأثيرا غير مباشر، وعليه يمكن إعطاء الصيغة الرياضية لهذه المعادلة:

بافتراض أن مجموع أفراد المجتمع يحتفظون في فترة زمنية معينة بنسبة من الدخل الوطني الحقيقي الذي يمكن اصطلاحه بنسبة من التفضيل النقدي ونرمز له بالرمز K.

وبما أن العلاقة بين التفضيل النقدي K وسرعة دوران النقود V هي علاقة عكسية حيث:

$$\boldsymbol{K = \frac{1}{V} \ldots\ldots\ldots (1)}$$

بتعويض حجم المعاملات T بالإنتاج أو الدخل Y في المعادلة الكمية لفيشر تصبح معادلة الأرصدة النقدية من الشكل:

$$\boldsymbol{M.V = Y.P \ldots\ldots\ldots (2)}$$

وبمقارنة المعادلة (1) بالمعادلة رقم (2) فإننا نحصل على الصيغة الرياضية النهائية لمعادلة كمبريدج:

$$\boldsymbol{M/K = Y.P \ldots\ldots\ldots (3)}$$

من خلال المعادلة رقم (3) نلاحظ أن هناك علاقة طردية بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار بشرط ثبات كل من الدخل Y والتفضيل النقدي K.

وفي هذا الصدد يقول مارشال: "عند ثبات كافة العوامل فإنه سيكون هناك علاقة طردية ومباشرة بين كمية النقود ومستوى الأسعار".

2- تفسير التضخم في النظرية الكنزية: يمكن تسمية نظرية التضخم الكنزية بنظرية فائض القيمة، حيث أشار كينز في نظريته العامة إلى أن النظرية التقليدية للنقود فشلت في تشخيص أسباب الكساد العظيم، كما رفض الأفكار الأساسية للتحليل الكلاسيكي، وعند كينز يتحدد المستوى التوازني عند تقاطع منحنى الطلب الكلي مع منحنى العرض الكلي.

يتميز التحليل الكنزي في تحليله للتضخم بمرحلتين أساسيتين:

أ- المرحلة الأولى:

لا تكون فيها كل المواد الإنتاجية لاقتصاد الصناعي الرأسمالي مستغلة، في هذه الحالة عند زيادة الإنفاق الوطني بزيادة إنفاق الحكومة مثلا: فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة الدخول وبالتالي يزيد الإنفاق على الاستهلاك أي يزيد الطلب الكلي، فينعكس ذلك على زيادة الإنتاج، مما يسبب ارتفاع بسيطا في الأسعار، لأن فائض الطلب يمتصه التوظيف والإنتاج.

غير أنه مع زيادة الإنفاق يتجه الاقتصاد الوطني من التشغيل التام حيث لا يقابل فائض الطلب زيادة في الإنتاج تبدأ الاتجاهات التضخمية في الظهور، وهذا التضخم هو التضخم الجزئي، ويظهر قبل الوصول إلى مستوى التشغيل التام.

وسببه هو عجز بعض عناصر الإنتاج عن مواجهة الطلب المتزايد عليها، وضغوط نقابات العمال على أصحاب الأعمال لرفع الأجور وكذا الممارسات الاحتكارية لبعض المنتجين، وهذا التضخم لا يثير المخاوف لأنه يحفز على زيادة الإنتاج بسبب ارتفاع الأرباح.

ب- المرحلة الثانية:

هي مرحلة التشغيل التام حيث تكون الطاقات الإنتاجية قد وصلت إلى أقصى حد من تشغيلها.

فإذا افترضنا أي زيادة في الطلب الكلي لا تنجح في إحداث أي زيادة في الإنتاج أو العرض الكلي للسلع والخدمات، حيث تكون مرونة العرض الكلي قد بلغت الصفر.

يسمى الفرق بين الطلب الكلي والناتج الوطني فائض الطلب الذي ينعكس على ارتفاع الأسعار، ومن الملاحظ أن الارتفاع في الأسعار يستمر باستمرار وجود فائض الطلب "القوة التضخمية" ويسمي كينز هذا التضخم "التضخم البحت".

3- نظرية التضخم الناشئ عن دافع النفقة: تتلخص هذه النظرية في أن ارتفاع نفقة الإنتاج هو الذي يدفع بالأسعار إلى الارتفاع.

هذه النظرية ترى أن مصدر القوى التضخمية هو جانب العرض فارتفاع الأجور بشكل مستقل عن ظروف الإنتاج والطلب الكلي يدفع الاتحادات العمالية إلى ممارسة ضغوطها على أصحاب الأعمال والمطالبة برفع الأجور، حيث أن ارتفاع الطلب الكلي على السلع والخدمات يزيد من الطلب على عناصر الإنتاج وخاصة عنصر العمل ومن ثم ينخفض مستوى البطالة وتبدأ الاتحادات العمالية في المطالبة برفع الأجور، وعند حصول ذلك ترتفع نفقة الإنتاج فيحدث ارتفاع في الأسعار، ومن جهة أخرى فإن ارتفاع أجور الأفراد يرفع من دخولهم، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع الطلب وبالتالي زيادة الإنتاج وزيادة الطلب على العمل، ثم تخفيض مستوى البطالة الذي يؤدي بدوره إلى رفع الأجور والأسعار مرة أخرى.

4-النظرية المعاصرة لتفسير التضخم:أعادت مدرسة شيكاغو بزعامة "ميلتون فريمان" النظرية الكمية إلى الحياة في صورة جديدة، وانتشار هذه النظرية في الواقع لا يرجع فقط إلى مساهمات فريدمان في هذه الصياغة الجديدة، بل أيضا على المناخ الاقتصادي الذي ساد اقتصاديات الدول الرأسمالية في السبعينات وخاصة انتشار ظاهرة التضخم الركودي حيث صاحب الارتفاع المتواصل للأسعار تزايد معدلات البطالة، وكذلك عجز سياسات مكافحة التضخم التي تنصح بها النظرية الكنزية، وهي الظروف التي نشأت فيها

النظرية، هذه النظرية التي تنظر إلى التضخم على أنه ظاهرة نقدية بحتة وأن مصدره هو نمو كمية النقود بسرعة أكبر من نمو الإنتاج، حيث تقوم نظرية فريدمان على مبدأين:

- المؤثر في المستوى العام للأسعار هو تطور التغير في النسبة بين كمية النقود وبين الناتج، أي نصيب الوحدة من الناتج الوطني من كمية النقود، وليس مجرد تطور كمية النقود؛
- التغير الذي طرأ على سرعة دوران النقود أو التفضيل النقدي كمعبر عن الأرصدة النقدية التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها من دخولهم النقدية.

يتصور فريدمان أن التغير في كمية النقود يدعمه تغير سرعة دورانها في نفس الاتجاه، وينعكس إجمالي أثر التغير في كمية النقود وسرعة دورانها في إحداث تغير في كل من الناتج والأسعار بنسب متفاوتة.

ملخص هذا أن مصدر الارتفاع التضخمي في النظرية المعاصرة لكمية النقود يرجع إلى زيادة الرصيد النقدي في المجتمع عن "الحجم الأمثل" الذي يحقق الاستقرار في المستوى العام للأسعار.

إن المعدل الأمثل للتغير في كمية النقود هو ذلك المعدل الذي يقابل التغير في كل من الناتج الوطني والتغير في سرعة دوران النقود.

المطلب الثاني: أنواع التضخم

إن تعدد المفاهيم الخاصة بظاهرة التضخم أدى إلى وجود أنواع متعددة لها، على أن ذلك لا يعني أنه لا توجد علاقات، أو روابط بين هذه الأنواع فقد تشترك هذه الأنواع بمظاهر وسمات خاصة تجعلها شديدة الصلة ببعضها البعض، كتفسير ظاهرة التضخم بأنه عجز النقود المتداولة عن القيام بوظائفها بصفة كاملة، إن سرد الأنواع المختلفة للتضخم يقتضي أن يكون بناء على المعايير المختلفة في تحديد مفهوم كلمة التضخم.

المعايير المحددة لأنواع التضخم[1]:

أولا: معيار تحكم الدولة في جهاز الأثمان؛

ثانيا: معيار تعدد القطاعات الاقتصادية؛

ثالثا: معيار مدى حدة الضغط التضخمي؛

رابعا: معيار الظواهر الجغرافية والطبيعية؛

خامسا: معيار اختلاف النظم الاقتصادية والاجتماعية؛

سادسا: معيار مصدر الضغط التضخمي.

[1] غازي حسين عناية، التضخم المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الطبعة 1، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 56.

أولا: معيار تحكم الدولة في جهاز الأثمان

تتحدد بعض أنواع الاتجاهات التضخمية بالاعتماد على معيار درجة تحكم الدولة في جهاز الأثمان ومدى قدرتها على التحكم في حركة مستويات الأسعار والتأثير فيها ووفقا لهذا المعيار يمكن التمييز بين نوعين من التضخم[1]:

1- التضخم الظاهر:

يتسم هذا النوع من التضخم بارتفاع مستويات الأسعار بصورة مستمرة دون قيام الدولة بأي إجراءات لاعتراضها أو الحد منها، ووفقا لهذا النوع من التضخم ترتفع الأسعار استجابة لفائض الطلب، بمعنى أن ارتفاع الأسعار يتم بصورة تلقائية وبكل حرية، بهدف تحقيق التوازن بين العرض والطلب، وبالإضافة إلى عدم تدخل الدولة، فإن هناك عوامل أخرى تقف وراء الارتفاعات المتوالية في المستوى العام للأسعار، وتساعد على تزايد حدة الضغوط التضخمية من أهمها الظروف الاقتصادية السائدة وبشكل خاص ضعف مرونة جهاز الإنتاج المحلي والعوامل النفسية للأفراد.

2- التضخم المكبوت:

يشير هذا النوع إلى التضخم المستمر غير الواضح، نظرا لتدخل السلطات الحكومية في توجيه سير حركة الأثمان، من خلال إصدار التشريعات والضوابط الإدارية مما يحد من حرية العوامل الاقتصادية في العمل بحرية تامة، نظرا للقيود الحكومية المباشرة التي تضعها السلطات الإدارية والتي تحدد المستويات العليا للأسعار، بما يكفل عدم تجاوز للحد الأقصى من ارتفاعاتها، وتهدف الدولة من خلال ذلك إلى الحد من الارتفاعات المستمرة في مستويات الأسعار، إلا أن ذلك لايعني القضاء على المظاهر التضخمية وإنما محاولة التخفيف من حدتها، حيث أن عدم تدخل الدولة بأجهزتها المتخصصة في تحديد مستويات الأسعار سوف ينعكس في حدوث ارتفاعات متوالية وتصاعدية في المستوى العام للأسعار، وبما يزيد من حدة الضغوط التضخمية في الاقتصاد، وتستخدم الدولة العديد من الإجراءات التي تهدف من خلالها إلى الحد مؤقتا من ارتفاع مستويات الأسعار أو تجميدها ومنعها من الارتفاع وتفعيل سياسة الرقابة على الصرف وإتباع آليات معينة في توزيع المواد الاستهلاكية كالبيع بأسلوب البطاقات ونحوها.

---

[1] أحمد محمد صالح الجلال، دور السياسات النقدية والمالية في مكافحة التضخم في البلدان النامية، دراسة حالة الجمهورية اليمنية (1990-2003)، رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005- 2006، ص ص 21، 22.

ثانيا: معيار تعدد القطاعات الاقتصادية

تتحدد الاتجاهات التضخمية وفقا لهذا المعيار حسب تنوع القطاعات الاقتصادية وفق تقسيم الاقتصادي كينز إلى ما يلي[1]:

1- التضخم في أسواق السلع:

يفرق بين نوعين من التضخم في أسواق السلع كما يلي:

أ- **التضخم السلعي:** هو التضخم الذي يحصل في قطاع صناعات سلع الاستهلاك، وذلك من خلال الزيادة في نفقات إنتاج السلع على الادخار، مما يترتب عليه تحقيق أرباح قدرية في قطاع صناعة سلع الاستهلاك.

ب- **التضخم الرأسمالي:** يحصل هذا النوع من التضخم في قطاع صناعات الاستثمار، ويعبر عن الزيادة في قيمة سلع الاستثمار على نفقات إنتاجها، ويترتب على ذلك تحقيق أرباحا قدرية في كل من قطاعي صناعات سلع الاستهلاك والاستثمار، كنتيجة لبروز الضغوط التضخمية.

2- التضخم في أسواق عوامل الإنتاج:

يفرق بين نوعين من التضخم في أسواق عوامل الإنتاج

أ- **التضخم الربحي:** يحدث هذا النوع من التضخم نتيجة لزيادة الاستثمار عن الادخار،مما يترتب عليه تحيق أرباح قدرية في قطاعي صناعات سلع الاستهلاك والاستثمار.

ب- التضخم الداخلي: يحدث هذا النوع من التضخم نتيجة لارتفاع نفقات الإنتاج، ومن ضمن تلك النفقات ارتفاع أجور العمل.

ثالثا: معيار مدى حدة الضغط التضخمي

يمكن تقسيم التضخم من حيث حدته، ودرجة قوته إلى[2]:

1- التضخم الجامح:

هو أشد أنواع التضخم آثارا، وضررا على الاقتصاد الوطني حيث تتوالى الارتفاعات الشديدة للأسعار دون توقف، بحيث تترك آثارا ضارة، وكبيرة يصعب على السلطات الحكومية الحد منها أو معالجتها، فتفقد النقود قوتها الشرائية، وقيمتها كوسيط للتبادل، ومخزن للقيم، مما يدفع الأفراد إلى التخلص منها واستثمارها في قطاعات غير إنتاجية مبددة للثروة، وهو ما يترتب عليه انخفاض في المدخرات الوطنية واضمحلالها، مما يلجأ السلطات الحكومية إلى التخلص من هذه النقود بإبدالها

---

[1] المرجع نفسه، ص ص 23، 24.

[2] غازي حسين عناية، مرجع سبق ذكره، ص ص 62، 63.

بعملة جديدة، كما حصل في بعض البلدان التي عانت من تفشي هذه الأنواع من الاتجاهات التضخمية خاصة في أعقاب فترات الحروب.

2- التضخم غير الجامح (المتوسط):

هو تضخم ترتفع فيه معدلات الأسعار ولكن بمستوى أقل من ارتفاعها بالنسبة للتضخم الجامح، بحيث تكون آثاره أقل خطورة على الاقتصاد الوطني، حيث يسهل على السلطات الحكومية علاجه ومكافحته والحد من آثاره، بحيث لا يصل الأمر إلى فقدان الثقة تماما بالنقد المتداول.

رابعا: معيار الظواهر الجغرافية والطبيعية

تتحدد بعض أنواع الاتجاهات التضخمية بحدوث ظواهر جغرافية وطبيعية، قد لاتكون لها صفة الدوام، أو قد تكون بصورة طارئة وغير اعتيادية وتقسم إلى[1]:

1- التضخم الطبيعي الاستثنائي:

هو تضخم غير اعتيادي ينشأ نتيجة لظروف طبيعية حاصلة: كالتضخم الحاصل نتيجة الزلازل، والبراكين، وانتشار الأوبئة والأمراض، أو بسبب الفيضانات والأعاصير، فهذه الظروف الطبيعية وغيرها قد تكون حافزا لبدء ظهور الاتجاهات التضخمية، واستفحالها بفضل العوامل الأخرى.

2- التضخم الحركي (الدوري):

هذا النوع من التضخم يعتبر سمة من سمات النظام الرأسمالي، بحيث يعبر عن حركات الظواهر الرأسمالية المتجددة، كالأزمات الاقتصادية المتجددة، ومنها الظواهر التضخمية الدورية التي تتصف بالحركة الدورية.

خامسا: معيار اختلاف النظم الاقتصادية والاجتماعية[2]

فطبيعة القوى التضخمية تتمثل بخاصية واحدة، ومتشابهة مهما تعددت النظم الاقتصادية، والاجتماعية، فاختلال التوازن ما بين العرض والطلب هو سبب ظهور هذه الاتجاهات التضخمية كمؤشر من مؤشرات شدة الضغط التضخمي المتفشي، على أن ذلك لايعني أن الاتجاهات التضخمية واحدة، وذات خصائص متشابهة، فأنواع التضخم في الأنظمة الرأسمالية غيرها في الأنظمة الاشتراكية.

فالاتجاهات التضخمية (أنواع التضخم) في الأنظمة الرأسمالية إنما تتجلى بارتفاع مستمر في المستويات العامة للأسعار بينما تتجلى هذه الاتجاهات التضخمية في الأنظمة الاشتراكية بتناقص مستمر في المحزون السلعي.

---

[1] غازي حسين عناية، مرجع سبق ذكره، ص ص 63،64.

[2] المرجع نفسه، ص ص 64- 66.

سادسا: معيار الضغط التضخمي

يمكن التمييز وفقا لهذا المعيار بين نوعين من التضخم هما[1]:

1- التضخم من جانب الطلب:

يحدث تضخم جذب الطلب حسب منظري هذا النوع من التضخم، لما يفوق مستوى الطلب الكلي على السلع والخدمات في الاقتصاد الوطني مستوى العرض الكلي لمجموع السلع والخدمات المعروضة في نفس الاقتصاد وعند الأسعار السائدة في تلك اللحظة، ويتم تفسير هذا الأخير عن طريق دالة الطلب الكلي، فالزيادة في الدخل الحقيقي (في ظل مستوى تحت التشغيل الكامل الكينزي) يمكن تحقيقها بدون الزيادة في الأسعار، لكن عند الاقتراب من مستوى التشغيل الكامل تصبح الزيادة في الدخل الحقيقي مؤثرة على الأسعار، ويصبح هذا التأثير أقوى كلما اقتربنا أكثر من هذا المستوى.

غير أنه مباشرة بعد الابتعاد عن حالة التشغيل الكامل فإن أية زيادة في الطلب الكلي تترجم إلى زيادة مماثلة في الأسعار بدون أن يتغير الدخل الحقيقي وتكون (في هذه الحالة) السياسات الاقتصادية المهدئة للتوسع الاقتصادي ضرورية، ويكون مرد الزيادة في الطلب الكلي هو التوسع في أحد العوامل الأربعة: الإنفاق الاستثماري الخاص، النمو النقدي، الزيادة المفاجئة في الميل الحدي للاستهلاك، أو زيادة الصادرات، حيث تكون في بعض الأحيان السلطة النقدية غير مستقلة عن السلطة السياسية، ومنه تكون الدولة في حالة حرج لفرض قواعد اقتصادية صارمة ومتابعتها، ويتمثل ذلك في محاولة بعض الدول الاحتفاظ بمستوى التشغيل الكامل (اصطناعيا أو أن تكون تكاليف الإعانات والأجور الاجتماعية المرتفعة (مثل منحة البطالة) لها قوة شرائية بدون المساهمة في الإنتاج، بالإضافة إلى التساهل في السماح لتداول كمية نقدية أعلى من الناتج الحقيقي.

2- التضخم الناشئ عن زيادة في التكاليف (تضخم دفع النفقة):

يتغير مستوى السعر، عادة تحت تأثير التطورات التي تحدث في القطاع الإنتاجي، إذ أن تكاليف الإنتاج هي التي تدفع بالأسعار نحو الارتفاع، يتم دخول المؤسسة في المسار الإنتاجي عندما تضمن تغطية تكاليفها وتحقيق هامش ربح معتبر، فإن حدث وأن ظهرت مطالب عمالية برفع أجورهم، لا ترغب المؤسسة بالاستمرار في النشاط الاقتصادي إلا إذا قامت برفع أسعارها.

تتمثل النظرية المعاكسة لفرضية تضخم جذب الطلب في فكرة دفع التكلفة المحضة وهي منتشرة في بريطانيا أكثر من غيرها من الدول الرأسمالية، حيث تقر هذه النظرية بأن معدل الزيادة في الأجر يبدأ ويتحرك بواسطة موجه قوى دفع التكلفة وبشكل مستقل عن التوقعات السعرية وفكرة فائض الطلب،

[1] تومي صالح، النمذجة القياسية للتضخم في الجزائر خلال الفترة 1988- 2000، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2001- 2002، ص ص 43- 47.

وذلك من خلال احتواء ضغط دفع التكلفة بعض القوى مثل احتكار السوق، النقابات العمالية، فشل كاسبي الأجور في نظرتهم التوقعية غير الكاملة للسعر والمشاركة في الدخل النسبي. فالمفكرون ما بعد الكنزيين، والكنزيون المحدثون ينظرون إلى اضطراب العمل، الإحباط والنضال النقابي على أنها عوامل مسببة وليست كما يراها النقديون كنتائج للتضخم.

المطلب الثالث: أثر التضخم على مؤشرات أداء السوق المالية

يعد التضخم من أهم الظواهر الاقتصادية المرضية التي تتعرض لها اقتصاديات الدول على اختلاف هياكلها، وأصبحت هذه الظاهرة في الاقتصاد المعاصر لصيقة بالحياة الاقتصادية والاجتماعية، والأصل في التضخم أن يكون حالة عارضة أو مؤقتة يتعرض لها الاقتصاد حسب أسبابها وتزول بعد معالجة هاته الأسباب، وفي حالات معينة يستمر لمدة زمنية طويلة نسبيا.

يتمثل المظهر العام للتضخم في الانخفاض المستمر للقيمة الحقيقية لوحدة النقد، هذه القيمة التي تقاس بالمتوسط العام لمختلف السلع والخدمات الممكن شراؤها بهذه الوحدة من النقد[1].

بحث الأدب الاقتصادي موضوع التضخم وعلاقته بأسعار الأسهم من خلال منهجين، الأول يشير إلى إمكانية استخدام الأسهم كوسيلة تحوط كاملة تجاه التضخم، وكانت أراء فيشر المتعلقة بأسعار الفائدة الاسمية والحقيقية الحجة التي استند إليها الاقتصاديون من بعده في صياغة فرضية اقترنت باسمه والتي تشير إلى أن المعدلات المتوقعة لعوائد الأسهم العادية تساوي العوائد الحقيقية زائد المعدل المتوقع للتضخم وأن العوائد الحقيقية للأسهم مستقلة عن معدل التضخم المتوقع، وعلى ضوء هذه الفرضية توصل بعض الاقتصاديين إلى أن الأسهم وسيلة تحوط كاملة تجاه التضخم طالما أن العوائد الاسمية تزداد بنفس الزيادة في معدل التضخم أو طالما أن معدل العائد الحقيقي يكون مساويا أو يفوق معدل العائد الطبيعي المطلوب والذي يزداد بزيادة معدلات التضخم ويتحدد هذا المعدل بفعل عوامل ذاتية من قبل المستثمرين.

بشكل عام فإن المستثمر وعند اتخاذه لقراراته الاستثمارية، لابد أن تكون حسابات التكلفة والعائد على أساس الأرقام الحقيقية وليست الاسمية، ولذلك عندما تتغير الأسعار بمعدلات عالية، لا تعتبر البيانات الاسمية للعوائد المتولدة عن الاستثمارات مؤشرا جيدا للحكم على أداء هذه الاستثمارات ذلك أن هذا العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة، ومن جهة أخرى فإن ارتفاع معدلات التضخم المتوقعة يصاحبه ارتفاع درجة عدم اليقين بشأن المعدلات الفعلية للتضخم، وبالتالي انخفاض قيم الأرباح والخسائر التي يحققها

[1]– بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذره، ص139.

كل من المقرضين والمقترضين الذين لا يأخذون هذا المتغير في اعتبارهم لذلك يتجه المستثمرون نحو الربط بمؤشرات معينة في الأوقات التي ترتفع فيها توقعات معدل التضخم[1].

بما أن معدلات التضخم تزيد من صعوبة توقعها في الأجل القصير فإن عدم اليقين بشأن المعدلات المستقبلية للتضخم في هذه الحالة غالبا ما ينتج عنه انخفاض متوسط آجال استحقاق الأصول المالية التي يتم طرحها خلال هاته الفترات[2].

بذلك فإن التضخم وعلى الرغم من تأثيره السلبي على القوة الشرائية للدخول إلا أنه في نفس الوقت يمارس تأثيرا ايجابيا من خلال زيادة المبيعات وأرباح الشركات ومن ثم أسعار الأسهم وعوائدها بشكل يفوق التأثير السلبي مما يجعل في النهاية من الأسهم استثمارا ناجحا في أوقات التضخم وخاصة التضخم المعتدل[3].

أما المنهج الثاني في إطار بحث العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم فيقترن باسم الاقتصادي فاماFAMA الذي قدم آلية لتفسير العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم تتلخص في أن عوائد الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الحقيقية (النشاط الاقتصادي) في حين ترتبط هذه الأخيرة بعلاقة عكسية مع التضخم الأمر الذي يجعل من التضخم وعوائد الأسهم يرتبطان بعلاقة عكسية.

إلا أن الملاحظة التي يمكن إيرادها بخصوص تحليل فاماFAMA هو أن هذا التحليل تجاهل موضوع التباطؤ الزمني عند بحث العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم، فحدوث صدمة نقدية موجبة في الاقتصاد تحتاج لزمن كاف لكي يصل تأثيرها إلى أسواق الأسهم والنشاط الاقتصادي، حيث يحصل التغيير (الارتفاع) في أسعار الأسهم قبل حدوث الانتعاش في الاقتصاد، لذلك فإن زيادة النشاط الاقتصادي ستؤدي إلى زيادة الطلب على النقود وبافتراض إتباع السلطة النقدية سياسة نقدية مشددة، كما افترض فاما سينخفض معدل التضخم ولكن في الزمن (t+1) وليس في (t).

بعبارة أخرى أن المعادلة[4]:

$$Y_t = \alpha + BX_{t+1} + U_t$$

تكون أكثر ملائمة من المعادلة:

$$Y_t = \alpha + BX_t + U_t$$

---

[1] هالة حلمي السعيد، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 62، بنك الكويت الصناعي، الكويت، سبتمبر، 2000، ص 15.

[2] William Sharpe & Gordon. J, Alexander, «Investments», Prentice–hall International, Inc–USA, P 296, 297.

[3] فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي، الطبعة 1، دار المريخ، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2002، ص ص 165، 166.

[4] المرجع نفسه، ص 166.

حيث أن:

Y_t: عوائد الأسهم.

X_t: معدلات التضخم.

المبحث الثالث: العلاقة النظرية لسعر الصرف بمؤشرات الأداء في السوق المالية

تعتبر أسعار الصرف أداة ربط بين اقتصاد مفتوح وباقي اقتصاديات العالم، وفي الوقت نفسه يلعب سعر الصرف دورا بارزا في التأثير على قدرة الاقتصاد التنافسية، فهو يمثل حلقة ربط بين أسعار البيع والتكلفة بين الشركاء التجاريين على المستوى الدولي فبواسطته تتم ترجمة الأسعار بين الدول.

إن أهمية هذا السعر لا تكمن في أسواق السلع بل تصل إلى أسواق رأس المال وعوامل الإنتاج وما يرتبط بذلك من آثار ارتدادية أو انعكاسية على جل المتغيرات الاقتصادية.

بما أن محرك وموجه التعامل في الأسواق المالية هو المعلومة طبيعتها ووزنها وكيفية تلقيها وتحليلها فقد أصبح المتعاملون في الأسواق المالية في مختلف مناطق العالم يتخوفون من أية تغيرات تطرأ على العناصر التي لها علاقة بالتعامل في هاته الأسواق المحلية والأجنبية، ومن بين هذه العناصر نجد سعر صرف العملة التي تحملها الأدوات المالية المستثمر فيها، فتغير سعر صرف عملة ما يؤثر مباشرة بالارتفاع أو الانخفاض على قيمة هذه الأدوات المالية بالنسبة لمثيلاتها أو بدائلها في الأسواق المالية الأجنبية، وهذا ما يؤدي إلى تغير هيكل طلبها أو عرضها وهو ما يجر بالضرورة إلى تغير سعرها المحلي.

وبما أن تغيرات مؤشرات الأسواق المالية مرتبطة مباشرة بالمعلومات وحتى وإن كانت متشابهة بين مختلف الأسواق المالية، فإن تأثيرها يختلف من سوق لأخرى، ويتوقف هذا على خصائص مرتبطة بالسوق المالية نفسها أو بنظام الصرف المتبع تحديد سعر صرف العملة أو بطبيعة اقتصاد الدولة (اقتصاد مديونية أو اقتصاد أسواق مالية) ودرجة انفتاحه على العالم الخارجي وارتباطه بالبيئة الدولية، وعليه وجب دراسة العلاقة بين تغيرات سعر صرف العملة وتغيرات مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية وتحليل منطلقاتها ومعرفة درجة التأثير الذي يمارسه سعر الصرف على مؤشرات السوق المالية.

المطلب الأول: ماهية سعر الصرف

يحتل سعر الصرف أهمية كبيرة في اقتصاديات الدول، كونه يؤثر على المؤشرات الاقتصادية الكلية.

أولا: مفهوم سعر الصرف

هناك مفاهيم عدة يمكن استخدامها لتوضيح مفهوم سعر الصرف والتي نذكر منها:

1- يعرف سعر الصرف بأنه سعر الوحدة من النقد الأجنبي مقدرا بوحدات من العملة الوطنية[1].

2- كما يقصد بسعر الصرف بأنه نسبة أو سعر مبادلة عملة ما بعملة أخرى، وهكذا تعد إحدى العملتين سلعة في حين تعتبر العملة الأخرى السعر النقدي لها[2].

بذلك فإن سعر الصرف يجسد أداة الربط بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات، فضلا عن كونه وسيلة هامة للتأثير على تخصيص الموارد بين القطاعات الاقتصادية وعلى ربحية الصناعات التصديرية وتكلفة المواد المستوردة، وهو بالإضافة إلى ذلك يربط بين أسعار السلع في الاقتصاد المحلي وأسعارها في السوق العالمية.

ثانيا: أشكال سعر الصرف

تتخذ أسعار الصرف أشكالا عدة نذكر منها[3]

1- **سعر الصرف الاسمي:** يعرف على أنه سعر عملة أجنبية بدلالة وحدات عملة محلية والمقصود بهذا التعريف هو سعر الصرف الاسمي (الجاري) والذي لا يأخذ بعين الاعتبار القوة الشرائية من سلع وخدمات بين البلدين.

ينقسم سعر الصرف الاسمي إلى سعر صرف رسمي أي معمول به فيما يخص المبادلات الجارية الرسمية، وسعر صرف موازي وهو سعر صرف معمول به في الأسواق الموازية (السوداء).

2- **سعر الصرف الحقيقي:** يعبر سعر الصرف الحقيقي عن الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، ويقوم سعر الصرف الحقيقي على الجمع بين كل من تقلبات سعر الصرف الاسمي وتباين معدلات التضخم، باعتبار أنه يأخذ في الحسبان التقلبات

---

[1] عبد الرزاق بن الزاوي، سعر الصرف الحقيقي التوازني، دار اليازوري، الطبعة 1، عمان، الأردن، 2016، ص 14.

[2] عرفات تقي الحسيني، التمويل الدولي، مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 1999، ص 147.

[3] أمين صيد، سياسة الصرف كأداة لتسوية الاختلال في ميزان المدفوعات، الطبعة 1، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، 2013، ص ص 24- 26.

التي تطرأ على الأسعار الأجنبية وربطها بمستوى الأسعار المحلية، ويمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية:

$$ER = \frac{E_n . PdZ}{PUS}$$

حيث:

ER: يمثل سعر الصرف الحقيقي؛

En: يمثل سعر الصرف الاسمي؛

PdZ: مؤشر الأسعار المحلية؛

PUS: مؤشر الأسعار الأجنبية.

بما أن مؤشرات سعر الصرف الحقيقي هي ناتجة عن عملية ترجيح أسعار الصرف الثنائية بين البلد، وأهم المتعاملين التجاريين الرئيسيين، فهي إذن تعبر عن مدى تغير القوة الشرائية المرجحة للعملة نسبة إلى فترة أساس تسمح بقياس تأثيرات الصرف على ميزان المدفوعات، وأيضا معرفة مستوى القدرة التنافسية لأسعار الدولة، فارتفاع هذا المؤشر يدل على انخفاض هذه الأخيرة والعكس صحيح.

3- **سعر الصرف الفعلي الحقيقي:** يعبر سعر الصرف الفعلي عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما، وبالتالي مؤشر سعر الصرف الفعلي يساوي متوسط عدة أسعار صرف ثنائية، فهو مؤشر ذو دلالة ملائمة عن تنافسية البلد تجاه الخارج، ولا بد أن يخضع هذا المعدل الاسمي إلى التصحيح بإزالة أثر تغيرات الأسعار النسبية، وهو ما يعبر عنه بسعر الصرف الفعلي الحقيقي Ea، ويمكن أن يعبر عنه بالعلاقة التالية:

$$Ea = \sum_{i=1}^{n} [ai/E_i P_i]$$

حيث أن:

a_i: حصة الصادرات تجاه البلد i من مجموعة حصة البلد المعني بالدراسة A؛

P: هو المستوى العام للأسعار في البلد A؛

P_i: هو المستوى العام للأسعار في البلد i؛

E_i: سعر الصرف الاسمي للبلد i بالنسبة للبلد A.

4- **سعر الصرف التوازني:** هو السعر الذي يؤدي إلى التوازن المستديم لميزان المدفوعات عندما يكون الاقتصاد ينمو بمعدل طبيعي وكاف.

المطلب الثاني: وظائف سعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه

لسعر الصرف دور هام في النشاط تجاريا أو استثماريا، إذ يعتبر أداة ربط هامة بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات العالمية.

أولا: وظائف سعر الصرف

تتعدد وظائف سعر الصرف والتي نذكر منها[1]:

1- **وظيفة قياسية:** حيث يعتمد المتعاملون الاقتصاديون على سعر الصرف بغرض قياس ومقارنة الأسعار المحلية لسلعة معينة مع أسعار نفس السلعة في السوق الأجنبية.

2- **وظيفة تطويرية:** أي يستخدم سعر الصرف في تطوير صادرات معينة باتجاه سوق شريك تجاري معين، ومن جانب آخر يمكن أن يؤدي سعر الصرف إلى الاستغناء عن فروع معينة أو الاستعاضة عنها بالاستيراد، حيث تكون أسعارها أقل من الأسعار المحلية، في حين يمكن الاعتماد على سعر صرف ملائم لتشجيع واردات معينة وبالتالي يؤثر سعر الصرف على التركيب السلعي الجغرافي للتجارة الخارجية للدول.

3- **وظيفة توزيعية:** يمارس سعر الصرف وظيفة توزيعية على مستوى الاقتصاد الدولي، وذلك بفضل ارتباطه بالتجارة الخارجية حيث تقوم هذه الأخيرة بإعادة توزيع الدخل الوطني والثروات الوطنية بين أقطار العالم.

ثانيا: العوامل المؤثرة في سعر الصرف

توجد العديد من العوامل تؤدي إلى حدوث تقلبات في أسعار الصرف نذكر منها[2]:

1- محددات قصيرة المدى وهي كالآتي:

- تغير معدلات التضخم بافتراض ثبات العوامل الأخرى، إذ يؤدي التضخم إلى انخفاض قيمة العملة في سوق الصرف خاصة في حالة عدم اتخاذ إجراءات نقدية ومالية للحفاظ على قيمة العملة مرتفعة؛
- التغير في قيمة الصادرات والواردات كلما زادت قيمة الصادرات عن الواردات من السلع والخدمات كلما ارتفعت قيمة العملة والعكس صحيح، الأمر الذي يؤثر على حركة الحساب الجاري يؤديان إلى زيادة العملات الأجنبية وتراكمها مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة الوطنية؛

[1] أمين صيد، مرجع سبق ذكره، ص ص26، 27.

[2] بو عبدالله علي، مرجع سبق ذكره، ص ص 69، 70.

- درجة الانفتاح على العالم الخارجي تجاريا: يمكن قياس درجة الانفتاح بمدى انفتاح الدولة المعنية مع الخارج (التجارة الخارجية)، ويمكن التعبير عنه بقيمة إجمالي الصادرات والواردات على إجمالي الناتج المحلي، فكلما كان تكامل الدولة كبيرا مع الخارج، كلما ازدادت درجة الانفتاح لاعتمادها على صادرات المواد الخام وخاصة الزراعية ذات العائد المتدني، أما الدول الصناعية فدرجة الانفتاح تكون كبيرة، وعادة ما تتعرض الدولة لصدمات خارجية فيؤثر ذلك على الصادرات والواردات وسعر الصرف، كذلك فإن مستوى انفتاح حركة التدفقات الرأسمالية يؤثر بدرجة كبيرة ومباشرة على أسعار الصرف ففي حالة زيادة هذه التدفقات أكبر من الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني يؤدي ذلك إلى زيادة الاحتياطات الأجنبية وبالتالي ارتفاع قيمة العملة الوطنية، ويحدث العكس في حالة هروب رؤوس الأموال إلى الخارج؛
- الاحتياطات من النقد الأجنبي تحتفظ الدول باحتياطي النقد الأجنبي لمقابلة المدفوعات الخارجية، حيث أن توفر احتياطات كبيرة من النقد الأجنبي يمكن أن يحافظ على استقرار أسعار الصرف عادة في ظل نظام سعر الصرف ثابت ويساعد على حمايته من التدهور والتي قد تنتج من الصادرات الداخلية والخارجية؛
- تدخلات السلطة النقدية: تحصل هذه التدخلات عندما يحاول البنك المركزي التدخل في السوق بيعا أو شراء لدعم قيمة العملة أو حفظها.

2- محددات متوسطة المدى وهي كالتالي:

- التغير في معدلات الفائدة فالزيادة في معدلات الفائدة الحقيقية سوف يجذب رأس المال الأجنبي وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة في سوق الصرف بسبب الطلب عليها أما في حالة العكس أي ارتفاع في سعر الفائدة الأجنبية (الدولية) هذا سيحفز المستثمرين المحليين على طلب العملة الأجنبية وذلك للحصول على عوائد أكبر في الأسواق الأجنبية مما يؤدي إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية، وبالتالي ارتفاع قيمة العملات الأجنبية وانخفاض سعر صرف العملة المحلية؛
- الوضع السياسي القائم في الدولة ويعتبر الاستقرار الأمني والسياسي للدولة من أهم العوامل المؤثرة على النشاط الاقتصادي خاصة الإنتاج من أجل التصدير، في حين تكون هناك ضرورة لاستيراد السلع الأساسية ويؤدي ذلك إلى اختلال الميزان التجاري مما ينعكس سلبا على سعر الصرف وأيضا لا يتوفر لدى الدولة المناخ المناسب لاستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية.

المطلب الثالث: أثر سعر الصرف على مؤشرات السوق المالية

يعد سعر الصرف من المؤشرات الاقتصادية الهامة التي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي العام ومن ثم على أداء السوق المالية، وتشهد الأسواق المالية العالمية زيادة كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في المحافظ المالية بها، وتؤثر هذه التدفقات على أسعار صرف العملات كما أنها تتأثر بالتقلبات في هذه العملات[1].

انطلاقا من أهمية الحركات والتقلبات في أسعار الصرف يجدر بنا توضيح الدور الذي تمارسه على الاستقرار الاقتصادي العام، فالاستقرار النسبي في قيمة عملة في مواجهة عملة أخرى له تأثير مباشر على نشاط سوق الأوراق المالية، فهو يمارس تأثيره على كل من الصادرات والواردات والاستهلاك والاستثمار من خلال تأثيره على الثروة الناشئة من تقلبات أسعار الأوراق المالية،

أولا: قنوات انتقال أثر سعر الصرف إلى الأسواق المالية

ينتقل أثر سعر الصرف إلى أسواق المال من خلال قانتين هما:

1- من خلال الشركات والمؤسسات المدرجة في البورصة

تتأثر مختلف الشركات بالتغيرات التي تطرأ على سعر الصرف العملة المحلية أو الأجنبية، فبالنسبة لشركة مصدرة فإن انخفاض قيمة العملة المحلية مقابل الأجنبية سوف يرفع من عوائدها بسبب ارتفاع مداخيلها بالعملة الأجنبية عند تحويلها للعملة المحلية، بمعدل مرتفع وبالتالي تصبح العلاقة عكسية بين المتغيرين، حيث أن انخفاض قيمة العملة المحلية يؤدي إلى تحسين قيمة الورقة المالية.

لكن إذا كانت الشركة تستورد المواد الأولية من نفس الدولة أو من الدول الأجنبية الأخرى، وارتفعت قيمة العملة الأجنبية فإن الربح المسجل من خلال المبيعات يمكن أن يلغى بالاستيراد، وعليه يجب معرفة الوضعية الصافية للعملة بالنسبة للشركة لتوضيح الأثر الحقيقي عليها إثر تغير سعر الصرف، وبالتالي فمن الصعب التأكد من أن ارتفاع أي عملة أجنبية سيكون له أثر ايجابي على جميع الشركات، حيث يرتبط هذا بالموقع الجغرافي للشركاء (الزبائن والموردين)[2].

---

[1] هالة حلمي السعيد، مرجع سبق ذكره، ص 16.

[2] Aymen KAROUI, L'étude de L'impact du taux de change sur les rendement boursier des titres: le cas de Taiwan et de la Coré du sud université Laval, faculté des sciences de L'administration, Département de finance et assurance, Hiver 2004, P 21.22.

2- من خلال المستثمر الأجنبي:

على عكس المستثمرين المحليين، فإن المستثمرين الأجانب يكونون أكثر عرضة لمخاطر تقلبات العملة المحلية، وقد يؤثر التقلب في العملة المحلية بالإيجاب أو بالسلب على المستثمرين الأجانب، وتكون العلاقة التي تعطي عائد المستثمر الأجنبي (بالعملة الأجنبية) كما يلي[1]:

$$1+R_G = (1+R_X)(1+R_T) \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

أو:

$$R_G \approx R_X + R_T \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (2)$$

حيث:

R_G: عائد السهم بالعملة الأجنبية؛

R_T: عائد السهم بالعملة المحلية؛

R_X: عائد سعر الصرف بالتسمية غير المباشرة $\left(R_X = \frac{S_{t+1}-S_t}{S_t}\right)$ الذي يمثل التغير في العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية؛

S_t: عدد الوحدات من العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية في الزمن t.

في هذه الحالة وعلى أساس التسمية غير المباشرة فإن المعدل $\left(R_X = \frac{S_{t+1}-S_t}{S_t}\right)$ يعطي العائد بالعملة المحلية، فإذا ارتفعت قيمتها يصبح R_X موجبا، وإذا انخفضت قيمتها يصبح R_X سالبا.

ثانيا: تأثير التغيرات في أسعار الصرف على مؤشرات السوق المالية

درس البعض من الاقتصاديين العلاقة بين سعر الصرف وعوائد الأسهم، ومن بين هذه الدراسات نجد الدراسات النظرية لكل من سلونيك SLONIK 1974، سيركو SERCU 1980، ودوماس 1983DUMAS، حيث بين هؤلاء الاقتصاديين أن خطر العملة يمثل عاملا مهما في تفسير عوائد الأسهم، وبعبارة أخرى فإن التغيرات على مستوى سوق الصرف سوف تؤثر على مداخيل المؤسسات، إضافة إلى بعض الدراسات التطبيقية التي حاولت إثبات العلاقة بين تغيرات سعر الصرف وتغيرات أسعار الأسهم، مثل دراسة دوماس وسلونيك 1975 ودراسة دوسانتوس وجيرارد 1998 الذين بينوا أن خطر العملة يمثل متغيرا مفسرا للتغيرات في عوائد الأسهم.

وبشكل عام يمكن افتراض وجود قناتين للتأثير[2].

الأولى يؤثر انخفاض قيمة الدولار على سبيل المثال بشكل ايجابي في طلب المستثمرين الأجانب على الأسهم المتداولة في سوق نيويورك حيث تكون أسعار هذه الأسهم أرخص من السابق، من جهة

[1] Aymen KAROUI, OP, Cit, P 23.

[2] فاخر عبد الستار حيدر، مرجع سبق ذكره، ص ص 168-170.

أخرى يؤدي انخفاض قيمة الدولار إلى دفع بعض الأفراد الذين يحتفظون بأرصدة نقدية بالدولار إلى التخلص منها، والاتجاه نحو الموجودات الأخرى في الاقتصاد ومنها الأسهم.

أما القناة الثانية (السلعية) فتشير إلى انخفاض قيمة الدولار على سبيل المثال من شأنه أن يزيد من القدرة التنافسية للشركات الأمريكية في الأسواق العالمية وبالتالي زيادة أرباحها الأمر الذي سيؤثر إيجابا على أسعار الأسهم في البورصة، إلا أنه يجب توخي الحذر في هذا الموضوع وذلك لأنه ليس كل انخفاض في قيمة العملة الوطنية سيكون له بالضرورة آثارا ايجابية على الاقتصاد المحلي، فهذا الأمر يعتمد على درجة استجابة القطاعات الاقتصادية المختلفة للتغير الحاصل في قيمة العملة الوطنية إضافة إلى المكاسب والخسائر التي يسببها هذا التخفيض لقطاعات الاقتصاد المختلفة لذلك أشار الاقتصادي ألتمان ALTMAN إلى أن رد فعل أسواق الأسهم تجاه التغيرات الحاصلة في أسعار الصرف مسألة غامضة.

المبحث الرابع: العلاقة النظرية لتدفقات الاستثمار الأجنبي بمؤشرات الأداء في السوق المالية

إن المتتبع لتطورات العلاقات الاقتصادية الدولية يدرك دون شك أن الاستثمار الأجنبي بمختلف أشكاله يشكل محور الاهتمام لدى العديد من الاقتصاديين وغيرهم من المفكرين والمدارس الاقتصادية المتعاقبة وكذلك دول العالم سواء منها المتقدمة أو النامية، كونه أحد الميكانيزمات الرئيسية التي تؤثر تأثيرا حقيقيا على مسار العلاقات الاقتصادية والسياسية الدولية، وكذلك لتأثيره على مختلف المؤشرات الاقتصادية والمالية والتي من بينها مؤشرات السوق المالية والتي ستتناول الأثر الممارس عليها من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: ماهية الاستثمار الأجنبي

يعتبر الاستثمار أحد أهم الأنشطة الاقتصادية التي تعتمد عليها الدول من أجل النهوض باقتصادياتها وتحقيق التنمية للحاق بركب التقدم والرقي، خاصة مع ما يشهده العالم اليوم من تغيرات وتطورات على كافة المستويات.

أولا: مفهوم الاستثمار

لقد تعددت التعاريف التي صيغت للاستثمار بتعدد الجوانب التي انطلق منها الباحثون لمحاولة فهمه وتحديد أبعاده ومن هذه التعاريف نجد:

تعريف 1: يقوم الاستثمار على التضحية بإشباع رغبة استهلاكية حاضرة وليس بمجرد تأجيلها فقط كما هو الحال بالنسبة للادخار، وذلك أملا في الحصول على إشباع أكثر في المستقبل[1].

تعريف 2: الاستثمار هو كل إنفاق عام أو خاص يؤدي إلى زيادة حقيقية في سلع وعناصر أو خدمات الإنتاج، كما يعتبر تكوينا لرأس المال واستخدامه بهدف تحقيق الربح في الأجل القريب أو البعيد بشكل مباشر أو غير مباشر بما يشمل إنشاء نشاط إنتاجي أو توسيع طاقة إنتاجية قائمة، أو حيازة ملكية عقارية أو إصدار أسهم أو شرائها من الآخرين[2].

تعريف 3: تعرف الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية الاستثمار بأنه "توظيف للنقود لأي أجل وذلك بأرباح إيرادية أو رأسمالية، مادية أو معنوية"[3].

بذلك يمكن القول أن الاستثمار هو عبارة عن توظيف للأموال الحالية في أي أصل أو ملكية أو مشاركات بهدف الحصول على عوائد أكبر في فترات مستقبلية.

ثانيا: أشكال الاستثمار

يتخذ الاستثمار عدة أشكال وذلك باختلاف المعيار المتخذ في عملية التصنيف إذ ينظر إليه من عدة زوايا، من حيث طبيعة النشاط الاقتصادي الذي سيوظف فيه أو من حيث القائم بالاستثمار أو من حيث المدة والمكان، ويمكن تصنيف الاستثمار كما يلي[4]:

1- التصنيف على أساس الوظيفة: نجد هناك نوعين وهما

أ- **الاستثمار المخصص لتكوين رأس المال الثابت:** والذي يقصد به كل إضافة إلى الأصول المخصصة إلى توسيع الطاقات الإنتاجية في المجتمع أو المحافظة عليها، ونشير هنا إلى أن هذا النوع من الاستثمار يخص الأصول دائمة الاستعمال التي عندما ينتهي عمرها الإنتاجي فإن المؤسسات تلجأ إلى اقتناء أصول جديدة تحل محلها.

ب-**الاستثمار المخصص للمخزون السلعي:** هو النوع الذي يخصص من قبل المؤسسات لغرض تكوين مخزون سلعي يعمل من جهة على تسهيل العمليات الإنتاجية واستمرارها دون انقطاع أو انتظار، وذلك فيما يخص المؤسسات الصناعية، ومن جهة أخرى يعمل على تسيير العمليات

---

[1] محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999، ص 7.

[2] عبد الله عبد الكريم عبد الله، ضمانات الاستثمار في الدول العربية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة 1، عمان، الأردن، 2008، ص ص 18-19.

[3] فضيل محمود الشوادرة، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، دار وائل، عمان، الأردن، الطبعة 1، 2008، ص 32.

[4] فارس فضيل، أهمية الاستثمار المباشر الأجنبي في الدول العربية مع دراسة مقارنة بين الجزائر، مصر والمملكة العربية السعودية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2004، ص ص 05-08.

التجارية للمؤسسات التجارية، وعلى سبيل المثال تسهيل عملية تسليم السلع من الوسطاء إلى العملاء وذلك دون تقصير.

2- **التصنيف على أساس الغرض:** نميز بين نوعين من الاستثمار هما: الاستثمار الإحلالي والاستثمار الصافي، فالاستثمار الإحلالي هو عبارة عن رأس المال الجديد الذي أنتج خصيصا لكي يحل محل رأس المال الذي استهلك في عملية الإنتاج، والثاني يطلق عليه الاستثمار الصافي وهو رأس المال الجديد الذي أنتج بغرض زيادة الطاقة الإنتاجية الكلية عما كانت عليه.

3- **التصنيف على أساس الطبيعة:** حيث ووفق هذا الأخير الذي يخص الطبيعة الحقيقية للاستثمار المنجز ميدانيا نجد الاستثمار المنتج والاستثمار غير المنتج فالاستثمار المنتج هو ذلك الاستثمار الذي يمثل جزء من التكوين الإجمالي لرأس المال الثابت وكذلك المخصص للسلع المعمرة والتي بدورها تؤدي إلى خلق إما سلع إنتاجية أو استهلاكية (جديدة)، في حين أن الاستثمار غير المنتج هو الذي يشكل جزء من رأس المال الذي يخصص لإنتاج الخدمات بهدف توفير مختلف حاجيات أفراد المجتمع وبصورة أدق هو ذلك الاستثمار الذي له أثر غير مباشر على الإنتاج والذي يتجسد من خلال الخدمات المقدمة من طرف القائمين على الجهاز الإنتاجي.

4- **التصنيف على أساس المدة:** حيث نميز بين ثلاثة أنواع والتي تكمن في الاستثمار قصير الأجل الذي لا يتعدى السنة الواحدة، والاستثمار المتوسط الذي يتراوح مدته بين سنة وثلاثة سنوات أما الاستثمار طويل الأجل فتفوق مدته ثلاثة سنوات.

5- **التصنيف على أساس الحيز الجغرافي:** الذي يتضمن الاستثمار المحلي والاستثمار الدولي فالنوع الأول أي الاستثمار المحلي يقصد به مجموع مدخرات الأفراد والفوائض الاقتصادية الأخرى وهو ذلك الاستثمار الذي ينجز إما من طرف الدولة أو أفراد المجتمع، أما النوع الثاني فيكمن في الاستثمار الدولي الذي يعتبر بمثابة الاستثمار الذي ينجز خارج الموطن الأصلي له والذي يتخذ في الواقع أشكالا عدة أبرزها: الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر أو الاستثمار المحفظي، فوفق النوع الأول القائم به له حق إدارة المشروع سواء بالمشاركة (جزئيا) أو بالإشراف الكامل وذلك تبعا لأشكاله، أما النوع الثاني فإن القائم به لا يحق له إدارة أو رقابة المشروع الذي أنجز عن طريقة سواء كان استثمارا في الأوراق المالية أو أي شكل آخر.

المطلب الثاني: محددات الاستثمار والعوامل المؤثرة فيه

هناك العديد من العوامل الداخلية والخارجية التي تؤثر في بيئة الاستثمار وأبرز هذه العوامل هي ما يلي[1]:

1- **الاستقرار السياسي:** يلعب الاستقرار السياسي دورا كبيرا ومؤثرا على الاستثمارات والمستثمرين داخل البلد المعني، والاستقرار السياسي يعتمد على درجة المخاطر السياسية التي تختلف من بلد إلى آخر، ويمثل التعرف على تلك المخاطر وتقديرها، من خلال دراسة العديد من العوامل مثل طريقة تداول السلطة وعلاقة الدولة مع الدول الأخرى وسوء توزيع الثروات والحروب الإقليمية والأهلية عاملا مهما في التأثير على قرارات المستثمرين الأجانب، إن استقرار النظام السياسي يؤدي إلى استقرار القوانين والأنظمة المؤثرة على الاستثمار مما يشجع على استقرار الاستثمارات وتوسيعها وتنوعها؛

2- **الاستقرار الاقتصادي:** يمكن قياس الاستقرار الاقتصادي لأي بلد من خلال مؤشرات الاقتصاد الكلي ومدى تحقيق التوازن الداخلي والخارجي وفي استقرار السياسات المالية والنقدية والمالية والجبائية، وخاصة ما يتعلق بأسعار صرف العملات وسعر الفائدة، ووضع ميزان المدفوعات والميزان التجاري والمديونية ومعدلات البطالة والتضخم، ودرجة الانكشاف الاقتصادي، ومتانة عناصر النظام المالي، وأهمها النظام المصرفي والأسواق المالية، وإمكانية تحقيق معدلات نمو مقبولة وطبيعة المخاطر الاقتصادية التي يتعرض لها الاستثمار وتوفير البنية التحتية للاستثمارات ويجب أن تكون السياسات الاقتصادية مستقرة ومحددة وشاملة، مع تقديم المزايا والإعفاءات والاستثناءات للاستثمارات الجديدة، وتوفير مستلزمات الإنتاج بأسعار منافسة من ناحية، وتأمين السوق والطلب الفعال من ناحية أخرى؛

3- **معدل الفائدة:** تلعب أسعار الفائدة دورا فعالا في الاقتصاد وخاصة في تأثيرها على تكلفة الاستثمار كونها تساهم في تحديد تكلفة مصادر التمويل وبذلك تؤثر على العوائد، ويعرف سعر الفائدة بأنه كلفة رأس المال أو التمويل وهو ثمن تأجيل الاستهلاك بالنسبة لأصحاب الأموال، إن طبيعة العلاقة بين حجم الاستثمارات وأسعار الفائدة هي علاقة عكسية فكلما ارتفع سعر الفائدة انخفض الإنفاق الاستثماري في حالة ثبات العوامل الأخرى، وهناك عوامل عديدة تؤثر على سعر الفائدة أهمها العرض والطلب على الأموال وأسعار الفائدة الدولية؛

---

[1] عيسى أحمد محمود السيوطي، أثر المتغيرات الرئيسية للاقتصاد على مؤشر بورصة عمان، ومؤشر المصارف، أطروحة دكتوراه فلسفة، غير منشورة، كلية العلوم المالية والإدارية، جامعة العلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2011، ص ص 31، 32.

4- **الدخل الوطني:** يؤثر حجم الدخل الوطني بنسبة كبيرة على حجم الاستثمارات، وأهم عناصر الدخل الوطني المؤثرة على الاستثمار حجم الدخل المتاح ومقدار الادخار ومعدل النمو في الدخل الوطني، وطريقة توزيع الدخل الوطني، وكلما ارتفع حجم الدخل أدى إلى ارتفاع الميل الحدي للادخار وبالتالي خلق استثمارات جديدة، وكلما زاد نمو الدخل أدى إلى ارتفاع حجم ومرونة الطلب الكلي وبالتالي إلى زيادة الإدخارات وزيادة الاستثمارات وهذا يؤكد العلاقة الطردية بين الاستثمار والدخل الوطني؛

5- **معدل التضخم:** تلعب معدلات التضخم تأثيرا سلبيا إذ أن ارتفاع هذه المعدلات تخلق بيئة غير مستقرة في قطاع الأعمال ويؤثر على حجم الاستثمارات، ويرفع من درجة المخاطر بسبب الارتفاع العام للأسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقود والقيمة الحقيقية للدخول والأرباح؛

6- **توفر الهياكل الإرتكازية والانفتاح الاقتصادي:** تلعب البنى الإرتكازية أهمية كبيرة بالنسبة لجذب الاستثمارات والمقصود بالبنى الإرتكازية أو التحتية هي الطرق والمواصلات والاتصالات وشبكة الانترنت والموانئ والكهرباء والنظام المالي والمصرفي، ومدى توفر سوق مالي متطور إضافة إلى الانفتاح الاقتصادي، وتلعب هذه العناصر دورا مهما وأساسيا في زيادة معدلات الاستثمار، إن العمل على تخفيض تكلفة عناصر الإنتاج الأساسية يشجع على جذب الاستثمارات وكذلك العمل على توفير الكفاءات من الموارد البشرية والعناصر الفنية وخلق نظام مصرفي متطور وفعال ووجود أسواق متطورة للأوراق المالية باعتبارها مصدرا مهما من مصادر التمويل؛

7- **الحوافز الضريبية:** يؤثر معدل الضريبة المفروضة على أوعية سوق الأوراق المالية وعملياتها وعلى عائد الاستثمار في الأوراق المالية ومن ثم الاستثمار في هذه الأوراق، إذ ينتج عن التخفيض أو الإعفاء من الضريبة على التعاملات في الأوراق المالية بالبيع أو الشراء وعلى إيراداتها المتمثلة في أرباح الأسهم الموزعة وفوائد السندات وعلى الأرباح الرأسمالية[1]، بزيادة الربح الصافي للمستثمر، وهو ما يترتب عليه بالتبعية ارتفاع القيمة الاستثمارية للأوراق المالية وبالتالي زيادة معدل العائد الحقيقي على الاستثمار في سوق الأوراق المالية، الأمر الذي يشجع المستثمر المحلي والأجنبي على الاستثمار؛

8- **بنية السوق المالية:** من عوامل جذب الاستثمارات الأجنبية توفر سوق أوراق مالية منظمة تعمد التكنولوجيا العالية في الإفصاح ونشر المعلومات بسرعة ودقة عالية لذلك فقد عمدت الكثير من

[1] أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، دراسة مقارنة بين تركيا-كوريا الجنوبية-مصر، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص 54.

الدول النامية إلى إنشاء سوق منظمة للأوراق المالية أو أكثر بها، وذلك رغبة منها في تحقيق دفع عجلة النمو الاقتصادي، كما عملت هذه الدول أيضا على إدخال تحسينات في إطار عمل أسواقها للأوراق المالية وذلك من خلال مجموعة من التدابير والتي من شأنها جذب المستثمر المحلي والأجنبي[1]، ومن بين هذه التدابير تنظيم سوق الأوراق المالية، والإفصاح وتوفير المعلومات، جودة وتنوع الأوراق المالية، توفير شبكة واسعة من السماسرة وشركات الاستثمار والمؤسسات المالية.

المطلب الثالث: أثر الاستثمار الأجنبي على أداء السوق المالية

يتميز الاستثمار الأجنبي بأنه غالبا ما يتجه نحو المشاريع الناجحة أو المشاريع التي يتوقع لها النجاح في حال توفر مصادر التمويل اللازمة لنجاحها، وباختلاف أشكال الاستثمار الأجنبي (مباشر، غير مباشر) إلا أنها تعتبر تدفقات مالية كبيرة يتم ضمها في الاقتصاد المحلي لرفع كفاءة المشاريع والشركات التي يتم الاستثمار بها.

مكننا القول أن أهم ميزات الاستثمار الأجنبي تتلخص بالنقاط التالية:

1- عادة ما يكون الاستثمار الأجنبي على شكل موارد نقدية وتكنولوجيا إدارية جيدة، تبحث عن فرص جديدة للاستثمار بعيدا عن الضرائب وتقلبات أسعار البورصات والفوائد في أسواقها المحلية؛

2- غالبا ما تنشأ بهدف جني الأرباح وتحقيق المنافع المختلفة؛

3- تدخل الاستثمارات الأجنبية خبرات فنية ومزايا تكنولوجية وإدارية في الشركات التي تستمر بها وتساهم في تحسين إنتاجها ورفع كفاءتها.

يمكن إبراز الأثر المحتمل للاستثمار الأجنبي على مؤشرات أداء السوق المالية في [2]:

يؤثر الاستثمار الأجنبي على القيمة السوقية للسهم باعتبار أن القيمة السوقية للسهم تعكس وضع الشركة وحجمها وارتفاع القيمة السوقية للسهم تعتبر مؤشرا على نجاح هذه الشركة وسيرها بالاتجاه الصحيح، وغالبا ما ترتبط ثقة المستثمرين بأسهم شركة ما بكفاءة الجهاز الإداري وقوة الأداء المالي، وعليه يتوقع من الاستثمار الأجنبي الذي يهدف إلى تحسين ورفع كفاءة الجهاز الإداري والأداء المالي

---

[1] المرجع نفسه، ص ص 55، 56.

[2] خالد سعود القضاة، أثر الاستثمار الأجنبي على كل من سعر السهم السوقي وحجم تداوله في بورصة عمان، دراسة تطبيقية على قطاع المصارف للفترة 2000-2007، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم المالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2008، ص 24، 25.

للشركات التي يستثمر بها أن يكون ذا أثر إيجابي وملحوظ على القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات كما أن إقبال المستثمر الأجنبي على الاستثمار في شركة محلية يعد حافزا للمستثمرين المحليين لشراء أسهم هذه الشركة وبالتالي زيادة الطلب على أسهمها، الأمر الذي سوف يرفع من القيمة السوقية لهذه الأسهم، كما أن المصادر المالية الجديدة التي تدخل إلى الشركات المحلية من الاستثمار الأجنبي، سوف تدعم من وضعها المالي الأمر الذي ينعكس إيجابا على القيمة السوقية للسهم بمقدار ما تحققه الشركة من أرباح، وإذا أخذ بعين الاعتبار أن الاستثمار الأجنبي يسعى إلى تحسين الكفاءة في الشركات التي يستثمر بها وبالتالي زيادة أرباحها وفي النهاية زيادة قيمة أسهمها السوقية، وكذلك يسعى إلى دعم السيولة التي تعتبر أحد أهم المتغيرات لتنشيط الأسواق المالية.

كما أن للاستثمار الأجنبي أثرا على حجم التداول إذ أن هذا الأخير يعتبر بمثابة الوقود الذي يحرك السوق، فكلما ارتفع حجم التداول اكتسب السوق زخما، وكلما انخفض فقد السوق زخما، ويحكم على حجم التداول بناء على حجم المعاملات التي تمت في الماضي فزيادة الحجم التدريجي إن دلت على شيء فإنها تدل على اتساع دائرة المشاركين في السوق وإن الكثيرين من عامة الجمهور قد بدأوا بدخول السوق وبالتالي فإن الاستثمار الأجنبي يولد طلبا جديدا على الأسهم مما ينعكس على حجم التداول وأسعار الأسهم، ويعمل الاستثمار الأجنبي على توفير السيولة التي تعتبر محورا قويا ومنشطا للأسواق المالية وبالتالي تؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم مما يزيد في حجم التداول الكلي في السوق المالي.

المبحث الخامس: العلاقة النظرية لسعر الفائدة بمؤشرات الأداء في السوق المالية

إن أسعار الفائدة تشبه غيرها من الأسعار حيث تتحدد في ظل المنافسة ومن خلال تفاعل قوى العرض والطلب وليس يخفى أن السوق المالية تتميز بالمنافسة الشديدة إذ يلتقي عدد كبير من العارضين والطالبين للأوراق المالية في هذه السوق، وتنتشر أثار أسعار الفائدة التي تتحدد في هذه السوق على المستويين الوطني والدولي وإلى كافة الأسواق.

المطلب الأول: ماهية سعر الفائدة

تلعب أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال دورا أساسيا في حركة النقد وبالتالي تساهم في توجيه الأموال عبر الوسطاء من المدخرين إلى المقترضين، وعلى هذا الأساس يعتبر سعر الفائدة السوقي بمثابة المحرك الأساس لآلية السوق المالي، مما يحدوا بخبراء الاستثمار إلى اعتبار سعر الفائدة من أدوات الاستثمار الخالية من المخاطر واعتمادها كأساس لتحديد العائد المتوقع من الأدوات الاستثمارية المختلفة.

أولا: مفهوم سعر الفائدة

تعددت النظريات المفسرة لسعر الفائدة مما نتج عنه وجود مفاهيم كثيرة حول هذا المصطلح، وبالرغم من هذا التعدد إلا أن هذه المفاهيم تتقاطع في الكثير من النقاط التي تشرح مصطلح سعر الفائدة.

التعريف 1: "سعر الفائدة هو ذلك السعر الذي يدفعه المقترض لقاء استخدامه الأموال المقترضة لفترة زمنية معينة يتفق عليها أي بعبارة أخرى هو سعر الائتمان"[1].

التعريف 2: "الفائدة هي الزيادة في رأس مال القرض في مقابل الزمن وهي ترجمة للفظ الفرنسي Intérêt أو الانجليزي Intérest"[2].

التعريف 3: "الفائدة عند كينز هي ثمن التنازل عن السيولة أو ثمن الاكتناز، ومنه يعرف كينز الفائدة على أنها الثمن الذي يجب دفعه لحث حاملي الأموال للتنازل عن أصول سائلة في صورة نقدية أو الحصول على أصول أخرى تحمل مخاطر أكبر"[3].

من خلال ما سبق يمكن القول أن سعر الفائدة هو العائد الذي يحصل عليه مقرض الأموال نظير التخلي عن السيولة لفترة زمنية معينة.

ثانيا: تصنيفات سعر الفائدة:

يمكن تصنيف سعر الفائدة إلى عدة تصنيفات وفقا لأسس مختلفة[4]:

1- **أسعار الفائدة حسب المدة الزمنية:** يمكن تصنيفها إلى

أ- **أسعار الفائدة قصيرة الأجل:** هو ذلك المعدل الذي يسري على الديون قصيرة الأجل مثل القروض قصيرة الأجل وأوراق الديون قصيرة الأجل مثل شهادات الإيداع، وأذونات الخزانة.

ب-**أسعار الفائدة طويلة الأجل:** يسري على الديون طويلة الأجل مثل القروض طويلة الأجل وأوراق الدين طويلة الأجل كالسندات طويلة الأجل.

عادة ما تكون معدلات الفائدة طويلة الأجل أعلى من معدلات الفائدة قصيرة الأجل، وهناك من الاقتصاديين من يضيف تصنيف آخر هو أسعار الفائدة متوسطة الأجل والتي تكون بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل وأسعار الفائدة طويلة الأجل.

2- **أسعار الفائدة حسب أسلوب احتساب الفوائد:** تقسم أسعار الفائدة إلى:

---

[1] عبد المنعم السيد علي،نزار سعيد العيسى، مرجع سبق ذكره. ص 298.

[2] رفيق يونس المصري، محمد رياض الأبرش، الربا والفائدة، دراسة اقتصادية مقارنة، دار الفكر، دمشق، سوريا، 1999، ص 19.

[3] حازم البيلاوي، تاريخ الفكر الاقتصادي، الهيئة المصرية العامة للكتاب، مصر 1997، ص 145.

[4] عبد المنعم السيد علي، نزار سعيد العيسى، مرجع سبق ذكره، ص 298.

أ- **أسعار الفائدة البسيطة:** هو معدل الفائدة الذي يحتسب على أصل الدين أي المبلغ الأساسي فقط بدون رسملة الفوائد.

ب-**أسعار الفائدة المركبة:** ذلك باحتساب الفائدة على جملة أصل الدين وفوائده.

3- أسعار الفائدة الثابتة والمتغيرة:

أ- **أسعار الفائدة الثابتة:** هي تلك المعدلات التي تبقى على حالها طيلة فترة التوظيف أو القرض.

ب-**أسعار الفائدة المتغيرة:** هذا النوع من أسعار الفائدة مرتبط بتغيرات أسعار فائدة أخرى مثل سعر الفائدة في البنك المركزي سعر الفائدة على الاقتراض، سعر الفائدة على الودائع لأجل، والعائد على أذونات الخزانة.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في سعر الفائدة

تتقلب معدلات الفائدة في تحت تأثير مجموعة من العوامل مثل عرض النقد، الدخل الوطني، السياسة النقدية...الخ.

1- **أثر الدخل الوطني على معدلات الفائدة:**عادة ما ترتفع معدلات الفائدة تبعا لأية زيادة في الدخل الوطني، ذلك لأن ارتفاع الدخل الوطني يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة الحقيقي وبالتالي إلى ارتفاع معدل الفائدة الاسمي إذ أن ارتفاع الدخل الوطني يزيد من الطلب على النقود في السوق المالية وذلك لاستخدامه في عملية التبادل ومن بين العوامل التي تؤدي إلى زيادة الدخل الوطني وبالتالي ارتفاع معدلات الفائدة[1]:

- ارتفاع مستوى الصادرات؛
- ارتفاع الإنفاق الاستثماري؛
- ارتفاع نسبة استهلاك الأفراد.

2- **التغير في عرض النقود:** يقصد بعرض النقود كمية النقود المتداولة في الاقتصاد بمختلف أشكالها ويمكن تلخيص مستويات المعروض النقدي فيما يلي: M4,M3,M2,M1.

والسلطة النقدية عندما ترغب في إتباع سياسة توسعية تهدف من ورائها إلى زيادة المعروض النقدي يمكنها القيام بذلك بعدة طرق منها[2]:

- خلق المزيد من النقود؛

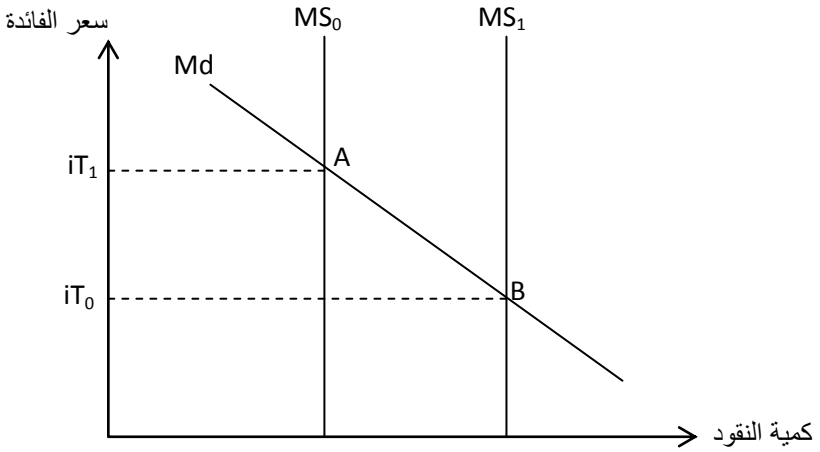
[1] قسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة 1، دار المعتز، عمان، الأردن، 2005، ص 143.

[2] Nadia Tempini, Macdonald, Macroeconomies and Business: An Interactive Approach, Thomson learning, London,2002, P 180.

- التقليل من الاحتياطي الإجباري للبنوك التجارية؛
- خفض معدل الأساس الذي تعرض به البنوك التجارية؛
- شراء السندات الحكومية من السوق المفتوحة.

باستعمال أي من الطرق السابقة يمكن للسلطة النقدية التأثير على المعروض النقدي انخفاضا وارتفاعا وهذا ما يظهر بالشكل الموالي، إذ أن زيادة المعروض النقدي من MS_0 إلى MS_1 يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة من iT_1 إلى iT_0.

شكل رقم (05) : أثر التغيير في المعروض النقدي على سعر الفائدة



Source: Nadia Tempini, Macdonald, Macroeconomies and Business: An Interactive Approach, Thomson learning, London,2002, P 181.

من خلال الشكل السابق نستنتج أنه إذا ما اتبعت السلطة النقدية سياسة نقدية توسعية فإن ذلك سيؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة والعكس صحيح، وتجدر الإشارةإلى أن السياسة النقدية التوسعية، تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة في المدى القصير، ومع ذلك فإنه في المدى الطويل ستؤدي إلى ارتفاع معدل التضخم وعلى العكس فإن السياسة الانكماشية تؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة في المدى القصير واستمرارها سوف يؤدي إلى الانكماش وانخفاض أسعار الفائدة على المدى الطويل.

3- **مستويات التضخم:** يؤثر التضخم على الأرباح الحقيقية للمدخرين والمقرضين، ذلك أن وجود تضخم معناه أن سعر الفائدة الحقيقي سيكون أقل من سعر الفائدة الاسمي ويرتبط سعر الفائدة الحقيقي بعلاقة عكسية مع معدل التضخم إذ كلما ارتفع معدل التضخم بنسبة معينة فإن سعر الفائدة الحقيقي سينخفض بنفس النسبة.

المطلب الثالث: أثر سعر الفائدة على أداء السوق المالية

تعد أسعار الفائدة إحدى الأدوات الهامة لإدارة السياسة النقدية في الاقتصاد حيث تستخدمها السلطة النقدية في التأثير على عرض النقود، ويتمثل الدور الأساسي لأسعار الفائدة في المساهمة في التخصيص الأمثل للموارد المتاحة من المدخرات بين الاستثمارات المختلفة، يرتبط التعامل بالأسواق المالية ارتباطا وثيقا بسعر الفائدة نظرا لارتباط سعر الفائدة بمعظم أدوات التعامل في الأسواق المالية.

تساهم أسعار الفائدة المرتفعة في تشجيع الادخار إلا أنها في نفس الوقت تؤدي إلى زيادة تكلفة الاستثمار، وبالتالي فإن تحرك أسعار الفائدة ارتفاعا وانخفاضا يتحدد بناء على الحجم المطلوب من القروض مقارنة بالحجم المعروض من المدخرات، وتميل أسعار الأسهم إلى التحرك في اتجاه معاكس لأسعار الفائدة طويلة الأجل، ومن ذلك يمكن القول بأن البنك المركزي في إمكانه التأثير بطريق غير مباشر على أسعار الأسهم من خلال تحكمه في أسعار الفائدة[1].

يمكن النظر إلى المعاملات التي تجري داخل الأسواق المالية من زاويتين هما[2]:

- إقراض الأرصدة النقدية واقتراضها؛
- شراء وبيع الأوراق المالية.

بذلك فإن العلاقة بين تغيرات أسعار الفائدة وأسعار الأسهم يمكن النظر إليها من خلال فرضيتين أساسيتين[3].

أولا: فرضية العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم في إطار السوق المالية

يشير الأدب الاقتصادي إلى العلاقة العكسية بين تغيرات أسعار الفائدة وأسعار الأسهم والفكرة التي يستند عليها الباحثون في إطار هذه الفرضية هي أن النقود الرخيصة تمكن الأفراد من الحصول على الائتمان المصرفي (القروض) بأسعار فائدة متدنية والاتجاه نحو السوق المالية والاستفادة من الفرق بين العائد الناجم عن شراء الأسهم (مقسوم الأرباح والأرباح الرأسمالية) وبين كلفة اقتراض النقود (أسعار الفائدة) المنخفضة نسبيا، إن اندفاع الجمهور لإتباع هذا الأسلوب يدفع بأسعار الأسهم إلى الأعلى بسبب الزيادة في الطلب مع الاستقرار في عرض الأسهم، ويحصل العكس في حالة ارتفاع أسعار الفائدة وهو الأمر الذي يدفع بالعديد من الأفراد إلى تجنب الاقتراض من المصارف وشراء الأسهم وبالتالي انخفاض أسعارها.

---

[1] هالة حلمي السعيد، مرجع سبق ذكره، ص 13.

[2] فاخر عبد الستار حيدر، مرجع سبق ذكره، ص ص 102، 103.

[3] المرجع نفسه، ص ص 116-119.

أشار بعض الاقتصاديين المؤيدين لوجهة النظر هذه أنه طالما أن المرء باستطاعته أن يقترض النقود بأسعار فائدة منخفضة ولتكن 3% مثلا، ومن ثم استخدامها في شراء الأسهم التي تدر عائدا بنسبة 7% مثلا، فإن المستثمرين سوف يجدون أن من المربح لهم اقتراض النقود وشراء الأسهم، من جانب آخر عندما تكون النقود نادرة ولا يمكن اقتراضها إلا بأسعار فائدة عالية، حينئذ سيدرك المستثمرون عجزهم عن تحقيق مثل هذا الربح وبالتالي يقومون ببيع مخزونهم من الأسهم الأمر الذي يؤدي إلى هبوط أسعارها.

إن العديد من الاقتصاديين الدارسين لسوق الأسهم درس العلاقة الزمنية بين تحركات أسعار الفائدة وأسعار الأسهم، وتوصل الباحثون إلى أن التغيرات في أسعار الفائدة تسبق التغيرات في أسعار الأسهم زمنيا.

ثانيا: الآراء المعارضة لفرضية العلاقة العكسية بين تغيرات أسعار الفائدة وأسعار الأسهم

إضافة إلى الآراء التي أوردناها في الفقرة السابقة والمؤيدة لفرضية العلاقة العكسية بين التغيرات أسعار الفائدة وأسعار الأسهم، وتحكم الأولى بالثانية وبوجود تباطؤ زمني معين، فقد شكك بعض الاقتصاديين بهذه الفرضية، حيث يشير البعض إلى أن أسعار الفائدة لا تؤثر في أسعار الأسهم بل العكس من ذلك تقوم أسعار الأسهم الصناعية بالتحكم بمعدلات الفائدة (أو معدلات الخصم) على القروض التجارية وبفاصلة زمنية معينة، إضافة إلى ذلك أشار الاقتصادي Mindell إلى عدم وجود علاقة نسبية أو علاقة ارتباط مباشرة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم.

من الدراسات اللاحقة التي عارضت فرضية العلاقة العكسية المشار إليها سابقا الدراسة التي قام بها J.Kraft& A. Kraft حيث أشار الباحثان إلى أنه ليس هنالك علاقة سببية بين أسعار الفائدة على سندات الشركات *(AAA) وكل من مستوى أسعار الأسهم أو التغيير النسبي في أسعار الأسهم هذه النتيجة تتضمن بأن التغيرات في أسعار الفائدة لا تسبق أو لا تتحكم بالتحركات في أسعار الأسهم، وهذه النتيجة تنسجم مع فرضية السوق الفعالة لرأس المال، بل أن الباحثين قد أكدا بأن أسعار الأسهم لها تأثير سببي على المتغيرات النقدية ومنها أسعار الفائدة على سندات الشركات من نوع (AAA).

---

*: تخضع السندات في الأسواق المالية إلى عدة تصنيفات تقوم بها مؤسسات متخصصة في هذا المجال، ولعل أشهرها Moody وS&P وتستخدم هذه المؤسسات لأحرف الأبجدية في توضيح درجة تصنيف السندات مثل Ba AA علما أن هناك اختلاف بين طريقة استخدام كل مؤسسة للأحرف في تصنيفها، فالسندات ذات النوعية الممتازة يرمز لها بالأحرف Aaa حسب تصنيف Moody بينما يرمز لها بالأحرف AAA حسب S&P، حيث أن درجة استجابة أسعار السندات للتغيرات في أسعار الفائدة والإمكانيات التسويقية للسندات تعتبر أهم المعايير المستخدمة في عملية تصنيف السندات فالسندات الممتازة على سبيل المثال تكون ذات حساسية عالية تجاه تغيرات أسعار الفائدة ولها إمكانيات عالية في مجال التسويق، وتكون عائدة إلى مؤسسات ذات قدرة عالية في دفع الفوائد والقيمة الاسمية للسند عند موعد الاستحقاق.

خلاصة:

تتأثر السوق المالية كغيرها من الأسواق بمختلف العوامل والأحداث سواء من داخل السوق أو خارجه وقد يكون للبعض منها تأثير إيجابي في أدائه ويكون الآخر ذا تأثير سلبي، الأمر الذي يسبب التقلبات في مؤشراتها وللحد من هذه التقلبات لابد من التعرف على العوامل المسببة لهذه التقلبات وكيفية انتقال آثارها، لذا حظيت العوامل الاقتصادية بأهمية كبيرة من لدن المحللين بوصفها إحدى العوامل الخارجية المؤثرة في سوق المال.

تتأثر عمليات التداول والأسعار وتقسيم الأوراق المالية في أسواق المال بشكل عام بالتغير في مؤشرات الاقتصاد الكلي المتمثلة في النمو الاقتصادي، معدل التضخم، سعر الصرف، حجم الاستثمار الأجنبي، وسعر الفائدة، مع وجود خصوصية لكل سوق مالي سواء في درجة التأثر أو في نطاق العمل.

الفصل الثالث

واقع أداء وتحديات أسواق المال بالدول العربية

تمهيد:

نتيجة للتطورات التشريعية التي شهدتها صناعة الأوراق المالية عالميا، قامت العديد من أسواق المال العربية بإعادة هيكلة أسواقها بفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي، وعملت العديد من هذه الدول على تطوير التشريعات التي تحكم أسواق رأس المال فيها كقوانين الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات التي تصدر بموجبها، والقوانين الأخرى ذات الصلة المباشرة وغير المباشرة بالأسواق المالية، تقنيا تبنت الأسواق العربية أنظمة تداول إلكترونية بدلا من أنظمة التداول اليدوية لما توفره من شفافية وكفاءة عاليتين في عمليات التداول والرقابة، كذلك قامت الأسواق العربية بإدخال تطورات تقنية في مجالات التسوية والتقاص، ويميز الأسواق العربية محدودية الأدوات المالية المتداولة فيها، ويرتكز التداول على الأسهم والسندات مع ضعف واضح في سوق السندات.

خطت الأسواق المالية العربية خطوات واسعة بشأن تطويرها وزيادة شفافيتها، إلا أنها لا تزال بحاجة لمزيد من الدعم من مختلف الجهات لتمكين الأسواق المالية العربية من القيام بدورها الهام والحيوي في تعزيز النمو الاقتصادي؛ وهذا ما سنبرزه في هذا الفصل من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: نشأة أسواق المال العربية وتطورها.
- المبحث الثاني: أثر الأزمة المالية 2008 على أداء أسواق المال العربية.
- المبحث الثالث: تحليل أداء أسواق المال العربية للفترة 2005–2015.
- المبحث الرابع: معوقات وآليات تفعيل أسواق المال العربية.

الفصل الثالث ـــــــ

الفصل الثالث ـــــــ

للأسهم تنخفض مما أدى إلى فقدان الثقة في السوق وهذا بسبب المضاربات وأيضا موجة البيع الكبيرة للأسهم.

على الرغم من عدم وجود سوق رسمي لتداول الأوراق المالية في الإمارات إلا في أوائل عام 2000، إلا أن السوق غير الرسمي يعد من الأسواق الكبيرة، بمقارنته بأسواق الأوراق المالية العربية ففي عام 1998، كان يحتل الترتيب الثاني بعد سوق الأسهم السعودي.

المرحلة الثانية: مرحلة تنظيم السوق

إن تنظيم سوق الأوراق المالية بالإمارات كان ضرورة لتجنب المشكلات لعمليات التداول في السوق غير المنظمة

فصدر القانون الاتحادي رقم 04 سنة 2000 بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، وتتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية لممارسة مهامها.

من صلاحيات هذه الهيئة وضع الأنظمة الخاصة للأسواق والتأكد من تطبيق هذه الأنظمة واشتراط القانون على ربط جميع الأسواق المرخص لها بالعمل في الدولة ربطا الكترونيا.

بعد صدور القانون الاتحادي تم افتتاح سوق دبي المالي في 26 مارس 2000 حيث أدى إلى رفع قيمة أسهم شركات مساهمة عند البداية وعدد شركات الوساطة المرخص لها بـ 12 شركة.

في 13 ماي 2000 صدر القانون رقم 03 لسنة 2000 بشأن إنشاء سوق أبوظبي للأوراق المالية وتم افتتاحه رسميا في 15 نوفمبر 2000 حيث أدرجت فيه 12 شركة مساهمة، ووضعت هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ضوابط تشريعية لإدراج الشركات المساهمة والوسطاء وبعض الضوابط الأخرى التنظيمية التي تضمن الإفصاح والشفافية من جانب الشركات والوسطاء.

خامسا: سوق مسقط للأوراق المالية

صدر قانون مسقط للأوراق المالية بتاريخ 1988 والذي بمقتضاه تم تنظيم السوق الذي باشر عمله بعد سنة من صدور القانون حيث عملت إدارة السوق على ترشيح القواعد الأساسية للتعامل في السوق وفق أحدث الأساليب كما عملت على توفير المعلومة الصحيحة بشكل دائم ومستمر والعمل على تشجيع الاستثمار بالأوراق المالية والأدوات المالية بأنها الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات المساهمة والسندات الصادرة عن الحكومة وسندات الخزينة وأذونها وأية أوراق مالية أخرى قابلة للتداول[1].

[1] عطا الله علي عودة الله الزبون، مرجع سبق ذكره، ص 13.

الفصل الثالث ـــــــ

الفصل الثالث ـــــــ

ثالثا: سوق الأوراق المالية في لبنان

تأسست سوق الأوراق المالية في بيروت عام 1920 ولم تهتم في بداية عهدها إلا بعمليات الذهب نظرا لقلة الشركات المدرجة في السوق كما تم تطويرها بعد فترة طويلة في عام 1954، وتتابعت القوانين المنظمة للسوق إلا أنه بقي يعاني من صغر الحجم وبقي سوق نقدي رغم الإمكانيات الكبيرة والمتعددة وحتى في الوقت الحاضر فإن السوق اللبناني مازال سوقا صغيرا رغم الحرية الكبيرة في دخول وخروج رؤوس الأموال إليه وانخفاض معدلات الضرائب ووجود القوانين التي تحفظ سرية المتعاملين وتتعامل بدرجة عالية من الشفافية بالإضافة إلى حاجته إلى البحث عن مجالات التوظيف المحلي والعربي وقد اهتمت السلطات اللبنانية بإعادة تشكيل السوق المالي على أحدث الأسس المعروفة عالميا[1].

رابعا: سوق فلسطين للأوراق المالية

تأسس سوق فلسطين للأوراق المالية بمبادرة من شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) والتي تشكل المساهم الأكبر في شركة سوق فلسطين للأوراق المالية، حيث قدمت باديكو دراسة شاملة حول إقامة هذا السوق وحصلت بموجبها على موافقة السلطة الوطنية الفلسطينية (وزارة المالية) في سنة 1995 للمباشرة في إنشاء سوق فلسطين للأوراق المالية في نابلس، وفي 07 نوفمبر 1996 تم التوقيع على اتفاقية تشغيل السوق مع السلطة الوطنية الفلسطينية، وبدأ الافتتاح والتداول الفعلي في السوق الرسمي للأوراق المالية في فلسطين في 18 فيفري 1997 ويخضع السوق وشركات الأوراق المالية لإشراف ورقابة وزارة المالية[2].

يعتمد سوق فلسطين للأوراق المالية على أنظمة الكترونية لتداول الأوراق المالية والرقابة والتسوية، بشكل يكفل السرعة والدقة في انجاز صفقات البيع والشراء وسلامة التعامل بالأوراق المالية.

---

[1] عطا الله علي عودة الله الزبون، مرجع سبق ذكره، ص 12.

[2] سلام عماد صالح، مرجع سبق ذكره، ص 223.

المطلب الثالث : نشأة وتطور أسواق المال في دول المغرب العربي

وسنخص بالذكر في هذا المطلب كل من بورصة الدار البيضاء والبورصة التونسية وبورصة الجزائر.

أولا: بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء

يرجع تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى عام 1929 بمبادرة من القطاع البنكي والذي كان ينظم جلسات تبادل دورية، يتم فيها تداول أسهم شركات خاصة لصالح مستثمرين أجانب عن طريق المقاصة الحرة، وكان يطلق على هذه المؤسسة اسم "مكتب المقاصة في القيم المنقولة"، وقد أدت الظروف التي خلقتها الحرب العالمية الثانية إلى جعل المغرب ملاذ لرؤوس الأموال الأوروبية، ومع حصول المغرب على الاستقلال، شهدت البورصة انهيارا نتيجة تهريب رؤوس الأموال وهجرة الأجانب من المغرب الذين كانوا يمثلون أغلبية المستثمرين بالبورصة، ثم صدر بعد الاستقلال مرسوم ملكي بتاريخ 14 نوفمبر 1967 بشأن بورصة القيم المنقولة يتضمن تعديلات تنظيمية وإدارية لتقوية سلطة البورصة، وفي 21 سبتمبر 1993 صدر مرسوم ملكي عبارة عن ثلاثة نصوص قانونية هي كالتالي[1]:

1- قانون البورصة حيث يتم بموجبه استحداث شركة مساهمة تقوم بإدارة بورصة الدار البيضاء وتولت شركة بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء رسميا مهمة تسيير البورصة منذ 02 أوت 1995؛

2- إنشاء مجلس القيم المنقولة وهو بمثابة هيئة مراقبة السوق المالي وهو من أهم الهيئات التي تسهم في إدارة وتطوير البورصة وتعمل على حماية المستثمرين ومراقبة المعلومات المطلوبة من الشركات التي تدعوا الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها أو سنداتها، وتقوم بالإشراف على سير العمل بأسواق الأسهم والسندات وإثبات المخالفات والمعاقبة عليها؛

3- أما القانون الثالث فينص على إنشاء الهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي (الاستثمار المشترك) للقيم المنقولة (الأسهم والسندات)، وهي صناديق التوظيف المشتركة وشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير.

توالت التطورات ذات العلاقة بنشاط بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء ومن أهمها:

- إنشاء نظام الإيداع المركزي (شركة ماروكلير) عام 1997 من أجل تسريع عمليات المقاصة والتسليم وتحسينها؛
- اعتماد لامركزية التداول الالكتروني وتحويل عمليات البيع والشراء إلى مقرات شركات البورصة في عام 2001؛

[1] المرجع نفسه ص 170.

- قرار بنك مورجان ستانلي بوضع المغرب في مؤشر الأسواق المالية الناشئة اعتبارا من 2001؛
- أنشأت البورصة لجنة متابعة من أجل تعديل النظام الإداري للشركة واعتماد مجلس إدارة وإدارة عامة عوض النمط المعتمد سنة 2000 في شكل إدارة جماعية ومجلس رقابة.

ثانيا: بورصة الأوراق المالية في تونس

بدأ التعامل في الأوراق المالية بشكل رسمي عام 1937 حيث تم إنشاء غرفة للمقاصة لتسهيل بيع السندات من قبل الصندوق العقاري واستمر العمل حتى عام 1945 حيث حل الديوان التونسي للقيم المنقولة وهي عبارة عن جمعية المصارف المحلية وغرفة المصارف وكانت تتم كل العمليات المتعلقة بانتقال ملكية الأوراق المالية عن طريق الديوان حتى عام 1969 حيث صدر قانون إنشاء بورصة القيم المنقولة الذي استمر العمل به حوالي 20 عاما حيث صدر قانون إحداث بورصة الأوراق المالية في عام 1989، والذي أعطى دفعة جديدة لبورصة الأوراق المالية لتونس والذي يعمل ضمن المعايير والمقاييس المعمول بها في الأسواق المالية المتطورة كما استحدث القانون التونسي جهازا للرقابة لمراقبة عمليات التداول للأوراق المالية كما تم إنشاء شركة لتسيير أعمال السوق وتشجيع الوسطاء والفصل بين النشاط المصرفي ونشاط الوساطة.

في عام 1993 أنشأت شركة عامة للمقاصة والإيداع، وفي عام 1997 سمح للأجانب بالتملك بما لا يزيد عن 50% من أسسهم الشركات المدرجة في البورصة، كما تم استحداث الأنظمة الالكترونية في عمليات التداول وإتباع الإجراءات التي من شأنها تحقيق الشفافية والإفصاح ضمن المعايير الحديثة بالإضافة إلى إتباع البرامج التصحيحية مثل الخوصصة وغيرها مما عمل على زيادة النشاط في السوق المالي[1].

ثالثا: سوق الأوراق المالية بالجزائر

إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر ظهرت سنة 1990 في إطار الإصلاحات الاقتصادية المعلنة منذ 1988، أما القوانين التي ساهمت في تعزيز فكرة إنشاء البورصة فهي قانون 88-01 المتعلق بـ توجه المؤسسات العمومية الاقتصادية، قانون 88-03 المتعلق بتشكيل 08 صناديق مساهمة، قانون 88-04 المعدل والمكمل للأمر رقم 59-75 بتاريخ 1975/09/26 والمتعلق بالقانون التجاري علما أن هذه القوانين عملت على التفرقة بين دور الدولة كمساهم ودور الدولة كقوة عمومية.

[1] عطا الله علي عودة الله الزبون، ص ص 13-14.

الفصل الثالث ـــــــ

- الحافظين المنخرطين فيه، ويمركز بذلك حفظ لسندات ويسهل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى حساب
- أما بخصوص الاستثمار في المحفظة لفائدة غير مقيمين نجد أن قاعدة بنك الجزائر رقم 2000 –04 بتاريخ 02 أفريل 2004 عرف شروط دخول وخروج رؤوس الأموال للاستثمار في محفظة الأوراق المالية لغير المقيمين.

المبحث الثاني: أثر الأزمة المالية 2008 على أداء أسواق المال العربية

شهدت الأسواق المالية العالمية عدة أزمات في أواخر القرن التاسع عشر والقرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين، تسببت في حدوث أزمات مالية تميزت بسرعة انتشارها واختلاف أسبابها، وكان من أعنفها الأزمة المالية العالمية 2008، والتي سنحاول التركيز عليها وعلى أثرها على أسواق المال العربية.

المطلب الأول: الأزمة المالية المفهوم والمظاهر

لقد كان للأزمات المالية المختلفة وقع كبير على اقتصاديات البلدان المختلفة، وخاصة منها أزمة 1929 وأزمة 2008، إذ أنها غالبا ما تسبب تدهورا حادا في الأسواق المالية وفي قيمة الأوراق المالية وكذا في قيمة العملة.

أولا: حقيقة الأزمة المالية 2008

تعتبر الأزمة المالية التي شهدها الاقتصاد العالمي منذ أوت 2008 من أسوأ الأزمات التي مر بها الاقتصاد العالمي منذ عقد الثلاثينات، بل وتعتبر الأخطر في تاريخ الأزمات المالية خاصة بعدما ثبت عجز النظام الاقتصادي العالمي عن احتوائها والتخفيف من آثارها بشكل سريع وفعال.

تأتي خطورة هذه الأزمة من كون انطلاقها كان من اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية المتحدة الذي يشكل قاطرة النمو في الاقتصاد العالمي، فيلاحظ أن نسبة الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي إلى العالم تمثل حوالي 27.4% في عام 2006 أي أن الناتج المحلي الأمريكي يشكل أكثر من ربع الناتج المحلي الإجمالي للعالم، في حين بلغ سكان الولايات المتحدة الأمريكية نحو 4.58% من سكان العالم في عام 2006، وكذلك تمثل الصادرات الأمريكية حوالي 8.6% من الصادرات، أما نصيبها من واردات العالم فقد بلغ 15.6% في عام 2006 ويظهر كبر تأثير الاقتصاد الأمريكي على الاقتصاد العالمي بالنظر أيضا إلى نصيب أمريكا من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، إذ حصلت على 12.7% منها في عام 2007 كما بلغت التدفقات الخارجة منها حوالي 15.7% خلال نفس العام، إضافة إلى ما سبق فإن

الفصل الثالث ـــــــ

الفصل الثالث ـــــــ

الفصل الثالث ـــــــ

ثالثا: أسباب الأزمة

تعد الأزمة المالية العالمية 2008 أشد خطورة على الاقتصاد العالمي وعلى النظام الرأسمالي في نفس الوقت وكذلك الاستقرار السياسي للدول كافة سواء الغنية أو الفقيرة، وكانت لها آثار سلبية كبيرة ومن أهم العوامل المسببة للأزمة ما يلي[1]:

1- انهيار أسواق الأوراق المالية والتوسع في منح القروض وتدفقات رؤوس الأموال الكبيرة نتيجة الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرر المالي؛

2- التوسع في منح القروض أدى إلى عدم المطابقة بين أصول وخصوم المصارف خصوصا من جانب عدم الاحتفاظ بجزء كاف من السيولة لمواجهة التزاماتها عندما تكون أسعار الفائدة العالمية مرتفعة أو أكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية؛

3- تغيرات أسعار الفائدة العالمية التي تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ودرجة جاذبيتها؛

4- نقص الرقابة والإشراف على سلوك المصارف والمؤسسات المالية عند إصدارها للأصول المالية؛

5- سحب الودائع بصفة مفاجئة الذي أدى إلى انهيار المؤسسات المالية؛

6- درجة التشابك بين المؤسسات المالية والمصرفية خصوصا بعد استحداث الأدوات المالية الجديدة في المجال المالي بصفة عامة، وفي التمويل العقاري بصفة خاصة وذلك من خلال تحويل القروض السكنية إلى سندات مدعومة بتلك القروض مما يؤدي إلى تشابك تلك المؤسسات المالية؛

7- تقديم المؤسسات المالية القروض لعدد كبير من المستهلكين أصحاب الدخل الضعيف بمعنى أن قدرتهم على السداد متدنية وغير مضمونة وبالتالي يتعثرون عند حلول مواعيد تسديد القروض مما يؤثر على وضع المؤسسات المالية التي منحت القروض ومن ثم عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها وإفلاسها؛

8- ارتفاع العجز في الميزانية حيث وصل إلى 410 مليار دولار عام 2008 أي ما يعادل 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي؛

---

[1] صحراوي بن شيخة، بن حبيب عبد الرزاق، تأثير نتائج الأزمة المالية على التنمية الاقتصادية في الجزائر، دراسة حالة المشاريع الاستثمارية الكبرى قيد الانجاز، الملتقى الدولي الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بالتعاون مع مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2001، ص 07.

9- عجز الميزان التجاري حيث وصل إلى 758 مليار دولار عام 2006 وسبب ذلك يعود إلى أن الولايات المتحدة الأمريكية من أهم المستوردين في العالم كما أن الجهاز الإنتاجي الأمريكي عاجز عن تلبية الحاجات الاستهلاكية السلعية؛

10- ارتفاع حجم الدين الأمريكي من 4300 مليار دولار عام 1990 إلى 8900 مليار دولار عام 2007 إلى 10500 مليار دولار أواخر العام 2008؛

11- ارتفاع نسبة التضخم وتراجع الإنتاجية وانتشار البطالة خاصة بعد أن فقد الملايين من الأشخاص وظائفهم بسبب الأزمة؛

12- إن حجم الديون المرتفعة على الشركات والأفراد وصلت في نهاية عام 2007 إلى 27800 مليار دولار بلغ نصيب مديونية الأفراد منها 9200 مليار دولار، منها 6600 مليار دولار ديون عقارية ساهمت بشكل رئيسي في صنع أزمة الرهن العقاري.

المطلب الثاني: تداعيات الأزمة المالية 2008 على اقتصاديات الدول العربية

انعكست الأزمة المالية على معظم اقتصاديات دول العالم وبما أن الدول العربية جزء من منظومة الاقتصاد العالمي فإنها تأثرت سلبا بهذه الأزمة نظرا لما يلي[1]:

1- تعتمد الكثير من الدول العربية على صادرات المواد الخام المعدنية وبالذات البترول والفوسفات، ولقد انخفضت أسعار هذه المواد في أشهر قليلة وبمعدلات قياسية، وانخفض الطلب العالمي أيضا على صادرات القطن والمنسوجات التي تمثل نسبة لا يستهان بها من صادرات دول وادي النيل وتونس وسوريا؛

2- تأثرت بعض الدول العربية من تراجع الطلب العقاري وبالذات في دول الخليج العربي، والأردن ومصر؛

3- تراجع الطلب على صناعة النقل والسياحة العالمية مما يهدد عائدات السياحة في الدول العربية، ورسوم المرور في الأجواء العربية وفي قناة السويس وقد سببت أزمة الثقة في المستقبل الاقتصادي انهيارا غير مسبوق في بعض الأسواق المالية العربية، حيث انخفض مؤشر البورصات العربية بما يزيد عن 55% في عام 2008 في سوق القاهرة وعمان وبنسبة أكبر في سوق دبي؛

[1] حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سبق ذكره، ص 14.

4- في ظل الفائدة صفر على الدولار والذي فرض لتمويل الخطط التحفيزية للإنعاش الاقتصادي فإن جميع الدول النامية ومنها الدول العربية تشارك في تحمل تكاليفها بقيمة ما تملكه من احتياطات للنقد الأجنبي، بمعنى أن هذه الاحتياطات خرجت تماما من دائرة الاستثمارات ذات العائد مهما كان بسيطا وقليلا، ويعني أن هذه الاحتياطات أصبحت عرضة للتآكل في ظل معدلات التضخم العالمية.

بصفة عامة تتفاوت درجة تأثر كل دولة بحسب درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي على العالم الخارجي، ومن أجل ذلك يمكن تصنيف الدول العربية إلى ثلاث مجموعات هي[1]:

المجموعة الأولى: هي الدول ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي المرتفعة ومثلها دول مجلس التعاون الخليجي، حيث شكلت صادراتها نسبة كبيرة من الناتج المحلي، على اعتبار أن النفط هو المصدر الرئيسي لدخلها، وجراء الأزمة فقد انخفضت أسعار النفط بحوالي النصف الأمر الذي ينعكس على الموازنات العامة ومعدلات النمو الاقتصادي.

المجموعة الثانية: هي الدول ذات درجة الانفتاح المتوسط أو فوق المتوسط ومثلها مصر والأردن وتونس.

المجموعة الثالثة: هي الدول ذات درجة الانفتاح المنخفضة ومثلها السودان وليبيا والجزائر.

وتفاوتت درجة التأثر حسب درجة الانفتاح كما يلي[2]:

أولا: المجموعة الأولى

شكلت العوامل المتعلقة بالانكشاف على أسواق المال العالمية أهم قنوات امتداد الأزمة إلى اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي في الأعوام الأخيرة التي سبقت الأزمة طفرة في الموارد المالية الناجمة عن الإيرادات النفطية الضخمة والتدفقات الرأسمالية الأجنبية لتمويل المشاريع الكبرى القائمة في عدد من هذه الدول، بالإضافة إلى التوسع في الائتمان المصرفي والمقدم للقطاع الخاص ومع تفاقم الأزمة المالية في الدول المتقدمة وانكماش الطلب العالمي، والتراجع الحاد في أسواق النفط العالمية خلال النصف الثاني من العام 2008، تقلصت الفوائض المالية لدول المجلس كما تقلصت أيضا السيولة النقدية لدى القطاع المصرفي وقطاع الأعمال بالإضافة إلى خروج رؤوس الأموال الأجنبية والتي دخلت أسواق المال الخليجية لأغراض المضاربة.

---

[1] خالد أمين عبد الله، محمد أحمد صقر، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، الطبعة 1، مركز دراسات الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2009، ص ص 75، 76.

[2] بوعبد الله علي، مرجع سبق ذكره، ص ص 284- 286.

لقد تزامنت هذه الأوضاع مع شح السيولة في الأسواق العالمية الأمر الذي أدى بعدد من دول المجلس إلى تقليل الاعتماد على التمويل الخارجي للمشاريع الكبرى منها، إضافة إلى أن العديد من القروض المستحقة للمؤسسات المالية العالمية خلال الأزمة كانت هي أيضا بحاجة إلى إعادة التمويل، مما أدى إلى تعرض عدد من شركات القطاع العام والخاص (كما حدث في أزمة ديون دبي) كمخاطر إعادة جدولة الديون القائمة على ذمتها وزيادة تكلفة التمويل وتراجع الاستثمارات في تمويل مشاريع التطوير العقاري وشراء العقارات وقد نجم عن ذلك تأجيل تنفيذ العديد من مشاريع التطوير العقاري وتفيد تقارير دولية أن المشاريع التي تم تأجيلها أو تجميدها في دول مجلس التعاون في نهاية عام 2009 تقدر بحوالي 575 مليار دولار.

كما تأثرت أيضا هذه الدول بشكل مباشر من خلال استثمارات الصناديق السيادية لدول الخليج خاصة في مؤسسات أمريكية وأوروبية التي تعرضت لخسائر ملموسة فطبقا لتقديرات متعددة بلغت خسائر الثروة السيادية في منطقة الخليج العربي خلال صيف عام 2008 حوالي 1.5 تريليون دولار أمريكي.

ثانيا: المجموعة الثانية

أدى الانكشاف المحدود على أسواق المال العالمية للقطاع المصرفي والمالي المحلي في دول المجموعة الثانية إلى تقليل تأثيرات الأزمة المالية العالمية المباشرة على هذه الدول غير أن ارتباط اقتصاديات دول المجموعة بصورة وثيقة بالنشاط الاقتصادي والطلب في الدول المتقدمة وذلك في جانب المعاملات السلعية والمتمثلة في تركز اتجاهات صادرات عدد من دول المجموعة إلى أسواق الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة الأمريكية وكذلك في جانب المعاملات الخدمية والرأسمالية المتمثلة في تحويلات عمالها بالخارج وإيرادات السياحة وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر ولذلك فإن انكماش الطلب في دول الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة الأمريكية ودخول الاقتصاد العالمي في ركود كان له الأثر السلبي على صادرات هذه المجموعة وعلى تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إليها.

بوجه عام تمكن القطاع المصرفي والمالي المحلي في هذه المجموعة من تجنب الآثار الحادة التي شهدتها عدد من اقتصاديات الدول الناشئة خلال الأزمة المالية العالمية، وذلك لكون المعاملات الخارجية للمصارف المحلية في غالبية هذه الدول تخضع للقيود على حرية التدفقات الرأسمالية حيث تلتزم المصارف المحلية ومؤسسات القطاع الخاص بسقوف محددة للاستثمار في الخارج، وذلك للحد من انكشاف أصولها الأجنبية على المخاطر الاستثمارية العالمية التي شهدتها أسواق المال العالمية خلال الأزمة.

ثالثا: المجموعة الثالثة

لم يتأثر القطاع المصرفي والمالي في دول هذه المجموعة بتداعيات الأزمة المالية العالمية لكونه أكثر انغلاق وغير مرتبط بالنظام المصرفي والمالي العالمي بصورة مباشرة حيث لم يتعرض سوق الأوراق المالية في السودان والجزائر مثلا للتقلبات في القيمة السوقية نظرا لصغر حجم التداول وقلة عدد الشركات المدرجة فيها بالإضافة إلى انغلاقها على المستثمر الأجنبي.

إلا أن اقتصاديات دول المجموعة تأثرت من جراء انخفاض الطلب على النفط والناجم عن الركود الاقتصادي العالمي من جراء الأزمة المالية العالمية إضافة إلى ذلك فقد قامت كل من الجزائر وليبيا العضوين في منظمة الأوبك بخفض حصصهما الإنتاجية خلال عامي 2008–2009 وذلك طبقا لقرار منظمة الأوبك، ونتيجة لذلك تراجع حجم الصادرات النفطية لدول المجموعة بحوالي 28% من عام 2009.

في الأخير يمكن القول أن ضعف ارتباط الأسواق العربية بالأسواق العالمية ساهم إلى حد كبير في حماية هذه الاقتصاديات من التأثر بشكل مباشر بالأزمة المالية العالمية باستثناء الخسائر التي لحقت بالصناديق السيادية الخليجية، أيضا التأثر الواضح للدول النفطية بسبب التراجع الحاد في أسعار النفط في الأسواق العالمية، أما الدول غير النفطية فقد تأثرت بالأزمة بشكل غير مباشر بسبب تراجع حجم الاستثمارات الواردة إليها.

المطلب الثالث: تداعيات الأزمة المالية على أسواق المال العربية

كان قطاع أسواق المال العربية أكثر القطاعات تأثرا بالأزمة المالية العالمية حيث تأثرت هذه الأسواق بشكل مباشر من خلال خروج الاستثمارات منها إثر هذه الأزمة وما أنتجه من أجواء عدم اليقين لدى جمهور المستثمرين ونظرتهم على هذه الأسواق وتوقعاتهم المستقبلية، كما تأثرت بشكل غير مباشر بالتباطؤ في النشاط الاقتصادي والاستثماري الحقيقي مما أثر ذلك على أداء الشركات المدرجة في هذه الأسواق وربحيتها[1].

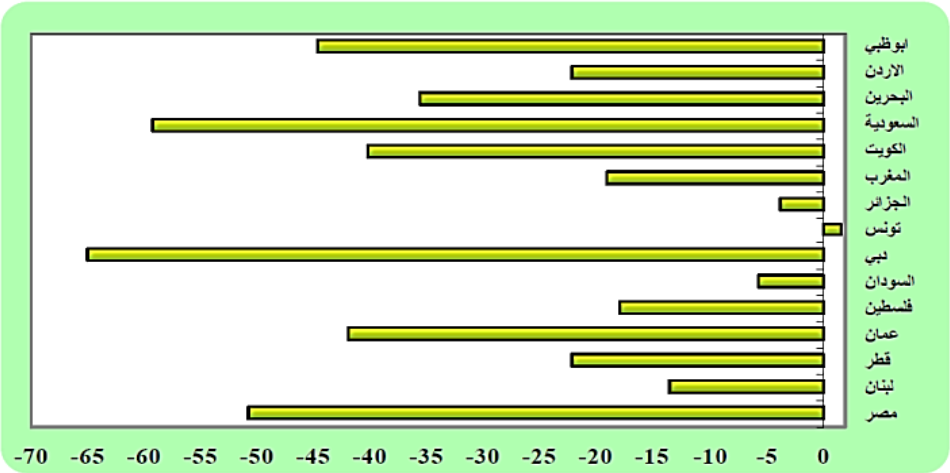
فقد شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2008 تقلبات حادة في أعقاب الأزمة المالية العالمية وخاصة في النصف الثاني من عام 2008، فبعد التحسن النسبي في أداء الأسواق المالية العربية

[1] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2010 ص 155.

الفصل الثالث ـــــــ

فيما يتعلق بالأداء الفردي للأسواق، فقد انخفضت مؤشرات الصندوق*، لجميع أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2008 باستثناء بورصة الأوراق المالية بتونس، وتفاوتت نسب انخفاض مؤشرات الصندوق للأسواق بشكل كبير، وتراوحت بين حوالي 65% لسوق دبي المالي ونحو 3.8% في بورصة الجزائر وانخفض مؤشر الصندوق لسوق الأسهم السعودي بنحو 59.2%، وبورصتي القاهرة والإسكندرية بنحو 50.9% وسوق أبو ظبي للأوراق المالية بنحو 44.6% وسوق الكويت بنحو 40.3%، وسوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 22.2%، وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بنحو 19% كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (07): نسبة تغير مؤشرات الصندوق للأسواق الأوراق المالية لعام 2008



المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد سنة 2009، ص 131

فيما يتعلق بأحجام أسواق الأوراق المالية العربية، انخفض إجمالي القيمة السوقية لهذه الأسواق إلى نحو 769.6 مليار دولار بنهاية عام 2008 مقارنة بنحو 1338 مليار دولار بنهاية عام 2007 أي بنسبة انخفاض بلغت نحو 42.5% كما وهو مبين في الشكل الموالي:

*: لا تنطبق مؤشرات الصندوق للأسواق المالية العربية الفردية مع المؤشرات الرسمية لأسواق الأوراق المالية المحلية للدول العربية لكون مؤشرات الصندوق عن كل سوق أوراق مالية يحتوي على عينة من شركات السوق المعنية وليس جميع الشركات المدرجة في تلك السوق.

الشكل رقم (08): إجمالي القيمة السوقية للأسواق المالية عام 2008

المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد سنة 2009، ص 131

واصلت أسواق المال العربية تراجعها بنهاية العام 2008 وبداية العام 2009 في مجموعة من المؤشرات نوردها فيما يلي:

أولا: أحجام أسواق الأوراق المالية العربية

تقاس من خلال القيمة السوقية لهذه الأسواق وأيضا عدد الشركات المدرجة في السوق، والجدول التالي يبين مؤشر القيمة السوقية والشركات المدرجة خلال عام 2007 و 2008 لأسواق الأوراق المالية العربية.

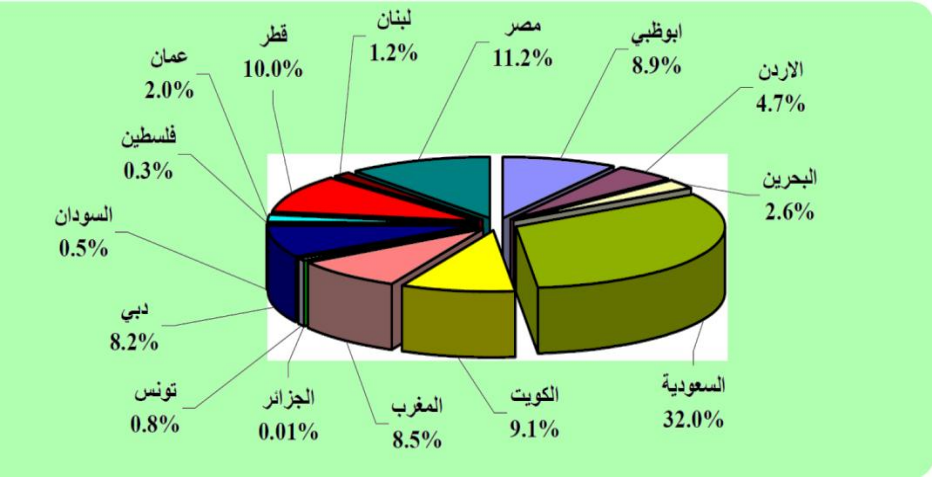
الجدول رقم (03): مؤشر القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة في الدول العربية للفترة 2007– 2008

الدولـــــــة	القيمة السوقية الى الناتج المحلي%		عدد الشركات المدرجة	
	2007	2008	2007	2008
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	63.1	–	64	65
بورصة عمـــــان	260.4	179.1	245	262
سوق البحرين للأوراق المالية	146.1	82.0	51	51
سوق الأسهم السعـــودي	137.6	52.7	111	127
سوق الكويت للأوراق المالية	126.8	81.8	196	204
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	102.8	76.7	73	77
بورصة الجزائر	01	01	02	02
بورصة الأوراق المالية بتونس	15.4	15.2	51	500
سوق دبي المالي	72.0	–	55	65
سوق الخرطوم للأوراق المالية	8.6	6.2	52	52
سوق فلسطين للأوراق المالية	–	–	–	37
سوق مسقط للأوراق المالية	57.2	25.3	125	122
بورصة بيروت	44.1	32.4	15	13
بورصتي القاهرة والإسكندرية	108.5	52.8	435	373
سوق الدوحة للأوراق المالية	149.5	74.9	40	43

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي لسنة 2008، وسنة 2009.

لقد انخفضت القيمة السوقية لمعظم إن لم نقل كل أسواق المال العربية خلال سنة 2008 فعلى سبيل المثال انخفضت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي من 137.6% إلى 52.7% وكذا القيمة السوقية لسوق عمان من 260.4% إلى 179.1% وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء من 102.8% إلى 76.7% وبورصتي القاهرة والإسكندرية من 108.5% إلى 52.8%، وبذلك تغير الحجم النسبي للأسواق المالية، حيث شكلت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي ما نسبته 32% من القيمة الإجمالية للأسواق المالية العربية تلاها سوق مصر بنحو 9.1%، وسوق أبو ظبي بنحو 8.9 %، وتراجعت سوق دبي المالي إلى نحو 8.2%.

الشكل رقم (09): الحجم النسبي للأسواق العربية خلال سنة 2008



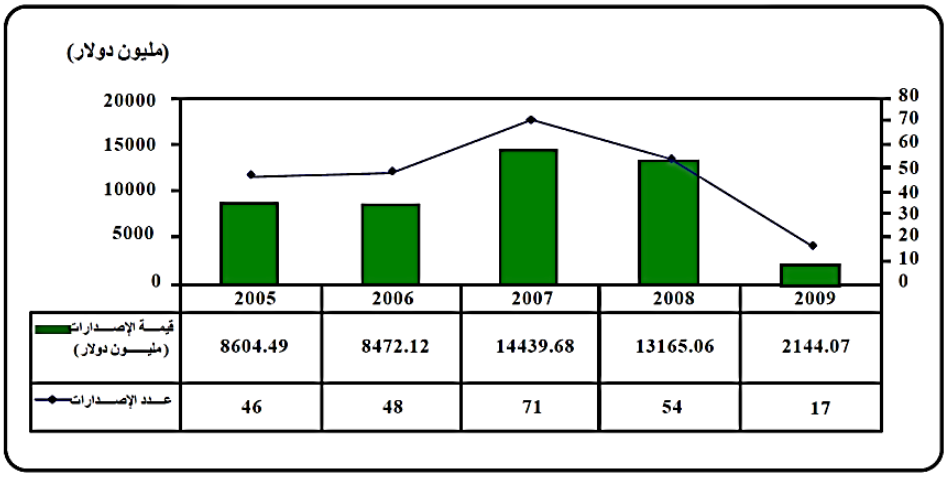
المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، 2009، ص 132.

أما بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية فقد انخفض في نهاية عام 2008 ليبلغ 1542 شركة مقابل 1550 شركة مدرجة بنهاية العام 2007.

ثانيا: أسواق الإصدارات الأولية

شهدت أسواق الإصدارات الأولية من الأسهم تراجعا ملحوظا خلال عام 2009 عما كان عليه نشاط هذه الإصدارات في السنوات السابقة، ويعكس ذلك تأثير الأزمة المالية العالمية وتراجع الثقة بالأسواق المالية، وتظهر البيانات أن عدد الإصدارات الأولية قد انخفض من 71 إصدارا جديدا خلال عام 2007 إلى 54 إصدار خلال عام 2008، ثم إلى 17إصدارا فقط خلال عام 2009، وهو العدد الأقل من الإصدارات منذ بداية عقد التسعينات[1]، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (10): تطور نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم في الدول العربية للفترة 2005– 2009



	2005	2006	2007	2008	2009
قيمة الإصدارات (مليون دولار)	8604.49	8472.12	14439.68	13165.06	2144.07
عدد الإصدارات	46	48	71	54	17

المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، 2010، ص 156.

[1] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2010.ص 156.

هذا وقد بلغت قيمة الإصدارات الأولية نحو 2.14 مليار دولار فقط خلال عام 2009، مقارنة بحوالي 14.4 مليار و 13.2 مليار دولار خلال عام 2007 و 2008 على التوالي.

ثالثا: مؤشرات السيولة

بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2008 نحو 997.87 مليار دولار مسجلة نسبة انخفاض بلغت نحو 9.9% مقارنة مع قيمة تداولات عام 2007[1]، وسجلت أحجام التداول تراجعا للعام الثاني على التوالي فقد انخفضت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2009 بنسبة بلغت حوالي 35% مقارنة بالعام 2008، حيث بلغت القيمة الإجمالية للتداول 654 مليار دولار نهاية 2009، كما سجل معدل حجم التداول اليومي انخفاضا محسوسا ليصل إلى 2613 مليون دولار خلال عام 2009 مقابل 4002 مليون دولار خلال عام 2008، وقد شهد هذا المعدل انخفاضا في جميع الأسواق دون استثناء[2].

فيما يتعلق بمعدل دوران الأسهم[*]، فقد انخفض خلال عام 2008 بنسبة 5.9% ليبلغ حوالي 304 مليار سهم مقارنة مع 323 مليار سهم تم تداوله في سنة 2007.

رابعا: المؤشرات المالية

سجلت معظم الأسواق العربية تراجعا في الأرباح الإجمالية لشركاتها المدرجة وبوجه خاص في القطاعات الاقتصادية الأكثر تأثرا بالأزمة المالية، وهي قطاعات الاستثمار والبنوك والعقار، كما انعكس تراجع الأرباح المحققة وكذلك التوزيعات المعلنة على مؤشرات الربحية والعائد المختلفة فمؤشر العائد على الأسهم قد تراجع في عام 2009 لدى جميع أسواق المال العربية باستثناء سوق مسقط، أما مؤشر مضاعف السعر فقد ارتفع في عام 2009 بالمقارنة مع 2008 في أغلب أسواق المال العربية[3].

خامسا: تدفقات الاستثمار الأجنبي

واصلت الاستثمارات الأجنبية في الأسواق العربية تراجعها خلال عام 2009 منذ التراجع الذي سجلته في النصف الثاني من عام 2008 إثر نشوء الأزمة، وقد شهدت تدفقات الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية تزايدا ملحوظا في الفترة التي سبقت الأزمة[4].

---

[1] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2009، ص 132.

[2] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2010، ص 159.

[*]: إجمالي قيمة الأسهم المتداولة كنسبة من متوسط إجمالي القيمة السوقية.

[3] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2010، ص ص 159، 160.

[4] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2010، ص 161.

المطلب الرابع: استنتاجات حول انعكاس الأزمة على أسواق المال العربية

في أعقاب الأزمة العالمية لوحظ تراجع في أداء الأسواق المالية العربية من التغير في أحجام التداول والمؤشرات العامة والقيم السوقية [1]، وبالرغم من كل الانعكاسات السلبية للأزمة المالية والتي تم الإشارة إليها وفي الوقت الذي تضع فيه هذه التطورات المالية والاقتصادية الأسواق المالية العربية في مواجهة التحديات تشكل هذه الأزمة أيضا فرصة سانحة لكي تأخذ أسواق المنطقة العربية العبر من خلال دراسة مسببات تهاوي الأسواق المالية العالمية والاستفادة من التجربة للعمل على توفير البيئة المناسبة لتفادي وقوع أسواق المنطقة في أزمات مشابهة في المستقبل ومن هذه الدروس والعبر مايلي[2]:

أولا: لقد أثبتت الأزمة المالية العالمية بأنه في ظل عولمة القطاع المالي فإنه بعدم تبني وتطبيق أطر رقابية محلية ودولية مناسبة للتعامل مع الابتكارات المالية من مشتقات وأدوات مالية معقدة سيؤدي عاجلا أم آجلا إلى إضعاف دور إدارة المخاطر في المؤسسات المالية، وبالتالي إلى وضع القطاع المالي والاقتصاد الكلي برمته على حافة الهاوية، وهذا يستوجب أن يترافق التحرير المالي مع السعي لتقوية الأنظمة الرقابية والإشرافية على مكونات القطاع المالي الذي يشمل أسواق الأوراق المالية.

ثانيا: الإفصاح والشفافية أمران ضروريان لتطوير واستقرار الأسواق المالية، في المنطقة هناك حاجة ماسة لتوفير قدر أكبر من البيانات والمعلومات حول أداء الشركات والمسائل التي تؤثر في أسعار الأسهم وفي قرار المستثمرين، وهذا أمر غير متوفر بالشكل المطلوب حاليا.

فعلى سبيل المثال إن عددا من المؤسسات التي واجهت مصاعب مالية سنة 2008 في المنطقة كانت أعلنت عن أداء جيد وعن تحقيق أرباح، وذلك قبل أسابيع من تعرضها للمشاكل المالية.

ثالثا: على البورصات العربية الناشئة عدم نسخ تجارب أسواق الدول المتقدمة على قاعدة أن كل ما تقوم به هذه الأسواق هو ممارسات صحيحة ومناسبة لكل الدول، وهذا يستوجب الانتقائية في نوعية الأدوات المالية التي يتم إدراجها والسماح بتداولها في الأسواق المالية العربية.

رابعا: بالرغم من أهمية تدفقات الاستثمارات يجب أن لا نغفل عن حقيقة أن جلب الاستثمارات ليس غاية بحد ذاته في تطوير القطاع المالي ودعم العملية التنموية، وهنا يجب التفريق بين الاستثمار الأجنبي المباشر الذي يكون عادة استثمار طويل الأجل ويتضمن نقل الخبرات والمعرفة، وليس استثمارات المحافظ، خاصة قصيرة الأجل منها والتي تسعى إلى المضاربة، فبالرغم من أن المضاربة مطلوبة لتعزيز

---

[1] بنان محمد سعيد، مرجع سبق ذكره، ص 35.

[2] بوعبد الله علي، مرجع سبق ذكره، ص ص 293، 294.

السيولة في الأسواق غير أنها قد تؤدي في حال عدم وضع أسس واضحة لها إلى عدم الاستقرار في الأسواق المالية وتعثرها.

خامسا: تلعب شركات الوساطة وشركات الاستشارات المالية دورا محوريا في تطوير عمل البورصات العربية، وليس من المغالاة القول بأن سلامة هذه البورصات وحماية المستثمرين تعتمد بشكل كبير على الكفاءة المالية والمهنية التي تتمتع بها هذه المؤسسات والعاملين بها، وعلى كفاءة الجهات الرقابية التي تنظم عملها، وفي هذا المجال هناك حاجة ماسة لتطوير عمل هذه المؤسسات في الأسواق العربية على كافة المستويات.

سادسا: هناك شبه إجماع بأن الأزمات المالية التي توالت على النظام العالمي من الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا 1997، مرورا بالفضائح المالية في القطاع المالي الأمريكي 2001–2002، ومن الأزمة المالية العالمية 2008، كلها إنما تكشف عن حوكمة الشركات والعبرة التي تستخلص هي أن عدم الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات من ناحية توازن العلاقة بين الإدارة التنفيذية ومجلس الإدارة وضعف دور لجان الرقابة الداخلية وضعف مستوى الشفافية والإفصاح وحماية المستثمرين يسهم بشكل مباشر في تقويض العمل المؤسسي ويزيد من إمكانية حصول أزمات مالية، خاصة في ضوء التزايد الهائل في حجم التعاملات المالية بين أسواق الدول المختلفة، وتكتسب حوكمة الشركات أهمية بالغة فيما يتعلق بالنظام المالي في المنطقة تحديدا، وخاصة القطاع المصرفي، حيث أن البنوك التجارية وبنوك الاستثمار يشكلان مصدرا أساسيا لتمويل المعاملات التجارية للشركات والمشاريع التنموية وتوجيه المدخرات إلى استثمارات وتقديم خدمات مالية واستشارية للأفراد والمؤسسات وبالتالي فإن ضعفها جراء عدم الالتزام بمبادئ سليمة للحوكمة من شأنه أن يعطل الشريان الرئيسي للنشاط الاقتصادي عموما.

الفصل الثالث ـــــــ

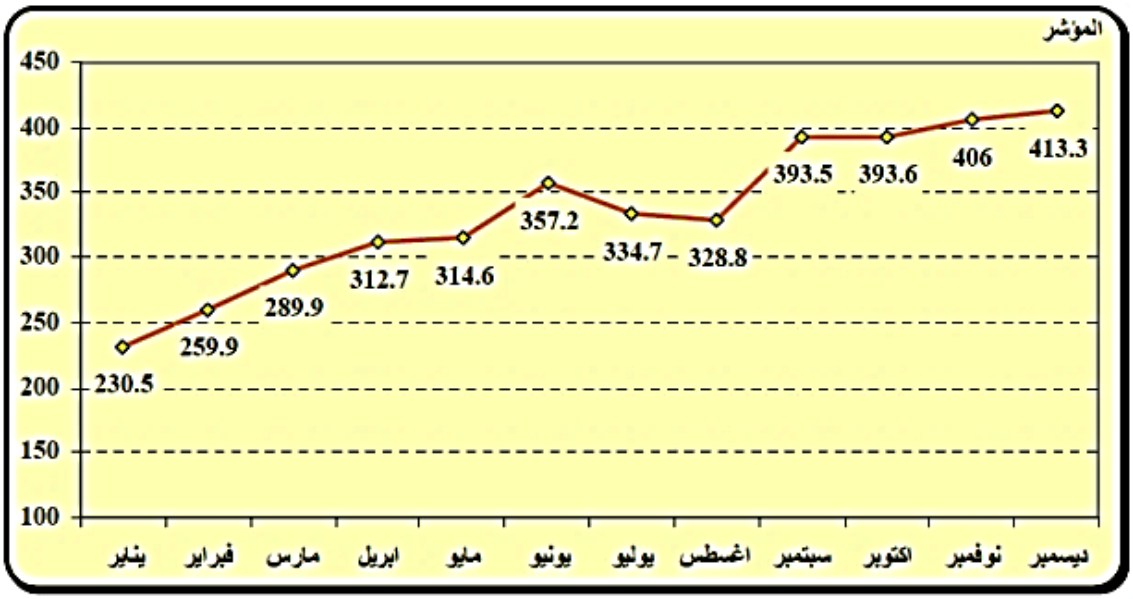
في عام 2005، الأمر الذي ساهم بشكل رئيسي في إبراز الحاجة إلى تطوير الأطر الرقابية والقانونية في هذه الأسواق بغية تقوية دورها، من جهة وحماية المستثمرين ومدخراتهم من جهة أخرى، ففي الأردن شهد السوق مجموعة من التطورات في مجال تقنية المعلومات كاعتماد نظام أرشفة الوثائق الصادرة عن البورصة، وتطوير البرمجيات المتعلقة بأنظمة البورصة، وفي السعودية شدد مجلس هيئة السوق المالي في منتصف عام 2005 على عمليات تداول أبناء رؤساء وأعضاء مجالس إدارة الشركات المساهمة والمديرين التنفيذيين في كافة الشركات المساهمة، وأصدرت الإمارات عام 2005 قرارات بتعديل أنظمة التحكيم في منازعات تداول الأوراق المالية والمقاصة والتسويات ونقل الملكية والوسطاء.

2- **على صعيد الإفصاح والشفافية:** شهدت أسواق الأوراق المالية العربية مجموعة من التطورات والأحداث الهامة خلال عام 2005 فيما يتعلق بزيادة مستوى الإفصاح وتعزيز الشفافية المطلوبة في الأسواق المالية، ففي قطر وبهدف تعزيز الشفافية المطلوبة في السوق تم وضع بعض الأسس لتنظيم عملية التداول بالأسهم من قبل الشركاء في شركات السمسرة ورؤساء مجالس إدارتها ومديريها والعاملين، وبهدف تسهيل عمليات التداول، وضمان أوامر البيع والشراء وافقت لجنة البورصة في قطر على تنفيذ مشروع نظام تداول الأسهم المدرجة في بورصة الدوحة عبر شبكة الأنترنت وفي سلطنة عمان تم إحداث مجموعة من التغييرات على الأنظمة المعمول بها في السوق وإدخال بعض التعديلات على بعض القوانين التشريعية وقيام السوق بشراء نظام تداول الكتروني جديد لتطوير الخدمات التي يقدمها للمتعاملين وتم تطوير خصائص نظام التقاص الالكتروني حيث تم فتح حساب العمليات المصرفية للسوق مع غرفة المقاصة لدى البنك المركزي العماني، أما في الأردن فقد تم إحلال موقع جديد للبورصة على شبكة الانترنت لنشر أهم المعلومات والبيانات الصادرة عن البورصة على الموقع وتوفيرها لكافة المستثمرين.

3- **أداء الأسواق المالية العربية من خلال المؤشر المركب:** ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة 91.6% بنهاية عام 2005 حيث بلغ 413.3 نقطة في نهاية عام 2005، وهو أعلى رقم سجله المؤشر منذ بداية احتسابه[1]، وهذا ما يظهره الشكل الموالي:

[1] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2006، ص ص 132- 134.

الشكل رقم (11): التغير في مؤشر صندوق النقد العربي لعام2005



المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد سنة 2006، ص 135.

يعكس ارتفاع المؤشر المركب للصندوق الأداء الجيد لأسواق الأوراق المالية العربية مقابل أداء أسواق الأوراق المالية الدولية، فقد سجل مؤشر مؤسسة التمويل الدولية (ستاندرند أند بور)، والذي يقيس أداء الأسواق المالية في الدول الناشئة ارتفاعا بلغت نسبته 37.6%[1]، في حين ارتفعت مؤشرات الأسواق المالية الدولية الرئيسية بنسب متفاوتة إذ سجل مؤشر نيكاي للأسهم اليابانية ارتفاعا بلغت نسبته 40.2% ومؤشر (ستاندرند اندبورز500) للأسهم الأمريكية ارتفاعا بلغت نسبته 03%[2].

4- **أداء الأسواق المالية العربية من خلال القيمة السوقية:** ارتفعت القيمة السوقية لأسواق المال العربية في نهاية عام 2005 بنسبة 107.2% لتصل إلى حوالي 1296 مليار دولار، مقارنة مع نحو 622.4 مليار في نهاية عام 2004، وسجلت القيمة السوقية لسوق دبي المالي أعلى ارتفاع من بين الأسواق المالية العربية تلاه سوق أبو ظبي للأوراق المالية ثم سوق الدوحة ويأتي بعده سوق الأسهم السعودي، علما بأن القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي تشكل حوالي 50% من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات.

5- **أداء الأسواق المالية العربية من خلال الشركات المدرجة:** وفيما يتعلق بعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية فقد ارتفع في نهاية عام 2005 إلى 1665 شركة مقابل 1597 شركة

[1] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2006، ص 135.

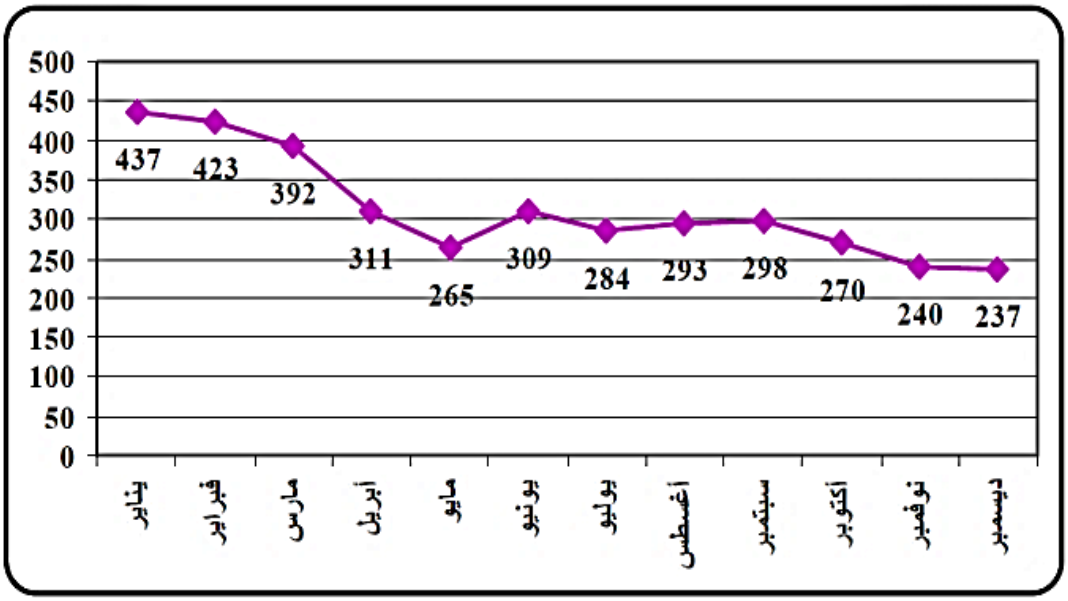
[2] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2006، ص135.

الفصل الثالث ـــــــ

الثقة بالسوق وزيادة جاذبية الأوراق المالية المتداولة فيها، وفي هذا الإطار تم أيضا التوقيع على اتفاقية للإدراج المتبادل وتشجيع الاستثمار بين الأسواق بغرض تعزيز فرص تنويع المحافظ الاستثمارية لتنويع المخاطر.

2- **أداء أسواق المال العربية من خلال المؤشر المركب:** فيما يخص الأداء الكلي لأسواق الأسهم العربية، أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال عام 2006 انخفاضا كبيرا بلغت نسبته حوالي 42% ليصل إلى حوالي 237 نقطة في نهاية عام 2006 مقارنة مع 413 نقطة في نهاية عام 2005، وهذا ما يظهره الشكل التالي:

الشكل رقم (12): المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2006



المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد سنة 2007، ص 144.

يُعزى التراجع في الأداء العام لأسواق المال العربية إلى عدة عوامل منها الارتفاع في أسعار الأسهم في معظم الأسواق العربية خلال العامين السابقين إلى مستويات قياسية، بعضها لم يكن طبيعيا نتيجة لضعف بنية هذه الأسواق، والبعض الآخر بسبب ضعف الدور الرقابي فيها، الأمر الذي استلزم تنفيذ إصلاحات هيكلية ورقابية في هذه الأسواق بغرض تصحيح مسار حركة أسعار الأسهم منذ أواخر عام 2005 وحتى نهاية عام 2006.

بالمقارنة مع أداء الأسواق المالية الناشئة، يظهر المؤشر المركب للصندوق أن أداء أسواق المال العربية كان مغايرا خلال عام 2006 للأداء الجيد الذي سجلته معظم الأسواق المالية الناشئة خلال الفترة نفسها، حيث سجل مؤشر (S&P 500) الخاص بالأسواق المالية الناشئة ارتفاعا بلغ حوالي 13%.

3- **أداء الأسواق المالية العربية من خلال القيمة السوقية** فيما يتعلق بأحجام أسواق الأوراق المالية العربية، فقد انخفضت القيمة السوقية لهذه الأسواق في نهاية الربع الأول بنسبة 1.6% عن قيمتها مقارنة مع نهاية عام 2005 لتبلغ حوالي 1269.11 مليار دولار وقد سجلت القيمة السوقية لبورصة الجزائر أعلى ارتفاع من بين الأسواق المالية العربية وذلك بنسبة 60.9%[1]، ومع نهاية 2006 عرفت القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة تراجعا بلغ نسبة 31.16% حيث أصبحت القيمة السوقية للبورصات العربية تقدر بحوالي 888 مليار دولار بعد أن بلغت خلال نفس الفترة من السنة السابقة 1290 مليار دولار.

4- **أداء الأسواق المالية العربية من خلال الشركات المدرجة** شهد عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية انخفاضا بسيطا في نهاية العام 2006 ليصل إجمالي عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية إلى 1623 شركة بعدما كان 1665 شركة نهاية العام 2005 أي نسبة 2.52%.

5- **أداء الأسواق المالية العربية من خلال مؤشرات التداول:** تفاوتت أحجام التداول في الأسواق المالية العربية خلال الربع الأول من العام 2006 مقارنة مع أحجام تداول نهاية عام 2005 فقد ارتفع إجمالي قيمة السهم المتداولة بنسبة بلغت 15.2% لتبلغ حوالي 563.950 مليون دولار مقارنة مع 489.723 مليون دولار في نهاية عام 2005، أما فيما يتعلق بعد الأسهم المتداولة فقد انخفض خلال الربع الأول من سنة 2006 بنسبة 16.9% ليبلغ 28.580 مليار سهم مقارنة مع 34.416 مليار سهم تم تداولها بنهاية العام 2005.

[1] صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الأول، العدد الخامس والأربعون، 2006، ص ص 07، 08.

المطلب الثاني: تحليل أداء الأسواق المالية العربية خلال فترة الأزمة المالية(2007-2008)

شهدت أسواق المال العربية تحسنا ملحوظا في سنة 2007 لكن هذا التحسن لم يدم طويلا بفعل تأثر الأسواق المالية العربية في سنة 2008 بالأزمة المالية، وقد كان أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة كما يلي:

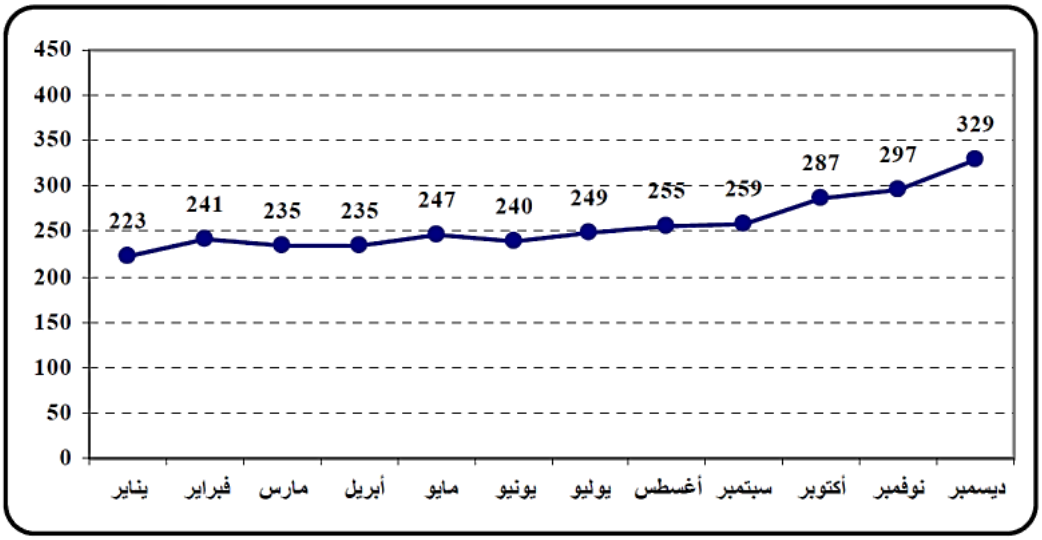
أولا: تحليل أداء أسواق المال العربية خلال سنة 2007

استثمرت الجهود التي بذلتها الدول العربية لتطوير أسواق الأوراق المالية فيها وذلك من خلال:

1- **الصعيد التشريعي والتنظيمي:** قامت الهيئات الرقابية للبورصات العربية بتطوير القوانين واللوائح التي تدعم زيادة مستويات الإفصاح والشفافية في السوق، وتحقيق قدر أكبر من الحماية للمستثمرين، كما استمرت الجهود المتعلقة بتطوير نظم المقاصة والإيداع والقيد المركزي لبلوغ مستويات أداء عالية، هذا بالإضافة إلى قيام بعض الدول العربية بإرساء قواعد للتعاون مع هيئات أسواق الأوراق المالية في الدول الأعضاء في المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال (الإيوسكوIOSCO)، وذلك فيما يتعلق بتبادل الخبرات الفنية لدعم وتطوير دور الجهات الرقابية في الدول العربية.

2- **أداء أسواق المال العربية من خلال المؤشر المركب:** فيما يخص الأداء الكلي لأسواق الأسهم العربية، فقد ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة 38.3% ليصل إلى 328.74 نقطة في نهاية عام 2007 مقارنة مع 237.7 نقطة في نهاية عام 2006، كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (13): المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2007



المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد لسنة 2008، ص 136.

بالمقارنة مع أداء أسواق الأوراق المالية في الاقتصاديات الناشئة في عام 2007، فإن الارتفاع الذي حققه المؤشر المركب لصندوق النقد العربي يفوق الارتفاع في المؤشرات التي تعكس أداء الأسواق الناشئة الدولية، حيث اقتصرت نسبة الارتفاع التي سجلها كل من مؤشر ستاندرند أند بورز 500 (S&P 500) وفوتسي (FT-SE 100)، على التوالي 3.5%، 3.8% في حين انخفض مؤشر نيكاي بنحو 11%.

3- **أداء أسواق المال العربية من خلال القيمة السوقية:** فيما يتعلق بأحجام أسواق المال العربية ارتفعت القيمة السوقية لهذه الأسواق في نهاية عام 2007 بنسبة 50.7% لتبلغ نحو 1338.6 مليار دولار أمريكي، مقارنة بنحو 888.1 مليار دولار بنهاية العام 2006.

يرجع هذا الارتفاع إلى نسب النمو القياسية التي سجلتها القيم السوقية للأسواق الرئيسية خلال عام 2007 فعلى سبيل المثال ارتفعت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي بنحو 58.5% وتمثل هذه النسبة 38.7% من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية.

وارتفعت القيمة السوقية لسوق دبي المالي بنحو 59%، وسوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة 50% وبورصتي القاهرة والإسكندرية بنحو 48.5%[1].

4- **أداء أسواق المال العربية من خلال الشكات المدرجة:** شهد عدد الشركات المدرجة في أسواق المال العربية انخفاضا طفيفا حيث بلغ عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق بنهاية العام 2007، 1550 شركة مقابل 1623 شركة مدرجة بنهاية عام 2006[2].

يرجع هذا الانخفاض إلى انخفاض عدد الشركات المدرجة بالسوق المالي بمصر ولبنان أما بقية الأسواق فقد شهدت ارتفاعا في عدد الشركات وتصدرت سوق الأسهم السعودية قائمة الزيادات بنسبة 28%.

5- **أداء أسواق المال العربية من خلال مؤشرات التداول:** فيما يتعلق بأحجام التداول في الأسواق المالية العربية خلال عام 2007، فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2007، نحو 1108 مليار دولار، أي بنسبة انخفاض بلغت نحو 34.2% مقارنة مع أحجام تداولات عام 2006، ويرجع هذا الانخفاض إلى انخفاض قيمة التداول خلال الأرباع الثلاثة الأولى من عام 2007 في عدد من الأسواق الرئيسية وخاصة سوق السهم السعودي، وشكلت قيمة الأسهم المتداولة في ثلاثة أسواق فقط وهي سوق الأسهم السعودي وسوق الكويت وسوق الإمارات ما نسبته 87% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية منها 61.6% حصة سوق الأسهم السعودي وحدها[3].

---

[1] صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد 52، 2007، ص 08.

[2] المرجع نفسه، ص 09.

[3] المرجع نفسه، ص 09.

أما فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة، فقد ارتفع خلال عام 2007 بنسبة 91.6% ليبلغ نحو 323 مليار سهم مقارنة مع 168.6 مليار سهم تم تداولها خلال عام 2006.

ثانيا: تحليل أداء أسواق المال العربية خلال عام 2008

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2008 تقلبات حادة في أعقاب الأزمة المالية العالمية وخاصة في النصف الثاني من عام 2008 فبعد التحسن النسبي في أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2007 وفي بداية عام 2008، عاودت مؤشرات هذه الأسواق في الهبوط وانخفضت أحجام التداول وخسرت الأسواق نحو 569 مليار دولار من إجمالي قيمتها السوقية خلال عام 2008.

1- **الصعيد لتشريعي والتنظيمي:** بهدف تطوير عمل أسواق المال خاصة في ضوء الأزمة المالية العالمية، واصلت الجهات التنفيذية والرقابية في كافة أسواق الأوراق المالية العربية العمل خلال عام 2008 على تطوير الأطر الرقابية والتنظيمية لهذه الأسواق وشملت التدابير التي تم اتخاذها إلزام الشركات المدرجة في الأسواق رفع مستوى الإفصاح المالي والشفافية، وتقديم خدمات التداول الإلكتروني للمتعاملين في الأسواق، وتحسين النظم الضريبية، بهدف الاستثمار وتعديل نظم إدارة المحافظ الاستثمارية لحماية المستثمرين وتطوير عمل مجالس الإدارة في الشركات المساهمة العامة.

كذلك عمدت الجهات المختصة من مصارف مركزية ووزارات مالية إلى اتخاذ إجراءات وتدابير لتحسين القطاع المالي جراء أزمة الائتمان العالمية من خلال ضخ السيولة في القطاع المصرفي وفي أسواق الأوراق المالية وضمان ودائع البنوك وضمان القروض وخفض أسعار الفائدة ونسب الاحتياطي الإلزامي للبنوك[1].

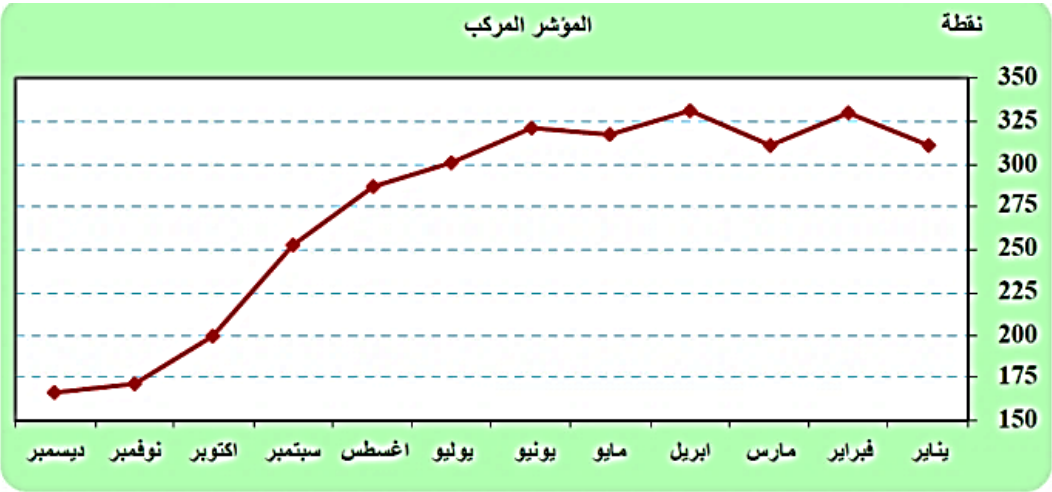
2- **أداء أسواق المال العربية من خلال المؤشر المركب:** انخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي والذي يقيس أداء أسواق المال العربية ليصل إلى 166.2 نقطة في نهاية عام 2008 مقارنة مع 328.7 نقطة في نهاية العام 2007، ويعكس هذا التراجع الملحوظ في أداء غالبية الأسواق المالية العربية من ناحية أحجام التداول والأسعار والقيم السوقية للأسواق، وتراجعت الأسواق العربية عموما بنسب أعلى من نسب التراجع التي شهدتها معظم الأسواق الناشئة والدولية، فعلى سبيل المثال فقد تراجع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لأسواق الأوراق المالية العربية في عام 2008 بنحو 49.4%، بينما انخفض مؤشر (S&P500) بنسبة

[1] صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد 56، 2008، ص 08.

38.55% ومؤشر فوتسي(FT-SE100) بنحو 31.3% ومؤشر نيكاي NIKKEI 42.1%، ومؤشر كاك 40 بنحو 42.7%[1].

والشكل التالي يوضح تراجع أداء الأسواق المالية العربية من خلال المؤشر المركب:

شكل رقم (14): المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2008



المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، 2009، ص 130.

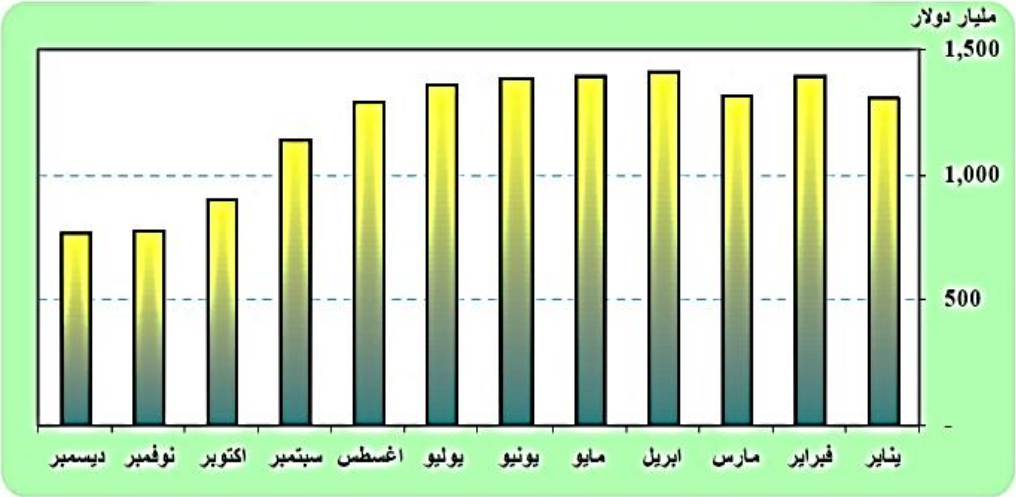
يرجع هذا الانخفاض في المؤشر المركب إلى الانخفاض الذي شهدته مؤشرات الصندوق لجميع أسواق المال العربية خلال عام 2008، باستثناء بورصة تونس، وتفاوتت نسب انخفاض مؤشرات الصندوق للأسواق بشكل كبير وتراوحت بين 65% لسوق دبي المالي إلى نحو 3.8% في بورصة الجزائر.

3- أداء أسواق المال العربية من خلال القيمة السوقية: فيما يتعلق بأحجام أسواق الأوراق المالية العربية، انخفض إجمالي القيمة السوقية لهذه الأسواق بنحو 769.6 مليار دولار أمريكي بنهاية العام 2008، مقارنة بنحو 1338 مليار دولار بنهاية عام 2007 أي بنسبة انخفاض بلغت نحو 42.8% كما هو موضح في الشكل التالي[2]:

[1] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2009، ص 130.

[2] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2009، ص131.

شكل رقم (15): إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية خلال عام 2008



المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، 2009، ص 131.

سجلت القيم السوقية للأسواق الرئيسية انخفاضا خلال عام 2008 وذلك نتيجة الانخفاض الملحوظ خلال الربع الأخير من عام 2008 فعلى سبيل المثال انخفضت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي بنحو 52.2% وتمثل هذه النسبة حوالي 32% من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية، كما انخفضت القيمة السوقية لسوق دبي بـ 54.3% وسوق الكويت بنحو 48.1% وبورصتي القاهرة والإسكندرية بنحو 38.1%.

4- **أداء أسواق المال العربية من خلال الشركات المدرجة:** كذلك فيما يخص عدد الشركات المدرجة فهي الأخرى قد سجلت انخفاضا وإن كان طفيفا، فقد بلغ عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية بنهاية العام 2008 حوالي 1542 شركة مقابل 1550 شركة مدرجة بنهاية العام 2007.

5- **أداء أسواق المال العربية من خلال مؤشرات التداول:** فيما يتعلق بأحجام التداول في الأسواق المالية العربية فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2008 نحو 997.87 مليار دولار، مسجلة نسبة انخفاض بلغت نحو 9.9% مقارنة مع قيمة تداولات 2007، وشكلت قيمة الأسهم المتداولة في ثلاثة أسواق فقط هي سوق الأسهم السعودي، وسوق الكويت، وسوق الإمارات ما نسبته 80.5% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية، منها 52.4% حصة السوق السعودي وحدها، أما فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة فقد انخفض خلال عام 2008 بنسبة 5.9% ليبلغ حوالي 304 مليار سهم مقارنة مع 323 مليار سهم تم تداوله خلال عام 2007.

المطلب الثالث: أداء أسواق المال العربية للفترة ما بعد الأزمة المالية العالمية 2009-2015

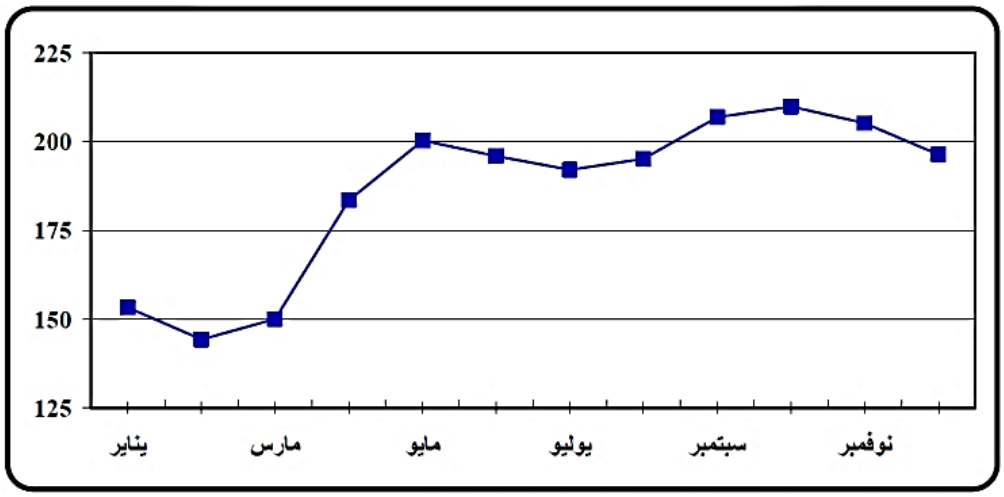
كان قطاع أسواق المال العربية أكثر القطاعات تأثرا بالأزمة المالية العالمية، حيث تأثرت هذه الأسواق بشكل مباشر من خلال خروج الاستثمارات منها إثر هذه الأزمة وما أنتجته من أجواء عدم اليقين لدى جمهور المستثمرين ونظرتهم على هذه الأسواق وتوقعاتهم المستقبلية، كما تأثرت بشكل غير مباشر من خلال التباطؤ في النشاط الاقتصادي والاستثمار الحقيقي مما أثر ذلك على أداء الشركات المدرجة في هذه الأسواق وربحيتها.

أولا: أداء أسواق المال العربية خلال سنة 2009

لقد كان أداء أسواق المال العربية خلال عام 2009 متفاوتا حيث واصلت الأسواق العربية في الأشهر الأولى من العام تراجعها الذي بدأته خلال النصف الثاني من عام 2008، ومع بداية النصف الثاني من عام 2009 بدأت هذه الأسواق كبقية الأسواق العالمية والناشئة، تتعافى لتنهي عام 2009 على ارتفاع عوضت به جزءا من خسائرها، إلا أن هذا الارتفاع كان أقل من الارتفاعات المماثلة التي سجلتها الأسواق الناشئة خلال العام 2009، حيث تأثر هذا الارتفاع أو التعافي للأسواق العربية بأزمة مشكلة ديون شركات دبي في الأشهر الأخيرة من عام 2009.

1- أداء أسواق المال العربية من خلال المؤشر المركب: ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة بنسبة 18.1% خلال عام 2009 ليصل إلى 196.3 نقطة في نهاية عام 2009، كما هو موضح في الشكل التالي[1].

شكل رقم (16): المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2009



المصدر: نشرات قاعدة بيانات أسواق المال العربية، صندوق النقد العربي، ص 157.

[1] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2010، ص157.

يعكس هذا الارتفاع التعافي النسبي لأسواق المال العربية من تداعيات الأزمة المالية العالمية، وإن كان هذا التعافي لم يتجاوز بعد الخسائر الكبيرة التي منيت بها الأسواق العربية خلال عام 2008 وبداية عام 2009، ولقد كان من الممكن أن يرتفع هذا المؤشر بأعلى من ذلك خلال عام 2009 لولا تداعيات أزمة ديون شركات دبي التي أثرت على أداء البورصات العربية، وبخاصة بورصات دول مجلس التعاون الخليجي خلال الربع الأخير من سنة 2009، وتجدر الإشارة إلى أن الأسواق المالية العربية قد خسرت مجتمعة ما قيمته نحو 758 مليار دولار من قيمتها السوقية الإجمالية خلال الفترة من نهاية جوان 2008 حتى نهاية مارس 2009.

بالمحصلة فقد كان أداء أسواق المال العربية قريبا من أداء أسواق المال الدولية خلال عام 2009، فقد ارتفع مؤشر (S&P 500) بنسبة 23.5% وسجل مؤشر (FT-SE 100) ارتفاعا بنحو 22.1%

في حين سجل مؤشر نيكاي NIKKEI ارتفاعا بنحو 19.1%، ومؤشر كاك 40 بنحو 22.3% خلال العام 2009، وهي ارتفاعات مماثلة نسبيا للارتفاع الذي سجله المؤشر المركب للأسواق العربية خلال نفس العام أما بالمقارنة مع الأسواق المالية الناشئة فإنه يبدو أن أداء الأسواق العربية كان أقل منه، حيث سجلت أغلب الأسواق الناشئة ارتفاعات ملحوظة خلال العام 2009 فقد سجل مؤشر MSCI لأسواق أمريكا اللاتينية ارتفاعا بلغ 98% خلال عام 2009، كذلك سجل نفس المؤشر لأسواق آسيا ودول شرق أوربا ارتفاعات بلغت نحو 70% و42% على التوالي خلال عام 2009[1].

2- **أداء أسواق المال العربية من خلال القيمة السوقية:** فيما يتعلق بأحجام أسواق الأوراق المالية العربية ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية لهذه الأسواق في نهاية العام 2009 بنسبة 17.4%، وبذلك تكون قد استعادت ما يعادل 133.8 مليار دولار من خسائرها لتبلغ القيمة السوقية الإجمالية نحو 903.4 مليار دولار مقارنة بنحو 69.6 مليار دولار بنهاية عام 2008، وتعكس هذه الزيادة في القيمة السوقية خلال عام 2009 تحسن مؤشرات الأسعار لمعظم الأسواق العربية خلال العام[2].

3- **أداء الأسواق المالية العربية من خلال الشركات المدرجة:** بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية فقد انخفض هذا العدد بنهاية عام 2009 ليبلغ 1495 شركة مقابل 1542 شركة مدرجة بنهاية عام 2008 وهو ما يرتبط بصورة رئيسية بشطب عدد من الشركات

[1] صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد 60، 2009، ص ص 07، 08.

[2] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2010، ص158.

لدى البورصة المصرية، إلى جانب الانخفاض الملحوظ في عدد الشركات الجديدة خلال عام 2009[1]، مقارنة بالأعوام القليلة السابقة والتي شهدت نموا ملحوظا في الإصدارات الأولية لشركات حديثة التأسيس.

4- **أداء الأسواق المالية العربية من خلال مؤشرات التداول:** تراجعت أحجام التداول خلال عام 2009 عما كانت عليه في عام 2008 فقد انخفضت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2009 وللعام الثاني على التوالي بنسبة بلغت نحو 35% مقارنة مع عام 2008 لتصل القيمة الإجمالية إلى 654 مليار دولار خلال عام 2009 مقابل 998 مليار دولار خلال عام 2008[2].

وعلى صعيد عدد الأسهم المتداولة في الأسواق العربية ارتفع هذا العدد بنسبة 19.6% خلال عام 2009 ليبلغ نحو 364.4 مليار سهم مقارنة مع 304.6 مليار سهم تم تداوله خلال عام 2008.

ثانيا: أداء أسواق المال العربية خلال سنة 2010

أدى التحسن في أداء الاقتصاديات العربية خلال عام 2010 إلى جانب التحسن الذي شهدته غالبية الأسواق المالية الناشئة إلى استمرار المنحى التصاعدي التدريجي لمؤشرات أسواق المال العربية خلال عام 2010 بصورة عامة، وإن كانت هذه المؤشرات لا تزال بعيدة عن مستوياتها قبل الأزمة المالية العالمية في معظم الأسواق.

1- **الصعيد التشريعي والتنظيمي:** واصلت الهيئات والسلطات الإشرافية العربية خلال سنة 2010 جهودها على صعيد تعزيز قدرات الرقابة وأدواتها وتوفير الحماية للمتعاملين وبرز بوجه خاص مواصلة الجهود على صعيد تطبيق مبادئ الحوكمة السلمية والالتزام بها، كما هو الحال في السعودية التي أدخلت حيز التنفيذ الإلزامي بعض التعديلات المعتمدة على لائحة حوكمة الشركات وذلك فيما يخص العضو المستقل ولجنة المكافآت، كذلك في الأردن حيث بات يتعين على الشركات المساهمة تضمين فصل خاص في تقاريرها السنوية حول تطبيق الحوكمة[3].

2- **أداء أسواق المال العربية من خلال المؤشر المركب:** ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء أسواق المال العربية مجتمعة بنسبة 7.3% خلال عام 2010 ليصل إلى نحو 240 نقطة في نهاية سنة 2010، ويعكس هذا الارتفاع تعافي أسواق المال العربية من تأثيرات الأزمة المالية العالمية وتداعيات أزمة ديون شركات دبي التي أثرت على أداء البورصات

---

[1] صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد 60، 2009، ص 09.

[2] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2010، ص 159.

[3] صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد63، 2010، ص 07.

الفصل الثالث ـــــــ

4- **أداء أسواق المال العربية من خلال الشركات المدرجة:** بالنسبة لعدد الشركات المدرجة فقد واصلت الانخفاض إذ بلغ عدد الشركات المدرجة 1441 شركة في نهاية ديسمبر 2010 مقابل 1495 شركة بنهاية العام 2009 أي بنسبة انخفاض بلغت 3.61%.

5- **أداء أسواق المال العربية من خلال مؤشرات التداول:** تراجعت أحجام التداول بشكل كبير خلال عام 2010 مقارنة بما كانت عليه في عام 2009، فقد انخفضت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة للعام الثاني على التوالي بنسبة بلغت نحو 42% لتصل القيمة الإجمالية إلى نحو 380 مليار دولار في عام 2010 مقابل نحو 654 مليار دولار خلال عام 2009[1].

بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية فقد تراجع بنسبة كبيرة بلغت نحو 44.4% مقارنة مع العام 2009 ليبلغ هذا العدد نحو 202.6 مليار سهم، وقد شكل عدد الأسهم المتداولة في أربع أسواق فقط وهي السوق المالية السعودية وسوق الكويت وسوقي الإمارات ما نسبته 77.5% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية[2].

ثالثا: أداء أسواق المال العربية خلال سنة 2011

شهدت غالبية أسواق المال العربية اضطرابات حادة خلال عام 2011، بالرغم من أن هذه الأسواق كانت قد افتتحت الأسابيع الأولى من عام 2011 على ارتفاعات، واصلت من خلالها تعافيها الذي بدأته خلال النصف الثاني من العام 2010، بعد فترة طويلة من الانخفاض إلا أن هذا التحسن ما لبث أن توقف مع اندلاع الاضطرابات في مصر في 25 جانفي 2011، فقد تراجعت مؤشرات البورصات العربية بشكل ملحوظ ومتسارع عاكسة مخاوف المستثمرين من تداعيات هذه الأحداث، فقد خسرت هذه البورصات مجتمعة ما قيمته نحو 141 مليار دولار (قرابة 14% من قيمتها السوقية) وذلك خلال خمسة أسابيع فقط في الفترة الممتدة من 25 جانفي إلى 04 مارس 2011.

1- **الصعيد التشريعي والتنظيمي:** سعت السلطات في الدول العربية التي تعرضت إلى اضطرابات وأحداث سياسية خلال عام 2011 إلى اتخاذ الإجراءات اللازمة لتأمين استقرار أسواقها وحماية المستثمرين وقد شملت الإجراءات إيقاف التداول لأيام ووضع ضوابط التداول للحد من انخفاض الأسعار، وفي المقابل واصلت بعض البورصات العربية الأخرى جهودها خلال عام 2011، لتطوير تشريعاتها وأنظمتها بما يؤهلها للارتقاء إلى مرتبة أسواق ناشئة ودخول المؤشرات العالمية وقد شمل ذلك تعديل بعض التشريعات وتطوير إجراءات وأنظمة التداول والمقاصة والتسوية،

[1] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2011، ص ص 142، 143.

[2] صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد63، 2010، ص 10.

الفصل الثالث ـــــــ

4- **أداء أسواق المال العربية من خلال الشركات المدرجة:** على صعيد عدد الشركات المدرجة في أسواق المال العربية فقد ارتفع هذا العدد بنهاية عام 2011 عما كان عليه في نهاية سنة 2010 ليبلغ حوالي 1460 شركة بنهاية 2011.

5- **أداء أسواق المال العربية من خلال مؤشرات التداول:** بلغت قيمة الأسهم المتداولة لمجموع البورصات العربية خلال عام 2011 حوالي 393.4 مليار دولار أي أنها حققت ارتفاعا قدره 3.2% مقارنة مع العام 2010، إلا أنها أقل بشكل واضح من حجم التداول الذي عرفته هذه الأسواق خلال الفترة 2005-2009 فقد شهدت اثني عشرة (12) بورصة عربية تراجعا ملحوظا فيها خلال عام 2011 مقارنة مع العام السابق، وتظهر البيانات تراجع أحجام التداول في بورصات كل من بيروت والكويت ومصر ودبي وعمان بنسب كبيرة تراوحت بين قرابة 50% و 70% خلال عام 2011.

رابعا: أداء أسواق المال العربية من خلال سنة 2012

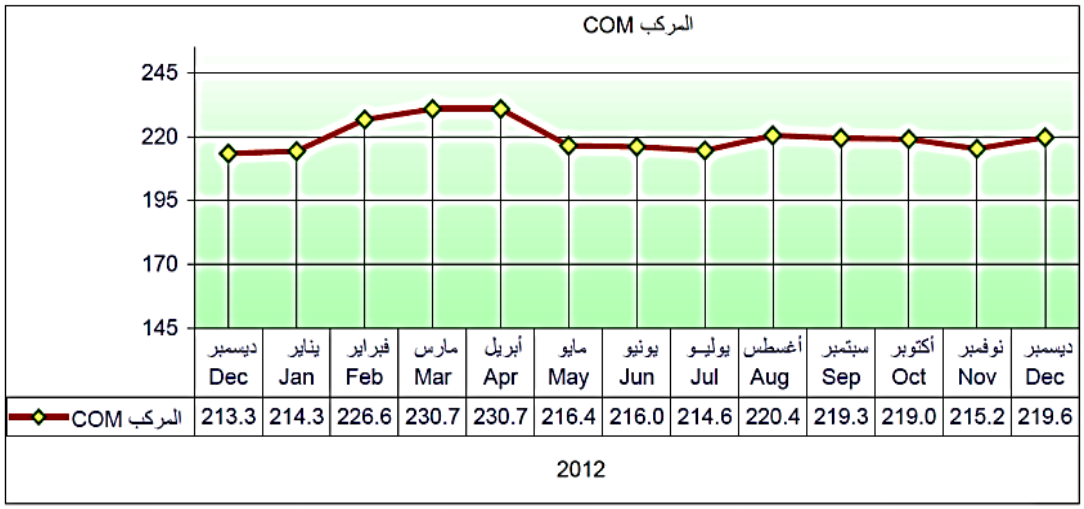
شهدت أغلب مؤشرات أسواق المال العربية تحسنا نسبيا خلال عام 2012، وإن تفاوت الأداء فيما بينها من جهة وعلى مدار العالم من جهة أخرى.

1- **الصعيد التشريعي والتنظيمي:** تركز اهتمام السلطات الرقابية والتشريعية الخاصة بأسواق رأس المال العربية على تحديث وتطوير أسواقها المالية من خلال تعديل تطبيق أنظمة الإفصاح والشفافية وتعديل الشروط الخاصة بإدراج وتداول الأوراق المالية بشكل عام، كما احتل موضوع تطبيق ضوابط الحوكمة ومعايير الانضباط المؤسسي حيزا لا بأس به من اهتمامات هذه السلطات.

2- **أداء أسواق المال العربية من خلال المؤشر المركب:** حقق المؤشر المركب لصندوق النقد العربي في سنة 2012 ارتفاعا قدر بنحو 1.7% عن سنة 2011 عاكسا بذلك التطورات في مؤشرات الأسعار في البورصات العربية كما يظهره الشكل التالي[1]:

[1] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2013، ص 154.

الشكل رقم (19): المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2012



المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد71، سنة 2012، ص 07.

مقارنة أداء البورصات العربية مجتمعة مع أداء البورصات العالمية والناشئة، كما يعكسها المؤشر المركب لصندوق النقد العربي، كان أداء البورصات العربية أضعف نسبيا من أداء أسواق الأوراق المالية بالدول المتقدمة، إلا أنه كان أفضل من أداء الأسواق المالية الناشئة الأخرى باستثناء أسواق آسيا ففيما يتعلق بمؤشرات أسعار البورصات الأمريكية، ارتفع مؤشر MASDAQ بنحو 15.9%، كما أغلق مؤشر (S&P500)مرتفعا بنسبة 13.4% وارتفع مؤشر داوجونز بنسبة 7.3%وقد حذت البورصات الأوروبية واليابانية حذو البورصات الأمريكية، حيث ارتفعت مؤشرات كل من كاك 40 ونيكاي NIKKEI 225 و DAXالفرنسي والياباني والألماني بنسب تراوحت بين 15% و30% وارتفع مؤشر (FT-SE100)البريطاني بنحو 5.8%.

أما البورصات الناشئة فقد ارتفع مؤشر MSCI لأسواق أمريكا اللاتينية وأسواق أوربا الشرقية بنحو 6.9% و4.1% على التوالي[1].

3- أداء أسواق المال العربية من خلال القيمة السوقية: شهد العام 2012 تحسنا في القيمة السوقية الإجمالية لمجموع البورصات العربية فقد ارتفعت هذه القيمة بنحو 4.7% خلال هذا العام[2]، لتبلغ نحو 916.4 مليار دولار بنهاية ديسمبر 2012 لتكسب بذلك هذه البورصات ما مقداره 42.3 مليار دولار من قيمتها السوقية، وقد ساهم في هذا التحسن قيام عدد من البورصات العربية بإدراج

[1] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2013، ص ص 154، 155.

[2] صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد71، 2012، ص 08.

الفصل الثالث ـــــــ

الفصل الثالث ـــــــ

أما البورصات الناشئة فقد سيطر الأداء السلبي عليها خلال هذا العام فقد تراجع مؤشر MSCI لأسواق آسيا بنحو 0.22% كما تراجع مؤشر MSCI لأسواق أوربا الشرقية وأمريكا اللاتينية بنحو 4.6% و15.7 % على التوالي.

3- **أداء أسواق المال العربية من خلال القيمة السوقية:** ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية لمجموع البورصات العربية بنحو 21% خلال عام 2013 لتبلغ نحو 138.2 مليار دولار في نهاية سنة 2013، وبذلك تكون البورصات العربية قد كسبت ما مقداره 221.80 مليار دولار من قيمتها السوقية، وقد كانت أسواق كل من أبو ظبي ودبي والسعودية أكثر البورصات العربية ارتفاعا من حيث القيمة السوقية خلال عام 2013، حيث ارتفعت القيمة السوقية لتلك الأسواق بنحو 50.5% و47.7% و25.2% على التوالي[1]، وقد ساهم إدراج خمس شركات جديدة في السوق المالية السعودية – بلغت قيمتها السوقية نحو 3.42 مليار دولار بنهاية العام 2013– في ارتفاع القيمة السوقية للسوق المالية السعودية، وتراوحت مكاسب أسواق كل من مسقط وقطر والبحرين وفلسطين بين 14% و21.5% من القيمة السوقية خلال عام 2013، وعرفت أسواق كل من الكويت ومصر والمغرب وبيروت تحسنا في القيمة السوقية ولكن بنسب أقل من 6% وقد جاء معظم هذا التحسن في النصف الثاني من عام 2013.

4- **أداء أسواق المال العربية من خلال الشركات المدرجة:** بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في أسواق المال العربية فقد بلغ عدد الشركات 1466 شركة بنهاية العام 2013 وهو نفس العدد في نهاية العام 2012.

5- **أداء أسواق المال العربية من خلال مؤشرات التداول:** بلغت قيمة الأسهم المتداولة لمجموع البورصات العربية خلال عام 2013 حوالي 534.9 مليار دولار، أي أقل بنحو 90 مليار دولار بالمقارنة مع القيمة المسجلة بنهاية العام 2012، حيث أظهرت البيانات انخفاضا في أحجام التداول في خمسة أسواق هي السعودية، مصر، تونس، وبيروت ودمشق[2]، وقد كانت أكبر هذه الانخفاضات في السوق المالية السعودية والتي تراجعت فيها قيم الأسهم المتداولة خلال هذا العام بنحو 149 مليار دولار وذلك بالرغم من إدراج أسهم خمس شركات في السوق المالية السعودية، والتي تشكل وحدها ما نسبته 68.2% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية مجتمعة.

---

[1] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2014، ص 156.

[2] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2014، ص 158.

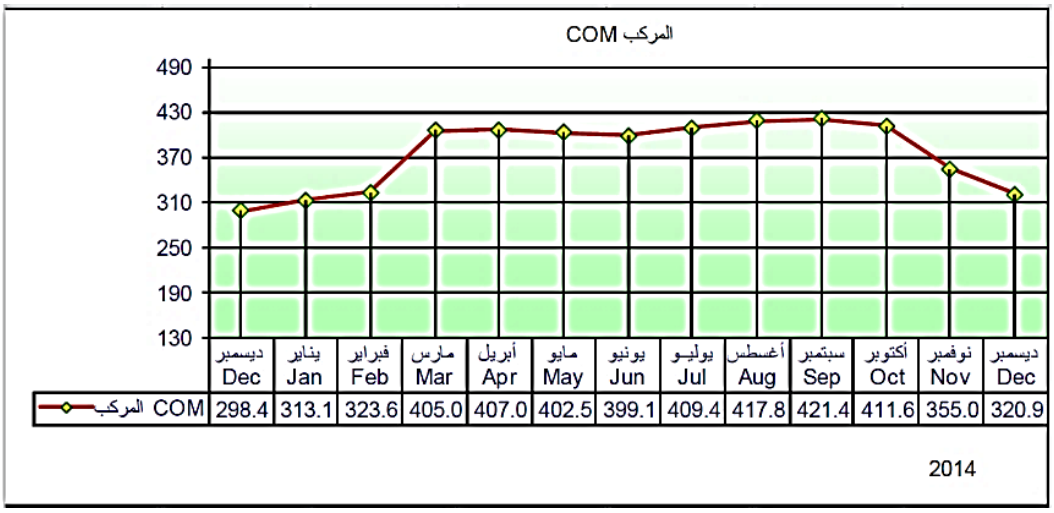
سادسا: أداء أسواق المال العربية من خلال سنة 2014:

جاء أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2014 ايجابيا بشكل عام وذلك بالمقارنة مع عام 2013.

1- **الصعيد التشريعي والتنظيمي:** سعت السلطات الرقابية في العديد من البلدان العربية على تطوير تشريعاتها من قوانين وأنظمة وتعليمات، وبشكل خاص تلك المتعلقة بالتداول والتقاص والتسوية خاصة بعد ارتقاء بعض الأسواق المالية العربية لمرتبة الأسواق المالية الناشئة.

2- **أداء أسواق المال العربية من خلال المؤشر المركب:** سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي ارتفاعا طفيفا بنهاية العام 2014 بلغت نسبته نحو 3.2% مقابل نسبة ارتفاع بلغت نحو 18.6% في العام السابق[1].

الشكل رقم (21): المؤشر المركب لصندوق النقد العربي



المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد79، 2014، ص 07.

يعزى التراجع في أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الربع الرابع من سنة 2014 إلى انهيار أسعار النفط العالمية والتي عرفت تراجعا حادا بلغ نحو 50% خلال الثلث الأخير من سنة 2014.

بمقارنة أداء البورصات العربية مجتمعة مع أداء البورصات العالمية والناشئة، كما يعكسها المؤشر المركب لصندوق النقد العربي كان أداء البورصات العربية أضعف نسبيا من أداء الأسواق المالية

[1] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2015، ص 179.

العالمية والأسواق الناشئة بشكل عام باستثناء البورصة الفرنسية والبريطانية، ففيما يتعلق بمؤشرات أسعار البورصات الأمريكية، ارتفع مؤشر MASDAQ بنحو 13.4%.

كما أغلق مؤشر (S&P 500) مرتفعا بنسبة 11.4%وارتفع مؤشر داوجونز بنسبة 7.5% وسجل مؤشر نيكاي NIKKEI 225 الياباني ارتفاعا لعام 2014 بلغت نسبته 7.1%، فيما تباين أداء البورصات الأوربية خلال هذا العام، حيث ارتفع مؤشر DAX الألماني بنسبة 6.4% فيما سجل مؤشري كاك 40 الفرنسي ومؤشر (FT-SE 100) البريطاني تراجعا طفيفا وبنسبة 0.5% و2.7% على التوالي.

أما فيما يخص البورصات الناشئة فقد تباين أداؤها خلال هذا العام فقد سجل مؤشر MSCI لأسواق آسيا ارتفاعا بنحو 5.9%، فيا تراجعت مؤشرات MSCI لأسواق أمريكا اللاتينية وأوربا الشرقية بنحو 13.2% و30.7% على التوالي.

3- **أداء أسواق المال العربية من خلال القيمة السوقية:** سجلت القيمة السوقية للبورصات العربية ارتفاعا معتبرا خلال سنة 2014 لتبلغ حوالي 1203مليار دولار في نهاية ديسمبر 2014، ولتكسب هذه البورصات ما مقداره 65.2مليار دولار من قيمتها السوقية أي بنسبة 5.7% عن السنة الماضية، وقد كانت أسواق كل من دبي وقطر والبحرين ومصر أكثر البورصات العربية ارتفعا من حيث القيمة السوقية خلال 2014، حيث ارتفعت القيمة السوقية لتلك الأسواق بنحو 24.3% و21.8% و19.5% و12.9% على التوالي، وتراوحت مكاسب أسواق كل من تونس ولبنان والسعودية ومسقط بين 2.5% و8% من القيمة السوقية[1] بنهاية عام 2014.

4- **أداء أسواق المال العربية من خلال الشركات المدرجة:** بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية فقد سجل هذا العدد ارتفاعا محسوسا بنهاية سنة 2014 حيث بلغ 1494 شركة مدرجة[2] مقارنة بـ 1466 بنهاية العام 2013.

5- **أداء أسواق المال العربية من خلال مؤشرات التداول:** سجلت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية مجتمعة ارتفاعا ملموسا تجاوز 300 مليار دولار مقارنة مع العام السابق أي بنسبة 56%، لتبلغ بذلك قيمة الأسهم المتداولة 835.3 مليار دولار، ويرجع هذا الارتفاع إلى ارتفاع أحجام التداول في ثمانية (08) أسواق مالية هي : دبي، السعودية، أبو ظبي، قطر، مصر، مسقط، بيروت، فلسطين، وقد كانت أكبر هذه الارتفاعات في بورصة السعودية والتي ارتفعت بنحو 207 مليار دولار، مدفوعة بأمرين مهمين أولهما إدراج أسهم البنك الأهلي التجاري،

[1] التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2015، ص 179.

[2] صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد 79، 2014، ص 09.

الفصل الثالث ـــــــ

الفصل الثالث ـــــــ

الفصل الثالث ـــــــ

أسواق أسهم دول مجلس التعاون الخليجي من جهة، وأسواق دول شمال إفريقيا الممثلة في مصر، تونس والمغرب من جهة أخرى، الأمر الذي يؤكد أهمية تأثير المستجدات الإقليمية على أداء هذه الأسواق هذا بجانب ارتباط أداء أسواق أسهم مجلس التعاون الخليجي بحركة أسعار النفط العالمية في المدى المتوسط، أما في المدى القريب (أي الأداء اليومي والأسبوعي) فإن سير الأسعار يتأثر بدرجة كبيرة بالتوقعات وعامل المضاربات غير المرتبطة بأساسيات اقتصاديات المنطقة، وعموما فإن تقلبات الأسعار الحادة في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي تمثل مصدر قلق[1].

سادسا: ضعف نشاط السوق الأولية

تتميز الأسواق الأولية في الدول العربية بتذبذب إصداراتها وضآلة أحجامها ويعود ذلك في الغالب إلى محدودية الوعي المالي لدى المستثمرين واعتمادهم بشكل كبير على المصادر التقليدية (القروض) في تمويل احتياجاتهم إضافة إلى عدم رغبتهم في فقدان السيطرة الكاملة على شركاتهم، وفي عدم الخضوع إلى رقابة السلطات والالتزام بقواعد الشفافية والإفصاح، إضافة إلى غياب مؤسسات التصنيف وترويج وضمان الاكتتاب، حيث تساهم هذه المؤسسات بشكل كبير في الرفع من إقبال المستثمرين على إصدارات جديدة.

يرجع عدد من الاقتصاديين أسباب هذا الضعف الذي تتميز به البورصات العربية إلى العديد من العوامل أهمها[2]:

- حداثة البورصات في الدول العربية حيث ظهرت في شكلها القانوني المنظم في السبعينات من القرن الماضي فقط؛
- تدني انتشار الوعي الاستثماري في الأوراق المالية إضافة إلى ضعف ثقة المستثمرين؛
- تعتبر كل الاقتصاديات العربية اقتصاديات تابعة لاقتصاديات الدول المتقدمة وبالتالي تخضع لكافة التقلبات التي تواجهها هذه الأخيرة والتي ستنعكس على عدم استقرار المتغيرات الاقتصادية الكلية في الوطن العربي؛
- المبالغة في التدخل الحكومي؛
- انخفاض ربحية الأدوات الاستثمارية نتيجة ضعف الشركات المصدرة لهذه الأدوات وضعف كفاءة العاملين في هذا المجال من وسطاء سماسرة، صناع السوق؛

[1] بورزامة جيلالي، مرجع سبق ذكره، ص 234.

[2] بن دحان إلياس الأزهر، مرجع سبق ذكره، ص 60.

الفصل الثالث ـــــــ

الفصل الثالث ـــــــ

4- التشابه النسبي في الهياكل المنظمة للبورصات العربية:

وفرت الإصلاحات التي شهدتها البورصات العربية البنية الأساسية التي تتولى مهمة الإشراف والرقابة على التداول، حيث أسفرت عن تشابه بين الأجهزة المؤسساتية من بورصات ووسطاء وشركات مقاصة وتسوية.

5- الجهود الكبيرة التي تقوم بها المؤسسات الإقليمية العربية وعلى رأسها اتحاد البورصات العربية وصندوق النقد العربي:

أ- اتحاد البورصات العربية:

أنشئ الاتحاد في جانفي 1982 بعد اتفاق البورصات العربية على إنشاء كيان عربي مشترك يتولى مهمة التنسيق بين البورصات العربية وتشجيع التعاون فيما بينها، ووفقا للنظام الأساسي لهذا الاتحاد فإنه يتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة ويكون غير هادف للربح مقره في بيروت، ويمكن للاتحاد فتح فروع له داخل الدول العربية.

يهدف هذا الاتحاد حسب ما جاءت به المادة الثالثة من نظامه الأساسي إلى تنسيق العمل بين أعضاءه وتيسير تبادل المعونة الفنية فيما بينهم، إضافة إلى المساهمة في تنسيق القوانين والأنظمة المعمول بها في البورصات العربية وتوسيع قاعدتها وتنويع أدواتها، وتشجيع إدراج وتداول الأوراق المالية العربية إضافة إلى تشجيع استثمار رؤوس الأموال العربية في مشاريع تنموية مشتركة.

يقوم الاتحاد بتحقيق أهدافه من خلال تشجيع عمليات إنشاء بورصات عربية والعمل على تطويرها ودعم تبادل المعلومات بين البورصات العربية حول المتعاملين، ونشر الوعي الادخاري والاستثماري بين المواطنين العرب، إضافة إلى توفير الدراسات والخبرات الفنية للرفع من كفاءة أداء البورصات العربية، وقد شهدت البورصات العربية منذ منتصف التسعينات موجه من اتفاقيات التعاون واتفاقيات الإدراج المتبادل بينهما.

ب-صندوق النقد العربي:

لقد توجه صندوق النقد العربي نحو العمل على تطوير البورصات العربية والربط فيما بينها منذ تأسيسه فقد نصت المادة الرابعة من اتفاقية إنشاء الصندوق بأنه يهدف إلى العمل على تطوير الأسواق المالية العربية ونصت المادة الخامسة على أنه من بين الوسائل المستخدمة في تحقيقه لأهدافه تشجيع حركة انتقال رؤوس الأموال بين الدول العربية.

اعتمد الصندوق في بادئ الأمر برنامجا طموحا يسعى لإنشاء سوق للأوراق المالية العربية وقد دعمت بروز هذه الفكرة الفوائض المالية النفطية العربية المحققة في ذلك الوقت، غير أن هذا المشروع

اعترضته العديد من العوائق وعلى رأسها القصور الذي كانت تعانيه كل البورصات العربية على اختلاف مستويات تطورها.

يعتمد صندوق النقد العربي في رؤيته الإستراتيجية حول ربط بورصات الأوراق المالية العربية على ثلاث مرتكزات رئيسية هي:

- تطوير أسواق المال العربية كل على حدا مع العمل على جعل القوانين والإجراءات المستخدمة منسجمة ومتوافقة مع بقية القوانين داخل الدول العربية؛
- تهيئة الظروف لربط الأسواق المالية العربية؛
- السعي لإنشاء سوق أوراق مالية عربية مكملة للأسواق الوطنية.

أمام عجز البنوك التجارية العربية ومصادر التمويل الأخرى عن تغطية تمويل احتياجات التنمية الاقتصادية التي تتطلب قروض كبيرة طويلة الأجل، دفع ذلك بالبحث عن سبل لتنشيط البورصات العربية وتعد عمليات الربط بين البورصات العربية من أهم الخيارات المطروحة خاصة أن هذا الأمر سيضمن لها تجاوز العديد من المشاكل.

ثانيا: مزايا الربط بين البورصات العربية

هناك مجموعة من المزايا التي يمكن الاستفادة منها من خلال الربط بين البورصات العربية منها[1]:

1- تحرير أسواق المال العربية عن طريق إلغاء الحواجز والقيود في التعامل في الأدوات المالية بين الأسواق المالية العربية؛

2- الاستفادة من التدفقات المالية الإقليمية والدولية الحرة والمقيدة؛

3- تنفيذ اتفاقية الجات في تحرير تجارة الأوراق المالية وفق اتفاقية الجات لجولتي 1993-1994 وإلغاء القيود والعوائق أمام التجارة الدولية في الأسواق المالية مستقبلا؛

4- تحقيق كفاءة الأسواق المالية التشغيلية وكفاءة السوق المالي بالمستوى القوي؛

5- توسيع قاعدة الأسواق الأولية والثانوية وزيادة معدلات التداول.

[1] دريد كامل آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص ص 162، 163.

المطلب الثالث: تجارب واتفاقيات الربط والتكامل بين الأسواق المالية العربية

في ظل الاهتمام المتزايد لدى الدول العربية بموضوع إنشاء وتطوير الأسواق المالية، وفي خضم التطورات العالمية المبنية على موجة التكتلات الإقليمية والقارية وتماشيا مع ميكانيزمات العولمة الراهنة تبلورت فكرة إمكانيات ربط أسواق رأس المال العربية والعمل على بعث التكامل المالي الإقليمي في إطار التكامل الاقتصادي العربي، وذلك لما تزخر به المنطقة من مقومات يمكن استغلالها والاستفادة من التجارب العالمية، خاصة وأن عملية الربط تتطلب في البداية التنسيق والتعاون الإقليمي وتبادل الإصدارات وتشجيع الشركات والمؤسسات المالية المشتركة وصولا إلى نموذج ملائم للربط والتكامل المالي ككل.

أولا: تجارب ربط البورصات العربية

حاولت الكثير من البورصات العربية إقامة تعاون جاد بينها بشتى الطرق والوسائل سواء تحت مظلة صندوق النقد العربي أو بمفردها وأهم هذه المحاولات[1]:

- بدأت أولى تجارب الربط متعددة الأطراف بين أسواق المال العربية باتفاق بين الهيئة العامة لسوق المال في مصر وسوق الكويت للأوراق المالية في أفريل عام 1996، وينظم هذا الاتفاق عمليات الإدراج المشترك والتداول وكيفية انتقال رؤوس الأموال فيما بينها وفي سبتمبر 1996 انضمت بورصة بيروت إلى الاتفاق الذي شدد على أن تحاول جميع الأطراف مجتمعة بتنسيق الإجراءات المتعلقة بإصدار الأوراق المالية، وقد دخل الاتفاق حيز التنفيذ في جانفي 1997، وتم تشكيل لجنة مشتركة لوضع الأنظمة التنفيذية اللازمة لتحقيق أهداف الاتفاق، ووقعت وكالات المقاصة والتسوية العاملة في أسواق الكويت ومصر ولبنان على اتفاق تعاون لضمان حصول المتعاملين في أي من الأسواق الثلاثة على كافة حقوقهم وتم تحديد إجراءات وأنظمة الدفع والتسليم والتحويلات، كذلك عقد مؤتمر للوسطاء الماليين في ديسمبر 1996، أدى إلى توقيع اتفاق تعاون بين الوسطاء في الأسواق المعنية، وقد نتج عن محاولة ربط أسواق الأوراق المالية في الكويت مصر ولبنان ظهور تحديات مختلفة أمام المستثمرين، كان أهمها صعوبات تتعلق بالتعامل مع وكالات المقاصة والتسوية وشركات الوساطة، مما أدى إلى عدم تنفيذ أوامر الشراء والبيع بالسرعة المطلوبة وعدم امتثال شركات الوساطة للأوامر التي تلقتها.

[1] بورزامة جيلالي، مرجع سبق ذكره، ص 327-329.

والملاحظ أن البورصات العربية الأخرى لم تنضم في وقت لاحق إلى هذا الاتفاق الثلاثي، فقد كان متوقعا أن يصبح الربط الثلاثي الأطراف إطارا تنظيميا لإقامة سوق مالية عربية مشتركة.

- وفي العام 1997 وقعت البحرين والكويت اتفاقا ثنائيا لتبادل الإدراج ولإنشاء نظام تسويات مشترك لتسير العمليات وخفض تكاليف الاستثمار، كما توجد اتفاقات لتبادل إدراج الأوراق المالية بين الأردن والبحرين وسلطنة عمان وبين الأردن والكويت، بالإضافة إلى الاتفاق الثلاثي الذي تم التوقيع عليه بين بورصات البحرين والكويت ومسقط.
- وفي مارس 2000، بدأت اجتماعات رؤساء بورصات دول مجلس التعاون الخليجي لدراسة طرق توحيد التشريعات وأطر الشركات وترتيبات التسوية والإيداع والتحويلات فيما بين دول المجلس، وتم تشكيل لجنة رؤساء الهيئات والأسواق المالية بمجلس التعاون الخليجي عام 2004 بهدف إيجاد آلية للتنسيق بين دول المجلس، للعمل على توحيد السياسات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية فيما يخص التسجيل والإدراج المشترك والإصدارات والاكتتابات الأولية وضوابط التداول في الأسواق وعمليات التسوية والمقاصة ولا يزال أمام إقامة السوق الخليجية الموحدة شوط طويل من المفاوضات لتنسيق التشريعات المالية وأنظمة أسواق الأوراق المالية.
- اتفاق الربط بين سوق مسقط للأوراق المالية وسوق أبو ظبي للأوراق المالية التي عقدت في 2005/02/26.
- اتفاق السعودية والكويت والأردن.
- اتفاقية التعاون بين بورصتي الكويت والأردن في أفريل 1999.

حول تقييم أثر الربط الثنائي والثلاثي بين أسواق المال العربية يؤكد الخبراء أنها كانت خطوات شكلية لم يترتب عليهما ايجابيات أو سلبيات وبالتالي لم تؤثر في حجم تعاملات أسواق المال المعنية.

ثانيا: مشروع السوق المالية العربية الموحدة

بدأ التفكير في إنشاء سوق مالية عربية بصورة جدية بعد ارتفاع أسعار البترول في أواخر العام 1973 وبداية العام 1974م، حيث أصبحت الدول العربية وخاصة النفطية منها قوة مالية عالمية، فمنذ تلك الفترة سجلت العائدات العربية ارتفاعا محسوسا مما استوجب التفكير في استعادتها وتوظيفها في العالم العربي.

1- أسباب ومراحل تطور إنشاء البورصة العربية الموحدة:

يرجع مشروع السوق المالية العربية الموحدة للأسباب التالية[1]:

- الاستفادة من الفوائض المالية العربية في تطوير اقتصاديات الدول العربية بدل تركها في الدول المتقدمة، خاصة الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا الغربية؛
- تساهم السوق المالية العربية في حماية الفوائض المالية العربية من أخطار تقلبات أسعار الصرف وذلك لأن معظم تلك الفوائض مقيمة بالدولار الأمريكي وبعض العملات الأوروبية الرئيسية؛
- إمكانية توظيف الأرصدة العربية الخارجية داخل بلدان الوطن العربي حفاظا عليها من التآكل والابتزاز في ظل تصاعد معدلات التضخم العالمية؛
- تعرض الفوائض المالية العربية لخطر التجميد من قبل الدول المضيفة لأسباب سياسية؛
- الدعوات القومية بأن يكون لهذه الأموال دور في التنمية الاقتصادية العربية.

نتيجة للأسباب السالفة الذكر طرحت فكرة إنشاء سوق مالية عربية مشتركة على جدول أعمال المجلس الاقتصادي العربي لأول مرة خلال دورته الثانية والعشرين في 14 ديسمبر 1976م، كما كانت موضع نقاش العديد من اللجان الفنية المتخصصة، وعلى مستوى عال من الخبرة الاقتصادية والمالية في إطار جامعة الدول العربية، كان من بينها اجتماعات الخبراء الاقتصاديين والماليين العرب في أوت 1973 ومارس 1974 واجتماعات المديرين التنفيذيين للمؤسسات المالية العربية الحكومية والمشتركة في نوفمبر 1975، واجتماع اتحاد المصارف العربية في أبو ظبي في مارس 1976، وتشير مذكرة الأمين العام لجامعة الدول العربية إلى المجلس الاقتصادي في دورته المشار إليها أن هذه اللجان أكدت وجود وعي عام رسمي وشعبي في الحاجة إلى إنشاء هذه السوق وضرورة القيام بدراسة مستفيضة حولها.

وقد اتخذ المجلس الاقتصادي في دورته الثانية والعشرين في 16 ديسمبر 1976 القرار رقم 649 تحت عنوان إنشاء سوق مالية عربية مشتركة واتحاد بورصات عربية وأعلن عن:

- الموافقة من حيث المبدأ على فكرة إنشاء السوق المالية والنقدية العربية؛
- تكليف مجلس محافظي البنوك المركزية العربية بالاشتراك مع الأمانة العامة لجامعة الدول العربية وبالاستعانة بعدد من الخبراء المتخصصين لاستكمال الدراسات التي أعدتها الأمانة العامة والنظر في الترتيبات اللازمة لنشأة السوق.

[1] رشام كهينة، واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2008-2009، ص ص 186، 187.

كما سبقت الإشارة إليه، فقد تم في عام 1982م إنشاء اتحاد البورصات العربية، وكان يظم أربع بورصات فقط في بدايته وهي لبنان وعمان وتونس والمغرب، وأصبح يضم حاليا معظم البورصات العربية وقد ركز في بداية عمله على عملية الربط بين البورصات من خلال تبادل تسجيل الأوراق المالية للشركات بين البورصات الأعضاء في عملية الربط غير أن الاختلاف في شروط القيد للشركات والقوانين المنظمة للتداول أدت بالدول العربية إلى تبني آلية جديدة للربط بين البورصات العربية من خلال توقيع اتفاقيات ثنائية وثلاثية ولعل أهمها الاتفاق المبرم بين لبنان والكويت ومصر، والتي أشرف على تنفيذها لجنة فنية ثلاثية وبمشاركة ممثل عن اتحاد البورصات.

مع شهر سبتمبر 2004م، تم الاتفاق بين الدول العربية تنفيذا لقرار مجلس إدارة اتحاد البورصات في دورته الثانية والعشرين على تشغيل البورصة العربية الموحدة، واتخذت من القرية الذكية بمصر مقرا لها، نظرا لتوافر البنية التحتية المؤهلة لاستيعاب هذه البورصة، وتم الاتفاق على معايير مهمة ودقيقة وضعتها اللجنة الفنية المعنية لإدراج الشركات بهذه الصورة وفي يوم الأحد 06 فيفري 2005م حررت اتفاقية إنشاء وإدارة البورصة العربية بين اتحاد أسواق المال العربية.

2- أهداف البورصة العربية الموحدة:

يعتبر الهدف الرئيسي من إنشاء البورصة العربية الموحدة هو تدبير التمويل للمؤسسات العربية سواء الحكومية أو الخاصة، وتحقيق مكاسب وأرباح للمستثمرين ودعم فرص الاستثمار المشترك في المنطقة العربية الذي يمكن من خلاله تعزي التكامل الاقتصادي العربي ويمكن إدراج أهم الأهداف وهي[1]:

أ- توسيع قاعدة التكامل في أسهم الشركات العربية عن طريق التعريف بها ونشر المعلومات اللازمة عنها وتسهيل تداولها؛

ب- تحقيق التنسيق والتعامل بين الأنشطة المالية والاقتصادية وحركة رؤوس الأموال العربية؛

ج- تشجيع وتنمية الوعي الاستثماري العربي وتهيئة السبل أمام الاستثمار في الأوراق المالية العربية؛

د- التعاون وتنمية الاتصالات مع بورصات وأسواق المال العربية والعالمية؛

هـ- توطين الاستثمارات العربية، والاستفادة منها بما يعود بالنفع عليها وعلى مواطني الدول العربية؛

و- حماية وضمان سلامة المعاملات التي تتم على أسهم الشركات المدرجة؛

ز- تنمية وتطوير الدور الذي يقوم به وسطاء الأوراق المالية على المستوى العربي والارتقاء به إلى المستويات العالمية.

---

[1]- سميحة محياوي، مرجع سبق ذكره، ص 145.

3- آليات عمل البورصة العربية الموحدة:

نص قرار مجلس اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية على تفاصيل إدارة السوق المالية العربية، وآلية عملها وفوض القرار مجلس الإدارة الاختصاصات والصلاحيات اللازمة لإدارة السوق وعلى وجه الخصوص[1]:

أ- شروط إدراج الشركات وتحديد رسوم الإدراج؛

ب- وضع شروط قيد الوسطاء الذين يجوز لهم مزاولة أعمال الوساطة وتحديد رسوم القيد وعمولة التداول؛

ج- وضع القواعد التنظيمية للتعامل في أسهم الشركات المدرجة وكيفية الرقابة عليها؛

د- تحديد قواعد وإجراءات التسوية والتقاص ونقل الملكية؛

هـ-تحديد الإجراءات التي تتبع عند حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل في السوق، هذا وقد أقرت اللجنة الفنية آليات محددة لعمل البورصة الموحدة شملت كل من عمليات التداول وعمليات المقاصة ونظم المعلومات واختيار الأسهم.

بالنسبة لنظام التداول فيعتمد على برنامج يتم تطبيقه من خلال شبكة الاتصالات بين الأسواق المالية العربية، بحيث تعطى وتنفذ الصفقات وفقا للتعليمات المعتمدة، كما يحدد النظام مواعيد التداول وكيفية تسجيل الأوامر ونظام بدء أسعار التداول اليومي، والنسب المحددة لارتفاع وانخفاض الأسعار خلال جلسات التداول اليومي وتحديد وحدات التداول المسموح بتداولها يوميا من كل سهم.

أما النظام المعتمد نظام تداول الكتروني يتطلب تفعيله وتطويره ليتناسب مع متطلبات العمل في البورصات العربية، إضافة إلى ربط النظام مع الشبكة الدولية للاتصالات ما يؤدي إلى انفتاح الأسواق المالية العربية.

وفيما يتعلق بنظام الوساطة فقد حرص اتحاد البورصات العربية على وضع المعايير التي يتم على أساسها اختيار الوسطاء وتحديد الشكل التنظيمي والقانوني لعملهم في السوق، وكذلك تحديد الالتزامات المترتبة عليهم والحقوق الناشئة.

3- المعوقات التي تواجه مشروع السوق العربية الموحدة:

إن إمكانية تحقيق أي شكل من أشكال الترابط بين الأسواق المالية العربية وصولا إلى تحقيق اندماجها في سوق مالية مشتركة تعترضها مجموعة من العقبات منها[2]:

---

[1] المرجع نفسه، ص 146.

[2] رشام كهينة، مرجع سبق ذكره، ص ص 193.-195.

الفصل الثالث ـــــــ

خلاصة:

بالنظر للدور الكبير الذي تلعبه الأسواق المالية والأهمية المتزايدة لها كآلية بديلة للتمويل أدركت الدول العربية أهمية إنشاء وتطوير مثل هاته الأسواق، حيث استحوذت قضية تطوير الأسواق المالية على اهتمام واسع من قبل حكومات الدول العربية، وتعتبر أغلب أسواق المال العربية حديثة النشأة حيث تم إنشاء معظمها في القرن العشرين، باستثناء بورصتي القاهرة والإسكندرية.

تختلف الأسواق المالية العربية من حيث درجة التطور حيث نميز بين البورصات الأكثر نشاطا مما أهلها إلى أن تكون بين البورصات الناشئة مثل بورصتي السعودية والمغرب، وبورصات أخرى ذات أداء متوسط، وأخرى مازالت في بدايتها، ويرجع ذلك إلى خصائص كل سوق، كما عملت الدول العربية على تقوية الأطر التشريعية والرقابية، من خلال العمل على زيادة الشفافية وتوفير نظم المعلومات وكذا تطوير أنظمة التداول والتسوية والحفظ المركزي، كما عملت على تشجيع عمليات الخوصصة وتوسيعها مع تهيئة الأرضية لاستقبال الاستثمار الأجنبي، فسجلت نتيجة هذا تحسن في أداءها، إلاّ أنّ درجة هذا التحسن تختلف من فترة إلى أخرى ومن سوق لآخر.

كباقي الأسواق المالية تأثرت الأسواق المالية العربية بالأزمة المالية العالمية إلا أن درجة هذا التأثر تختلف من دولة إلى أخرى حسب الانفتاح على الاقتصاد العالمي، وبالرغم من الجهود المبذولة في سبيل تطوير هاته الأسواق إلا أنها تبقى تعاني من ضعف في أدائها ومحدودية في الأدوات المالية المعروضة وضعف ترابطها.

الفصل الرابع

التحليل الاقتصادي لقياس أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء السوق المالية

تمهيد:

قطعت الاقتصاديات العربية خطوات معتبرة في طريق تحرير الاقتصاد كمحاولة من صناع السياسة لإزالة مسببات الاختلالات الهيكلية التي عانت منها الاقتصاديات العربية لفترة طويلة، وبدأت منذ عقد التسعينيات بتطبيق برامج الإصلاح الاقتصادي سواء بصفة فردية أو بتوصية من صندوق النقد الدولي، وكذا التركيز المتزايد على جذب رؤوس الأموال الأجنبية من خلال منح المزيد من التسهيلات والتحفيزات، كما اهتمت هاته الدول بتطوير أسواقها المالية كرافد لعملية التنمية الاقتصادية من خلال التركيز على الأطر التشريعية والقانونية المنظمة للسوق وكذا إدخال التكنولوجيا الحديثة في عمليات التداول وتنويع الأدوات المالية بغية توسيع قاعدة المتعاملين في السوق.

تم في هذا الفصل التطرق لتطور مؤشرات السوق المالية والمؤشرات الاقتصادية الكلية للدول دراسة الحالة (مصر، الأردن والمغرب)، لتليها فيما بعد دراسة قياسية لعلاقة المتغيرات الاقتصادية الكلية بمؤشرات السوق المالية، واختيار أفضل الدوال وفقا لمعايير الإحصائية والقياسية ومدى توافقها مع النظرية الاقتصادية وفق المباحث التالية:

- المبحث الأول: تحليل أداء مؤشرات الأسواق المالية بالدول دراسة الحالة.
- المبحث الثاني: تحليل تطور أداء مؤشرات الاقتصاد الكلي في دول دراسة الحالة.
- المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر المتغيرات الكلية على مؤشرات السوق المالية.

المبحث الأول: تحليل أداء مؤشرات الأسواق المالية بالدول دراسة الحالة

بعد التطرق للتأصيل النظري للعلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ودراسة واقع وتحديات الأسواق المالية العربية، خصص هذا المبحث للتعمق أكثر في دراسة مؤشرات أداء السوق المالية في كل من مصر الأردن والمغرب.

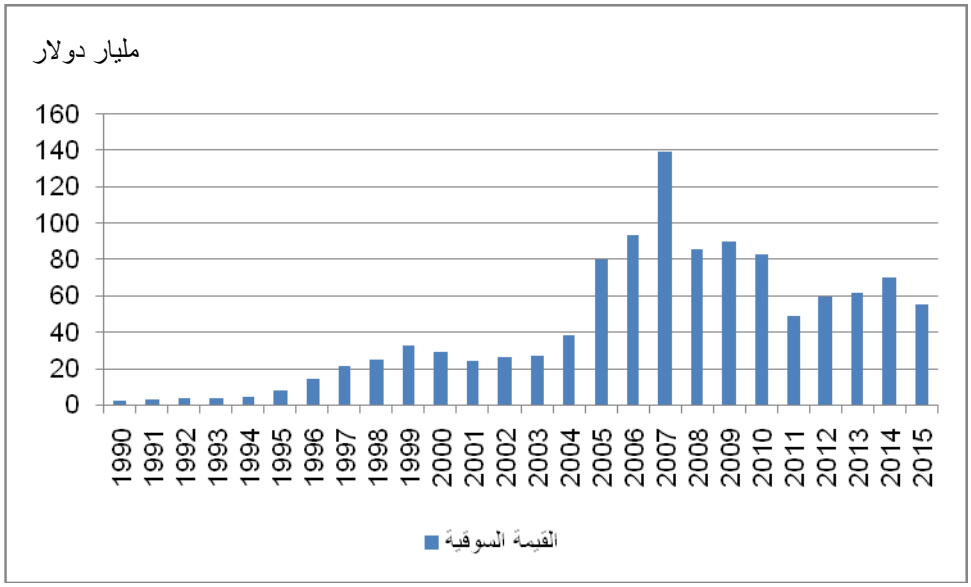
المطلب الأول: تحليل أداء السوق المالي المصري

شهدت السوق المالية المصرية تطورا كبيرا منذ بداية التسعينيات، وتعتبر سنة 1994 بداية النشاط الحقيقي للسوق، فقد اتسمت الفترة 1990– 1994 بعدم نضج السوق وعدم وصوله لمستوى النشاط المعقول، كما أن الهيكل التنظيمي والمؤسسي لم يكن قد اكتمل بعد، وبذلك فإنه يمكن اعتبار هذه الفترة فترة ترسيخ البنية الأساسية لآليات عمل السوق.

أولا: القيمة السوقية

في تحليلهم لأداء الأسواق المالية يركز معظم الاقتصاديين على أن القيمة السوقية (الرسملة السوقية) ترتبط ارتباطا وثيقا بتعبئة رؤوس الأموال (الادخار) وتنويع المخاطر، ومن ثم يعكس هذا المؤشر مستوى النشاط، فارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على اتساع السوق وعمقها، سواء من حيث عدد الأسهم والشركات المدرجة فيها أو ارتفاع الأسعار أو كليهما معا، ومن ثم يعكس ارتفاع النشاط الاقتصادي، والشكل الموالي يوضح تطور القيمة السوقية في السوق المالية المصرية.

شكل رقم (22): تطور القيمة السوقية في السوق المالي المصري للفترة 1990– 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتماد ا على بيانات الملحق رقم 01 الجدول 01.

من الشكل أعلاه يمكن رصد تطور القيمة السوقية في البورصة المصرية من خلال مرحلتين.

المرحلة الأولى: من سنة 1990 إلى ما قبل الأزمة المالية 2008 حيث شهدت هذه الفترة ارتفاع مؤشر القيمة السوقية ارتفاعا كبيرا إذ بلغ ذروته مسجلا 139.29 مليار دولار سنة 2007، بعدما كان 1.87 مليار دولار سنة 1990، ويعزى هذا الارتفاع إلى الزيادة المتزامنة للناتج المحلي الإجمالي وكذا تدفق الاستثمار الأجنبي (رغم تأثيره المحدود)، وباستثناء عامي 2000 و2001 فإن مؤشر القيمة السوقية واصل الارتفاع طيلة الفترة وبنسب تغير سنوي بلغت أعلى نسبة لها 106.83% سنة 2005.

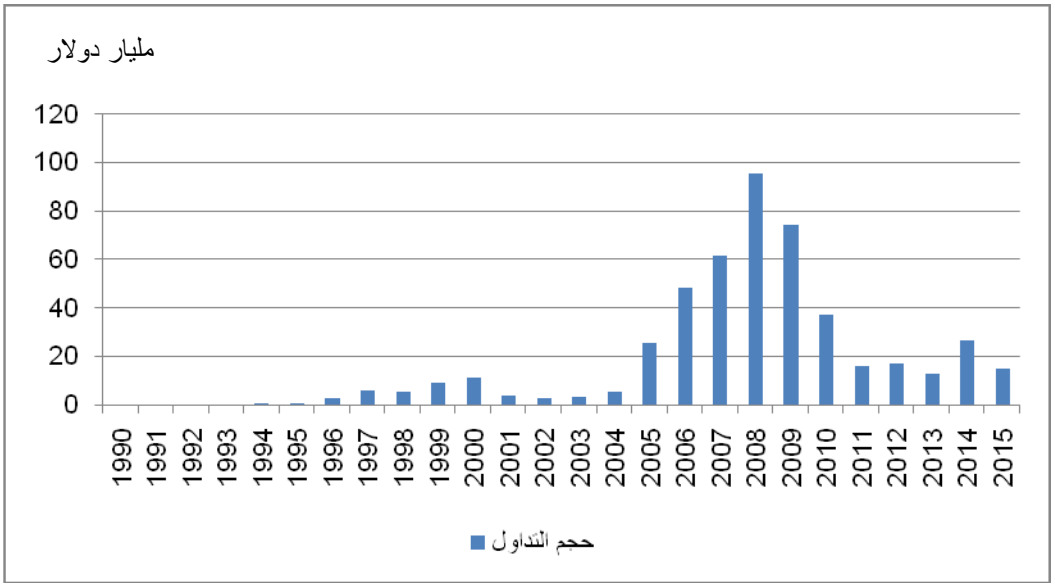
في الوقت الذي شغلت فيه القيمة السوقية مكانة توازي الناتج المحلي الإجمالي وتفوقه أحيانا، إذ بلغت نسبتها إلى الناتج المحلي 86.98% و106.74% خلال سنتي 2006 و2007 على التوالي، الأمر الذي يعني ارتفاع مستوى نشاط السوق المالية في مصر وخصوصا في السنوات الأخيرة التي سبقت الأزمة المالية، ويمكن إيعاز هذا التطور إلى إدخال إصلاحات السياسة الاقتصادية واستجابة السوق السريعة لبرنامج الخصخصة الحكومية الذي باشرته مصر بداية سنة 1991 (والذي تمخض عنه خصخصة 133 شركة من أصل 314 شركة عمومية حتى نهاية 1999 بمختلف الأساليب، إذ يعتبر الاتجاه نحو القطاع الخاص من أهم الطرق التي ساهمت في تنشيط السوق المالية بمصر)، إضافة إلى زيادة اهتمام المؤسسات الأجنبية بالسوق المصري والأداء الأفضل للشركات والذي انعكس في زيادة الأرباح، الأمر الذي أدى بدوره إلى ارتفاع أسعار أسهم الشركات المدرجة ومن ثم ارتفاع كبير في القيمة السوقية.

المرحلة الثانية: مرحلة الأزمة وما بعدها يظهر من خلال الشكل أعلاه الانهيار الذي شهدته القيمة السوقية بالسوق المالي بمصر إذ سجلت انخفاضا قدر بـ 38.33% سنة 2008 وهذا بسبب الأزمة المالية التي سببت انخفاض أسعار الأسهم الذي ساهم في انخفاض رأس المال السوقي، وتباطؤ النمو الاقتصادي، لتعاود التحسن سنة 2009، لكن وبسبب الأحداث السياسية لسنة 2011، فإن هذه القيمة عاودت الانخفاض من جديد.

ثانيا: مؤشر حجم التداول

يعكس هذا المؤشر حجم التداول الفعلي للأسهم المكتتب بها في السوق المالية، بالإضافة إلى ذلك فإنه يعبر عن سيولة السوق المالية (إمكانية تسييل الورقة المالية)، ومن ثم السيولة في الاقتصاد ككل، ويعد هذا المؤشر مؤشرا مكمل لمؤشر الرسملة السوقية الذي يعبر عن حجم السوق، والشكل التالي يوضح تطور حجم التداول في السوق المالية في مصر:

شكل رقم (23): حجم التداول في السوق المالي المصري للفترة 1990– 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتماد ا على بيانات الملحق رقم 01 الجدول 01.

من الشكل أعلاه يمكن تقسيم تطور حجم التداول في السوق المالية المصرية إلى مرحلتين:

المرحلة الأولى: من سنة 1990 إلى سنة 2008 خلال هذه المرحلة وبشكل عام شهد حجم التداول ارتفاعا محسوسا ليصل إلى 95.83 مليار دولار سنة 2008 بعد أن كان يبلغ 0.076 مليار دولار سنة 1990، عاكسا التطور في حجم التداول، ولقد كان التطور الكبير الذي لم يسبق له مثيل في تاريخ سوق الأوراق المالية المصري قد حصل في قيمة الأسهم المتداولة في السوق بين عامي 1994 و2008.

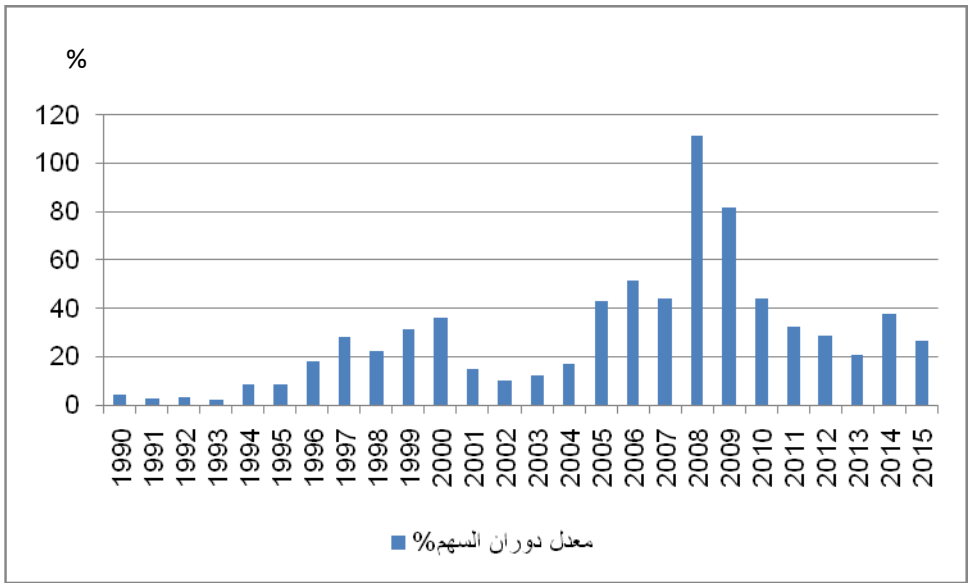
بلغت قيمة الأسهم المتداولة 0.36 مليار دولار عام 1994 بعد أن كانت لا تتجاوز 0.082 مليار دولار سنة 1993، وبنسبة تغير سنوي بلغت 339% في حين بلغت قيمة الأسهم المتداولة 25.39 مليار دولار سنة 2005 بعد أن كانت لا تتجاوز 5.61 مليار دولار سنة 2004، أي بنسبة تغير 352.58% سنويا، لتبلغ أقصى قيمة لها سنة 2008 بمبلغ 95.83 مليار دولار بعد أن كانت لا تتجاوز 61.51 مليار دولار سنة 2007، ويرجع هذا التطور الكبير الحاصل في حجم التداول إلى ارتفاع القيمة السوقية وقيمة الأسهم المتداولة، فضلا عن دور السياسة الاقتصادية للحكومة المصرية، التي ساعدت على تطوير السوق المالي المصري لتصبح جاذبة لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية، وكذا أثر نمو الناتج المحلي المصري وأثر تدفق الاستثمار الأجنبي (الوافد) هو الآخر الذي عرف قفزة نوعية سنة 2005 ليبلغ 5.38 مليار دولار بعد أن كان لا يتجاوز 1.25 مليار دولار أي بنسبة تغير سنوي 330.4%.

المرحلة الثانية: سنة 2008 –2015 متأثرة بالأزمة المالية فقد شهدت السوق المالية المصرية انخفاض متواصلا لحجم التداول ليبلغ 15.9 مليار دولار سنة 2011 بعد أن كان 37.22 مليار دولار سنة 2010، أي بنسبة تغير سنوي –57.28%، وهذا بسبب الأزمة السياسية في مصر التي أثرت على معدل نمو الناتج المحلي وكذا الاستثمار الأجنبي (الذي بلغ 0.48 مليار دولار سنة 2011 بعد أن كان يفوق 6.39 مليار دولار سنة 2010 أي بنسبة تغير سنوي بلغ –1231.25%)، هذه التغيرات أثرت سلبا على حجم التداول في السوق المالية المصرية لتسجل أقصى انخفاض لها بـ 12.34 مليار دولار سنة 2013، لتعاود بعد ذلك الانتعاش جزئيا في سنة 2014.

ثالثا: معدل دوران السهم

يعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة والمعتمدة في أغلب الدراسات المالية والمتعلقة بأداء الأسواق المالية، ويشير هذا المؤشر إلى درجة سيولة السوق المالية أيضا، كما أنه يشير إلى مستوى تكاليف إتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق بوصفه يمثل قيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية، فإذا ما ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بمعدلات أكبر من ارتفاع القيمة السوقية تعاظمت قيمة هذا المؤشر وليشير بدوره إلى ارتفاع درجة السيولة للسوق المالية، ولذلك فإن معدل دوران السهم يعتمد على قيم حجم التداول والقيمة السوقية، والشكل التالي يوضح معدل دوران السهم في السوق المالية المصرية.

شكل رقم(24): معدل دوران السهم في السوق المالي المصري للفترة 1990– 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتماد ا على بيانات الملحق رقم 01 الجدول 01.

من الشكل أعلاه نلاحظ أنه يمكن تقسيم تطور معدل دوران الأسهم في السوق المالية المصرية إلى مرحلتين:

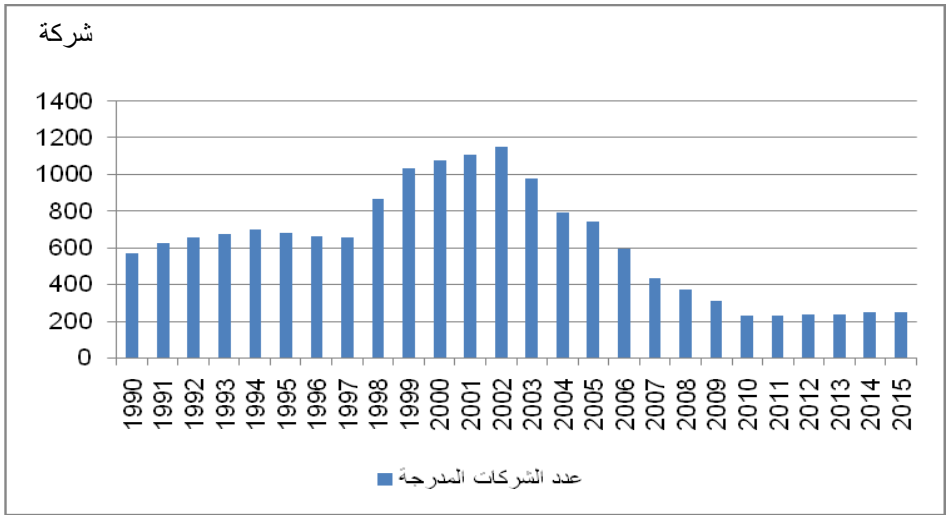
المرحلة الأولى: من سنة 1990 إلى غاية سنة 2008 تميزت هذه الفترة بشكل عام بالارتفاع المتواصل لهذا المؤشر باستثناء بعض التذبذبات التي شهدتها بعض السنوات (2001– 2004)، وهذا كنتيجة طبيعية طالما أن معدل دوران الأسهم يعتمد في حسابه على قيم حجم التداول والقيمة السوقية والتي كانت هي الأخرى في تصاعد مستمر طيلة هذه الفترة، إذ بلغت نسبة معدل دوران الأسهم في سنة 2008 ذروتها مسجلة 111.45% بعد أن كانت 4.06% سنة 1990، وبالرغم من التذبذب الذي شهده معدل دوران السهم خلال هذه الفترة إلا أنه يمكن القول بأن اتجاهه كان تصاعديا بشكل عام خلال هذه الفترة من الدراسة.

المرحلة الثانية: من سنة 2008 إلى سنة 2015 شهدت هذه الفترة من الدراسة اتخاذ معدل دوران الأسهم منحى تنازليا متأثرا بالأزمة المالية العالمية وكذا الأحداث السياسية في مصر ليبلغ أدنى نسبة له سنة 2013 مسجلا 20.66% بسبب خروج المستثمرين الأجانب وقلة الطلب على الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية المصرية.

رابعا: عدد الشركات المدرجة

يعتبر هذا المؤشر من المؤشرات التي لها دلالة كبيرة على عمق السوق المالية وجاذبيتها للمستثمرين، إذ يتيح التنويع في الأوراق المالية والجهات المصدرة لها أمام المستثمر فرصة لاختيار أفضل البدائل الاستثمارية الممكنة، والشكل التالي يوضح تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالية المصرية.

شكل رقم (25): عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري للفترة 1990– 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتماد ا على بيانات الملحق رقم 01 الجدول 01.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة شهد اتجاها تصاعديا منذ بداية 1990 وحتى عام 2002، حيث ارتفع عدد الشركات من 573 شركة عام 1990 إلى 1150 شركة عام 2002، وبمعدل نمو إجمالي فاق 100%، وهذا يعد محصلة لقيد شركات جديدة وشطب الشركات التي لم تلتزم بشروط ومعايير القيد بالبورصة، إضافة إلى عمليات الخوصصة التي اعتمدتها الحكومة.

مع بداية سنة 2003 وحتى العام 2010 حدث انخفاض في عدد الشركات المدرجة بالبورصة، فقد انخفض عدد الشركات المدرجة عام 2003 بنسبة 17.70% عن سنة 2002 واستمر هذا الانخفاض حتى عام 2010 إذ بلغ عدد الشركات المدرجة 227 شركة أي بنسبة انخفاض بلغت 406.60% عن سنة 2002، ويرجع هذا الانخفاض في عدد الشركات المدرجة في السوق المالية المصرية إلى حالات الحذف التي تقوم بها إدارة البورصة المصرية نتيجة لعدم التداول على الأسهم الخاصة بهذه الشركات.*

* نميز بين مصطلحي عدد الشركات المدرجة (المقيدة) وعدد الشركات المتداولة إذ أن هذه الأخيرة هي تلك الشركات التي يتم تداول أسهمها فعلا في البوصة، أما الشركات المدرجة فهي تشمل جميع الشركات المسجلة في البورصة وتضم الشركات المتداولة والشركات المغلقة (أي التي لا يتم التداول على أسهمها) وقد شهدت الفترة قبل سنة 2005 فارقا كبيرا بين عدد الشركات المدرجة وعدد الشركات التي يتم التداول عليها، ففي عام 2002 مثلا بلغ عدد الشركات المدرجة 1150 شركة، في حين بلغ عدد الشركات التي يتم التداول على أسهمها 671، الأمر الذي جعل إدارة البورصة تقوم بحذف الشركات نتيجة لعدم تداولها، ما أدى إلى انخفاض عدد الشركات المدرجة، كما أن الإدارة قررت أيضا حذف قيد الشركات التي لا تقوم بالإفصاح عن قوائمها المالية، وهو القرار الذي أسهم أيضا في الانخفاض التدريجي لعدد الشركات المدرجة.

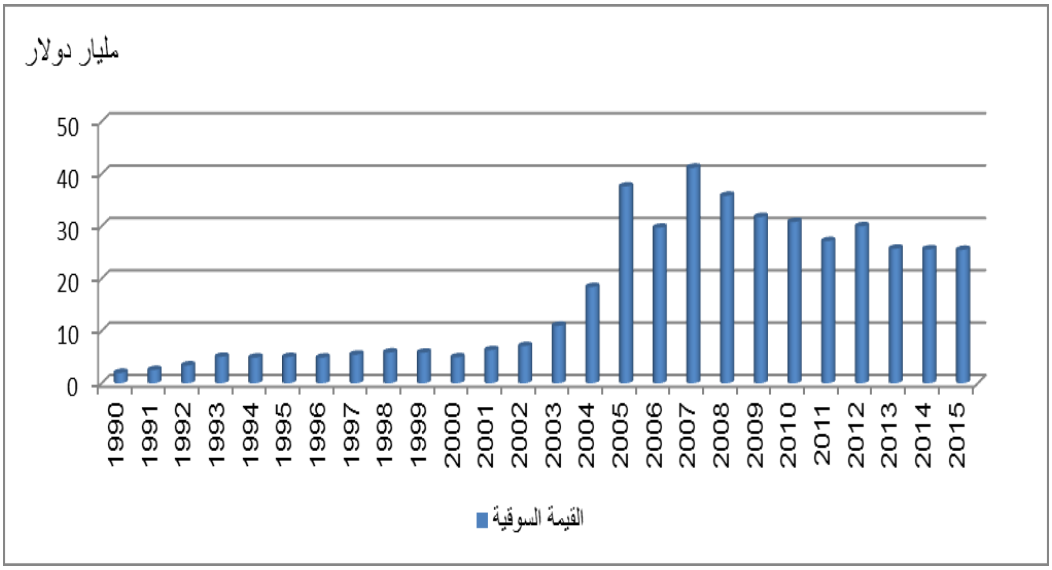
المطلب الثاني: تحليل أداء سوق عمان المالي

يمكن تحليل أداء سوق عمان المالي من خلال تحليل حركة مؤشرات السوق (القيمة السوقية، حجم التداول معدل الدوران، وعدد الشركات المدرجة)، ومن خلال تتبع تطور هاته المؤشرات فإنه يلاحظ أن سوق عمان المالي قد حقق تطورا طيلة فترة الدراسة.

أولا: القيمة السوقية

يعد مؤشر الرسملة البورصية (القيمة السوقية) من أهم المؤشرات المعتمدة في قياس حجم السوق المالي، والشكل التالي يوضح تطور القيمة السوقية عمان المالي.

شكل رقم (26): القيمة السوقية لسوق عمان المالي للفترة 1990– 2015



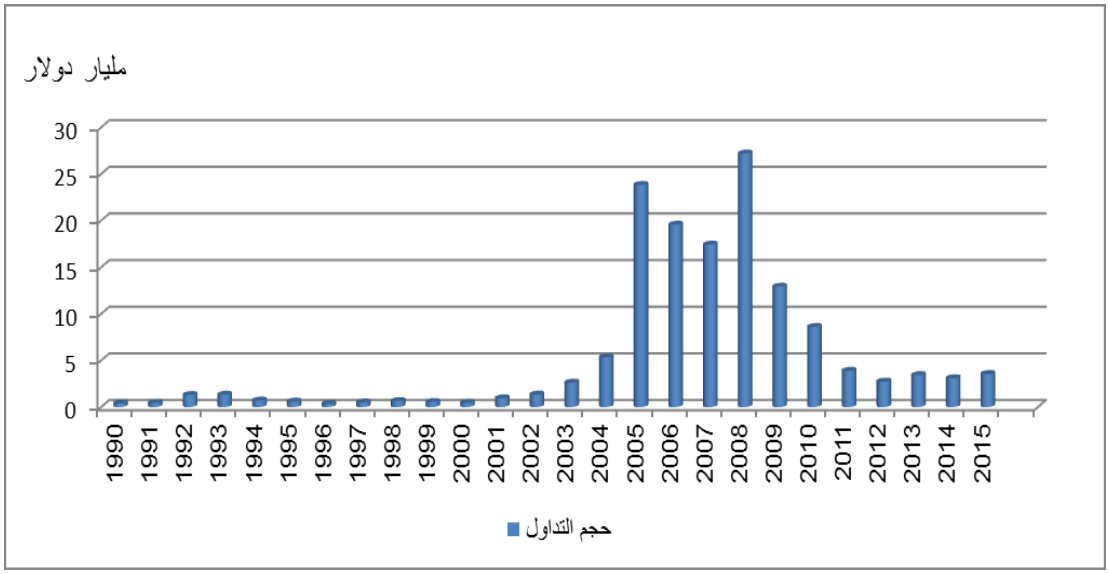
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 02 الجدول رقم 01.

من الشكل أعلاه يمكن ملاحظة أن القيمة السوقية في سوق عمان المالي شهدت ارتفاعا متواصلا منذ سنة 1990 وحتى العام 2007 إذ بلغت أقصى حجم لها مسجلة 41.15 مليار دولار في سنة 2007، وهذا ما يفسره الارتفاع المتواصل للناتج المحلي الإجمالي والانخفاض المسجل في معدلات التضخم، وكباقي الأسواق المالية تأثرت سوق عمان المالية بالأزمة المالية وهذا ما انعكس سلبا على القيمة السوقية التي سجلت انخفاضا سنويا بنسبة 15% سنة 2008، مدعوما بضغط التضخم الذي شهد ارتفاعا هذه السنة حيث وصل إلى 14.9% سنة 2008 بعدما كان 5.4% سنة 2007. لتواصل القيمة السوقية انخفاضها حتى سنة 2015 لتبلغ أدنى قيمة لها بـ 25.45 مليار دولار.

ثانيا: حجم التداول

يعتبر حجم التداول من المؤشرات الرئيسية المستخدمة في التنبؤ بحركة الأسعار في السوق المالية، فحجم التداول يمثل مقياس لعدد الحصص التي تحول ملكية الأوراق المالية بين المتعاملين، والشكل التالي يوضح تطور حجم التداول في سوق عمان المالي:

شكل رقم (27): حجم التداول في سوق عمان المالي للفترة 1990– 2015



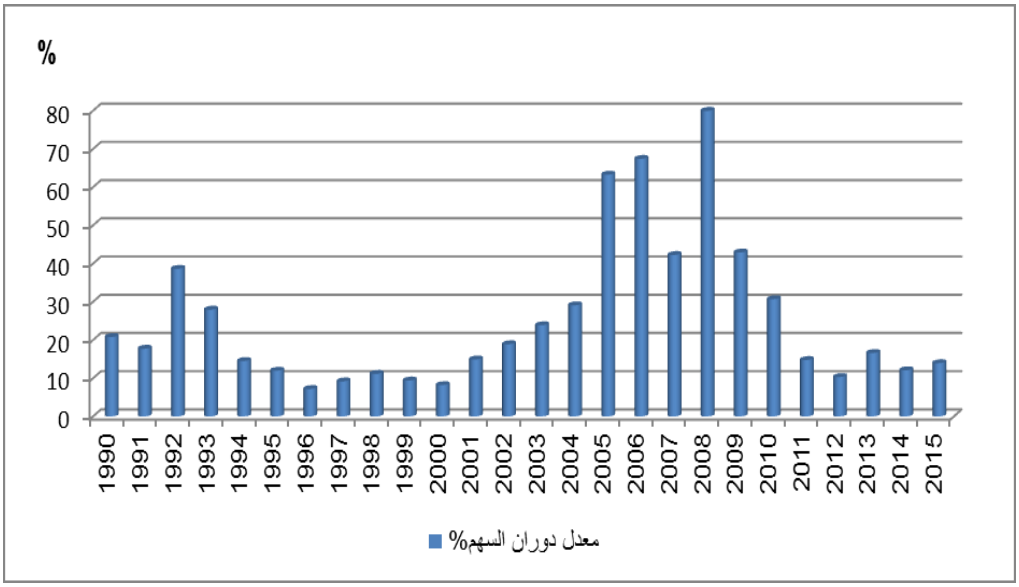
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 02 الجدول رقم 01.

من الشكل أعلاه يمكن ملاحظة الارتفاع المستمر لحجم التداول منذ سنة 1990 وإلى غاية سنة 2005 إذ سجل نموا كبيرا هذه السنة بنسبة 345.23% مقارنة بسنة 2004، ويعزى هذا التطور إلى دخول متعاملين جدد ومستثمرين أجانب إلى سوق عمان المالي خلال الفترة بفضل سياسات التحرر المالي والانفتاح التي اتبعتها السلطات النقدية في الأردن، ليسجل بعد ذلك انخفاضا سنتي 2006 و2007 ثم ليعاود الارتفاع في سنة 2008 ليسجل أكبر حجم تداول عرفته سوق عمان المالية بـ 27.19 مليار دولار، ثم وتحت أثر الأزمة المالية شهد هذا المؤشر تهاوي في قيمه بنسبة تغير سنوي بلغت – 52.52% لتبلغ أدنى قيمة لها سنة 2012 بمبلغ 2.73 مليار دولار.

ثالثا: معدل دوران الأسهم

يعكس هذا المؤشر سيولة السوق المالية أيضا، ويعتبر مؤشرا مكملا لمؤشر حجم التداول، والشكل التالي يوضح تطور معدل دوران الأسهم في سوق عمان المالية.

شكل رقم (28): معدل دوران الأسهم في سوق عمان المالية للفترة 1990– 2015



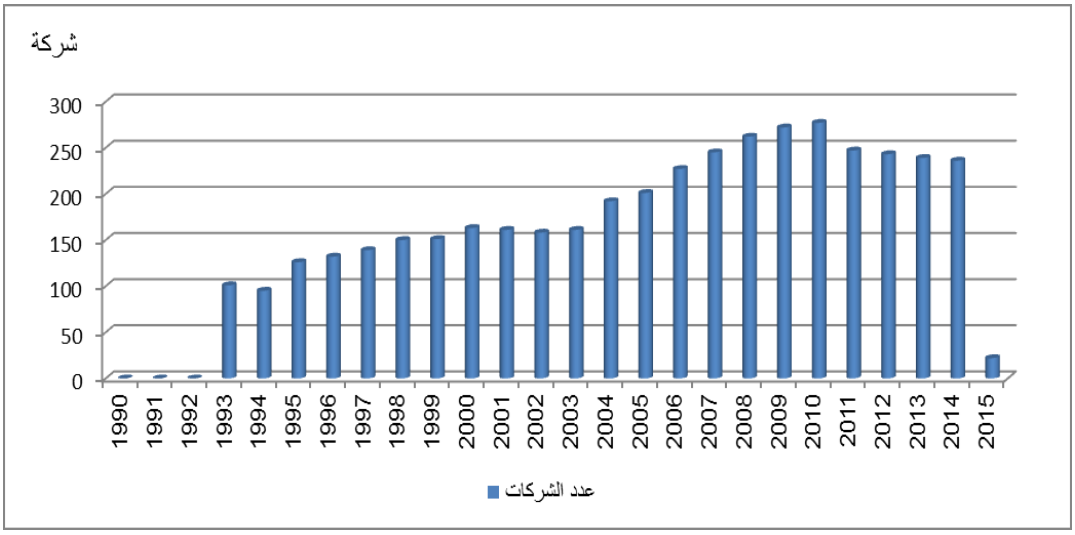
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 02 الجدول رقم 01.

من الشكل أعلاه نلاحظ التذبذب في مؤشر معدل الدوران في سوق عمان المالي طوال فترة الدراسة، ومن ثم يصعب تحديد اتجاهه إلا أنه عموما وقبل سنة 2008 يلاحظ فيه الارتفاع طالما أن هذا المؤشر يعتمد في حسابه على قيم حجم التداول والقيمة السوقية، ومن خلال الشكل نلاحظ أن معدل دوران الأسهم ارتفع من 20.79% سنة 1990 ليصل إلى 79.97% سنة 2008، الأمر الذي يعكس تزايد نشاط سوق عمان المالي، ولا سيما أن معدل دوران الأسهم يكشف عن تزايد عمليات البيع والشراء ومن ثم نشاط السوق ودرجة فعاليتها وبالتالي درجة السيولة، ثم وتحت أثر الأزمة المالية العالمية سجل هذا المؤشر هو الآخر تهاوي في قيمه ليصل إلى أدنى معدل له سنة 2012 بنسبة 10.33%، وبنسبة تغير سنوي بلغت –46.35% سنة 2009.

رابعا: الشركات المدرجة

يكشف لنا هذا المؤشر عن تطور عدد الشركات المدرجة في سوق عمان المالي، والشكل التالي يبين تطور عدد الشركات المدرجة في سوق عمان المالي.

شكل رقم (29): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق عمان المالي للفترة 1990–2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 02 الجدول رقم 01.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ عدد الشركات المدرجة في سوق عمان المالي قد اتخذ منحا تصاعديا منذ بداية 1993 وحتى سنة 2010 وهذا راجع للتحفيزات المقدمة من طرف الحكومة الأردنية للاستثمار سواء المحلي أو الأجنبي وكذا التسهيلات الممنوحة للشركات المدرجة في البورصة لينخفض عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان بداية من العام 2011 وحتى العام 2015 بسبب إلغاء إدراج بعض الشركات من قبل سلطات السوق المالي.

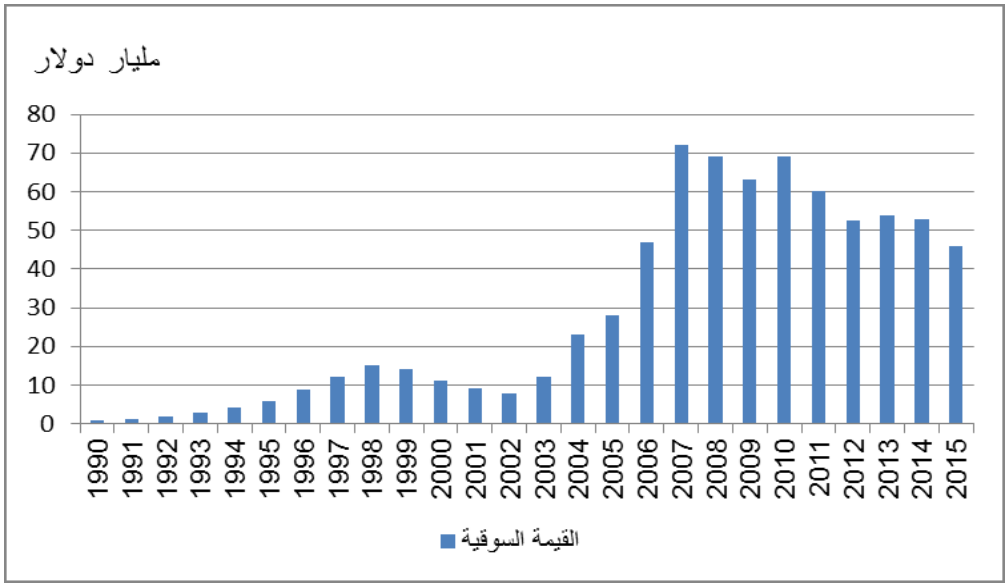
المطلب الثالث: تحليل أداء السوق المالية بالمغرب

احتلت السوق المالية المغربية المرتبة الثانية في الترتيب الأفريقي سنة 2010 من حيث الرسملة السوقية، بعد بورصة جوهانزبور، ومتصدرة بورصة القاهرة، كما أنها تصنف من الأسواق المالية الناشئة، ويمكن تحليل أداء السوق المالي المغربي من خلال تحليل حركة مؤشرات السوق (القيمة السوقية، حجم التداول معدل الدوران، وعدد الشركات المدرجة).

أولا: القيمة السوقية

يعكس هذا المؤشر من مؤشرات السوق المالية رسملة السوق المالية، وهي عبارة عن مجموعة الأسهم لشركات المدرجة بمتوسط أسعارها في نهاية الفترة، أو إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة بالسوق المالية، ويمكن تتبع تطور القيمة السوقية في السوق المالية المغربية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (30): تطور القيمة السوقية بالسوق المالية المغربية للفترة 1990– 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 02 الجدول رقم 01.

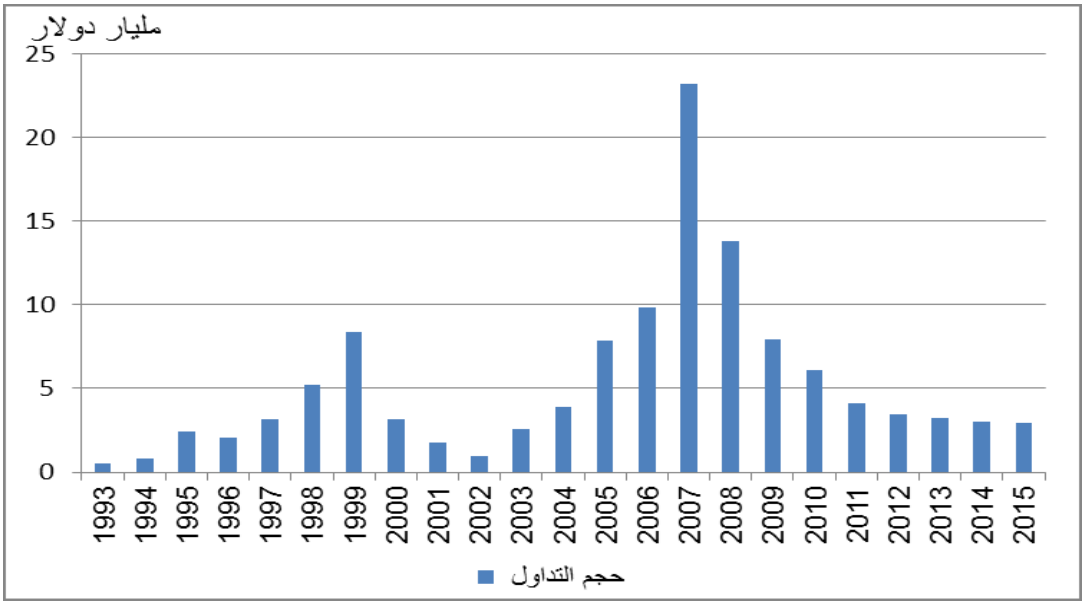
من الشكل نلاحظ تذبذبا في القيمة السوقية بالسوق المالية المغربية، إلا أنه وبشكل عام تبقى القيمة السوقية تتخذ منحا تصاعديا من سنة 1990 إلى غاية سنة 2007، من سنة 1990 وإلى غاية سنة 1998 عرفت القيمة السوقية بالسوق المالية المغربية نموا واضحا إذ انتقلت من 0.95 مليار دولار سنة 1990 لتصل إلى حدود 15 مليار دولار سنة 1998، أي بمعدل زيادة بلغ 1478.95%، وهذا راجع إلى برنامج الخوصصة التي قامت بها الحكومة المغربية في هاته الفترة (خوصصة 10 شركات بين 1990– 1998 عن طريق البورصة)، بالإضافة إلى الإصلاح الذي مس بورصة الدار البيضاء بالمغرب سنتي 1993 وكذا سنة 1997، وهذا ما يعكس مستوى النشاط والأداء الجيد للسوق المالية.

ثم شهدت القيمة السوقية بالسوق المالية المغربية تراجعا بين سنة 1999 و2002، وهذا يرجع إلى عدم قيام الحكومة المغربية بأية عمليات خوصصة طيلة هاته الفترة، إضافة إلى التراجع الذي شهدته الشركات المدرجة في أدائها ما أثر على أسعار أسهمها، لتعاود بعد ذلك القيمة السوقية الارتفاع ما بين عامي 2003– 2007، لتبلغ أعلى قيمة لها سنة 2007 مسجلة 72 مليار دولار، أي بزيادة فاقت 500% 2003–2007، لتتراجع بعدها القيمة السوقية بالسوق المالية المغربية تحت تأثير الأزمة المالية العالمية، لتسجل انخفاضا قدر بـ 04.16% 2007– 2008، ووصل هذا الانخفاض إلى 36.21% بين سنتي 2007 و2015، وهذا راجع إلى أثر الأزمة المالية وتأثير بعض المتغيرات الاقتصاد الكلي المغربي مثل تباطؤ النمو الاقتصادي.

ثانيا: مؤشر حجم التداول

يعكس هذا المؤشر من مؤشرات السوق المالية القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة في السوق خلال فترة معينة عادة ما تكون سنة، ونعني بحركة التداول عمليات البيع والشراء للأوراق المالية في السوق، ويمكن توضيح تطور حجم التداول بالسوق المالية المغربية من خلال الشكل التالي.

الشكل رقم (31): تطور حجم التداول بالسوق المالية المغربية للفترة 1993– 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 02 الجدول رقم 01.

من الشكل أعلاه نلاحظ التذبذب الكبير في مؤشر حجم التداول في السوق المالية المغربية طيلة فترة الدراسة بشكل يصعب معه تحديد الاتجاه العام لهذا المؤشر، إذ شهد هذا المؤشر منذ سنة 1993 وإلى غاية سنة 1999 ارتفاعا ملحوظا حيث انتقل من 0.49 مليار دولار سنة 1993 إلى 8.37 مليار دولار سنة 1999، أي بمعدل زيادة بلغ 1608% بين سنتي 1993 و1999. وهذا بفضل جهود الخوصصة التي قامت بها الحكومة المغربية عن طريق البورصة وما رافقها من زيادة في عدد ونوع الأوراق المالية المعروضة، وكذا دخول بعض الشركات من القطاع الخاص للسوق المالية المغربية.

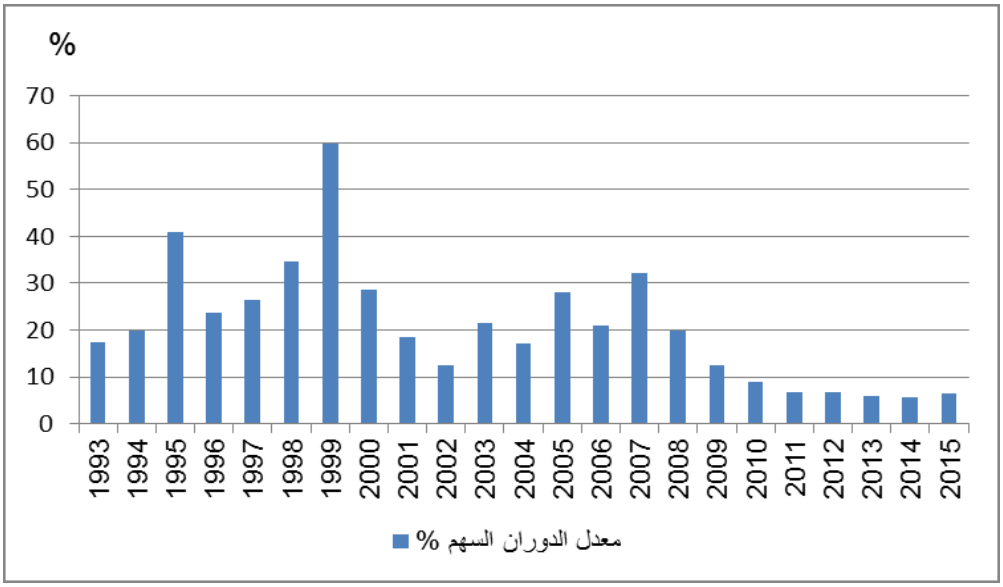
ثم شهد هذا المؤشر انخفاضا بين سنتي 2000 و 2002 ليصل إلى 0.99 مليار دولار سنة 2002، وهذا بسبب تراجع عمليات الخوصصة وكذا إحجام الخواص عن دخول السوق المالية، لتنتعش بعد ذلك السوق المالية المغربية ويظهر ذلك جليا من خلال الزيادة الملحوظة في مؤشر حجم التداول بين سنتي 2003– 2007، ليصل هذا المؤشر إلى أكبر قيمة سنة 2007 بـ 23.17 مليار دولار، ويرجع هذا الارتفاع الكبير إلى عمليات الخوصصة عن طريق البورصة ودخول الشركات من القطاع الخاص،

إضافة على التحسن في المؤشرات الاقتصادية الكلية، وتحت وطأت الأزمة المالية العالمية أخذ هذا المؤشر في الانخفاض بداية من سنة 2008 وحتى نهاية سنة 2015 ليسجل أدني قيمة له بـ 2.92 مليار دولار سنة 2015.

ثالثا: معدل دوران الأسهم

يبين لنا هذا المؤشر درجة سيولة السوق المالية وفاعليتها، ويمكن توضيح تطور معدل دوران السهم في السوق المالية المغربية من خلال الشكل التالي.

الشكل رقم (32): تطور معدل دوران الأسهم في السوق المالية المغربية للفترة 1993-2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 02 الجدول رقم 01.

من خلال الشكل أعلاه والذي يرصد لنا تطور معدل دوران الأسهم بالسوق المالية المغربية يمكننا ملاحظة التذبذب الكبير الذي شهده هذا المؤشر على غرار مؤشر حجم التداول والقيمة السوقية، ومن ثم صعوبة تحديد الاتجاه العام لهذا المؤشر.

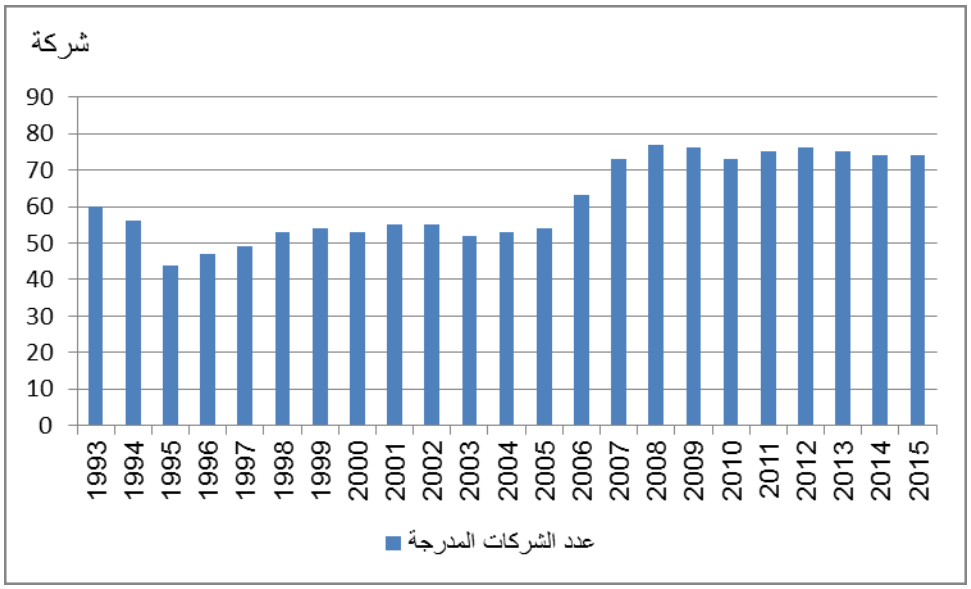
شهد معدل دوران الأسهم معدلات مرتفعة خلال الفترة 1993- 1999 ليبلغ أقصى نقطة له سنة 1999 بـ 59.78%، الأمر الذي يعكس تزايد نشاط السوق خلال هاته الفترة بسب التعدد والتنوع في الأوراق المالية المعروضة الذي طرحه دخول المؤسسات الجديدة، ليشهد بعد ذلك هذا المؤشر تراجعا ملحوظا منذ سنة 2000 وإلى غاية سنة 2002، وهذا بسب عدم إدراج مؤسسات جديدة خلال الفترة، ليعاود الارتفاع بعد سنة 2003 وإلى غاية سنة 2007، ويرجع هذا الارتفاع إلى الارتفاع الذي شهده

حجم التداول في هاته الفترة بسبب موجة الإدراجات في السوق المالية، ثم عاود هذا المؤشر الانخفاض متأثرا بتراجع حجم التداول تحت تأثير الأزمة المالية العالمية.

رابعا: الشركات المدرجة

يكشف لنا هذا المؤشر تطور عدد الشركات المدرجة والتي تعتبر من أهم عوامل تنشيط السوق المالية، إذ أن هذه الزيادة في عدد الشركات المدرجة من شأنه أن يخلق تنوعا وتعددا في الأوراق المالية المطروحة ما يساعد على تنشيط حركية السوق المالية، ويمكننا رصد تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالية المغربية من خلال الشكل التالي.

الشكل رقم (33): تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالية المغربية للفترة 1993-2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 02 الجدول رقم 01.

من الشكل أعلاه نلاحظ الانخفاض النسبي في عدد الشركات سنتي 1994 و1995 وهذا بسبب شطب عدد كبير من الشركات بالسوق المالية المغربية بلغ حوالي 30 شركة لم تستطع التأقلم مع إفرازات الإصلاحات التي حدثت سنة 1993، وكذا انخفاض عدد الشركات المدرجة في هاتين السنتين، ليعود هذا المؤشر إلى التحسن بداية من سنة 1996 وحتى سنة 2008 إذ سجلت السوق المالية في المغرب إدراج مجموعة من الشركات الجديدة بفعل عمليات الخوصصة، وكذلك بفعل التحفيزات الجبائية الممنوحة من طرف الحكومة المغربية للشركات التي يتم إدراجها في السوق المالية، لتشهد بعد ذلك الفترة 2009-2015 استقرارا في عدد الشركات المدرجة في السوق المالية.

المبحث الثاني: تحليل تطور أداء مؤشرات الاقتصاد الكلي في دول دراسة الحالة

يتم في هذا المبحث التطرق بالدراسة والتحليل لمختلف مؤشرات الاقتصاد الكلي (معدل النمو الاقتصادي، الاستثمار الأجنبي، معدلات التضخم، سعر الصرف وسعر الفائدة)، في كل من مصر الأردن والمغرب من خلال رصد تطور هذه المؤشرات للفترة 1990 وإلى غاية 2015.

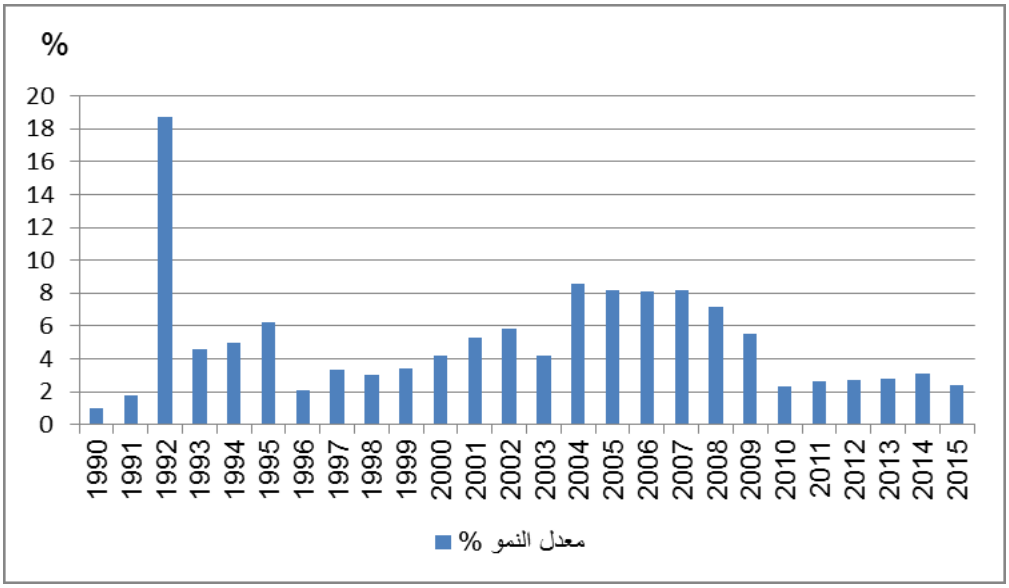
المطلب الأول: تحليل المؤشرات الاقتصادية الكلية في مصر

لعبت سياسات الإصلاح الاقتصادي التي انتهجتها الحكومة المصرية منذ بداية التسعينات في تهيئة المناخ للاستثمار والإصلاح النقدي، والذي انعكس على مجمل مؤشرات الاقتصاد الكلي وهو ما يتم تناوله في هذه النقطة.

أولا: مؤشر النمو الاقتصادي

يعد الناتج المحلي الإجمالي أحد أهم المؤشرات الاقتصادية التي تعكس أداء الاقتصاد الوطني، حيث يعبر معدل نموه عن معدل النمو الاقتصادي المتحقق خلال فترة زمنية معينة داخل الدولة، وهو ما يشير إلى أهمية دراسته كأحد المؤشرات التي تعكس الوضع الاقتصادي، والشكل التالي يوضح تطور معدل النمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة 1990– 2015.

الشكل رقم (34): تطور النمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة 1990– 2015



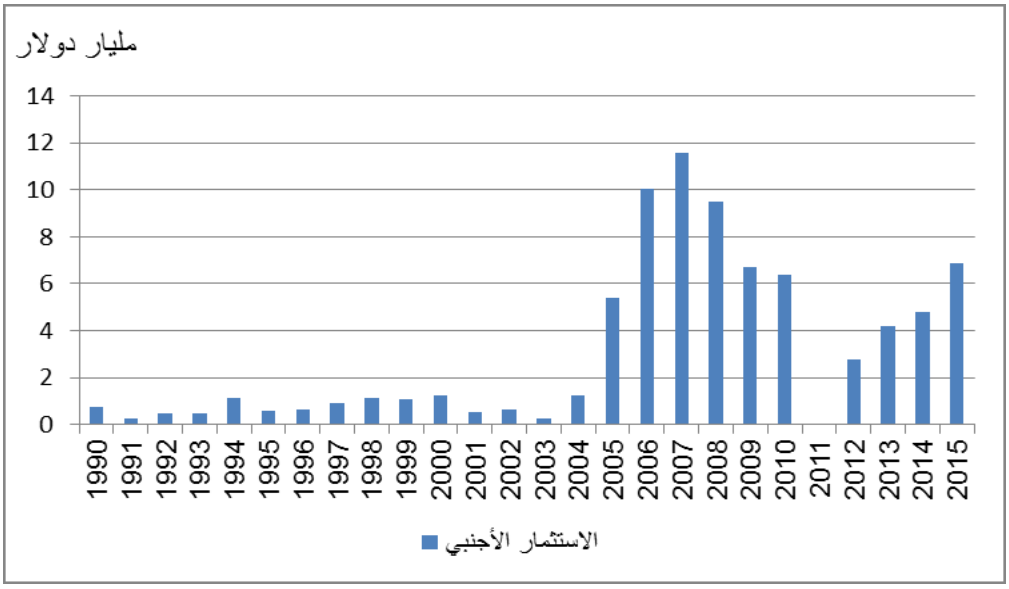
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 01 الجدول رقم 02.

من الشكل أعلاه نلاحظ أن النمو الاقتصادي في مصر يتميز بمعدلات متقاربة إذا ما استثنينا بعض السنوات مثل العام 1992 والذي حقق فيه الاقتصاد المصري معدل نمو مقدر بـ 18.70% وهذا ناتج عن سياسات الإصلاح المالي والنقدي وبرامج الخوصصة المتبعة من السلطات المصرية في تلك الفترة، ليبقى بعد ذلك متأرجحا بمعدلات تتراوح بين 03% و 05.80% للفترة 1997– 2003، ليتحسن بعد ذلك أداء الاقتصاد المصري للفترة الموالية وحتى العام 2008 إذ عاود الانخفاض بداية من هاته السنة بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية، ومتأثرا كذلك بالأحداث السياسية والأمنية التي مست البلد سنة 2011، لكنه سرعان ما بدأ في التعافي في سنوات 2012– 2014.

ثانيا: مؤشر الاستثمار الأجنبي

يعد الاستثمار الأجنبي من المؤشرات الاقتصادية الكلية المهمة وذات الأثر البالغ في دفع عجلة التنمية في البلد، والشكل التالي يوضح تطور تدفق الاستثمار الأجنبي في مصر للفترة 1990– 2015.

الشكل رقم (35): تطور الاستثمار الأجنبي في مصر خلال الفترة 1990– 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 01 الجدول رقم 02.

نلاحظ من الشكل أعلاه أن تدفق الاستثمار الأجنبي في مصر يمكن تقسيمه إلى مرحلتين، مرحلة تمتد من سنة 1990 وإلى غاية 2004 تميزت هذه المرحلة بنسب منخفضة لتدفقات الاستثمار الأجنبي الوافد على مصر بالرغم من الخطوات المتخذة لتحفيزه مثل: قانون (92) لسنة 1995 والذي يتيح للأجانب الاستثمار في البورصة المصرية دون قيود، فلا توجد سقوف محددة للتملك الأجانب لأسهم

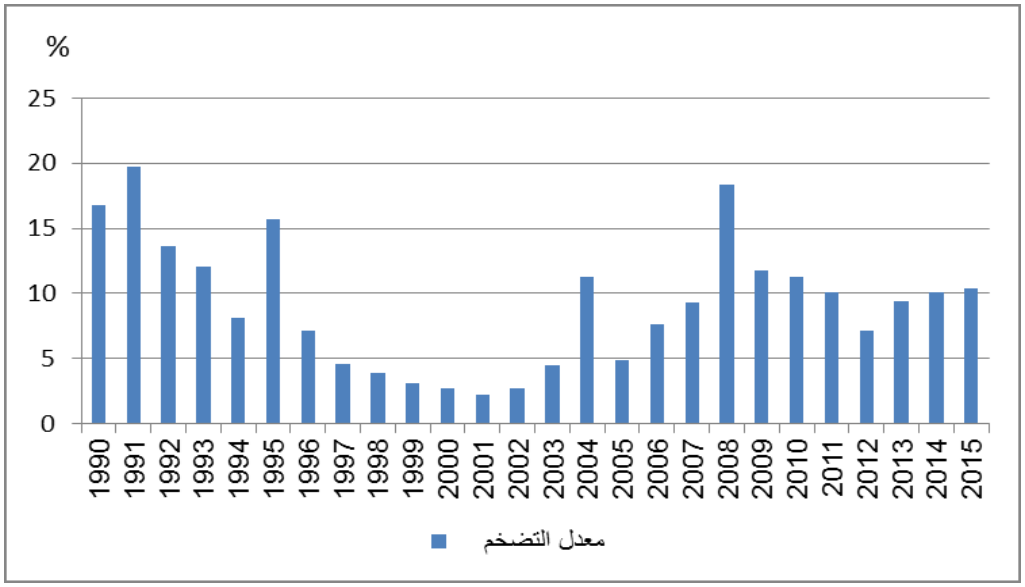
الشركات، أو أي قيود على عضويتهم في مجال إدارة الشركات، كما وقعت مصر على اتفاقية تحرير الخدمات المالية سنة 1997.

أما المرحلة الثانية فتمتد من سنة 2005 وإلى غاية 2015 وقد تميزت هذه الفترة بارتفاع في حجم الاستثمارات الأجنبية بشكل عام بالرغم من بعض التذبذبات، وهذا راجع إلى أن مصر تولي أهمية كبيرة للاستثمار الأجنبي وبخاصة المباشر منه وهذا لما يتمتع به من خصائص مثل الاستقرار وصعوبة خروجه، وقد بلغ الاستثمار الأجنبي ذروته بالعام 2007 إذ سجل ما مقداره 11.58 مليار دولار، ليتراجع في سنة 2008 إلى 9.49 مليار دولار متأثرا بالأزمة المالية العالمية، وواصل الانخفاض ليبلغ أدنى مقدار له بحلول العام 2011 متأثرا بالظروف الأمنية والسياسية التي مست مصر، ليعاود بعد ذلك الارتفاع بسب التحسن النسبي في الظروف الأمنية والسياسية.

ثالثا: مؤشر التضخم

يعد مؤشر التضخم من أهم المؤشرات الاقتصادية، ويتم الاسترشاد بهذا المؤشر في اتخاذ القرارات المتعلقة بسياسة الأسعار وسعر الصرف، والشكل التالي يوضح تطور معدلات التضخم بمصر.

شكل رقم (36): تطور معدل التضخم في مصر خلال الفترة 1990– 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 01 الجدول رقم 02.

من الشكل أعلاه يمكن ملاحظة التذبذب الذي شهده معدل التضخم طيلة فترة الدراسة، إذ سجل أعلى ارتفاع له في سنة 1990 بنسبة 19.75%، ليعاود بعدها الاتجاه نحو الانخفاض في ضوء توجه البنك المركزي إلى ضبط سياسات الائتمان، وكذلك تركيز السياسة المالية على تقليل أوجه الإنفاق غير

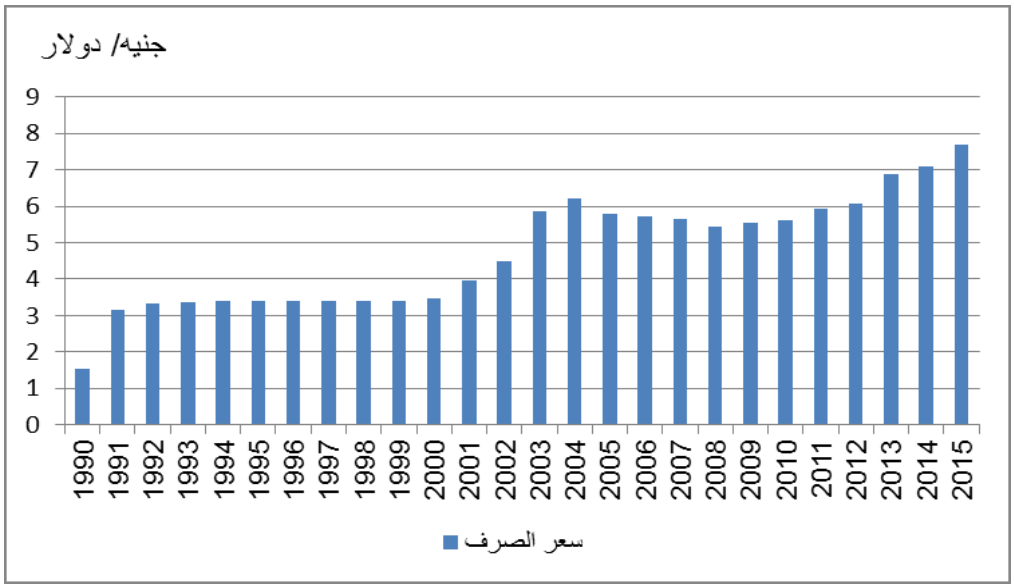
الضروري، فضلا عن امتناع البنك المركزي المصري عن تمويل عجز الميزانية بالإصدار النقدي توافقا مع سياسة الإصلاح النقدي، واتجهت السياسة المالية إلى توجيه النفقات الاستثمارية صوب استكمال مشروعات البنية الأساسية وتمويل الجزء الأكبر من الإنفاق بموارد حقيقية دون اللجوء إلى الجهاز المصرفي، وهو الأمر الذي أفضى إلى الخفض التدريجي لعجز الموازنة وقلل من الضغوط التضخمية.

لكن هذه الضغوط التضخمية عادت للظهور مع بداية العام 2003، ليصل إلى أقصى معدل له سنة 2008 متأثرا بالارتفاع العام الذي شهدته أسعار السلع الاستهلاكية تأثرا باستمرار تصاعد أسعارها العالمية، فضلا عن انتقال الزيادة في أسعار تلك السلع للعديد من السلع الأخرى، وقد ساعد على ذلك انخفاض درجة الاكتفاء الذاتي من المواد الغذائية وبالتالي زيادة الواردات منها.

رابعا: مؤشر سعر الصرف

يعتبر سعر الصرف من المؤشرات الاقتصادية المهمة والشكل الموالي يوضح تطور أسعار صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 1990– 2015.

شكل رقم (37): تطور أسعار صرف الجنيه مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 1990– 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 01 الجدول رقم 02.

من الشكل أعلاه نلاحظ المنحى التصاعدي الذي اتخذته أسعار صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي بدءا من سنة 1991، إذ أنه وفي سنة 1991 تم تحرير أسواق النقد والصرف من قيود الإدارة، وفي نوفمبر 1991 سمح بإنشاء شركات الصرافة للتعامل بيعا وشراء بالنقد الأجنبي جنبا إلى جنب مع وحدات الجهاز المصرفي، وقد أسهت سياسة التعويم المدار لأسعار صرف الجنيه في

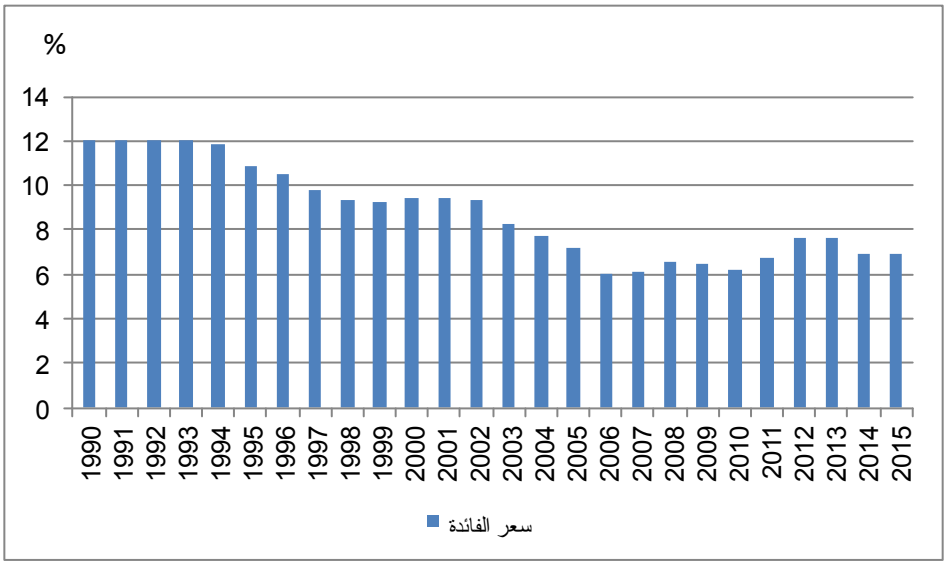
الثبات النسبي مقابل الدولار طوال مدة الدراسة وبالتحديد حتى العام 1999، ومثلما يظهر في الشكل أعلاه، الأمر الذي عكس الاستقرار الكامل لسوق الصرف، إذ كان البنك المركزي يتدخل في سوق الصرف منذ تحريره عام 1991.

إلا أنه وبداية من العام 1999 بدأ سعر صرف الدولار مقابل الجنيه بالارتفاع ليصل إلى 6.20 جنيه مصري مقابل الدولار عام 2004، بعد أن كان 3.40 عام 1999، وهذا بعد قرار تحرير الجنيه المصري في 01/28/ 2003، ولكن بعد العام 2004 بدأ سعر صرف الدولار بالانخفاض ليصل إلى 5.64 و5.43 جنيه مقابل الدولار للأعوام 2007، 2008 على التوالي، ليعاود بعد ذلك الارتفاع خاصة بعد سنة 2011 متأثرا بمخلفات الأحداث الأمنية والسياسية التي عصفت بمصر ليبلغ ذروته بحلول العام 2015 ليصل إلى 7.69 جنيه مقابل الدولار.

خامسا: مؤشر سعر الفائدة

يعد مؤشر سعر الفائدة من مؤشرات السياسة النقدية المهمة والتي يسترشد بها في الحكم على نوع السياسة النقدية المنتهجة من قبل السلطات النقدية كما أنها تعتبر من المؤشرات المساعدة على التحكم في توسع الكتلة النقدية، والشكل التالي يوضح تطور مؤشر سعر الفائدة في مصر خلال الفترة 1990– 2015.

الشكل رقم (38): تطور سعر الفائدة في مصر للفترة 1990– 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 01 الجدول رقم 02.

من الشكل أعلاه نلاحظ استقرار معدلات الفائدة عند معدل 12% من سنة 1990 حتى العام 1993، وهذا بسبب التحديد الإداري لأسعار الفائدة من قبل البنك المركزي المصري، إلا أنه وبعد

العام 1993 وبعد تطبيق سياسة الإصلاح النقدي والائتماني ترك البنك المركزي حرية تحديد أسعار الفائدة المدينة والدائنة للبنوك التجارية العاملة، واقتصر دوره على تحديد الإقراض والخصم، كما يلاحظ من الشكل الاتجاه التنازلي العام لأسعار الفائدة، مما يدل على سياسة تحفيزية للمشروعات الاستثمارية المختلفة من قبل السلطة النقدية، ومن ثم التأثير على مختلف أوجه النشاط الاقتصادي.

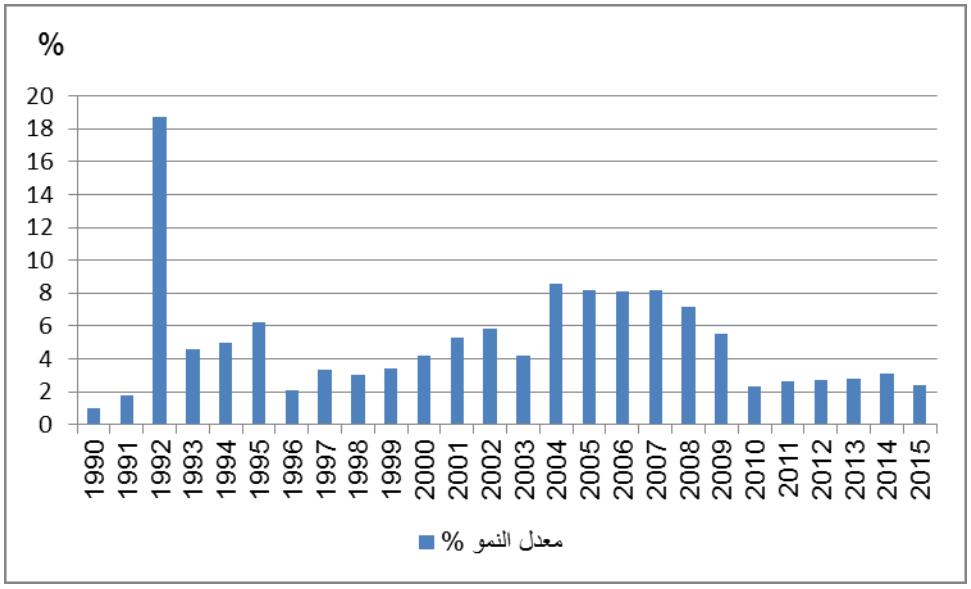
المطلب الثاني: تحليل المؤشرات الاقتصادية الكلية في الأردن

يتميز الاقتصاد الأردني بخصوصية تجعل منه من بين أهم الاقتصاديات العربية بالنظر إلى موقعه الجيو سياسي، بالرغم من أنه يعد من أكثر الدول العربية فقرا من حيث الموارد الطاقوية والموارد الطبيعية والمواد الأولية، هذه العوامل أثرت على طبيعة الأنشطة الاقتصادية السائدة وجعلت منه اقتصادا يعتمد على قطاع الخدمات المالية والسياحية، هذا ما أثر على تطور المؤشرات الاقتصادية الكلية في الأردن وهو ما سيتم التطرق إليه في هذه النقطة.

أولا: مؤشر النمو الاقتصادي

يعد النمو الاقتصادي من أهم المؤشرات الاقتصادية الدالة على حالة الاقتصاد، والشكل التالي يوضح تطور معدل النمو الاقتصادي في الأردن للفترة 1990– 2015.

الشكل رقم (39): تطور معدل النمو الاقتصادي في الأردن للفترة 1990– 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 02 الجدول رقم 02.

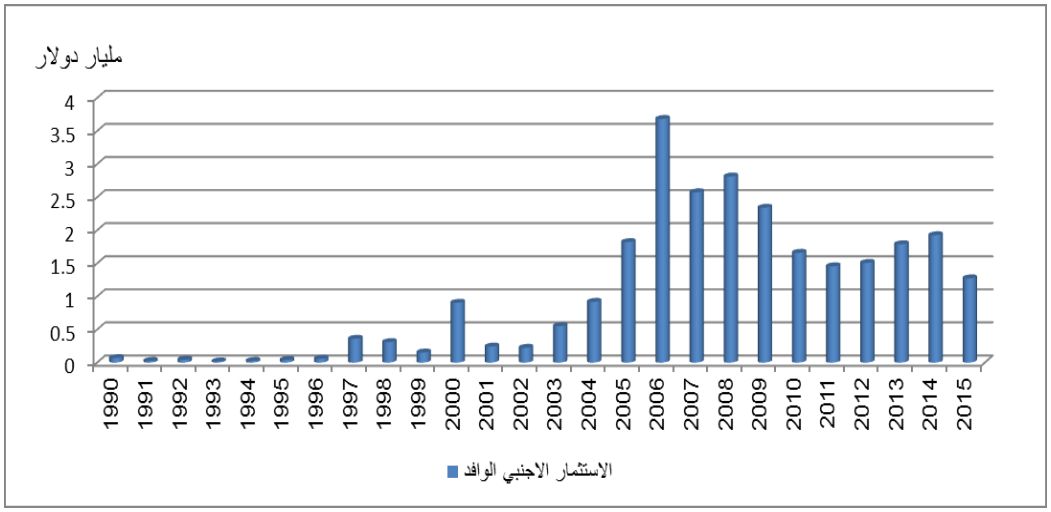
من الشكل أعلاه نلاحظ التذبذب الكبير في معدلات النمو الاقتصادي في الأردن وهو ما يبرز هشاشة الاقتصاد والتبعية الكبيرة، فقد بلغ معدل النمو الاقتصادي ذروته بالعام 1992 إذ وصل إلى 18.7% وهذا يعكس الجهود المبذولة من طرف الحكومة في تخطي الأزمة الاقتصادية والمالية التي مرت بها الأردن بنهاية الثمانينات، وكذا تخطي أثار حرب الخليج على الاقتصاد الأردني، ليعاود بعدها الانخفاض في السنوات الموالية.

مع بداية الألفية الجديدة سجل معدل النمو تحسنا وحتى العام 2007، مدعوما بالخطوات الجيدة التي اتخذتها الحكومة خلال هاته الفترة بغية تنشيط الاقتصاد، مما ساهم في تحسين بيئة الأعمال وجذب المزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية والتقدم في مجالات عديدة منها الخوصصة وتحرير التجارة الخارجية إضافة إلى تحسن البيئة التشريعية والقانونية المناسبة لدعم نمو النشاط الاقتصادي، ومع استفحال الأزمة المالية العالمية 2008 سجلت معدلات النمو الاقتصادي في الأردن تراجعا إلى أن سجلت أدنى قيمة لها في سنة 2010 بمعدل 02.3%، إلا أن الملاحظ أن معدلات النمو ظلت موجبة طيلة فترة الدراسة.

ثانيا: مؤشر الاستثمار الأجنبي

بالنظر إلى خصوصية الاقتصاد الأردني وافتقاره للموارد المالية والطبيعية فقد سعى إلى تعويض هذه الندرة من خلال الاستثمار الأجنبي، وبذلك فقد وضع الأردن على رأس اهتماماته خلق مناخ خاص وجاذب للاستثمار الأجنبي، حيث دأب في سبيل ذلك على الاستثمار في العديد من المشاريع التنموية التي تشكل مداخل جديدة للاستثمار، كما وأنه من خلال اعتماده لقانون منفتح نسبيا لتشجيع الاستثمار كان الأردن متميزا عن دول المنطقة المحيطة به، فيما يخص جذب الاستثمار الأجنبي، إذ عمل الأردن على تقديم العديد من الحوافز والإعفاءات للمستثمر الأجنبي، وهو الأمر الذي من شأنه أن يساعد على بلورة ذلك التوجه إلى واقع ملموس، والشكل التالي يوضح تطور الاستثمار الأجنبي في الأردن خلال الفترة 1990– 2015.

الشكل رقم (40): تطور الاستثمار الأجنبي في الأردن خلال الفترة 1990– 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 02 الجدول رقم 02.

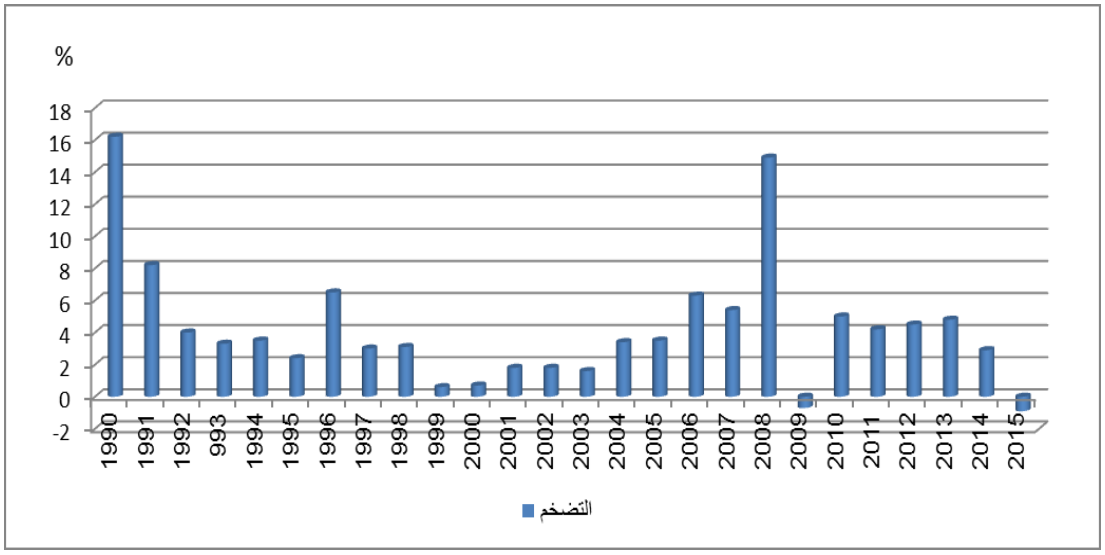
من الشكل أعلاه نلاحظ تدني الاستثمارات الأجنبية الوافدة للأردن خلال الفترة 1990 وإلى غاية سنة 2000، إذ بلغ أعلى معدل له سنة 2000 ليبلغ مقدار 0.904 مليار دولار، هذا بالرغم من حزمة التشريعات الاقتصادية التي أطلقتها الحكومة الأردنية الرامية لجذب الاستثمار، فقد أصدرت قانون تشجيع الاستثمارات وقانون ضريبة الدخل، ونظام الاستثمارات غير الأردنية الذي ينص على معاملة المستثمر الأجنبي نفس معاملة المستثمر المحلي إذ أجاز للمستثمر الأجنبي تملك أي مشروع بالكامل أو جزء منه باستثناء بعض القطاعات.

شهد بعد ذلك الاستثمار الأجنبي في الأردن تحسنا ملحوظا ليصل سنة 2006 إلى ذروته محققا ما مقداره 3.68 مليار دولار، وهذا بعد الإجراءات التي قامت بها الحكومة الأردنية والتي من بينها إصدار مجموعة من القوانين الخاصة بالاستثمار الأجنبي أبرزها قانون الاستثمار المؤقت عام 2003، وإبرام مجموعة من الاتفاقيات مع مجموعة من الدول في مجال التعاون الاقتصادي، ليعاود بعد ذلك الانخفاض ويبقى متأرجحا بين 2.81 و 1.27 مليار دولار.

ثالثا: مؤشر التضخم

يعتبر التضخم من بين أهم مؤشرات السياسة النقدية، والذي من خلاله يمكن الاسترشاد في اتخاذ القرارات الاستثمارية، والشكل التالي يوضح تطور معدلات التضخم في الأردن خلال الفترة 1990– 2015.

شكل رقم (41): تطور معدلات التضخم في الأردن خلال الفترة 1990– 2015



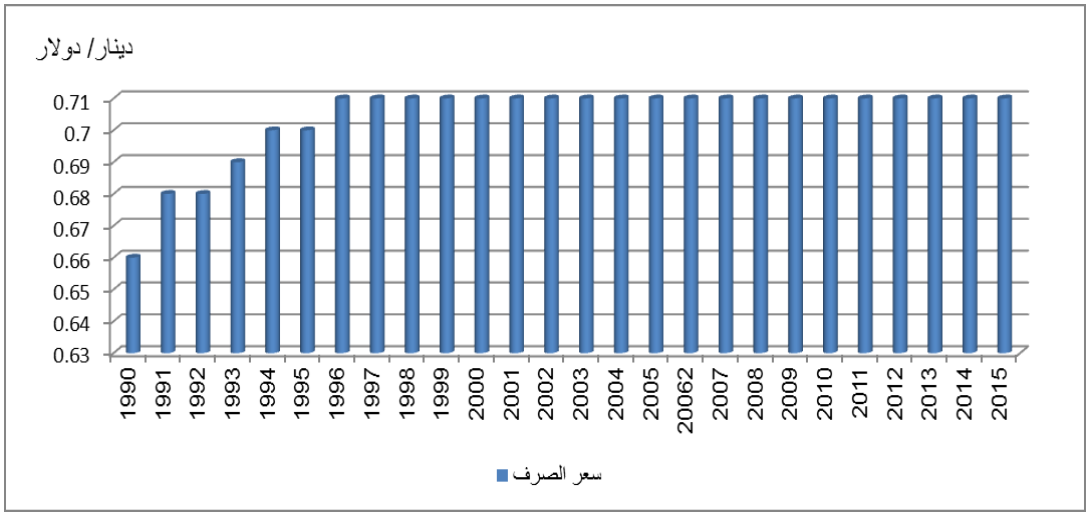
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 02 الجدول رقم 02.

من الشكل أعلاه يظهر التذبذب الواضح في معدلات التضخم في الأردن ما يعكس هشاشة الاقتصاد الأردني وتعرضه للصدمات الناتجة عن التغير في الأسعار العالمية للنفط وأسعار السلع الأساسية، وتعكس معدلات التضخم المرتفعة سنة 1990 الأثر الواضح لحرب الخليج على الاقتصاد الأردني إذ بلغ معدل التضخم في هذه السنة 16.2%، ليبدأ في التراجع مع تبني الحكومة الأردنية لبرنامج للتصحيح الاقتصادي، ليبقى بعد ذلك متأرجحا بين 0.60 و5.40% بين العام 1992 وعام 2007، وهي معدلات طبيعية، متأثرا بالأزمة المالية ارتفع معدل التضخم في سنة 2008 إلى مستوى قياسي إذ بلغ 14.90%، وهذا يرجع إلى طبيعة الاقتصاد الأردني الذي يعتمد على الإعانات والافتقار للموارد الطاقوية والمواد الأولية، ليعرف بعد هاته السنة استقرار نسبيا بسبب انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية.

رابعا: مؤشر سعر الصرف

تشكل أسعار الصرف واحدة من العوامل المؤثرة في مقدرة الاقتصاد التنافسية ومن ثم في العوامل الحاكمة لنشاط الشركات العاملة في الوطن وربحيتها والنمو الحقيقي للاقتصاد ككل، والشكل التالي يوضح تطور أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي.

شكل رقم (42): تطور أسعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي للفترة 1990-2015



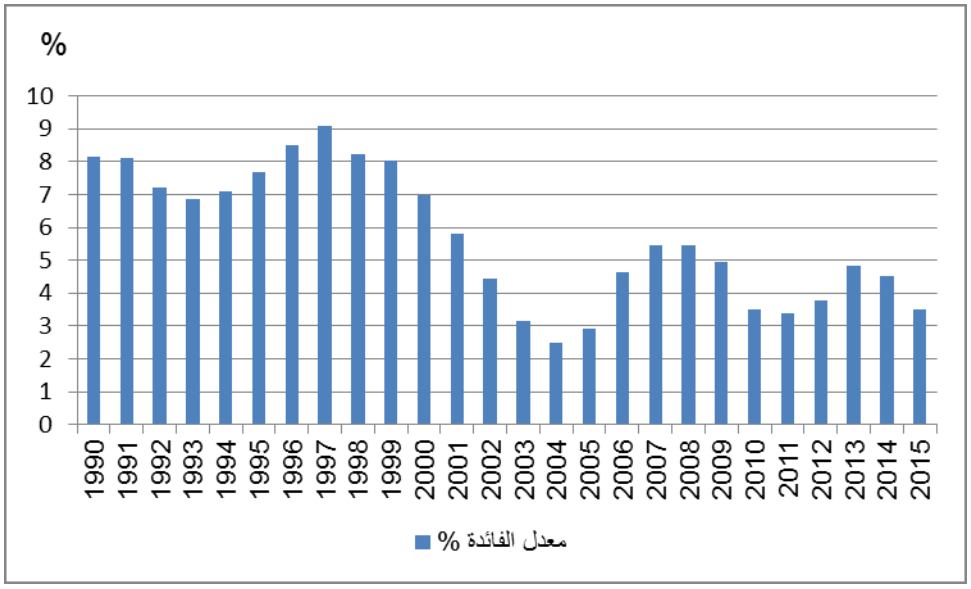
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 02 الجدول رقم 02.

يظهر من الشكل أعلاه أن الحكومة الأردنية تعتمد على سياسة تثبيت الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي وهو ما يبرز من خلال عدم التغير في سعر الصرف للدينار الأردني مقابل الدولار من سنة 1996 وإلى غاية 2015، وقد تم تثبيت الدينار الأردني في العام 1989 بعد أن كان البنك المركزي الأردني قد اتخذ قرارا بتعويم الدينار الأردني بداية من العام 1988 وهو ما خلف أثارا سلبية كبيرة على الاقتصاد الأردني واستنزف موارد الدولة من العملات الأجنبية.

خامسا: مؤشر سعر الفائدة

يعتبر سعر الفائدة من مؤشرات السياسة النقدية المهمة في التحكم في التوسع النقدي وتشجيع الادخار والاستثمار، والشكل التالي يوضح تطور معدلات الفائدة في الأردن خلال الفترة 1990- 2015.

الشكل رقم (43): تطور معدل الفائدة في الأردن للفترة 1990– 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 02 الجدول رقم 02.

من الشكل أعلاه نلاحظ أنه يمكن تقسيم فترة الدراسة إلى مرحلتين: مرحلة ما قبل سنة 2000 تميزت هذه الفترة بالارتفاع في معدلات الفائدة إذ بلغت الذروة بسنة 1997 بمعدل 09.10%، وهي معدلات مرتفعة لا تشجع على الاستثمار.

مع مطلع سنة 2000 تبنت الحكومة الأردنية جملة من الإصلاحات الاقتصادية تمثلت في برامج اقتصادية واتفاقات ثنائية على غرار قانون تشجيع الاستثمارات وقانون ضريبة الدخل، وكذا إصدار مجموعة من القوانين الخاصة بالاستثمار الأجنبي أبرزها قانون الاستثمار المؤقت عام 2003، بدأ التخفيض التدريجي لسعر الفائدة بهدف تشجيع الاستثمار وتوفير التمويل اللازم لمختلف المشاريع الاقتصادية وبتكلفة ملائمة وبالتالي حفز النمو الاقتصادي، ليبلغ سعر الفائدة أدنى معدل له سنة 2004 بمعدل 02.50%، ليعاود بعدها الارتفاع في الفترة 2005– 2009 ليتجاوز في بعض الأحيان عتبة 05%.

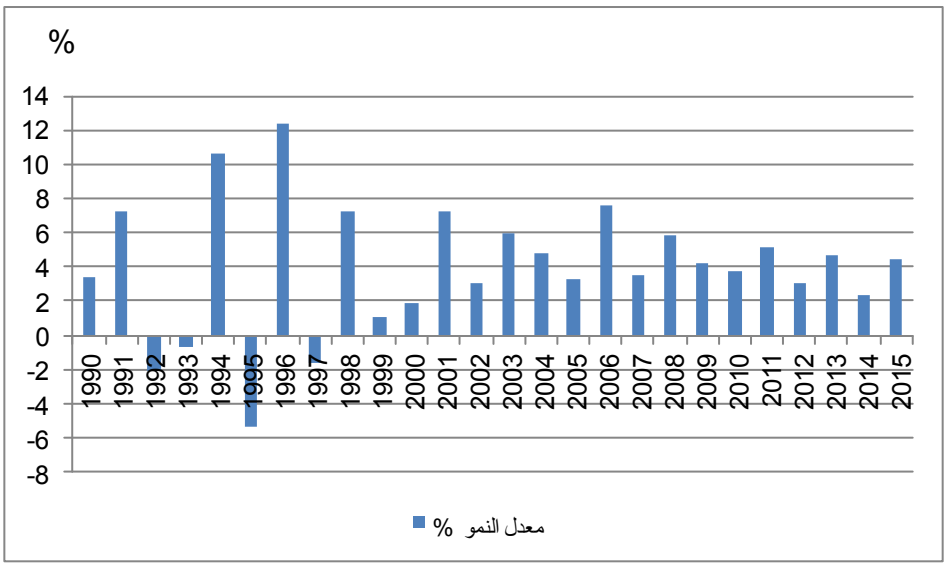
المطلب الثالث: تحليل المؤشرات الاقتصادية الكلية في المغرب

يعد الاقتصاد المغربي اقتصاد ذو توجه ليبرالي مطبوع بطابع الاقتصاد المختلط ذو نزعة للحماية والتدخل، وهو اقتصاد غير نفطي تشكل له فاتورة النفط عبء كبيرا، يعتمد على تصدير الفوسفات وعوائد السياحة والفلاحة، وفي ما يلي عرض لتطور المؤشرات الاقتصادية الكلية في المغرب خلال الفترة 1990– 2015.

أولا: مؤشر معدل النمو الاقتصادي

يعتبر النمو الاقتصادي مرآة عاكسة لجهود الحكومة كما يعتبر مؤشرا مهما في الاستدلال على الوضعية الاقتصادية للبلد، والشكل التالي يوضح تطور معدلات النمو الاقتصادي في المغرب خلال الفترة 1990– 2015.

شكل رقم (44): تطور معدل النمو الاقتصادي في المغرب خلال الفترة 1990– 2015



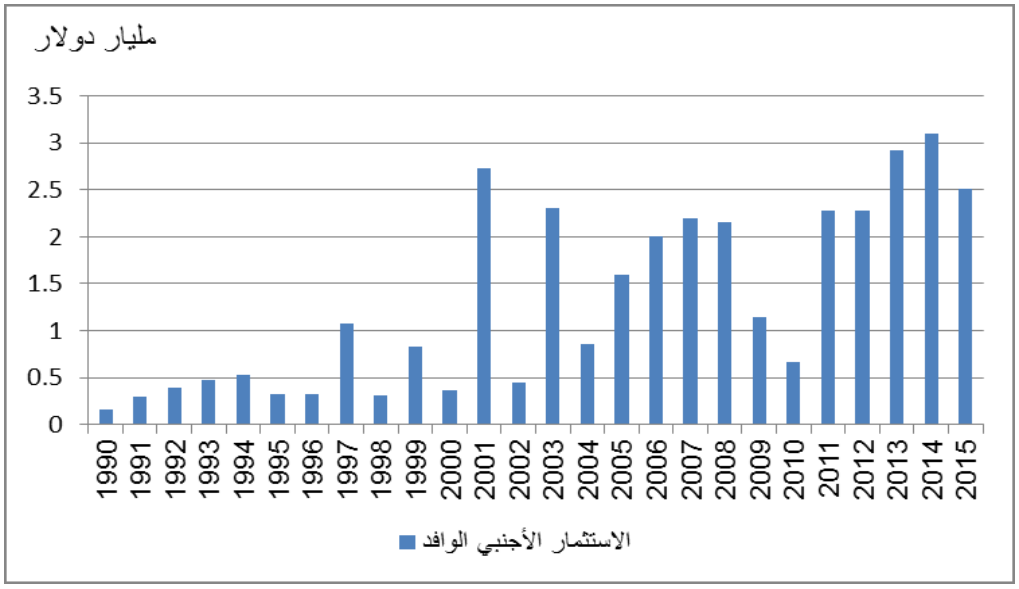
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 03 الجدول رقم 02.

من الشكل أعلاه يمكن ملاحظة التذبذب الكبير الذي يشهده معدل النمو الاقتصادي في المغرب خاصة في الفترة 1990– 2000 حيث شهدت بعض السنوات من هاته الفترة معدلات نمو سالبة، إذ بلغ سنة 1995 معدل النمو الاقتصادي –05.40% ليرتفع بعدها سنة 1996 إلى 12.40%، وبعد تبني الحكومة المغربية لخطة خماسية تغطي الفترة 2000– 2004 تحسنت معدلات النمو الاقتصادي للفترة الموالية لتبقى تتأرجح بين 07.60% سنة 2006، وبين معدل 02.40% سنة 2014.

ثانيا: مؤشر الاستثمار الأجنبي

بالنظر إلى طبيعة الاقتصاد المغربي المعتمدة على موارد السياحة وموارد الفلاحة والفوسفات فقد سعت المغرب إلى تشجيع الاستثمار الأجنبي بمختلف أشكاله، والشكل التالي يوضح تطور تدفق الاستثمار الأجنبي في المغرب للفترة 1990– 2015.

شكل رقم (45): تطور الاستثمار الأجنبي في المغرب للفترة 1990– 2015



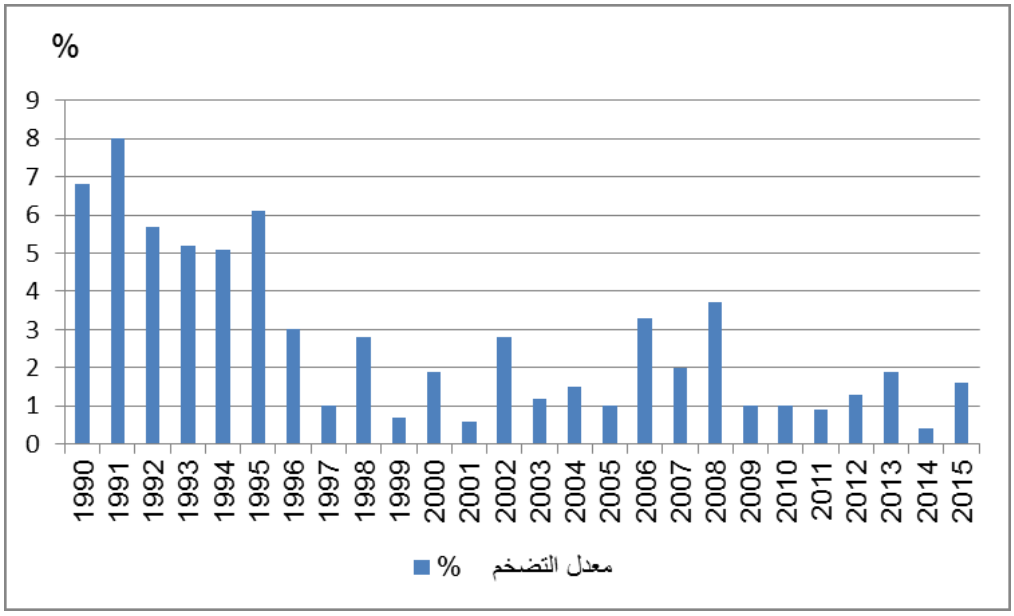
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 03 الجدول رقم 02.

نلاحظ من الشكل أن الاستثمار الأجنبي في المغرب قد عرف تحسنا كبيرا مع بداية الألفية إذ انتقل من 0.368 مليار دولار سنة 2000 ليصل إلى 2.727 مليار دولار سنة 2001، وهو ما يعكس جهود المغرب في جذب الاستثمارات الأجنبية، إلا أن هذا الارتفاع لم يدم طولا حيث عاود الانخفاض في سنة 2002، ثم الارتفاع في سنة 2003، كما عرفت الفترة 2004– 2008 تحسنا ملحوظا في قيمة الاستثمارات الأجنبية الوافدة، إلا أنه وفي سنتي 2009 و2010 عرفت قيمة الاستثمارات تراجعا ملحوظا بسبب أثر الأزمة المالية العالمة 2008، لتعاود في التحسن في الفترة 2011– 2015.

ثالثا: مؤشر التضخم

يعد مؤشر التضخم من أهم المؤشرات الاقتصادية، ويتم الاسترشاد بهذا المؤشر في اتخاذ القرارات المتعلقة بسياسة الأسعار وسعر الصرف، والشكل التالي يوضح تطور معدلات التضخم المغرب خلال الفترة 1990– 2015.

شكل رقم (46): تطور معدلات التضخم في المغرب للفترة 1990– 2015



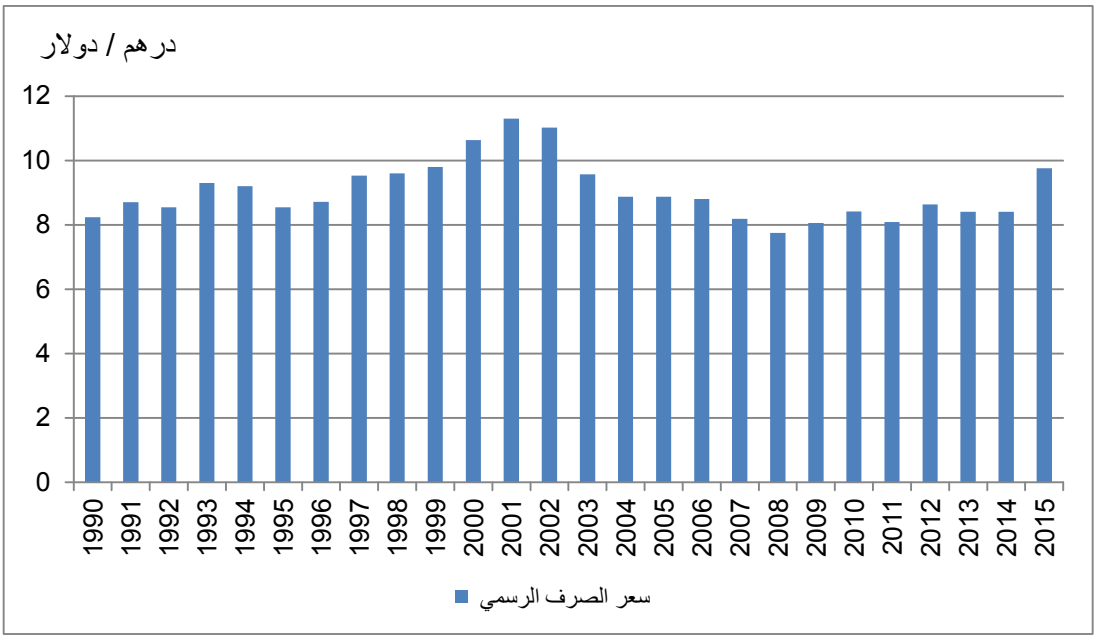
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 03 الجدول رقم 02.

من الشكل يتضح أن السلطة النقدية في المغرب تمكنت من التحكم في معدلات التضخم، إذ تمكنت من خفضه من معدل 08% سنة 1991 إلى أن بلغ أدنى قيمة له بمعدل 0.4% سنة 2014، وهي معدلات مقبولة تعكس مدى نجاح السلطة النقدية في المغرب في تحقيق الأهداف المنوطة بها، وبما أن المغرب يعتمد على استيراد النفط فقد كان لارتفاعها سنة 2008 أثر واضح في ارتفاع معدلات التضخم إلا أن هذا الارتفاع كان مقبولا وبقى معدل التضخم في الحدود الطبيعية، ليعاود الانخفاض في السنوات الموالية.

رابعا: مؤشر سعر الصرف

تشكل أسعار الصرف واحدة من العوامل المؤثرة في مقدرة الاقتصاد التنافسية ومن ثم في العوامل الحاكمة لنشاط الشركات العاملة في الوطن وربحيتها والنمو الحقيقي للاقتصاد ككل، والشكل التالي يوضح تطور أسعار صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي.

شكل رقم (47): تطور أسعار صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي للفترة 1990-2015



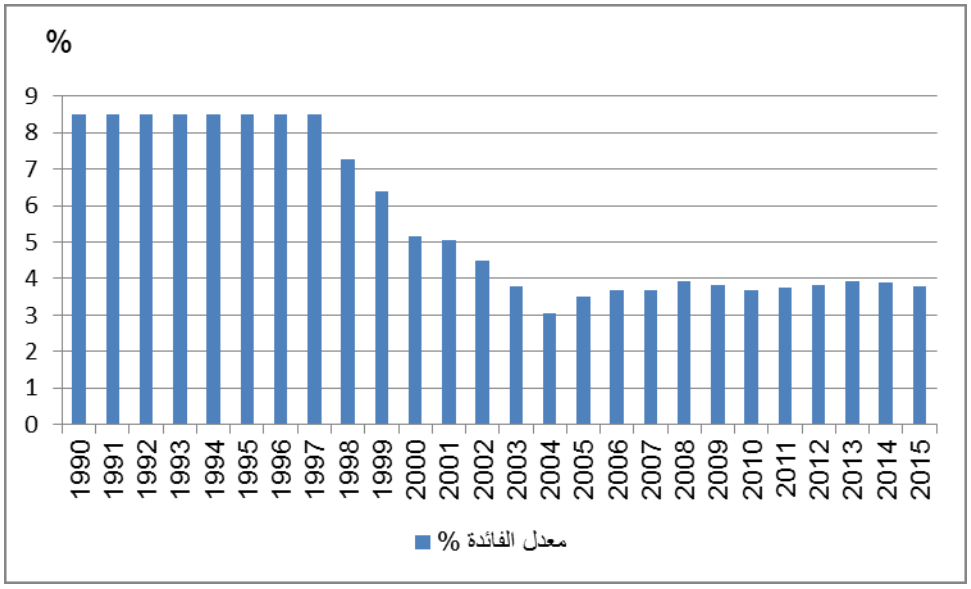
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 03 الجدول رقم 02.

من الشكل يتضح أن سعر الصرف في المغرب يعتبر ثابتا ويسمح له بالتقلب في مجال محدد وبالتالي يتحمل البنك المركزي تبعات هذا التثبيت، ويتطلب هذا النوع من سياسات توفر البنك المركزي على احتياطات صرف كبيرة خاصة إذا كان هناك فرق كبير بين سعر الصف الرسمي وسعر الصرف الحقيقي، وقد سجل سعر صرف الدرهم مقابل الدولار أكبر مستوى له سنة 2001 ب 11.30 درهم مقابل 01 دولار أمريكي، وأقل نسبة له بمعدل 7.75 درهم مقابل الدولار الأمريكي سنة 2008 بعد تراجع قيمة الدولار في أعقاب الأزمة المالية العالمية، وتنوي الحكومة المغربية في الفترة الحالية تعويم قيمة الدرهم.

خامسا: مؤشر سعر الفائدة

يعد مؤشر سعر الفائدة من مؤشرات السياسة النقدية المهمة والتي يسترشد بها في الحكم على نوع السياسة النقدية المنتهجة من قبل السلطات النقدية كما أنها تعتبر من المؤشرات المساعدة على التحكم في توسع الكتلة النقدية، والشكل التالي يوضح تطور مؤشر سعر الفائدة في المغرب خلال الفترة 1990-2015.

شكل رقم (48): تطور معدلات الفائدة في المغرب للفترة 1990– 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم 03 الجدول رقم 02.

من الشكل أعلاه نلاحظ أن الفترة 1990– 1997 تميزت بمعدلات فائدة مرتفعة إذ ظلت ثابتة طيلة هاته الفترة عند معدل 08.50% وهو معدل مرتفع نسبيا لا يحفز على الاستثمار، وفي إطار برامجها التنموية وتشجيعا للاستثمار المحلي والأجنبي فقد سعت المغرب إلى تقديم التحفيزات اللازمة والتي من بينها خفض معدلات الفائدة لتمويل المشاريع بتكلفة ملائمة، وبذلك فقد بدأت أسعار الفائدة في الانخفاض بداية من العام 1998 فقد بلغت في هذه السنة 07.26%، لتواصل هذا الانخفاض إلى أن وصلت أدنى معدل لها بحلول العام 2004 بمعدل 03.06%، ثم سجلت أسعار الفائدة ارتفاعا طفيفا لتبقى تتأرجح حول المعدل 03.50% طيلة فترة الموالية.

المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر المتغيرات الكلية على مؤشرات السوق المالية

سنحاول من خلال هذا المبحث إجراء النمذجة القياسية لمؤشرات السوق المالية في كل من مصر، الأردن والمغرب خلال الفترة (1990-2015)، وذلك بالاستناد إلى الإطار النظري والدراسات السابقة ودراسة الوقائع، ومن ثمة محاولة تحديد أفضل نموذج والذي يتلاءم والنظرية الاقتصادية والواقع العملي، ويكون متوافقا مع الاختبارات الإحصائية.

المطلب الأول: متغيرات النموذج

يتم فيه عرض المتغيرات المستخدمة في النموذج وتم تقسيمه إلى:

أولا: المتغيرات المستقلة (الخارجية)

تتضمن المتغيرات الخارجية في نموذجنا هذا المتغيرات الاقتصادية الكلية السالفة الذكر، والتي يمكن أن تؤثر في مؤشرات أداء السوق المالية، ويتضمن النموذج خمسة متغيرات في كل من (مصر، الأردن، المغرب) وهي.

1- **النمو الاقتصادي:** يعتبر النمو الاقتصادي مؤشرا ذا أهمية بالغة كونه يعبر أن مستوى الأداء الاقتصادي، لذا فقد تم إدراجه في النموذج حيث يتم الاستعانة بإجمالي الناتج المحلي بالأسعار الثابتة للعملة المحلية للتعبير عن هذا المؤشر، وسيرمز له بالرمز (pibr).

2- **الاستثمار الأجنبي:** نظرا لأهمية هذا المتغير في التأثير المباشر على أداء السوق المالية، وكذا التأثير على الأداء الاقتصادي العام فقد أدرج هذا المتغير في النموذج وسيتم استخدام الاستثمار الأجنبي الوافد بالدولار الأمريكي ويرمز له بالرمز (iv)

3- **معدل التضخم:** يتم استخدام الرقم القياسي لأسعار المستهلك للتعبير عن معدلات التضخم، وقد استخدم هذا المؤشر في عدد من الدراسات والبحوث التطبيقية، وسيرمز لهذا المتغير بالرمز: (ipc).

4- **سعر الفائدة:** اعتمدت الدراسة على معدل الفائدة على الودائع باعتبارها البديل الأفضل والأقرب للاستثمار في الأوراق المالية في حالة ارتفاعها، إضافة إلى تأثير هذا النوع من أسعار الفائدة على الائتمان الممنوح للشركات، ومن ثم التأثير في مركزها المالي، كما تم

الاستعانة بالهامش على سعر الفائدة، وسيرمز لسعر الفائدة بالرمز (i) وهامش سعر الفائدة بالرمز (HI).

5- **سعر الصرف:** تم اعتماد سعر صرف العملات المحلية أمام الدولار الأمريكي، على اعتبار أن الدولار الأمريكي من أهم العملات المطلوبة والمتداولة على نحو رئيسي في جميع بلدان العالم، ويرمز لسعر الصرف بالرمز (tc).

ثانيا: المتغيرات التابعة (الداخلية)

تم إدراج قيم مجموعة من مؤشرات الأسواق المالية للدول دراسة الحالة، والتي من خلالها يمكن الحكم على نشاط سوق الأوراق المالية، وهذه المؤشرات هي:

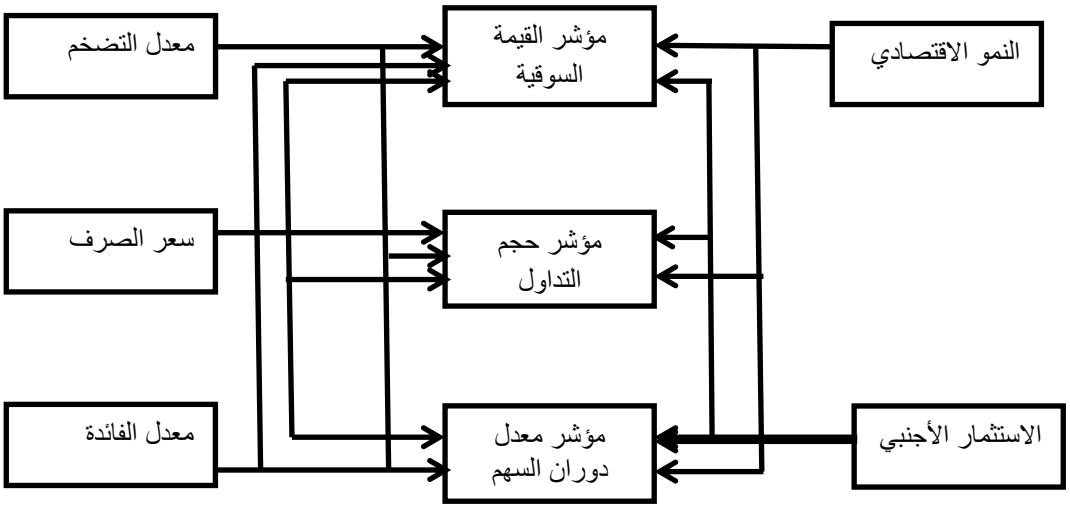
1- **مؤشر القيمة السوقية:** يمثل هذا المؤشر إجمالي القيمة السوقية للأسهم الخاصة بالشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، ويعكس هذا المؤشر سيولة السوق ونشاطه في البلدان محل الدراسة، ويرمز لهذا المؤشر بالرمز (y).

2- **مؤشر حجم التداول:** يعبر هذا المؤشر عن القيمة الإجمالية للأسهم التي تم تداولها في سوق الأوراق المالية، ويكشف لنا هذا المؤشر عن سيولة السوق ودرجة نشاطه إذ يعتبر مقياسا مكملا للقيمة السوقية، إذ أنه يعبر تعبيرا جيدا عن كميات الأسهم التي يتم تداولها (بيعا وشراء) في سوق الأوراق المالية خلال فترة زمنية معينة، ويرمز لهذا المؤشر بالرمز (y).

3- **مؤشر معدل دوران السهم:** يعبر هذا المؤشر عن النسبة المئوية لتداول أسهم الشركات المدرجة بالسوق، إذ يمكن حساب هذا المؤشر من خلال قسمة إجمالي حجم التداول على إجمالي القيمة السوقية، ويستخدم هذا المؤشر كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، كما يستخدم في التعبير عن نشاط السوق لذا فهو يعتبر مؤشرا مكملا لمؤشر القيمة السوقية، وسيرمز لهذا المؤشر بالرمز (y).

من الشكل التالي يمكننا أن نبين تأثير المتغيرات المستقلة والمتمثلة في المتغيرات الاقتصادية الكلية، على مؤشرات أداء السوق المالية الممثلة للمتغيرات التابعة، من خلال الهيكل العام للنموذج.

شكل رقم (49): الهيكل العام للنموذج القياسي



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على أدبيات الدراسة.

المطلب الثاني: دراسة قياسية لمؤشرات السوق المالية في مصر

أولا: محددات القيمة السوقية في بورصة مصر باستخدام أدوات القياس الاقتصادي

سنحاول في هذه النقطة التطرق إلى أهم محددات (المتغيرات المفسرة) القيمة السوقية في بورصة مصر للفترة (1990–2015) وذلك اعتمادا على نموذج الانحدار المتعدد وفق الصياغة المقترحة التالية:

$$Y_t = A\, pibr_t^{\beta_1} ipc_t^{\beta_2} i_t^{\beta_3} tc_t^{\beta_4} iv_t^{\beta_5} \varepsilon_t \quad ...(1)$$

بإجراء التحويلة اللوغاريتمية على النموذج رقم (1)، نحصل على الشكل الخطي وذلك لتسهيل عملية النمذجة، ويكون لدينا:

$$Lny_t = Ln\, A + \beta_1\, Ln\, pibr_t + \beta_2\, Ln\, ipc_t + \beta_3 Ln\, i_t + \beta_4 Lntc_t + \beta_5 Ln\, iv_t + \varepsilon_t \quad ...(2)$$

باستخدام برنامج Eviews 4 نتحصل على المخرجات التالية:

الجدول رقم (04): تقدير دالة القيمة السوقية في مصر للفترة: 1990–2015

Sample: 1990 2015
Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	15.27646	13.82528	1.104966	0.2823
LPIBR	-0.793405	2.193563	-0.361697	0.7214
LI	-4.276557	1.230821	-3.474557	0.0024
LIPC	0.596770	1.038443	0.574678	0.5719
LTC	0.188480	0.559339	0.336968	0.7397
LIV	0.056104	0.069015	0.812929	0.4258

R-squared	0.900495	Mean dependent var	3.246319
Adjusted R-squared	0.875619	S.D. dependent var	1.243314
S.E. of regression	0.438489	Akaike info criterion	1.388208
Sum squared resid	3.845444	Schwarz criterion	1.678538
Log likelihood	-12.04671	F-statistic	36.19898
Durbin-Watson stat	0.503668	Prob(F-statistic)	0.000000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

– التقييم الإحصائي للنموذج:

نلاحظ بأن:

– قيمة معامل التحديد $R^2 = 0.900$ بمعنى أن النموذج يفسر بنسبة 90% العلاقة بين القيمة السوقية والمتغيرات المفسرة، أو بمعنى آخر فإن 90% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية سببها التغير في كل من الناتج المحلي الخام، المستوى العام للأسعار، أسعار الفائدة، سعر الصرف والاستثمار الأجنبي.

– اختبار فيشر *Fisher*:

يمكن اختبار المعنوية الإجمالية للنموذج باستخدام نسبة التباين المفسر إلى التباين غير المفسر، ويتبع هذا توزيع فيشر *F* بدرجات حرية k و $n-k-1$، حيث *n* عدد المشاهدات و $k+1$ عدد المعالم المقدرة:

$$H_0 : \beta_0 = \beta_1 = ...= \beta_j = ...= \beta_k = 0$$

ضد الفرضية البديلة $H_1 : \exists$ معامل $\neq 0$:

إذا تجاوزت الإحصائية F_c قيمة *F* المجدولة عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ وبدرجتي حرية k و $n-k-1$ نقبل الفرضية القائلة بأن مقدرات النموذج ليست جميعها مساوية للصفر وأن R^2 يختلف جوهريا عن الصفر. في هذه الحالة يمكن القول أن للنموذج معنوية إحصائية.

حيث تحسب "F_c" من العبارة التالية:

$$F_c = \frac{R^2(n-m-1)}{(1-R^2)\,m}$$

بالرجوع إلى مخرجات برنامج Eviews نلاحظ بأن القيمة الفعلية F_c =36.19 وبمقارنتها بالقيمة المجدولة عند مستوى معنوية 5% نجد: Prob(F-statistic) =0.0000، بمعنى أن احتمال الخطأ في التقدير هو أقل من 5%، وهو ما يدل على أن قيمة معامل التحديد التي حصلنا عليها هي قيمة موضوعية وتصلح لاستخدامها كمقياس لتقدير فعالية تمثيل معادلة الانحدار للعلاقة المدروسة بين القيمة السوقية والمتغيرات المفسرة (على الأقل مقدرة واحدة للنموذج معنوية إحصائيا).

- اختبار ستيودنت *Student*:

يستعمل مقياس (t) ستيودنت لتقييم الأهمية الإحصائية لتكوين مقدرات معادلة الانحدار المقترحة، ويكون ذلك باختبار الفرضيتين:

$$H_0 : \hat{\beta}_i = 0$$

ضد الفرضية H_1 $\hat{\beta}_i \neq 0$:

هذا الاختبار يتم بمقارنة القيمة الفعلية أو المحسوبة "t_c" لستيودنت، بالقيمة الجدولية "t_{tab}" المستخرجة من جدول التوزيع لستيودنت عند درجة حرية v = n-k-1 ومستوى معنوية α = 0.05

تُحسب "t_c" من العبارة التالية: $t_{c\,(\hat{\beta}_i)} = \frac{\hat{\beta}_i}{S.E_{\hat{\beta}_i}}$

حيث أن: $S.E_{\hat{\beta}_i}$، هي قيمة الخطأ المعياري في تقدير المعامل i.

أي أن هذا المؤشر يختبر قيمة مقدرات المعادلة الانحدارية، ومن مخرجات برنامج Eviews نلاحظ بأن مختلف المعاملات غير معنوية إحصائيا (باستثناء مقدرة سعر الفائدة) وهذا يدل على الطبيعة العشوائية لتلك المقدرات وبأنها غير موضوعية ولا تتمتع بمعنوية إحصائية، وفي ظل ارتفاع قيمة معامل التحديد فإنه تطرح إشكالية وجود تعدد خطي (Multicollinerity).

- اختبار دربن واتسن *Durbin Watson*:

يهدف مقياس دربن واتسون إلى اختبار الفرضيات التالية:

لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء $H_0 : \rho = 0$

يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء $H_1 : \rho \neq 0$

حيث أن: ρ هو معامل الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى.

إن هذا الاختبار يتم بمقارنة القيمة الفعلية أو المحسوبة "d_c" لدربن واتسون، بالقيمة الجدولية "d_{tab}" حيث توجد قيم كل من الحدين الأعلى والأدنى للقيم الحرجة (d_l , d_u) لعدد مشاهدات n وعدد متغيرات مستقلة k ومستوى معنوية α، كما هو موضح في البيان التالي[1]:

يوجد ارتباط ذاتي سالب للأخطاء نرفض H_0 باحتمال P=(1-α)	منطقة عدم التحديد	لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء لا نرفض H_0	منطقة عدم التحديد	يوجد ارتباط ذاتي موجب للأخطاء نرفض H_0 باحتمال P=(1-α)

0 d_l d_u 2 4-d_u 4-d_l 4

وتعطى d_c بالعلاقة التالية:

$$d_c = 2(1-\rho)$$

بالرجوع إلى مخرجات برنامج Eviews نلاحظ بأن d_c = 0.503 وبمقارنتها بالقيمة الجدولية d_l = 1.873 d_u =0.979 عند مستوى معنوية 5% وعدد مشاهدات n=26 وعدد المتغيرات المستقلة k= 5، نجد بأن d_c تنتمي إلى المجال]0,0.979[مما يعني وجود ارتباط ذاتي موجب للأخطاء، وعليه فالنموذج يحتاج تحسينات أكثر.

إن النموذج المقدر يعاني من عدم معنوية مقدرات المتغيرات المفسرة (باستثناء مقدرة سعر الفائدة)، كما يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي الموجب من الدرجة الأولى، وهو ما يستوجب علينا تعديل النموذج وفق صيغة أخرى.

[1] جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي مع تمارين ومسائل محلولة، دار الخلدونية، الجزائر، 2007، ص 103.

الجدول رقم (05): تقدير دالة القيمة السوقية المعدلة في مصر للفترة: 1990–2015

Sample: 1990 2015
Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	1.402261	0.079329	17.67663	0.0000
LI	-3.056811	0.257234	-11.88337	0.0000

R-squared	0.884874	Mean dependent var	3.246319
Adjusted R-squared	0.880077	S.D. dependent var	1.243314
S.E. of regression	0.430558	Akaike info criterion	1.226335
Sum squared resid	4.449131	Schwarz criterion	1.323112
Log likelihood	-13.94236	Durbin-Watson stat	0.448812

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

– التقييم الإحصائي للنموذج:

نلاحظ تحسن نسبي في النموذج بالمقارنة مع النموذج السابق، ونلاحظ كذلك:

– قيمة معامل التحديد R^2=0.8848 بمعنى أن النموذج يعبر بنسبة 88,48% عن العلاقة بين القيمة السوقية والمتغيرات المفسرة، أو بمعنى آخر فإن 88,48% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية سببها التغير في كل من الناتج المحلي الخام وسعر الفائدة.

– اختبار ستيودنت *Student*:

نلاحظ معنوية جميع المتغيرات المفسرة باحتمالية خطأ في التقدير أقل من 5%، وهذا يدل على الطبيعة غير العشوائية لهذه المقدرات.

– اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

إن عدم تضمن النموذج المقدر للحد الثابت يفرض عدم استخدام اختبار درين واتسون، والاستعانة باختبار اختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test للتأكد من وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء.

الجدول رقم (06): اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج القيمة السوقية في مصر باستخدام Breusch-Godfrey (LM Test)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	10.08760	Probability	0.000778
Obs*R-squared	12.43733	Probability	0.001992

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 02/06/17 Time: 12:36
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	-0.045342	0.061394	-0.738542	0.4680
LI	0.139201	0.198556	0.701067	0.4906
RESID(-1)	0.658880	0.216896	3.037767	0.0060
RESID(-2)	0.103456	0.222598	0.464768	0.6467

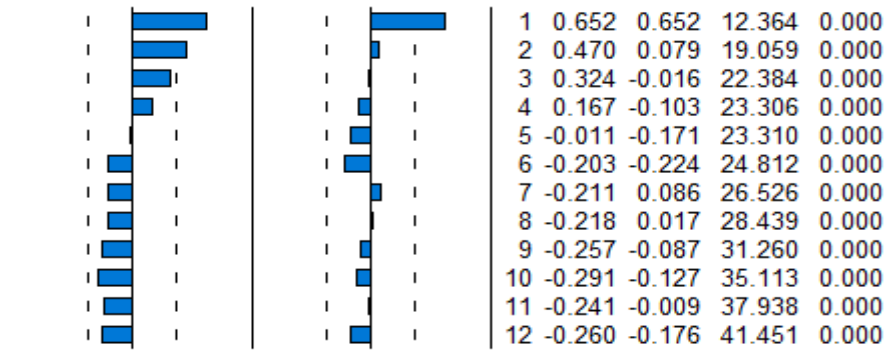
R-squared	0.478359	Mean dependent var	0.001579
Adjusted R-squared	0.407226	S.D. dependent var	0.421856
S.E. of regression	0.324795	Akaike info criterion	0.729392
Sum squared resid	2.320816	Schwarz criterion	0.922945
Log likelihood	-5.482091	Durbin-Watson stat	1.627444

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 04.

يتضح من اختبار LM Test– الذي يشير إلى اختبار مضاعف لاغرانج للارتباط الذاتي للبواقي– وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، حيث تُبين إحصائية 10.08= F_c وهي قيمة معنوية إحصائيا عند 5% (ProbF-statistic =0.0007) إلى وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وعليه فالنموذج يحتاج إلى التحسين.

بغرض التخلص من إشكالية الارتباط الذاتي للأخطاء، وبالاستعانة بدالة الارتباط الذاتي ودالة الارتباط الذاتي الجزئية للبواقي (Residual Test – Correlogram (Q) statistics) نحصل على الشكل التالي:

الشكل رقم (50): دالة الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئية لبواقي النموذج المقدر للقيمة السوقية في مصر



	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.652	0.652	12.364	0.000
2	0.470	0.079	19.059	0.000
3	0.324	-0.016	22.384	0.000
4	0.167	-0.103	23.306	0.000
5	-0.011	-0.171	23.310	0.000
6	-0.203	-0.224	24.812	0.000
7	-0.211	0.086	26.526	0.000
8	-0.218	0.017	28.439	0.000
9	-0.257	-0.087	31.260	0.000
10	-0.291	-0.127	35.113	0.000
11	-0.241	-0.009	37.938	0.000
12	-0.260	-0.176	41.451	0.000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

نلاحظ من الشكل أن العمود الأول لكل من دالة الارتباط الذاتي ودالة الارتباط الذاتي الجزئية هو خارج مجال الثقة، مما يوحي بوجود ارتباط ذاتي للبواقي بدرجة تأخير زمنية واحدة تؤكده قيمة كاي تربيع (Q-Stat=12.364)باحتمالية خطأ في التقدير أقل من 5%(Prob=0.000)، مع بقاء باقي الإبطاءات داخل المجال، وبالتالي فإن البواقي تتبع إحدى النموذجين: نموذج الانحدار الذاتي بدرجة تأخير واحدة AR(1)، أو نموذج المتوسطات المتحركة بدرجة إبطاء واحدة MA(1).

1- التخلص من الارتباط الذاتي للأخطاء باستخدام AR(1):

بافتراض أن البواقي تتبع نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى (درجة الإبطاء وحدة زمنية واحدة)، نستعين ببرنامج EVIEWS 4 ونتحصل على النتائج التالية:

الجدول رقم (07): تقدير دالة القيمة السوقية في مصر للفترة: 1990-2015 بإضافة AR(1)

Sample(adjusted): 1991 2015
Included observations: 25 after adjusting endpoints
Convergence achieved after 11 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	1.077465	0.215378	5.002669	0.0001
LI	-1.902560	0.772556	-2.462682	0.0221
AR(1)	0.753549	0.123503	6.101462	0.0000

R-squared	0.956373	Mean dependent var	3.351134
Adjusted R-squared	0.952407	S.D. dependent var	1.145729
S.E. of regression	0.249949	Akaike info criterion	0.177048
Sum squared resid	1.374441	Schwarz criterion	0.323313
Log likelihood	0.786896	Durbin-Watson stat	2.024029

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

نلاحظ من خلال الجدول السابق معنوية جميع المقدرات التي سجلت احتمالية خطأ في التقدير أقل من5%، كما نلاحظ تحسن في قيمة معامل التحديد الذي ارتفع إلى حدود 95,63%، ويبقى اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء والذي نستعين فيه بالجدول التالي:

الجدول رقم (08): اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج القيمة السوقية في مصر مع إضافة AR(1) باستخدام LM Test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.085185	Probability	0.918674
Obs*R-squared	0.210725	Probability	0.899998

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 02/06/17 Time: 13:10
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	0.000270	0.225045	0.001201	0.9991
LI	-0.003788	0.806904	-0.004695	0.9963
AR(1)	-0.002985	0.140781	-0.021206	0.9833
RESID(-1)	-0.042247	0.260190	-0.162368	0.8726
RESID(-2)	0.082978	0.249274	0.332879	0.7427

R-squared	0.008429	Mean dependent var	0.000986
Adjusted R-squared	-0.189885	S.D. dependent var	0.239306
S.E. of regression	0.261039	Akaike info criterion	0.328566
Sum squared resid	1.362832	Schwarz criterion	0.572341
Log likelihood	0.892926	Durbin-Watson stat	1.913941

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

يتضح من اختبار LM Test عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وعليه فالنموذج مقبول.

2- التخلص من الارتباط الذاتي للأخطاء باستخدام MA(1):

بافتراض أن البواقي تتبع نموذج المتوسطات المتحركة من الدرجة الأولى (تأخر زمني واحد)، نستعين ببرنامج EVIEWS 4ونتحصل على النتائج التالية:

الجدول رقم (09): تقدير دالة القيمة السوقية في مصر للفترة: 1990-2014 بإضافة MA(1)

Sample: 1990 2015
Included observations: 26
Convergence achieved after 9 iterations
Backcast: 1989

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	1.360608	0.106090	12.82500	0.0000
LI	-2.922868	0.345710	-8.454685	0.0000
MA(1)	0.784949	0.104495	7.511856	0.0000

R-squared	0.936767	Mean dependent var	3.246319
Adjusted R-squared	0.931268	S.D. dependent var	1.243314
S.E. of regression	0.325957	Akaike info criterion	0.704064
Sum squared resid	2.443702	Schwarz criterion	0.849229
Log likelihood	-6.152833	Durbin-Watson stat	1.807180

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

نلاحظ من خلال الجدول السابق معنوية جميع المقدرات التي سجلت احتمالية خطأ في التقدير أقل من 5%، ويبقى اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء والذي نستعين فيه بالجدول التالي:

الجدول رقم (10): اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج القيمة السوقية في مصر مع إضافة MA(1) باستخدام LM Test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	5.056995	Probability	0.016116
Obs*R-squared	8.446338	Probability	0.014652

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 02/06/17 Time: 13:14
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	-0.076278	0.094766	-0.804912	0.4299
LI	0.243564	0.307929	0.790976	0.4378
MA(1)	0.173456	0.118537	1.463304	0.1582
RESID(-1)	-0.137910	0.224437	-0.614472	0.5455
RESID(-2)	0.689793	0.216962	3.179327	0.0045

R-squared	0.324859	Mean dependent var	0.005320
Adjusted R-squared	0.196261	S.D. dependent var	0.312600
S.E. of regression	0.280250	Akaike info criterion	0.464775
Sum squared resid	1.649347	Schwarz criterion	0.706717
Log likelihood	-1.042077	Durbin-Watson stat	1.954336

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

يتضح من اختبار LM Test وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وعليه فالنموذج مرفوض.

إن النموذج المقدر بعد إضافة AR(1) يحقق كافة الاختبارات الإحصائية وهو ما يدفع باتجاه اعتباره أفضل نموذج لتفسير سلوك القيمة السوقية في مصر خلال الفترة 1990–2015، والذي يمكن كتابته بالشكل التالي:

$$LnY_t = 1.077\ LnPibr_t - 1.902\ Ln\ i_t + 0.753\ AR(1)$$

(5.00) (-2.46) (6.10)

R^2= 0.9563 $\bar{R}^2$= 0.9524 LM=0.085

– التقييم الاقتصادي للنموذج:

اقتصاديا تبدو الصيغة الدالية للنموذج كذلك موفقة، ويدعم هذا التوجه:

– إشارة معامل الناتج المحلي الخام الموجبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية، حيث أن سوق الأسهم تستجيب للتوقعات الخاصة بمستويات النشاط الاقتصادي، فزيادة النشاط الاقتصادي مترجما في معدلات

نمو اقتصادي أعلى يعني زيادة في مستوى الأرباح المستقبلية الأمر الذي سينعكس في وقت لاحق على أسعار الأسهم مما يدفع إلى زيادة مشتريات المستثمرين من الأسهم والاستفادة من عوائد الأسهم المرتفعة، وقد قدرت قيمة تلك المعلمة بـ 1,077 بما يعني أن أي زيادة في الناتج المحلي الخام بمقدار 1% مع بقاء العناصر الأخرى ثابتة سيؤدي إلى الرفع من القيمة السوقية لبورصة مصر بمقدار 1,077%.

- إشارة معامل سعر الفائدة السالبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية، حيث ترى حيث أن أسعار الفائدة والعائد الذي يحققه المستثمرون في الودائع البنكية يدفع العديد منهم نحو بيع جزء من أسهمهم أو كلها والتوجه نحو الاستثمارات البديلة على اعتبار أن إيداع أموالهم في البنوك وبفوائد عالية أفضل من تحمل مخاطر الاستثمار في الأسهم، وقد قدرت قيمة تلك المعلمة بـ 1,902 بما يعني أن أي زيادة في سعر الفائدة بمقدار 1% مع بقاء العناصر الأخرى ثابتة سيؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية بمقدار 1.902%.

- فيما يتعلق بمعامل التحديد R^2 فإنه يشير بأن 95,63% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لبورصة مصر مفسرة من طرف الناتج المحلي الخام وأسعار الفائدة ويوعز الباقي إلى العوامل العشوائية الأخرى، وتشكل قيمة هذا المعامل دلالة على قوة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

ثانيا: محددات حجم التداول في بورصة مصر باستخدام أدوات القياس الاقتصادي

سنحاول في هذه الجزئية التطرق إلى أهم محددات حجم التداول في بورصة مصر للفترة (1990-2015) وذلك اعتمادا على نموذج الانحدار المتعدد وفق الصياغة المقترحة التالية:

$$Y_t = A\, pibr_t^{\beta_1} ipc_t^{\beta_2} i_t^{\beta_3} tc_t^{\beta_4} iv_t^{\beta_5} \varepsilon_t \ldots (1)$$

وبإجراء التحويلة اللوغاريتمية على النموذج رقم (1)، نحصل على الشكل الخطي وذلك لتسهيل عملية النمذجة، ويكون لدينا:

$$Lny_t = Ln\, A + \beta_1\, Ln\, pibr_t + \beta_2\, Ln\, ipc_t + \beta_3 Ln\, i_t + \beta_4 Lntc_t + \beta_5 Ln\, iv_t + \varepsilon_t \ldots (2)$$

وباستخدام برنامج Eviews 4 نتحصل على المخرجات التالية:

الجدول رقم (11): تقدير دالة حجم التداول في مصر للفترة: 1990–2015

Sample: 1990 2015
Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	41.89278	27.95894	1.498368	0.1497
LPIBR	-4.113712	4.436055	-0.927336	0.3648
LI	-9.575305	2.489095	-3.846902	0.0010
LIPC	2.779231	2.100049	1.323413	0.2006
LIV	0.111992	0.139570	0.802412	0.4317
LTC	-1.471880	1.131154	-1.301220	0.2080

R-squared	0.870871	Mean dependent var	1.568319
Adjusted R-squared	0.838588	S.D. dependent var	2.207179
S.E. of regression	0.886758	Akaike info criterion	2.796684
Sum squared resid	15.72679	Schwarz criterion	3.087014
Log likelihood	-30.35690	F-statistic	26.97670
Durbin-Watson stat	0.674553	Prob(F-statistic)	0.000000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

– التقييم الإحصائي للنموذج:

نلاحظ بأن:

– قيمة معامل التحديد R^2=0.8708 بمعنى أن النموذج يعبر بنسبة 87.08%عن العلاقة بين حجم التداول والمتغيرات المفسرة، أو بمعنى آخر فإن 87,08% من التغيرات الحاصلة في حجم التداول سببها التغير في كل من الناتج المحلي الخام، المستوى العام للأسعار، أسعار الفائدة، سعر الصرف والاستثمار الأجنبي.

– اختبار فيشر *Fisher*:

من مخرجات برنامج Eviews نلاحظ بأن القيمة الفعلية F_c = 26.97 وبمقارنتها بالقيمة المجدولة عند مستوى معنوية 5% نجد: Prob(F-statistic) =0.0000، بمعنى أن احتمال الخطأ في التقدير هو أقل من 5%، وهو ما يدل على أن قيمة معامل التحديد التي حصلنا عليها هي قيمة موضوعية وتصلح لاستخدامها كمقياس لتقدير فعالية تمثيل معادلة الانحدار للعلاقة المدروسة بين حجم التداول والمتغيرات المفسرة (على الأقل مقدرة واحدة للنموذج معنوية إحصائيا).

نلاحظ بأن مختلف المعاملات غير معنوية إحصائيا (باستثناء مقدرة سعر الفائدة) وهذا يدل على الطبيعة العشوائية لتلك المقدرات وبأنها غير موضوعية ولا تتمتع بمعنوية إحصائية، وفي ظل ارتفاع قيمة معامل التحديد فإنه تطرح إشكالية وجود تعدد خطي (Multicollinerity).

- **اختبار دربن واتسن *Durbin Watson*:**

نلاحظ بأن d_c = 0.674 وبمقارنتها بالقيمة الجدولية d_l= 1.873 d_u =0.979 عند مستوى معنوية 5% وعدد مشاهدات n=26 وعدد المتغيرات المستقلة k= 5، نجد بأن d_cتنتمي إلى المجال]0,0.979[مما يعني وجود ارتباط ذاتي موجب للأخطاء، وعليه فالنموذج يحتاج تحسينات أكثر.

إن النموذج المقدر يعاني من عدم معنوية مقدرات المتغيرات المفسرة (باستثناء مقدرة سعر الفائدة)، كما يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي الموجب من الدرجة الأولى، وهو ما يستوجب علينا تعديل النموذج وفق صيغة أخرى.

الجدول رقم (12): تقدير دالة حجم التداول المعدلة في مصر للفترة: 1990–2015

Sample: 1990 2015
Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	2.010207	0.167293	12.01610	0.0000
LI	-5.820260	0.542472	-10.72915	0.0000

R-squared	0.837536	Mean dependent var	1.568319
Adjusted R-squared	0.830767	S.D. dependent var	2.207179
S.E. of regression	0.907988	Akaike info criterion	2.718632
Sum squared resid	19.78661	Schwarz criterion	2.815409
Log likelihood	-33.34222	Durbin-Watson stat	0.500570

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

- **التقييم الإحصائي للنموذج:**

نلاحظ تحسن نسبي في النموذج بالمقارنة مع النموذج السابق، ونلاحظ كذلك:

- قيمة معامل التحديد R^2=0.8375 بمعنى أن النموذج يعبر بنسبة 83,75% عن العلاقة بين حجم التداول والمتغيرات المفسرة، أو بمعنى آخر فإن 83,75% من التغيرات الحاصلة في حجم التداول سببها التغير في كل من الناتج المحلي الخام وسعر الفائدة.

- **اختبار ستيودنت *Student*:**

نلاحظ معنوية جميع المتغيرات المفسرة باحتمالية خطأ في التقدير أقل من 5%، وهذا يدل على الطبيعة الغير العشوائية لهذه المقدرات.

- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

إن عدم تضمن النموذج المقدر للحد الثابت يفرض عدم استخدام اختبار درين واتسون، والاستعانة باختبار اختبار LM Test للتأكد من وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء.

الجدول رقم (13): اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج حجم التداول في مصر باستخدام Breusch-Godfrey (LM Test)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	11.75462	Probability	0.000337
Obs*R-squared	13.43098	Probability	0.001212

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 02/06/17 Time: 13:52
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	-0.059540	0.122664	-0.485390	0.6322
LI	0.180926	0.397202	0.455502	0.6532
RESID(-1)	0.836194	0.217066	3.852263	0.0009
RESID(-2)	-0.134863	0.219195	-0.615264	0.5447

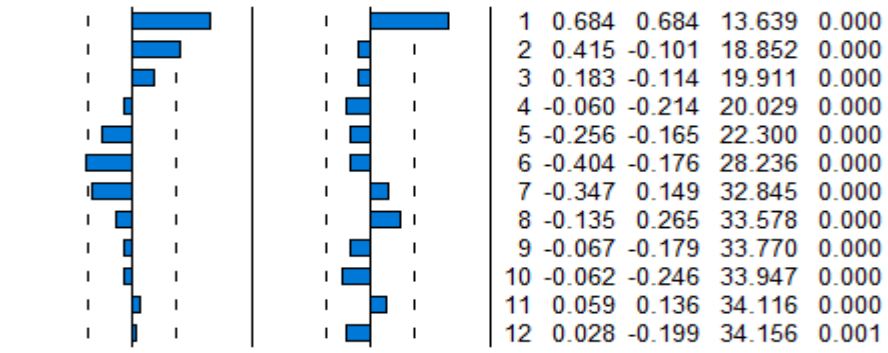
R-squared	0.516576	Mean dependent var	0.002927
Adjusted R-squared	0.450655	S.D. dependent var	0.889638
S.E. of regression	0.659380	Akaike info criterion	2.145605
Sum squared resid	9.565210	Schwarz criterion	2.339159
Log likelihood	-23.89287	Durbin-Watson stat	1.828372

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

يتضح من اختبار LM Test وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وعليه فالنموذج يحتاج إلى التحسين.

بغرض التخلص من إشكالية الارتباط الذاتي للأخطاء، وبالاستعانة بدالة الارتباط الذاتي ودالة الارتباط الذاتي الجزئية للبواقي (Residual Test – Correlogram (Q) statistics) نحصل على الشكل التالي:

الشكل رقم (51): دالة الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئية لبواقي النموذج المقدر لحجم التداول في مصر



	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.684	0.684	13.639	0.000
2	0.415	-0.101	18.852	0.000
3	0.183	-0.114	19.911	0.000
4	-0.060	-0.214	20.029	0.000
5	-0.256	-0.165	22.300	0.000
6	-0.404	-0.176	28.236	0.000
7	-0.347	0.149	32.845	0.000
8	-0.135	0.265	33.578	0.000
9	-0.067	-0.179	33.770	0.000
10	-0.062	-0.246	33.947	0.000
11	0.059	0.136	34.116	0.000
12	0.028	-0.199	34.156	0.001

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

نلاحظ من الشكل أن العمود الأول لكل من دالة الارتباط الذاتي ودالة الارتباط الذاتي الجزئية هو خارج مجال الثقة، مما يوحي بوجود ارتباط ذاتي للبواقي بدرجة تأخير زمنية واحدة، وبالتالي فإن البواقي تتبع إحدى النموذجين: نموذج الانحدار الذاتي بدرجة تأخير واحدة AR(1)، أو نموذج المتوسطات المتحركة بدرجة إبطاء واحدة MA(1).

1- التخلص من الارتباط الذاتي للأخطاء باستخدام AR(1):

بافتراض أن البواقي تتبع نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى (درجة الإبطاء وحدة زمنية واحدة)، نستعين ببرنامج EVIEWS 4 ونتحصل على النتائج التالية:

الجدول رقم (14): تقدير حجم التداول للفترة: 1990-2014 بإضافة AR(1)

Sample(adjusted): 1991 2015
Included observations: 25 after adjusting endpoints
Convergence achieved after 7 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	1.501949	0.458053	3.278988	0.0034
LI	-4.036961	1.610051	-2.507350	0.0200
AR(1)	0.759968	0.135567	5.605858	0.0000

R-squared	0.923546	Mean dependent var	1.734133
Adjusted R-squared	0.916595	S.D. dependent var	2.080863
S.E. of regression	0.600950	Akaike info criterion	1.931558
Sum squared resid	7.945113	Schwarz criterion	2.077823
Log likelihood	-21.14448	Durbin-Watson stat	1.744391

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

نلاحظ من خلال الجدول السابق معنوية جميع المقدرات التي سجلت احتمالية خطأ في التقدير أقل من 5%، كما نلاحظ تحسن في قيمة معامل التحديد الذي ارتفع إلى حدود 92,35%، ويبقى اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء والذي نستعين فيه بالجدول التالي:

الجدول رقم (15): اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج حجم التداول في مصر مع إضافة AR(1) باستخدام LM Test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.133452	Probability	0.875842
Obs*R-squared	0.329225	Probability	0.848222

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 02/06/17 Time: 14:01
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	0.017161	0.482665	0.035554	0.9720
LI	-0.096681	1.704379	-0.056725	0.9553
AR(1)	-0.057135	0.181195	-0.315324	0.7558
RESID(-1)	0.125430	0.273077	0.459321	0.6510
RESID(-2)	0.084000	0.264975	0.317009	0.7545

R-squared	0.013169	Mean dependent var	0.000390
Adjusted R-squared	-0.184197	S.D. dependent var	0.575366
S.E. of regression	0.626118	Akaike info criterion	2.078301
Sum squared resid	7.840480	Schwarz criterion	2.322076
Log likelihood	-20.97877	Durbin-Watson stat	1.891577

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

يتضح من اختبار LM Test عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وعليه فالنموذج مقبول.

2- التخلص من الارتباط الذاتي للأخطاء باستخدام MA(1):

بافتراض أن البواقي تتبع نموذج المتوسطات المتحركة من الدرجة الأولى (تأخر زمني واحد)، نستعين ببرنامج EVIEWS 4 ونتحصل على النتائج التالية:

الجدول رقم (16): تقدير دالة حجم التداول للفترة: 1990–2015 بإضافة MA(1)

Sample: 1990 2015
Included observations: 26
Convergence achieved after 6 iterations
Backcast: 1989

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	1.947381	0.215684	9.028883	0.0000
LI	-5.627812	0.700901	-8.029398	0.0000
MA(1)	0.694181	0.165013	4.206821	0.0003

R-squared	0.906896	Mean dependent var	1.568319
Adjusted R-squared	0.898800	S.D. dependent var	2.207179
S.E. of regression	0.702145	Akaike info criterion	2.238814
Sum squared resid	11.33919	Schwarz criterion	2.383979
Log likelihood	-26.10458	Durbin-Watson stat	1.376061

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

نلاحظ من خلال الجدول السابق معنوية جميع المقدرات التي سجلت احتمالية خطأ في التقدير أقل من 5%، ويبقى اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء والذي نستعين فيه بالجدول التالي:

الجدول رقم (17): اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج حجم التداول في مصر مع إضافة MA(1) باستخدام LM Test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	2.200993	Probability	0.135579
Obs*R-squared	4.504945	Probability	0.105139

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 02/06/17 Time: 14:02
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	-0.072326	0.208703	-0.346549	0.7324
LI	0.217640	0.677447	0.321265	0.7512
MA(1)	0.042164	0.319809	0.131841	0.8964
RESID(-1)	0.110695	0.419673	0.263766	0.7945
RESID(-2)	0.409169	0.309565	1.321755	0.2005

R-squared	0.173267	Mean dependent var	0.003692
Adjusted R-squared	0.015794	S.D. dependent var	0.673464
S.E. of regression	0.668124	Akaike info criterion	2.202355
Sum squared resid	9.374184	Schwarz criterion	2.444297
Log likelihood	-23.63062	Durbin-Watson stat	1.736197

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

يتضح من اختبار LM Test عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وعليه فالنموذج مقبول.

إن النموذج المقدر بعد إضافة AR(1) يحقق أقل قيمة لمعياري Akaike وSchwarz وهو ما يدفع باتجاه اعتباره أفضل نموذج لتفسير سلوك حجم التداول في مصر خلال الفترة 1990-2015، والذي يمكن كتابته بالشكل التالي:

$$LnY_t = 1.502\ LnPibr_t - 4.037\ Ln\ i_t + 0.76\ AR(1)$$

(3.28) (-2.51) (5.60)

R^2= 0.9235 $\bar{R}^2$= 0.9165 LM=0.13

- التقييم الاقتصادي للنموذج:

اقتصاديا تبدو الصيغة الدالية للنموذج كذلك موفقة، ويدعم هذا التوجه:

- إشارة معامل الناتج المحلي الخام الموجبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية حيث أن سوق الأسهم تستجيب للتوقعات الخاصة بمستويات النشاط الاقتصادي، فزيادة النشاط الاقتصادي مترجما في معدلات نمو اقتصادي أعلى يعني زيادة في مستوى الأرباح المستقبلية الأمر الذي سينعكس في وقت لاحق على أسعار الأسهم مما يدفع إلى زيادة مشتريات المستثمرين من الأسهم والاستفادة من عوائد الأسهم المرتفعة، وقد قدرت قيمة تلك المعلمة بـ 1,502 بما يعني أن أي زيادة في الناتج المحلي الخام بمقدار 1% مع بقاء العناصر الأخرى ثابتة سيؤدي إلى الرفع من حجم التداول لبورصة مصر بمقدار 1,502%.

- إشارة معامل سعر الفائدة السالبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية والدراسات السابقة الآنفة الذكر، حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع والعائد الذي يحققه المستثمرون في الودائع المصرفية الثابتة يدفعهم نحو بيع جزء من أسهمهم أو كلها والتوجه نحو الاستثمارات البديلة، ذلك أن إيداع أموالهم في البنوك وبفوائد عالية أفضل من تحمل مخاطر تقلبات أسعار الأسهم، وقد قدرت قيمة تلك المعلمة بـ 4,037 بما يعني أن أي زيادة في سعر الفائدة بمقدار 1% مع بقاء العناصر الأخرى ثابتة سيؤدي إلى انخفاض حجم التداول بمقدار 4,037%.

- فيما يتعلق بمعامل التحديد R^2 فإنه يشير بأن 92,35% من التغيرات الحاصلة في حجم التداول لبورصة مصر مفسرة من طرف الناتج المحلي الخام وأسعار الفائدة ويوعز الباقي إلى العوامل العشوائية الأخرى، وتشكل قيمة هذا المعامل دلالة على قوة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

ثالثا: محددات معدل دوران السهم في بورصة مصر باستخدام أدوات القياس الاقتصادي

إن النماذج السابقة والمقدرة لكل من القيمة السوقية وحجم التداول في بورصة مصر للأوراق المالية خلال الفترة 1990–2015، قد بينت أن الناتج المحلي الخام وسعر الفائدة كانت أهم المتغيرات المفسرة، ولكون معدل دوران السهم هو حاصل قسمة حجم التداول على القيمة السوقية، فإن ذلك يدفع باتجاه اقتراح النموذج الموالي لتفسير تغيرات معدل دوران السهم في بورصة مصر للأوراق المالية:

$$Y_t = A\, pibr_t^{\beta_1} i_t^{\beta_2} \varepsilon_t \ldots (1)$$

بإجراء التحويلة اللوغاريتمية على النموذج رقم (1)، نحصل على الشكل الخطي وذلك لتسهيل عملية النمذجة، ويكون لدينا:

$$Lny_t = Ln\, A + \beta_1\, Ln\, pibr_t + \beta_2\, Ln\, i + \varepsilon_t \ldots (2)$$

وباستخدام برنامج Eviews 04 نتحصل على المخرجات التالية:

الجدول رقم (18): تقدير دالة معدل دوران السهم في مصر للفترة: 1990–2015

Sample: 1990 2015
Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	13.11686	8.032863	1.632900	0.1161
LPIBR	-0.242727	0.817891	-0.296771	0.7693
LI	-3.950065	1.150686	-3.432791	0.0023

R-squared	0.718437	Mean dependent var	2.943593
Adjusted R-squared	0.693953	S.D. dependent var	1.025048
S.E. of regression	0.567072	Akaike info criterion	1.811506
Sum squared resid	7.396125	Schwarz criterion	1.956671
Log likelihood	-20.54958	F-statistic	29.34338
Durbin-Watson stat	1.019830	Prob(F-statistic)	0.000000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

نلاحظ عدم معنوية الحد الثابت ومقدرة الناتج المحلي الخام، لذلك نحذف الثابت من النموذج ونواصل التقييمات الإحصائية.

الجدول رقم (19): تقدير دالة معدل دوران السهم في مصر بعد حذف الحد الثابت للفترة: 1990–2015

Sample: 1990 2015
Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	1.081866	0.108047	10.01294	0.0000
LI	-2.154396	0.350358	-6.149133	0.0000

R-squared	0.685795	Mean dependent var	2.943593
Adjusted R-squared	0.672703	S.D. dependent var	1.025048
S.E. of regression	0.586428	Akaike info criterion	1.844270
Sum squared resid	8.253549	Schwarz criterion	1.941047
Log likelihood	-21.97551	Durbin-Watson stat	0.832381

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

نلاحظ معنوية جميع المقدرات باحتمالية خطأ في التقدير لا تتجاوز 5% (Prob t =0.0000) وهو ما يدفع باتجاه فحص الارتباط الذاتي للأخطاء باستخدام اختبار LM-Test.

الجدول رقم (20): اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج معدل دوران السهم في مصر باستخدام LM Test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	5.329139	Probability	0.012964
Obs*R-squared	8.484950	Probability	0.014372

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 02/07/17 Time: 08:53
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	-0.026552	0.093052	-0.285345	0.7780
LI	0.079363	0.301481	0.263243	0.7948
RESID(-1)	0.587018	0.218046	2.692171	0.0133
RESID(-2)	0.004715	0.219205	0.021511	0.9830

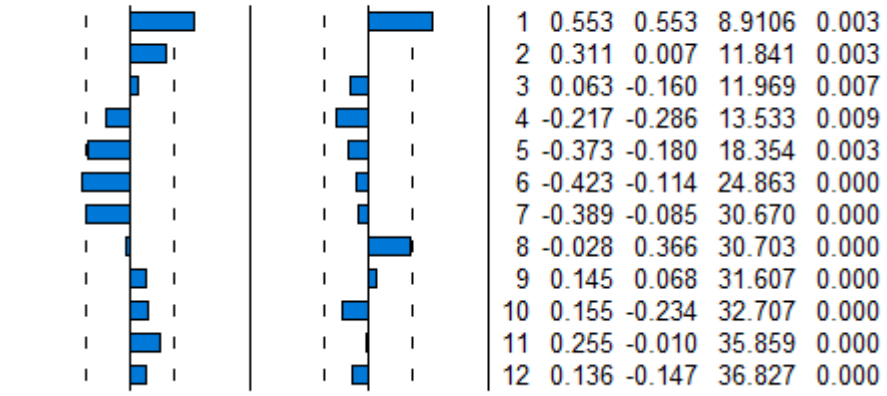
R-squared	0.326344	Mean dependent var	0.002514
Adjusted R-squared	0.234482	S.D. dependent var	0.574574
S.E. of regression	0.502717	Akaike info criterion	1.603060
Sum squared resid	5.559940	Schwarz criterion	1.796614
Log likelihood	-16.83978	Durbin-Watson stat	1.950751

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

يتضح من اختبار LM Test وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وعليه فالنموذج يحتاج إلى التحسين.

بغرض التخلص من إشكالية الارتباط الذاتي للأخطاء، وبالاستعانة بدالة الارتباط الذاتي ودالة الارتباط الذاتي الجزئية للبواقي (Residual Test – Correlogram (Q) statistics) نحصل على الشكل التالي:

الشكل رقم (52): دالة الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئية لبواقي النموذج المقدر لمعدل دوران السهم في مصر



	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.553	0.553	8.9106	0.003
2	0.311	0.007	11.841	0.003
3	0.063	-0.160	11.969	0.007
4	-0.217	-0.286	13.533	0.009
5	-0.373	-0.180	18.354	0.003
6	-0.423	-0.114	24.863	0.000
7	-0.389	-0.085	30.670	0.000
8	-0.028	0.366	30.703	0.000
9	0.145	0.068	31.607	0.000
10	0.155	-0.234	32.707	0.000
11	0.255	-0.010	35.859	0.000
12	0.136	-0.147	36.827	0.000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

نلاحظ من الشكل أن العمود الأول لكل من دالة الارتباط الذاتي ودالة الارتباط الذاتي الجزئية هو خارج مجال الثقة، مما يوحي بوجود ارتباط ذاتي للبواقي بدرجة تأخير زمنية واحدة، وبالتالي فإن البواقي تتبع إحدى النموذجين: نموذج الانحدار الذاتي بدرجة تأخير واحدة AR(1)، أو نموذج المتوسطات المتحركة بدرجة إبطاء واحدة MA(1).

1- التخلص من الارتباط الذاتي للأخطاء باستخدام AR(1):

بافتراض أن البواقي تتبع نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى (درجة الإبطاء وحدة زمنية واحدة)، نستعين ببرنامج EVIEWS 04 ونتحصل على النتائج التالية:

الجدول رقم (21): تقدير معدل دوران السهم في مصر للفترة: 1990–2014 بإضافة AR(1)

Sample(adjusted): 1991 2015
Included observations: 25 after adjusting endpoints
Convergence achieved after 5 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	0.989577	0.229919	4.304034	0.0003
LI	-1.849788	0.768885	-2.405806	0.0250
AR(1)	0.591067	0.180848	3.268299	0.0035

R-squared	0.769840	Mean dependent var	3.005289
Adjusted R-squared	0.748917	S.D. dependent var	0.995697
S.E. of regression	0.498926	Akaike info criterion	1.559448
Sum squared resid	5.476393	Schwarz criterion	1.705713
Log likelihood	-16.49310	Durbin-Watson stat	1.951588

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

نلاحظ من خلال الجدول السابق معنوية جميع المقدرات التي سجلت احتمالية خطأ في التقدير أقل من 5%، كما نلاحظ تحسن في قيمة معامل التحديد الذي ارتفع إلى حدود 76,98%، ويبقى اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء والذي نستعين فيه بالجدول التالي:

الجدول رقم (22): اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج معدل دوران السهم في مصر مع إضافة AR(1) باستخدام LM Test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.078874	Probability	0.924442
Obs*R-squared	0.195551	Probability	0.906852

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 02/07/17 Time: 08:58
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	0.009631	0.244318	0.039420	0.9689
LI	-0.033697	0.818461	-0.041171	0.9676
AR(1)	-0.076606	0.496915	-0.154164	0.8790
RESID(-1)	0.046388	0.538527	0.086139	0.9322
RESID(-2)	0.122439	0.368922	0.331885	0.7434

R-squared	0.007822	Mean dependent var	0.000896
Adjusted R-squared	-0.190614	S.D. dependent var	0.477684
S.E. of regression	0.521226	Akaike info criterion	1.711591
Sum squared resid	5.433537	Schwarz criterion	1.955367
Log likelihood	-16.39489	Durbin-Watson stat	1.913328

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

يتضح من اختبار LM Test عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وعليه فالنموذج مقبول.

2- التخلص من الارتباط الذاتي للأخطاء باستخدام MA(1):

بافتراض أن البواقي تتبع نموذج المتوسطات المتحركة من الدرجة الأولى (تأخر زمني واحد)، نستعين ببرنامج EVIEWS 4 ونتحصل على النتائج التالية:

الجدول رقم (23): تقدير دالة معدل دوران السهم للفترة: 1990-2015 بإضافة MA(1)

Sample: 1990 2015
Included observations: 26
Convergence achieved after 7 iterations
Backcast: 1989

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	1.059775	0.139607	7.591131	0.0000
LI	-2.087711	0.452974	-4.608900	0.0001
MA(1)	0.491285	0.189608	2.591049	0.0163

R-squared	0.765493	Mean dependent var	2.943593
Adjusted R-squared	0.745101	S.D. dependent var	1.025048
S.E. of regression	0.517521	Akaike info criterion	1.628633
Sum squared resid	6.160039	Schwarz criterion	1.773798
Log likelihood	-18.17223	Durbin-Watson stat	1.676934

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

نلاحظ من خلال الجدول السابق معنوية جميع المقدرات التي سجلت احتمالية خطأ في التقدير أقل من 5%، ويبقى اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء والذي نستعين فيه بالجدول التالي:

الجدول رقم (24): اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج معدل الدوران في مصر مع إضافة MA(1) باستخدام LM Test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.134355	Probability	0.340560
Obs*R-squared	2.534970	Probability	0.281539

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 02/07/17 Time: 09:00
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	-0.018724	0.140437	-0.133328	0.8952
LI	0.052939	0.456334	0.116010	0.9087
MA(1)	0.136506	0.694893	0.196442	0.8462
RESID(-1)	-0.048325	0.762665	-0.063363	0.9501
RESID(-2)	0.362500	0.403681	0.897987	0.3794

R-squared	0.097499	Mean dependent var	0.000653
Adjusted R-squared	-0.074406	S.D. dependent var	0.496388
S.E. of regression	0.514524	Akaike info criterion	1.679892
Sum squared resid	5.559432	Schwarz criterion	1.921834
Log likelihood	-16.83859	Durbin-Watson stat	1.893068

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 01 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

يتضح من اختبار LM Test عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وعليه فالنموذج مقبول.

إن النموذج المقدر بعد إضافة AR(1) يحقق أقل قيمة لمعياري Akaike وSchwarz وهو ما يدفع باتجاه اعتباره أفضل نموذج لتفسير سلوك معدل دوران السهم في مصر خلال الفترة 1990-2015، والذي يمكن كتابته بالشكل التالي:

$$LnY_t = 0.989\ LnPibr_t - 1.849\ Ln\ i_t + 0.591\ AR(1)$$

(4.30) (-2.40) (3.27)

R^2= 0.7698 $\bar{R}^2$= 0.7489 LM=0.078

- التقييم الاقتصادي للنموذج:

اقتصاديا تبدو الصيغة الدالية للنموذج كذلك موفقة، ويدعم هذا التوجه:

- إشارة معامل الناتج المحلي الخام الموجبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية، حيث أن سوق الأسهم تستجيب للتوقعات الخاصة بمستويات النشاط الاقتصادي، فزيادة النشاط الاقتصادي مترجما في معدلات نمو اقتصادي أعلى يعني زيادة في مستوى الأرباح المستقبلية الأمر الذي سينعكس في وقت لاحق على أسعار الأسهم مما يدفع إلى زيادة مشتريات المستثمرين من الأسهم والاستفادة من عوائد الأسهم المرتفعة، وقد قدرت قيمة تلك المعلمة بـ 0,989 بما يعني أن أي زيادة في الناتج المحلي الخام بمقدار 1% مع بقاء العناصر الأخرى ثابتة سيؤدي إلى الرفع من معدل دوران السهم في بورصة مصر بمقدار 0,989%.

- إشارة معامل سعر الفائدة السالبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية، حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع الثابتة يدفع بحملة الأسهم والأوراق المالية الأخرى إلى التخلص من هذه الأدوات المالية والاتجاه نحو البنوك بغرض الحصول على عوائد أكبر، من خلال ما تدفعه هذه الأخيرة على الودائع، وقد قدرت قيمة تلك المعلمة بـ 1,849 بما يعني أن أي زيادة في سعر الفائدة بمقدار 1% مع بقاء العناصر الأخرى ثابتة سيؤدي إلى انخفاض سرعة دوران السهم بمقدار 1,849%.

- فيما يتعلق بمعامل التحديد R^2 فإنه يشير بأن 76,98% من التغيرات الحاصلة في سرعة دوران السهم في بورصة مصر مفسرة من طرف الناتج المحلي الخام وأسعار الفائدة ويوعز الباقي إلى العوامل العشوائية الأخرى، وتشكل قيمة هذا المعامل دلالة على قوة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

المطلب الثالث: دراسة قياسية لمؤشرات السوق المالية في الأردن.

أولا: محددات القيمة السوقية في بورصة الأردن باستخدام أدوات القياس الاقتصادي

نحاول في هذه الجزئية التطرق إلى أهم محددات (المتغيرات المفسرة) القيمة السوقية في بورصة الأردن للأوراق المالية للفترة (1990–2015) وذلك اعتمادا على نموذج الانحدار المتعدد وفق الصياغة المقترحة التالية:

$$Y_t = A\, pibr_t^{\beta_1} ipc_t^{\beta_2} i_t^{\beta_3} tc_t^{\beta_4} iv_t^{\beta_5} \varepsilon_t \ldots (1)$$

وبإجراء التحويلة اللوغاريتمية على النموذج رقم (1)، نحصل على الشكل الخطي وذلك لتسهيل عملية النمذجة، ويكون لدينا:

$$Lny_t = Ln\, A + \beta_1\, Ln\, pibr_t + \beta_2\, Ln\, ipc_t + \beta_3 Ln\, i_t + \beta_4 Lntc_t + \beta_5 Ln\, iv_t + \varepsilon_t \quad \ldots (2)$$

وباستخدام برنامج Eviews 04 نتحصل على المخرجات التالية:

الجدول رقم (25): تقدير دالة القيمة السوقية في الأردن للفترة: 1990–2015

Sample: 1990 2015
Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12.42419	3.904980	3.181626	0.0047
LPIBR	5.960728	0.982633	6.066077	0.0000
LIPC	-5.129820	1.221600	-4.199264	0.0004
LI	0.056543	0.226309	0.249848	0.8053
LTC	-2.436809	4.727055	-0.515502	0.6119
LIV	0.012683	0.020222	0.627195	0.5376

R-squared	0.948589	Mean dependent var	2.409089
Adjusted R-squared	0.935737	S.D. dependent var	0.967056
S.E. of regression	0.245151	Akaike info criterion	0.225286
Sum squared resid	1.201976	Schwarz criterion	0.515616
Log likelihood	3.071285	F-statistic	73.80505
Durbin-Watson stat	1.551902	Prob(F-statistic)	0.000000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 02 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

نلاحظ عدم معنوية مقدرات سعر الفائدة وسعر الصرف والاستثمار الأجنبي، لذلك نعدل النموذج بحذف المتغيرات سعر الصرف والاستثمار الأجنبي مع تعويض سعر الفائدة بهامش سعر الفائدة (Mi).

وباستخدام برنامج Eviews 4 نتحصل على المخرجات التالية:

الجدول رقم (26): تقدير النموذج المعدل للقيمة السوقية في الأردن للفترة: 1990–2015

Sample: 1990 2015
Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	15.46851	2.638106	5.863492	0.0000
LPIBR	6.444224	0.631253	10.20862	0.0000
LIPC	-5.656165	0.863761	-6.548302	0.0000
LMI	-0.511833	0.185635	-2.757197	0.0115

R-squared	0.960023	Mean dependent var	2.409089
Adjusted R-squared	0.954572	S.D. dependent var	0.967056
S.E. of regression	0.206117	Akaike info criterion	-0.180111
Sum squared resid	0.934649	Schwarz criterion	0.013442
Log likelihood	6.341447	F-statistic	176.1077
Durbin-Watson stat	1.940820	Prob(F-statistic)	0.000000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 02 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

– التقييم الإحصائي للنموذج:

نلاحظ بأن:

– قيمة معامل التحديد R^2 =0.9600 بمعنى أن النموذج يعبر بنسبة 96.00%عن العلاقة بين القيمة السوقية والمتغيرات المفسرة، أو بمعنى آخر فإن 96,00% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية سببها التغير في كل من الناتج المحلي الخام، المستوى العام للأسعار وهامش سعر الفائدة.

– **اختبار فيشر *Fisher*:**

من مخرجات برنامج Eviews نلاحظ بأن القيمة الفعلية 176.10 = F_c وبمقارنتها بالقيمة المجدولة عند مستوى معنوية 5% نجد: Prob(F-statistic) =0.0000، بمعنى أن احتمال الخطأ في التقدير هو أقل من 5%، وهو ما يدل على أن قيمة معامل التحديد التي حصلنا عليها هي قيمة موضوعية وتصلح لاستخدامها كمقياس لتقدير فعالية تمثيل معادلة الانحدار للعلاقة المدروسة بين القيمة السوقية والمتغيرات المفسرة.

– **اختبار ستيودنت *Student*:**

نلاحظ معنوية جميع المتغيرات المفسرة باحتمالية خطأ في التقدير أقل من 5%، وهذا يدل على الطبيعة الغير العشوائية لهذه المقدرات.

- **اختبار دربن واتسن *Durbin Watson*:**

نلاحظ بأن d_c= 1.94 وبمقارنتها بالقيمة الجدولية d_l =1.652 d_u =1.143 عند مستوى معنوية 5% وعدد مشاهدات n=26 وعدد المتغيرات المستقلة k=3، نجد بأن d_c تنتمي إلى المجال]1.652 ,2.348[مما يعني عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وعليه فالنموذج مقبول.

$$LnY_t = 15.47 + 6.44\ LnPibr_t - 5.65\ Ln\ ipc_t - 0.51\ Ln\ Mi_t$$

(5.86) (10.21) (-6.55) (-2.76)

R^2= 0.9600 $\bar{R}^2$= 0.9545 DW=1.94

- **التقييم الاقتصادي للنموذج:**

اقتصاديا تبدو الصيغة الدالية للنموذج كذلك موفقة، ويدعم هذا التوجه:

- إشارة الحد الثابت الموجبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية من حيث يبين القيمة السوقية في حال ثبات بقية المتغيرات المفسرة وذلك نتيجة لوجود حجم معين من معاملات في السوق المالية لا تتأثر بالتغير في المؤشرات الاقتصادية الكلية.

- إشارة معامل الناتج المحلي الخام الموجبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية من حيث أنه عادة ما ترتبط أسعار الأسهم بالتغيرات في معدلات النمو، ذلك أن الارتفاع في معدلات النمو تؤدي لى وجود توقعات لدى المتعاملين في السوق المالية بوجود زيادة في التدفقات النقدية المستقبلية للشركات المدرجة في السوق المالية وبالتالي يزداد الطلب على أسهم هاته الشركات ما يؤدي بدوره إلى ارتفاع أسعارها، وقد قدرت قيمة تلك المعلمة بـ 6,44 بما يعني أن أي زيادة في الناتج المحلي الخام بمقدار 1% مع بقاء العناصر الأخرى ثابتة سيؤدي إلى الرفع من القيمة السوقية في بورصة الأردن بمقدار 6,44%.

- إشارة معامل المستوى العام للأسعار السالبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية (تحليل فاما)، إذ أن عوائد الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الحقيقية (النشاط الاقتصادي) في حين ترتبط هذه الأخيرة علاقة عكسية مع التضخم الأمر الذي يجعل من التضخم وعوائد الأسهم يرتبطان ارتباطا عكسيا، وقد قدرت قيمة تلك المعلمة بـ 5.65 بما يعني أن أي زيادة في المستوى العام للأسعار بمقدار 1%مع بقاء العناصر الأخرى ثابتة سيؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية بمقدار 5.65%.

- إشارة معامل سعر الفائدة السالبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية، حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع يجعل ودائع البنوك منافسا قويا للأوراق المالية المتداولة (التي سبق إصدارها)، حيث لا يقتصر الأمر على اتجاه الأموال إلى الاستثمار في الودائع بدلا من الأوراق المالية بل قد يتجه

المستثمرون إلى التخلص بصورة كبيرة من الأوراق المالية التي يحوزونها، ويتجهون على توظيف أموالهم في شكل ودائع ذات الدخل الثابت والتي تتمتع بسعر فائدة مرتفع، وهو ما يؤثر سلبا على نشاط سوق الأوراق المالية، وقد قدرت قيمة تلك المعلمة بـ 0.51 بما يعني أن أي زيادة في سعر الفائدة بمقدار 1% مع بقاء العناصر الأخرى ثابتة سيؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية بمقدار 0.51%.

– فيما يتعلق بمعامل التحديد R^2 فإنه يشير بأن 96% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية في بورصة الأردن مفسرة من طرف الناتج المحلي الخام والمستوى العام للأسعار وهامش سعر الفائدة ويوعز الباقي إلى العوامل العشوائية الأخرى، وتشكل قيمة هذا المعامل دلالة على قوة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

ثانيا: محددات حجم التداول في بورصة الأردن باستخدام أدوات القياس الاقتصادي

سنحاول في هذه الجزئية التطرق إلى أهم محددات حجم التداول في بورصة الأردن للفترة (1990–2015) وذلك اعتمادا على نموذج الانحدار المتعدد وفق الصياغة المقترحة التالية:

$$Y_t = A\, pibr_t^{\beta_1} ipc_t^{\beta_2} Mi_t^{\beta_3} \varepsilon_t \ldots (1)$$

بإجراء التحويلة اللوغاريتمية على النموذج رقم (1)، نحصل على الشكل الخطي وذلك لتسهيل عملية النمذجة، ويكون لدينا:

$$Lny_t = Ln\, A + \beta_1\, Ln\, pibr_t + \beta_2\, Ln\, ipc_t + \beta_3 Ln\, Mi_t + \varepsilon_t \ldots (2)$$

وباستخدام برنامج Eviews 04 نتحصل على المخرجات التالية:

الجدول رقم (27): تقدير دالة حجم التداول في الأردن للفترة: 1990–2015

Sample: 1990 2015
Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	44.36946	7.274578	6.099248	0.0000
LPIBR	14.25195	1.740680	8.187574	0.0000
LIPC	-15.81040	2.381820	-6.637950	0.0000
LMI	-1.479738	0.511889	-2.890741	0.0085

R-squared	0.855044	Mean dependent var	0.781745
Adjusted R-squared	0.835277	S.D. dependent var	1.400399
S.E. of regression	0.568367	Akaike info criterion	1.848538
Sum squared resid	7.106892	Schwarz criterion	2.042091
Log likelihood	-20.03099	F-statistic	43.25677
Durbin-Watson stat	1.603306	Prob(F-statistic)	0.000000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 02 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

- التقييم الإحصائي للنموذج:

نلاحظ بأن:

- قيمة معامل التحديد R^2 =0.8550 بمعنى أن النموذج يعبر بنسبة 85.5% عن العلاقة بين حجم التداول والمتغيرات المفسرة، أو بمعنى آخر فإن 85.5% من التغيرات الحاصلة في حجم التداول سببها التغير في كل من الناتج المحلي الخام، المستوى العام للأسعار وهامش سعر الفائدة.

- **اختبار فيشر *Fisher***: من مخرجات برنامج Eviews نلاحظ بأن القيمة الفعلية F_c =43.25 وبمقارنتها بالقيمة المجدولة عند مستوى معنوية 5% نجد: Prob(F-statistic) =0.0000، بمعنى أن احتمال الخطأ في التقدير هو أقل من 5%، وهو ما يدل على أن قيمة معامل التحديد التي حصلنا عليها هي قيمة موضوعية وتصلح لاستخدامها كمقياس لتقدير فعالية تمثيل معادلة الانحدار للعلاقة المدروسة بين حجم التداول والمتغيرات المفسرة.

- **اختبار ستيودنت *Student***: نلاحظ معنوية جميع المتغيرات المفسرة باحتمالية خطأ في التقدير أقل من 5%، وهذا يدل على الطبيعة غير العشوائية لهذه المقدرات.

- **اختبار دربن واتسن *Durbin Watson***: نلاحظ بأن d_c= 1.60 وبمقارنتها بالقيمة الجدولية d_l=1.652 d_u =1.143 عند مستوى معنوية 5% وعدد مشاهدات n=26 وعدد المتغيرات المستقلة k= 3، نجد بأن d_c تقع في منطقة عدم التحديد مما يستوجب الاستعانة باختبار LM-Test.

الجدول رقم (28): اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج حجم التداول في الأردن باستخدام LM Test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.472845	Probability	0.630018
Obs*R-squared	1.173891	Probability	0.556023

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 02/07/17 Time: 11:13
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.325164	8.265692	-0.281303	0.7814
LPIBR	-0.566649	1.997078	-0.283739	0.7795
LIPC	0.771724	2.709135	0.284860	0.7787
LMI	0.040099	0.543428	0.073788	0.9419
RESID(-1)	0.228616	0.237041	0.964457	0.3463
RESID(-2)	-0.048855	0.234195	-0.208610	0.8369

R-squared	0.045150	Mean dependent var	-1.49E-14
Adjusted R-squared	-0.193563	S.D. dependent var	0.533175
S.E. of regression	0.582495	Akaike info criterion	1.956183
Sum squared resid	6.786018	Schwarz criterion	2.246513
Log likelihood	-19.43038	F-statistic	0.189138
Durbin-Watson stat	1.958088	Prob(F-statistic)	0.963275

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 02 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

يتضح من اختبار LM Test عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وعليه فالنموذج مقبول.

إن النموذج المقدر يحقق كافة الاختبارات الإحصائية، حيث يمكن كتابته بالشكل التالي:

$$LnY_t = 44.37 + 14.25\ LnPibr_t - 15.81\ Ln\ ipc_t - 1.48\ Ln\ Mi_t$$

(6.10) (8.19) (-6.64) (-2.89)

R^2= 0.8550 $\bar{R}^2$= 0.8353 LM=0.47

– التقييم الاقتصادي للنموذج:

اقتصاديا تبدو الصيغة الدالية للنموذج كذلك موفقة، ويدعم هذا التوجه:

– إشارة الحد الثابت الموجبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية من حيث يبين حجم التداول في حال ثبات بقية المتغيرات المفسرة وذلك أنه هناك مقدار أدنى من المعالات تتم في السوق المالية لا يتأثر بالتغير في المؤشرات الاقتصادية الكلية؛

– إشارة معامل الناتج المحلي الخام الموجبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية من حيث أنه عادة ما ترتبط أسعار الأسهم بالتغيرات في معدلات النمو، ذلك أن الارتفاع في معدلات النمو تؤدي إلى وجود توقعات لدى المتعاملين في السوق المالية بوجود زيادة في التدفقات النقدية المستقبلية للشركات المدرجة في السوق المالية وبالتالي يزداد الطلب على أسهم هاته الشركات ما يؤدي بدوره إلى ارتفاع أسعارها، وقد قدرت قيمة تلك المعلمة بـ 14.25 بما يعني أن أي زيادة في الناتج المحلي الخام بمقدار 1% مع بقاء العناصر الأخرى ثابتة سيؤدي إلى الرفع من حجم التداول في بورصة الأردن بمقدار 14.25%؛

– إشارة معامل المستوى العام للأسعار السالبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية، حيث يرى الاقتصادي فاما أن التضخم يرتبط بعلاقة عكسية مع المؤشرات الاقتصادية في حين أن عوائد الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المؤشرات الاقتصادية وهو ما ينتج عنه بالضرورة علاقة عكسية بين أسعار الأسهم والتضخم، وقد قدرت قيمة تلك المعلمة بـ 15.81 بما يعني أن أي زيادة في المستوى العام للأسعار بمقدار 1% مع بقاء العناصر الأخرى ثابتة سيؤدي إلى انخفاض حجم التداول بمقدار 15.81%.

– إشارة معامل سعر الفائدة السالبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية، حيث أن أسعار الفائدة والعائد الذي يحققه المستثمرون في الودائع البنكية يدفع العديد منهم نحو بيع جزء من أسهمهم أو كلها والتوجه نحو الاستثمارات البديلة على اعتبار أن إيداع أموالهم في البنوك وبفوائد عالية أفضل من تحمل مخاطر الاستثمار في الأسهم، وقد قدرت قيمة تلك المعلمة بـ 1.48 بما يعني أن أي زيادة في سعر الفائدة بمقدار 1% مع بقاء العناصر الأخرى ثابتة سيؤدي إلى انخفاض حجم التداول بمقدار 1.48 %.

– فيما يتعلق بمعامل التحديد R^2 فإنه يشير بأن 85.5% من التغيرات الحاصلة في حجم التداول في بورصة الأردن مفسرة من طرف الناتج المحلي الخام والمستوى العام للأسعار وهامش سعر الفائدة ويوعز الباقي إلى العوامل العشوائية الأخرى، وتشكل قيمة هذا المعامل دلالة على قوة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

ثالثا: محددات معدل دوران السهم في بورصة الأردن باستخدام أدوات القياس الاقتصادي

إن النماذج السابقة والمقدرة لكل من القيمة السوقية وحجم التداول في بورصة الأردن للأوراق المالية خلال الفترة 1990–2015، قد بينت أن الناتج المحلي الخام والمستوى العام للأسعار وهامش سعر الفائدة كانت أهم المتغيرات المفسرة، ولكون معدل دوران السهم هو حاصل قسمة حجم التداول على القيمة السوقية، فإن ذلك يدفع باتجاه اقتراح النموذج الموالي لتفسير تغيرات معدل دوران السهم في بورصة مصر للأوراق المالية:

$$Y_t = A\, pibr_t^{\beta_1}\, ipc_t^{\beta_2}\, Mi_t^{\beta_3}\, \varepsilon_t \ldots (1)$$

بإجراء التحويلة اللوغاريتمية على النموذج رقم (1)، نحصل على الشكل الخطي وذلك لتسهيل عملية النمذجة، ويكون لدينا:

$$Lny_t = Ln\, A + \beta_1\, Ln\, pibr_t + \beta_2\, Ln\, ipc_t + \beta_3 Ln\, Mi_t + \varepsilon_t \ldots (2)$$

وباستخدام برنامج Eviews 04 نتحصل على المخرجات التالية:

الجدول رقم (29): تقدير دالة معدل دوران السهم في الأردن للفترة: 1990–2015

Sample: 1990 2015
Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	33.05456	5.994972	5.513714	0.0000
LPIBR	7.802429	1.434493	5.439156	0.0000
LIPC	-10.02360	1.962855	-5.106644	0.0000
LMI	-1.030324	0.421847	-2.442412	0.0231

R-squared	0.581603	Mean dependent var	2.992915
Adjusted R-squared	0.524549	S.D. dependent var	0.679289
S.E. of regression	0.468390	Akaike info criterion	1.461608
Sum squared resid	4.826567	Schwarz criterion	1.655162
Log likelihood	-15.00091	F-statistic	10.19388
Durbin-Watson stat	1.407949	Prob(F-statistic)	0.000209

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 02 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

- التقييم الإحصائي للنموذج:

نلاحظ بأن:

- قيمة معامل التحديد R^2=0.5816 بمعنى أن النموذج يعبر بنسبة 58.16% عن العلاقة بين معدل دوران السهم والمتغيرات المفسرة، أو بمعنى آخر فإن 58.16% من التغيرات الحاصلة في معدل دوران السهم سببها التغير في كل من الناتج المحلي الخام، المستوى العام للأسعار وهامش سعر الفائدة.

- اختبار فيشر *Fisher*:

من مخرجات برنامج Eviews نلاحظ بأن القيمة الفعلية F_c =10.19 وبمقارنتها بالقيمة المجدولة عند مستوى معنوية 5% نجد: Prob(F-statistic) =0.0000، بمعنى أن احتمال الخطأ في التقدير هو أقل من 5%، وهو ما يدل على أن قيمة معامل التحديد التي حصلنا عليها هي قيمة موضوعية وتصلح لاستخدامها كمقياس لتقدير فعالية تمثيل معادلة الانحدار للعلاقة المدروسة بين معدل دوران السهم والمتغيرات المفسرة.

- اختبار ستيودنت *Student*:

نلاحظ معنوية جميع المتغيرات المفسرة باحتمالية خطأ في التقدير أقل من 5%، وهذا يدل على الطبيعة الغير العشوائية لهذه المقدرات.

- اختبار دربن واتسن *Durbin Watson*:

نلاحظ بأن d_c=1.41 وبمقارنتها بالقيمة الجدولية d_u=1.652 d_l =1.143 عند مستوى معنوية 5% وعدد مشاهدات n=26 وعدد المتغيرات المستقلة k= 3، نجد بأن d_c تقع في منطقة عدم التحديد مما يستوجب الاستعانة باختبار LM-Test.

الجدول رقم (30): اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج معدل دوران السهم في الأردن باستخدام LM Test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.076053	Probability	0.359873
Obs*R-squared	2.525934	Probability	0.282814

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 02/07/17 Time: 12:18
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.736567	6.387545	-0.428422	0.6729
LPIBR	-0.653825	1.533149	-0.426459	0.6743
LIPC	0.909492	2.094180	0.434295	0.6687
LMI	0.026357	0.425455	0.061949	0.9512
RESID(-1)	0.333053	0.230557	1.444556	0.1641
RESID(-2)	-0.021054	0.227655	-0.092483	0.9272

R-squared	0.097151	Mean dependent var	-1.24E-14
Adjusted R-squared	-0.128561	S.D. dependent var	0.439389
S.E. of regression	0.466779	Akaike info criterion	1.513254
Sum squared resid	4.357660	Schwarz criterion	1.803584
Log likelihood	-13.67230	F-statistic	0.430421
Durbin-Watson stat	1.959240	Prob(F-statistic)	0.822014

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 02 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

يتضح من اختبار LM Test عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وعليه فالنموذج مقبول.

إن النموذج المقدر يحقق كافة الاختبارات الإحصائية، حيث يمكن كتابته بالشكل التالي:

$$LnY_t = 33.05 + 7.80\ LnPibr_t - 10.02\ Ln\ ipc_t - 1.03\ Ln\ Mi_t$$

(5.51) (5.44) (-5.11) (-2.44)

R^2= 0.5816 $\bar{R}^2$= 0.5245 LM=1.07

– التقييم الاقتصادي للنموذج:

اقتصاديا تبدو الصيغة الدالية للنموذج كذلك موفقة، ويدعم هذا التوجه:

– إشارة الحد الثابت الموجبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية من حيث يبين معدل دوران السهم في حال ثبات بقية المتغيرات المفسرة وذلك نتيجة لوجود حجم معين من معاملات في السوق المالية لا تتأثر بالتغير في المؤشرات الاقتصادية الكلية.

– إشارة معامل الناتج المحلي الخام الموجبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية، حيث أن سوق الأسهم تستجيب للتوقعات الخاصة بمستويات النشاط الاقتصادي، فزيادة النشاط الاقتصادي مترجما في معدلات نمو اقتصادي أعلى يعني زيادة في مستوى الأرباح المستقبلية الأمر الذي سينعكس في وقت لاحق على أسعار الأسهم مما يدفع إلى زيادة مشتريات المستثمرين من الأسهم والاستفادة من عوائد الأسهم المرتفعة، وقد قدرت قيمة تلك المعلمة بـ 7.8 بما يعني أن أي زيادة في الناتج المحلي الخام بمقدار 1% مع بقاء العناصر الأخرى ثابتة سيؤدي إلى الرفع من معدل دوران السهم في بورصة الأردن بمقدار 7,8%.

– إشارة معامل المستوى العام للأسعار السالبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية، حيث يرى الاقتصادي فاما أن التضخم يرتبط بعلاقة عكسية مع المؤشرات الاقتصادية في حين أن عوائد الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المؤشرات الاقتصادية وهو ما ينتج عنه بالضرورة علاقة عكسية بين أسعار الأسهم والتضخم، وقد قدرت قيمة تلك المعلمة بـ 10,02 بما يعني أن أي زيادة في المستوى العام للأسعار بمقدار 1% مع بقاء العناصر الأخرى ثابتة سيؤدي إلى انخفاض معدل دوران السهم بمقدار 10,02 %.

– إشارة معامل سعر الفائدة السالبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية، حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع الثابتة يدفع بحملة الأسهم والأوراق المالية الأخرى إلى التخلص من هذه الأدوات المالية والاتجاه نحو البنوك بغرض الحصول على عوائد أكبر، من خلال ما تدفعه هذه الأخيرة على الودائع، وقد قدرت قيمة تلك المعلمة بـ 1.03 بما يعني أن أي زيادة في سعر الفائدة بمقدار 1% مع بقاء العناصر الأخرى ثابتة سيؤدي إلى انخفاض معدل دوران السهم بمقدار 1.03%.

–فيما يتعلق بمعامل التحديد R^2 فإنه يشير بأن 58.16% من التغيرات الحاصلة في معدل دوران السهم في بورصة الأردن مفسرة من طرف الناتج المحلي الخام والمستوى العام للأسعار وهامش سعر الفائدة ويوعز الباقي إلى العوامل العشوائية الأخرى، وتشكل قيمة هذا المعامل دلالة على قوة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

المطلب الرابع: دراسة قياسية لمؤشرات السوق المالية في المغرب

أولا: محددات القيمة السوقية في بورصة المغرب باستخدام أدوات القياس الاقتصادي

نحاول في هذه الجزئية التطرق إلى أهم محددات (المتغيرات المفسرة) القيمة السوقية في بورصة المغرب للأوراق المالية للفترة (1993–2015) وذلك اعتمادا على نموذج الانحدار المتعدد وفق الصياغة المقترحة التالية:

$$Y_t = A\, pibr_t^{\beta_1} ipc_t^{\beta_2} i_t^{\beta_3} tc_t^{\beta_4} iv_t^{\beta_5} \varepsilon_t \ldots (1)$$

بإجراء التحويلة اللوغاريتمية على النموذج رقم (1)، نحصل على الشكل الخطي وذلك لتسهيل عملية النمذجة، ويكون لدينا:

$$Lny_t = Ln\, A + \beta_1\, Ln\, pibr_t + \beta_2\, Ln\, ipc_t + \beta_3 Ln\, i_t + \beta_4 Lntc_t + \beta_5 Ln\, iv_t + \varepsilon_t \ldots (2)$$

وباستخدام برنامج Eviews 04 نتحصل على المخرجات التالية:

الجدول رقم (31): تقدير دالة القيمة السوقية في المغرب للفترة: 1993–2015

Sample: 1993 2015
Included observations: 23

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-23.30521	6.808100	-3.423159	0.0032
LPIBR	-2.277486	1.220713	-1.865701	0.0794
LIPC	10.69620	2.767709	3.864638	0.0012
LI	-0.279347	0.361153	-0.773486	0.4499
LTC	-3.062901	0.708250	-4.324606	0.0005
LIV	0.059684	0.117734	0.506942	0.6187

R-squared	0.938379	Mean dependent var	3.063584
Adjusted R-squared	0.920255	S.D. dependent var	1.012953
S.E. of regression	0.286049	Akaike info criterion	0.554152
Sum squared resid	1.391009	Schwarz criterion	0.850368
Log likelihood	-0.372744	F-statistic	51.77598
Durbin-Watson stat	1.150086	Prob(F-statistic)	0.000000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 03 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

نلاحظ عدم معنوية مقدرات سعر الفائدة والاستثمار الأجنبي مع تسجيل الحد الثابت لإشارة سالبة وهو ما يتعارض والنظرية الاقتصادية، لذلك نعدل النموذج وفق صيغة أخرى يتم فيها استبعاد المتغيرات الغير معنوية إحصائيا وتلك التي لا تتطابق والنظرية الاقتصادية.

وباستخدام برنامج Eviews 04 نتحصل على المخرجات التالية:

الجدول رقم (32): تقدير النموذج المعدل للقيمة السوقية في المغرب للفترة: 1993–2015

Sample: 1993 2015
Included observations: 23

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	0.926513	0.068489	13.52784	0.0000
LI	-1.768316	0.267773	-6.603796	0.0000

R-squared	0.750712	Mean dependent var	3.063584
Adjusted R-squared	0.738841	S.D. dependent var	1.012953
S.E. of regression	0.517657	Akaike info criterion	1.603933
Sum squared resid	5.627342	Schwarz criterion	1.702672
Log likelihood	-16.44523	Durbin-Watson stat	0.358069

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 03 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

– التقييم الإحصائي للنموذج:

نلاحظ بأن:

– قيمة معامل التحديد R^2 =0.7507 بمعنى أن النموذج يعبر بنسبة 75.07% عن العلاقة بين القيمة السوقية والمتغيرات المفسرة، أو بمعنى آخر فإن 75.07% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية سببها التغير في كل من الناتج المحلي الخام وسعر الفائدة.

– **اختبار ستيودنت *Student*:**

نلاحظ معنوية جميع المتغيرات المفسرة باحتمالية خطأ في التقدير أقل من 5%، وهذا يدل على الطبيعة غير العشوائية لهذه المقدرات.

– **اختبار** LM-Test:

نتيجة لعدم وجود الحد الثابت في النموذج المقدر نستعين باختبار LM-test، ومن مخرجات برنامج Eviews نتحصل على النتائج التالية:

الجدول رقم (33): اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج القيمة السوقية في المغرب باستخدام LM Test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	27.71877	Probability	0.000002
Obs*R-squared	17.12857	Probability	0.000191

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 02/25/17 Time: 09:46
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	0.002795	0.036380	0.076836	0.9396
LI	-0.015235	0.142241	-0.107106	0.9158
RESID(-1)	1.246683	0.188800	6.603204	0.0000
RESID(-2)	-0.584552	0.188964	-3.093454	0.0060

R-squared	0.744721	Mean dependent var	-0.005531
Adjusted R-squared	0.704413	S.D. dependent var	0.505724
S.E. of regression	0.274951	Akaike info criterion	0.412325
Sum squared resid	1.436365	Schwarz criterion	0.609802
Log likelihood	-0.741734	Durbin-Watson stat	2.085895

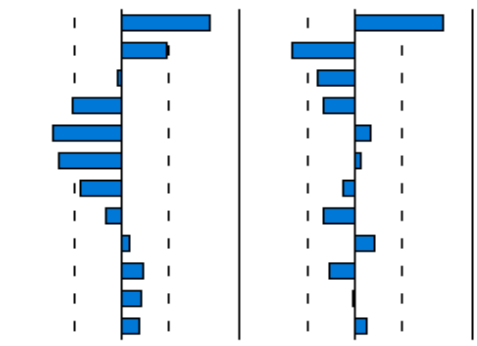
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 03 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

يتضح من اختبار LM Test وجود ارتباط ذاتي للأخطاء باحتمالية خطأ في التقدير أقل من 5%، وعليه فالنموذج يحتاج إلى المزيد من التعديلات.

بغرض التخلص من إشكالية الارتباط الذاتي للأخطاء، وبالاستعانة بدالة الارتباط الذاتي ودالة الارتباط الذاتي الجزئية للبواقي (Residual Test – Correlogram (Q) statistics) نحصل على الشكل التالي:

الشكل رقم (53): دالة الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئية لبواقي النموذج المقدر للقيمة السوقية في المغرب

Sample: 1993 2015
Included observations: 23



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.785	0.785	16.091	0.000
		2	0.399	-0.564	20.445	0.000
		3	-0.040	-0.329	20.490	0.000
		4	-0.427	-0.271	26.005	0.000
		5	-0.600	0.140	37.486	0.000
		6	-0.551	0.043	47.754	0.000
		7	-0.363	-0.113	52.477	0.000
		8	-0.147	-0.281	53.306	0.000
		9	0.080	0.166	53.571	0.000
		10	0.181	-0.226	55.016	0.000
		11	0.174	-0.024	56.473	0.000
		12	0.152	0.103	57.688	0.000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 03 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

نلاحظ من الشكل أن العمود الأول والثاني لكل من دالة الارتباط الذاتي ودالة الارتباط الذاتي الجزئية هو خارج مجال الثقة مما يوحي بوجود ارتباط ذاتي للبواقي، وبالتالي فإن البواقي تتبع إحدى النماذج: نموذج الانحدار الذاتي أو نموذج المتوسطات المتحركة أو النموذج المختلط ARMA(p,q).

وباستخدام برنامج Eviews نتحصل على النموذج التالي:

الجدول رقم (34): تقدير دالة القيمة السوقية في المغرب للفترة: 1993-2015

Sample(adjusted): 1994 2015
Included observations: 22 after adjusting endpoints
Convergence achieved after 39 iterations
Backcast: 1992 1993

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	0.882111	0.113169	7.794651	0.0000
LI	-1.500797	0.496932	-3.020127	0.0074
AR(1)	0.705117	0.162511	4.338880	0.0004
MA(2)	0.968191	0.089610	10.80446	0.0000

R-squared	0.948498	Mean dependent var	3.156037
Adjusted R-squared	0.939914	S.D. dependent var	0.932191
S.E. of regression	0.228503	Akaike info criterion	0.048431
Sum squared resid	0.939845	Schwarz criterion	0.246802
Log likelihood	3.467262	Durbin-Watson stat	1.329516

Inverted AR Roots	.71

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 03 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

- التقييم الإحصائي للنموذج:

نلاحظ بأن:

- قيمة معامل التحديد R^2 =0.9485 بمعنى أن النموذج يعبر بنسبة 94.85% عن العلاقة بين القيمة السوقية والمتغيرات المفسرة، أو بمعنى آخر فإن 94.85% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية سببها التغير في كل من الناتج المحلي الخام وسعر الفائدة.

- **اختبار ستيودنت *Student*:**

نلاحظ معنوية جميع المتغيرات المفسرة باحتمالية خطأ في التقدير أقل من 5%، وهذا يدل على الطبيعة الغير العشوائية لهذه المقدرات.

- **اختبار** LM-Test:

من مخرجات برنامج Eviews نتحصل على النتائج التالية:

الجدول رقم (35): اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج القيمة السوقية في المغرب باستخدام LM Test وبعد التعديل بـ ARMA(1.2)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	2.565208	Probability	0.108068
Obs*R-squared	5.331086	Probability	0.069562

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 02/25/17 Time: 10:01
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	0.026309	0.105773	0.248729	0.8067
LI	-0.171352	0.481573	-0.355817	0.7266
AR(1)	-0.267085	0.307457	-0.868691	0.3979
MA(2)	0.069726	0.094265	0.739678	0.4702
RESID(-1)	0.684190	0.328058	2.085575	0.0534
RESID(-2)	-0.119026	0.379370	-0.313746	0.7578

R-squared	0.242322	Mean dependent var	-0.005178
Adjusted R-squared	0.005548	S.D. dependent var	0.211486
S.E. of regression	0.210899	Akaike info criterion	-0.047876
Sum squared resid	0.711653	Schwarz criterion	0.249681
Log likelihood	6.526634	Durbin-Watson stat	1.983518

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 03 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

يتضح من اختبار LM Test عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء (احتمالية الخطأ في التقدير أكبر من 5%)، وعليه فالنموذج مقبول.

إن النموذج المقدر يحقق كافة الاختبارات الإحصائية وهو ما يدفع باتجاه اعتباره أفضل نموذج لتفسير سلوك القيمة السوقية في المغرب خلال الفترة 1993–2015، والذي يمكن كتابته بالشكل التالي:

$$LnY_t = 0.88\ LnPibr_t - 1.50\ Ln\ i_t + 0.70\ AR(1) + 0.97\ MA(2)$$

(7.79) (-3.02) (4.34) (10.80)

R^2= 0.9485 $\bar{R}^2$= 0.9399 LM=2.56

- التقييم الاقتصادي للنموذج:

اقتصاديا تبدو الصيغة الدالية للنموذج كذلك موفقة، ويدعم هذا التوجه:

- إشارة معامل الناتج المحلي الخام الموجبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية، حيث أن سوق الأسهم تستجيب للتوقعات الخاصة بمستويات النشاط الاقتصادي، فزيادة النشاط الاقتصادي مترجما في معدلات نمو اقتصادي أعلى يعني زيادة في مستوى الأرباح المستقبلية الأمر الذي سينعكس في وقت لاحق على أسعار الأسهم مما يدفع إلى زيادة مشتريات المستثمرين من الأسهم والاستفادة من عوائد الأسهم المرتفعة، وقد قدرت قيمة تلك المعلمة بـ 0.88 بما يعني أن أي زيادة في الناتج المحلي الخام بمقدار 1% مع بقاء العناصر الأخرى ثابتة سيؤدي إلى الرفع من القيمة السوقية لبورصة المغرب بمقدار 0.88%.

- إشارة معامل سعر الفائدة السالبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية، حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع الثابتة يدفع بحملة الأسهم والأوراق المالية الأخرى إلى التخلص من هذه الأدوات المالية والاتجاه نحو البنوك بغرض الحصول على عوائد أكبر، من خلال ما تدفعه هذه الأخيرة على الودائع، وقد قدرت قيمة تلك المعلمة بـ 1.50 بما يعني أن أي زيادة في سعر الفائدة بمقدار 1% مع بقاء العناصر الأخرى ثابتة سيؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية بمقدار 1.5%.

- فيما يتعلق بمعامل التحديد R^2 فإنه يشير بأن 94,85% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لبورصة المغرب مفسرة من طرف الناتج المحلي الخام وأسعار الفائدة ويوعز الباقي إلى العوامل العشوائية الأخرى، وتشكل قيمة هذا المعامل دلالة على قوة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

ثانيا: محددات حجم التداول في بورصة المغرب باستخدام أدوات القياس الاقتصادي

سنحاول في هذه الجزئية التطرق إلى أهم محددات حجم التداول في بورصة المغرب للفترة (1993-2015) وذلك اعتمادا على نموذج الانحدار المتعدد وفق الصياغة المقترحة التالية:

$$Y_t = A\, pibr_t^{\beta_1} ipc_t^{\beta_2} i_t^{\beta_3} tc_t^{\beta_4} iv_t^{\beta_5} \varepsilon_t \ldots (1)$$

بإجراء التحويلة اللوغاريتمية على النموذج رقم (1)، نحصل على الشكل الخطي وذلك لتسهيل عملية النمذجة، ويكون لدينا:

$$Lny_t = Ln\, A + \beta_1\, Ln\, pibr_t + \beta_2\, Ln\, ipc_t + \beta_3 Ln\, i_t + \beta_4 Lntc_t + \beta_5 Ln\, iv_t + \varepsilon_t \ldots (2)$$

وباستخدام برنامج Eviews 04 نتحصل على المخرجات التالية:

الجدول رقم (36): تقدير دالة حجم التداول في المغرب للفترة: 1993–2015

Sample: 1993 2015
Included observations: 23

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-19.93480	13.10596	-1.521049	0.1466
LPIBR	-9.747806	2.349938	-4.148112	0.0007
LIPC	21.14593	5.327988	3.968840	0.0010
LI	-0.854021	0.695238	-1.228385	0.2360
LTC	-4.771745	1.363418	-3.499839	0.0027
LIV	0.253412	0.226643	1.118110	0.2791

R-squared	0.709668	Mean dependent var	1.288996
Adjusted R-squared	0.624276	S.D. dependent var	0.898357
S.E. of regression	0.550660	Akaike info criterion	1.864059
Sum squared resid	5.154845	Schwarz criterion	2.160275
Log likelihood	-15.43668	F-statistic	8.310728
Durbin-Watson stat	1.099782	Prob(F-statistic)	0.000397

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 03 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

نلاحظ من الجدول السابق عدم معنوية الحد الثابت وبعض المتغيرات المفسرة (معلمة سعر الصرف والاستثمار الأجنبي) وهو ما يستوجب تعديل النموذج، وباستخدام برنامج Eviews نتحصل على النموذج المعدل التالي:

الجدول رقم (37): تقدير الدالة المعدلة لحجم التداول في المغرب للفترة: 1993–2015

Sample: 1993 2015
Included observations: 23

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	0.458902	0.103572	4.430761	0.0002
LI	-1.022276	0.404935	-2.524545	0.0197

R-squared	0.275197	Mean dependent var	1.288996
Adjusted R-squared	0.240682	S.D. dependent var	0.898357
S.E. of regression	0.782818	Akaike info criterion	2.431108
Sum squared resid	12.86888	Schwarz criterion	2.529846
Log likelihood	-25.95774	Durbin-Watson stat	0.546388

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 03 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

من خلال النموذج المقدر نلاحظ معنوية جميع المتغيرات المفسرة لسلوك حجم التداول في بورصة المغرب للأوراق المالية باحتمالية خطأ في التقدير أقل من 5%، وللحكم عن وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من عدمه نستعين باختبار LM-test وفق الجدول التالي:

الجدول رقم (38): اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج حجم التداول في المغرب باستخدامLM Test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	10.41031	Probability	0.000885
Obs*R-squared	12.02575	Probability	0.002447

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 02/25/17 Time: 10:29
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	-0.001605	0.075775	-0.021177	0.9833
LI	0.002701	0.295660	0.009134	0.9928
RESID(-1)	0.927964	0.212856	4.359587	0.0003
RESID(-2)	-0.393670	0.217471	-1.810221	0.0861

R-squared	0.522859	Mean dependent var	0.001331
Adjusted R-squared	0.447521	S.D. dependent var	0.764818
S.E. of regression	0.568481	Akaike info criterion	1.865075
Sum squared resid	6.140251	Schwarz criterion	2.062552
Log likelihood	-17.44836	Durbin-Watson stat	1.957884

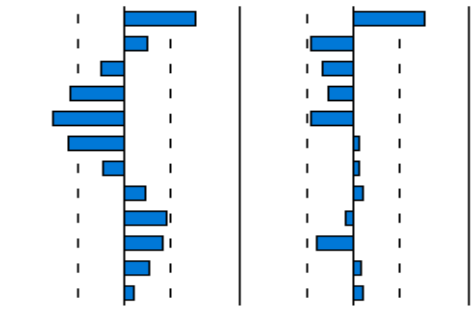
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 03 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

من خلال الجدول السابق نلاحظ وجود ارتباط ذاتي للأخطاء باحتمالية خطأ في التقدير أقل من 5%، وهو ما يستوجب تعديل النموذج المقدر.

بغرض التخلص من إشكالية الارتباط الذاتي للأخطاء، وبالاستعانة بدالة الارتباط الذاتي ودالة الارتباط الذاتي الجزئية للبواقي (Residual Test – Correlogram (Q) statistics) نحصل على الشكل التالي:

الشكل رقم (54): دالة الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئية لبواقي النموذج المقدر لحجم التداول في المغرب

Sample: 1993 2015
Included observations: 23



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.650	0.650	11.046	0.001
		2	0.204	-0.378	12.189	0.002
		3	-0.204	-0.286	13.386	0.004
		4	-0.478	-0.235	20.311	0.000
		5	-0.653	-0.387	33.952	0.000
		6	-0.514	0.047	42.876	0.000
		7	-0.183	0.047	44.082	0.000
		8	0.189	0.083	45.457	0.000
		9	0.386	-0.077	51.589	0.000
		10	0.336	-0.323	56.591	0.000
		11	0.230	0.080	59.134	0.000
		12	0.089	0.087	59.553	0.000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 03 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

نلاحظ من الشكل أن العمود الأول والثاني لكل من دالة الارتباط الذاتي ودالة الارتباط الذاتي الجزئية هو خارج مجال الثقة مما يوحي بوجود ارتباط ذاتي للبواقي، وبالتالي فإن البواقي تتبع إحدى النموذجين: نموذج الانحدار الذاتي أو نموذج المتوسطات المتحركة.

وباستخدام برنامج Eviews نتحصل على النموذج التالي

الجدول رقم (39): تقدير دالة حجم التداول في المغرب بعد إضافة MA(1) للفترة: 1993–2015

Sample: 1993 2015
Included observations: 23
Convergence achieved after 12 iterations
Backcast: 1992

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	0.441753	0.125981	3.506504	0.0022
LI	-0.962310	0.493915	-1.948332	0.0655
MA(1)	0.587668	0.181294	3.241525	0.0041

R-squared	0.576908	Mean dependent var	1.288996
Adjusted R-squared	0.534599	S.D. dependent var	0.898357
S.E. of regression	0.612862	Akaike info criterion	1.979754
Sum squared resid	7.511999	Schwarz criterion	2.127862
Log likelihood	-19.76717	Durbin-Watson stat	1.303383

Inverted MA Roots	-.59

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 03 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

– التقييم الإحصائي للنموذج:

نلاحظ بأن:

– قيمة معامل التحديد* R^2 =0.5769 بمعنى أن النموذج يعبر بنسبة 57.69% عن العلاقة بين حجم التداول والمتغيرات المفسرة، أو بمعنى آخر فإن 57,69%من التغيرات الحاصلة في حجم التداول سببها التغير في كل من الناتج المحلي الخام وسعر الفائدة.

– **اختبار ستيودنت *Student*:**

نلاحظ معنوية جميع المتغيرات المفسرة باحتمالية خطأ في التقدير أقل من 10%، وهذا يدل على الطبيعة غير العشوائية لهذه المقدرات.

* لاحظ عدم التصحيح بـ AR(1) نتيجة عدم تسجيل المتغيرات المستقلة لمعنوية إحصائية عند مستوى 5%.

- **اختبار** LM-Test:

من مخرجات برنامج Eviews نتحصل على النتائج التالية:

الجدول رقم (40): اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لنموذج حجم التداول في المغرب باستخدام LM Test وبعد التعديل بـ MA(1)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	2.611150	Probability	0.100996
Obs*R-squared	5.168359	Probability	0.075458

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 02/25/17 Time: 10:42
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LPIBR	-8.73E-05	0.117932	-0.000740	0.9994
LI	-0.016945	0.461830	-0.036690	0.9711
MA(1)	-0.771380	0.517158	-1.491577	0.1531
RESID(-1)	1.112754	0.642386	1.732218	0.1003
RESID(-2)	-0.242890	0.398598	-0.609361	0.5499

R-squared	0.224711	Mean dependent var	0.008506
Adjusted R-squared	0.052425	S.D. dependent var	0.584276
S.E. of regression	0.568755	Akaike info criterion	1.898926
Sum squared resid	5.822678	Schwarz criterion	2.145772
Log likelihood	-16.83765	Durbin-Watson stat	1.719016

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 03 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

يتضح من اختبار LM Test عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء (احتمالية الخطأ في التقدير أكبر من 5%)، وعليه فالنموذج مقبول.

إن النموذج المقدر يحقق كافة الاختبارات الإحصائية وهو ما يدفع باتجاه اعتباره أفضل نموذج لتفسير سلوك حجم التداول في المغرب خلال الفترة 1993–2015، والذي يمكن كتابته بالشكل التالي:

$$LnY_t = 0.44\ LnPibr_t - 0.96\ Ln\ i_t + 0.59\ MA(1)$$

(3.50) (-1.95) (3.24)

R^2= 0.5769 $\bar{R}^2$= 0.5346 LM=2.61

- **التقييم الاقتصادي للنموذج:**

اقتصاديا تبدو الصيغة الدالية للنموذج كذلك موفقة، ويدعم هذا التوجه:

– إشارة معامل الناتج المحلي الخام الموجبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية، من حيث أنه داعم حيث أن سوق الأسهم تستجيب للتوقعات الخاصة بمستويات النشاط الاقتصادي، فزيادة النشاط الاقتصادي مترجما في معدلات نمو اقتصادي أعلى يعني زيادة في مستوى الأرباح المستقبلية الأمر الذي سينعكس في وقت لاحق على أسعار الأسهم مما يدفع إلى زيادة مشتريات المستثمرين من الأسهم والاستفادة من عوائد الأسهم المرتفعة، وقد قدرت قيمة تلك المعلمة بـ 0.44 بما يعني أن أي زيادة في الناتج المحلي الخام بمقدار 1% مع بقاء العناصر الأخرى ثابتة سيؤدي إلى الرفع من حجم التداول لبورصة المغرب بمقدار 0.44%.

– إشارة معامل سعر الفائدة السالبة والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية، حيث أن أسعار الفائدة والعائد الذي يحققه المستثمرون في الودائع البنكية يدفع العديد منهم نحو بيع جزء من أسهمهم أو كلها والتوجه نحو الاستثمارات البديلة على اعتبار أن إيداع أموالهم في البنوك وبفوائد عالية أفضل من تحمل مخاطر الاستثمار في الأسهم، وقد قدرت قيمة تلك المعلمة بـ 0,96 بما يعني أن أي زيادة في سعر الفائدة بمقدار 1% مع بقاء العناصر الأخرى ثابتة سيؤدي إلى انخفاض حجم التداول بمقدار 0.96%.

– فيما يتعلق بمعامل التحديد R^2 فإنه يشير بأن 57.69% من التغيرات الحاصلة في حجم التداول لبورصة المغرب مفسرة من طرف الناتج المحلي الخام وأسعار الفائدة ويوعز الباقي إلى العوامل العشوائية الأخرى، وتشكل قيمة هذا المعامل دلالة على قوة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

ثالثا: محددات معدل دوران السهم في بورصة المغرب باستخدام أدوات القياس الاقتصادي

إن النماذج السابقة والمقدرة لكل من القيمة السوقية وحجم التداول في بورصة المغرب للأوراق المالية خلال الفترة 1993–2015، قد بينت أن الناتج المحلي الخام وسعر الفائدة كانت أهم المتغيرات المفسرة، ولكون معدل دوران السهم هو حاصل قسمة حجم التداول على القيمة السوقية، فإن ذلك يدفع باتجاه اقتراح النموذج الموالي لتفسير تغيرات معدل دوران السهم في بورصة المغرب للأوراق المالية:

$$Y_t = A\, pibr_t^{\beta_1} i_t^{\beta_2} \varepsilon_t \ldots (1)$$

بإجراء التحويلة اللوغاريتمية على النموذج رقم (1)، نحصل على الشكل الخطي وذلك لتسهيل عملية النمذجة، ويكون لدينا:

$$Lny_t = Ln\, A + \beta_1\, Ln\, pibr_t + \beta_2\, Ln\, i_t + \varepsilon_t \ldots (2)$$

وباستخدام برنامج Eviews 04 نتحصل على المخرجات التالية:

الجدول رقم (41): تقدير دالة معدل دوران السهم في المغرب للفترة: 1993–2015

Sample: 1993 2015
Included observations: 23

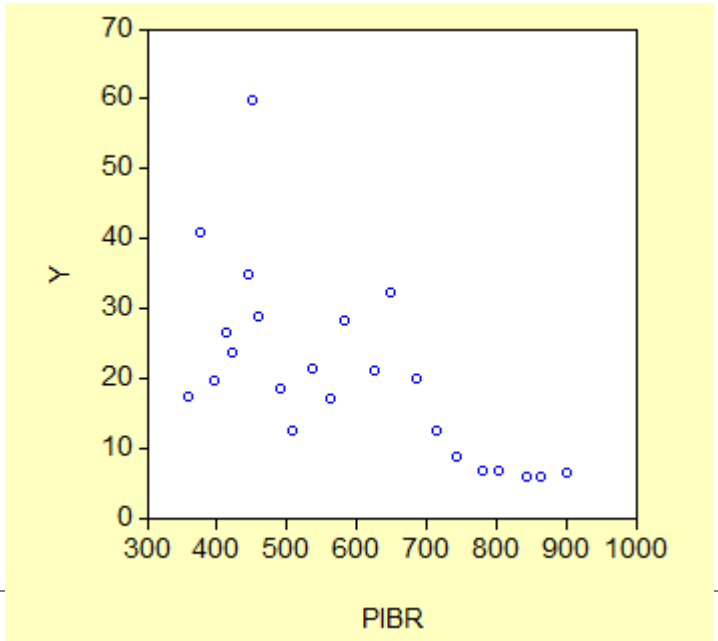
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	21.48511	4.249039	5.056464	0.0001
LI	-0.926279	0.471561	-1.964281	0.0635
LPIBR	-2.709300	0.566899	-4.779158	0.0001

R-squared	0.656071	Mean dependent var	2.830639
Adjusted R-squared	0.621678	S.D. dependent var	0.668035
S.E. of regression	0.410894	Akaike info criterion	1.180144
Sum squared resid	3.376675	Schwarz criterion	1.328252
Log likelihood	-10.57166	F-statistic	19.07579
Durbin-Watson stat	0.923921	Prob(F-statistic)	0.000023

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 03 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

نلاحظ من الجدول السابق الإشارة السالبة للناتج المحلي الخام وهو ما يؤكده الرسم البياني التالي:

الشكل رقم (55): علاقة الناتج المحلي الخام بمعدل دوران السهم في بورصة المغرب.



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 03 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

إن الإشارة السالبة لمعلمة الناتج المحلي الخام تتعارض والنظرية الاقتصادية لذلك يتم حذف المتغير ومواصلة التقييمات الإحصائية والاقتصادية.

الجدول رقم (42): تقدير دالة معدل دوران السهم في المغرب بعد حذف متغيرة الناتج المحلي الخام للفترة: 1993-2015

Sample: 1993 2015
Included observations: 23

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.271871	0.581986	2.185399	0.0403
LI	0.981846	0.358390	2.739606	0.0123

R-squared	0.263298	Mean dependent var	2.830639
Adjusted R-squared	0.228217	S.D. dependent var	0.668035
S.E. of regression	0.586876	Akaike info criterion	1.854936
Sum squared resid	7.232898	Schwarz criterion	1.953674
Log likelihood	-19.33176	F-statistic	7.505439
Durbin-Watson stat	0.531749	Prob(F-statistic)	0.012280

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق رقم 03 مخرجات برنامج EVIEWS 04.

يلاحظ من النموذج السابق الإشارة الموجبة لمعلمة سعر الفائدة وهو ما يتعارض والنظرية الاقتصادية والدراسات السابقة، لذلك فإن تقدير معدل دوران السهم في بورصة المغرب للأوراق المالية يتطلب متغيرات مفسرة أخرى لم يتم التطرق لها في هذه الدراسة (سواءً في الجانب النظري أو الدراسات السابقة)، وعليه يمكن القول بأن معدل دوران السهم في المغرب لا يفسره الناتج المحلي الخام وأسعار الفائدة.

خلاصة:

شهدت الدول العربية محل الدراسة بداية من عقد التسعينات إصلاحات اقتصادية عديدة سواء كانت هذه الإصلاحات مدعومة من صندوق النقد الدولي أو غير مدعومة ما أثر على تحسن الأداء الاقتصادي الكلي، إلا أن بعض الأحداث السياسية والأمنية في الفترة الأخيرة أثرت على هذا الأداء بصفة مباشرة أو غير مباشرة، كما شهدت الأسواق المالية بهذه الدول تطورات في عدة مجالات مواكبة للتغيرات العالمية خاصة في جانبها التنظيمي، كما شهدت معظم مؤشرات السوق المالية تحسنا ملحوظا خاصة مع بداية الألفية الجديدة ما يعكس تحسن أداء هاته الأسواق.

فيما أفرزت نتائج النماذج القياسية تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية محل الدراسة، فقد كان للنمو الاقتصادي وأسعار الفائدة تأثير على جميع مؤشرات السوق المالية في الدول دراسة الحالة، فيما سجل تأثير لمعدلات التضخم على مؤشرات السوق المالية في سوق عمان المالي فقط، إضافة إلى عدم تسجيل أي تأثير معنوي للمتغيرات الاقتصادية الكلية على معدل الدوران بسوق المغرب المالي.

خاتمة

خاتمة:

1- الخلاصة عامة:

تقوم الأسواق المالية بعديد من الوظائف المهمة في خدمة الاقتصاد الوطني، فهي تساهم في تدفق وتوجيه المدخرات من أصحاب الفائض المالي نحو أصحاب العجز المالي بما يمكن من استثمارها في مشروعات التنمية المختلفة مع استمرار المحافظة على عنصر السيولة لهذه المدخرات.

تعد الأسواق المالية من أكثر الأسواق تأثرا بالتغير في المتغيرات الاقتصادية الكلية، وكذا التغيرات التي تطرأ على الاقتصاد الوطني بشكل عام، ومن أهم المتغيرات المؤثرة نجد معدل النمو الاقتصادي، الاستثمار الأجنبي، معدل التضخم، سعر الفائدة وسعر الصرف، هذه المتغيرات تؤثر في نشاط السوق المالية سواء بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر، وفي محاولة منا لدراسة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية من جهة ومؤشرات السوق المالية من جهة أخرى، استعرضت الدراسات السابقة التي تفسر العلاقة التي تربط بين مؤشرات السوق المالية والمتغيرات الاقتصادية الكلية، وذلك لتحديد أهم المتغيرات التي تم التركيز عليها.

في دراستنا لواقع الأسواق المالية العربية من خلال تحليل مجموعة من المؤشرات تتمثل في مؤشرات البيئة التشريعية ومؤشرات تخص التداول ومؤشرات السيولة والتركيز، لم تستطع هذه الأسواق الاندماج في أسواق المال العالمية الذي أصبح واقعا ملموسا مثل بقية الأسواق المالية الناشئة الأكثر تطورا، رغم برامج الإصلاح المالي والاقتصادي الذي قامت به العديد من الدول العربية، والذي تركز جانب كبير منها في إصلاح النظام المالي، وبالأخص أسواق الأوراق المالية العربية، حيث لاحظنا من خلال التطور التنظيمي والتشريعي لهذه الأسواق، محاولتها تحديث هذه البورصات بالاستعانة بما هو موجود في البورصات المتقدمة من خلال الاعتماد على أنظمة تداول متطورة جدا أي استخدام التكنولوجيا العالية، أيضا تطوير أنظمة الإفصاح والإدراج، وفصل الهيئات الرقابية والتشريعية عن التنفيذية، وكلها تهدف إلى جذب المزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية وتحسين أدائها، ورغم كل هذا إلا أن أداء هذه البورصات والتدفقات الرأسمالية لها تبقى ضعيفة بالمقارنة بالأسواق المالية الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية أو البورصات المتقدمة.

بهدف إثبات العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشرات السوق المالية تم اختيار عينة من الدول تتكون من ثلاث بلدان عربية هي مصر والأردن والمغرب، بدراسة وتحليل مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تكرر استخدامها في الدراسات السابقة تتمثل في النمو الاقتصادي، الاستثمار

الأجنبي، معدل التضخم، سعر الفائدة وسعر الصرف، ودراسة أثرها على مؤشرات السوق المالية الممثلة في القيمة السوقية كمؤشر جيد عن نشاط السوق، وحجم التداول كمؤشر مكمل للقيمة السوقية للتعبير عن درجة نشاط السوق كما أنه يستخدم للدلالة على سيولة السوق، ومعدل دوران السهم كمؤشر لقياس تكلفة المعاملات.

2- نتائج الدراسة:

بناء على الأهداف المرجوة من هذه الدراسة ومحاولة الاجابة على الاشكالية توصلنا الى النتائج التالية:

- تعتبر الأسواق المالية مرآة عاكسة للنشاط الاقتصادي من خلال، الإسهام في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، واعتبارها المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها؛
- من خلال الدراسة النظرية لعلاقة المتغيرات الاقتصادية الكلية بمؤشرات السوق المالية تبين وجود علاقة تأثير وتأثر أي أن المتغيرات الاقتصادية تؤثر على نشاط السوق المالي، كما أن نشاط السوق المالي ينعكس على أداء الاقتصاد؛
- بالنسبة للأسواق المالية العربية فهي تعد في أغلبها أسواق مالية حديثة النشأة، تبقى محدودة في أدائها إذا ما قورنت بمثيلاتها في الدول المتقدمة أو بالأسواق المالية الناشئة، كما تعتبر أغلب الأسواق المالية العربية غير منفتحة على الأسواق المالية العالمية؛
- تبين أن أغلب البورصات العربية حققت قفزات نوعية فيما يخص الشق التنظيمي والتشريعي والرقابي لهذه الأسواق، إلا أنها تبقى بعيدة عن مثيلاتها في الدول المتقدمة وحتى بعض الأسواق المالية لناشئة، كما تواجه الأسواق المالية العربية معوقات فيما يخص الاستثمار، فمنها عدم تنوع الأدوات المالية المطروحة للتداول، قلة الشركات المدرجة والعاملة فيها، كما تعاني من عدم الإفصاح لدى الشركات المدرجة؛
- من خلال الدراسة القياسية ثبت وجود علاقة طردية في الأجل الطويل بين مؤشرات سوق الأوراق المالية المصرية وبين الناتج المحلي الإجمالي، وهذا ما يتفق مع النظرية الاقتصادية، إذ أن معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة تعتبر حافزا لتنشيط سوق الأوراق المالية؛
- التأثير المعنوي في الاتجاه العكسي لتغيرات سعر الفائدة على الودائع على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في مصر في الأجل الطويل، وهو ما يتفق مع النظرية الاقتصادية على اعتبار أن

ارتفاع أسعار الفائدة يجعل من التوظيف البنكي بديلا أفضل من الاستثمار في البورصة، هذا ما يؤدي إلى تحول الأرصدة للاستثمار البنكي ويخفض من الطلب على الأسهم فتنخفض أسعارها؛

- لم تثبت العلاقة المعنوية في الأجل الطويل بين مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية المصرية وسعر الصرف نتيجة لثبات سعر الصرف إداريا لفترة ليست بالقصيرة من الدراسة، كما أن انخفاض أعداد المستثمرين الأجانب لفترة طويلة من الدراسة أدى لعدم معنوية العلاقة، كما خلصت الدراسة أن البورصة المصرية لا تعمل كمعوض للمستثمرين عن ارتفاع معدلات التضخم في الاقتصاد المصري، حيث لم تثبت العلاقة في الأجل الطويل بين مؤشرات الأداء في السوق المالية المصرية ومعدل التضخم؛
- ثبت وجود علاقة طردية بين مؤشرات أداء سوق عمان المالي وبين الناتج المحلي الإجمالي؛
- ثبت وجود علاقة عكسية في الأجل الطويل بين سعر الفائدة ومؤشرات أداء السوق المالي في الأردن؛
- ثبت وجود علاقة عكسية بين مؤشرات السوق المالية ومعدل التضخم في بورصة عمان للأوراق المالية وهو ما يتفق مع النظرية الاقتصادية التي تشير إلى وجود علاقة طردية بين مؤشرات السوق المالية والمؤشرات الاقتصادية الكلية، هذه الأخيرة التي ترتبط عكسيا مع التضخم ومنه علاقة عكسية بين مؤشرات السوق المالية والتضخم؛
- لم تثبت العلاقة المعنوية في الأجل الطويل بين مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في الأردن وسعر الصرف، كما أن انخفاض أعداد المستثمرين الأجانب لفترة طويلة من الدراسة أدى لعدم معنوية العلاقة؛
- ثبت وجود علاقة طردية بين مؤشرات أداء السوق المالي بالمغرب وبين الناتج المحلي الإجمالي؛
- ثبت وجود علاقة عكسية في الأجل الطويل بين سعر الفائدة ومؤشرات أداء السوق المالي في المغرب؛
- لم يتثبت وجود تأثير معنوي للمؤشرات الاقتصادية الكلية على معدل دوران الأسهم في سوق المغرب المالي، وهو ما يقودنا لافتراض وجود متغيرات أخرى لم تدرج في النموذج تؤثر على معدل دوران الأسهم في المغرب؛
- لم تثبت العلاقة المعنوية في الأجل الطويل بين مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية المغربية وسعر الصرف، كما أن انخفاض أعداد المستثمرين الأجانب لفترة طويلة من الدراسة أدى لعدم معنوية

العلاقة، كما خلصت الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين التضخم ومؤشرات السوق المالية المغربية.

3-اختبار الفرضيات:

- **الفرضية الأولى:** إن العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأداء الأسواق المالية علاقة وحيدة الاتجاه، وهي من المتغيرات الاقتصادية الكلية إلى مؤشرات أداء الأسواق المالية.

من خلال التحليل النظري والدراسات السابقة والنتائج المتوصل إليها تبين خطأ الفرضية الأولى إذ أن العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشرات أداء الأسواق المالية هي علاقة ذات اتجاهين أي علاقة تأثير وتأثر.

- **الفرضية الثانية:** ترتبط مؤشرات الأداء في السوق المالية ارتباطا طرديا مع المتغيرات الاقتصادية الكلية.

من خلال الدراسة النظرية والدراسة القياسية للأسواق المالية محل الدراسة تبين خطأ هذه الفرضية إذ يمكن أن تؤثر المتغيرات الاقتصادية الكلية تأثيرا سلبيا على مؤشرات السوق المالية وخير دليل على ذلك أسعار الفائدة وارتباطها السلبي بمؤشرات أداء السوق المالي.

- **الفرضية الثالثة:** إن وجود سوق مالية عالية الأداء في اقتصاد ما، لا يعني بالضرورة أن هذا الاقتصاد متطور، أي أن تطور السوق المالية لا يكون مرده إلى تطور الاقتصاد دائما.

من خلال تحليل أداء الأسواق المالية العربية تبين صحة هذه الفرضية إذ أن السوق المالية السعودي والسوق المالي بدبي تعتبر من الأسواق المالية الناشئة والرائدة.

- **الفرضية الرابعة:** تتميز الأسواق المالية العربية في كل من المغرب ومصر والأردن بمحدودية في أدائها، وتتميز كذلك بمحدودية العرض والطلب على الأدوات المالية فيها.

من خلال الدراسة التطبيقية تبين صحة الفرضية إذ أن الأسواق المالية العربية تعاني من محدودية الأداء وكذا قصور التشريعات المنظمة لعمل البورصة ومحدودية عرض الأدوات المالية المتداولة.

4- المقترحات التوصيات: من النتائج السابقة يمكن إبداء الاقتراحات والتوصيات التالية:

- ضرورة مواصلة الإصلاحات الاقتصادية وتكثيف التعاون البيني واستغلال الاحتياطات النقدية المتأتية من عوائد البترول في الدول النفطية في دفع عجلة التنمية وتنويع الاقتصاد؛

- العمل على عدم ارتفاع هيكل سعر الفائدة من خلال تفعيل الدور الرقابي للبنك المركزي على البنوك وخصوصا أسعار الفائدة على الإقراض والتي تعمل على تشجيع الشركات على تنفيذ الخطط الاستثمارية من ناحية وتوفير رؤوس الأموال للمستثمرين من ناحية أخرى؛
- على الرغم من أنه لم يثبت تأثيره في مؤشرات السوق المالية لمصر والمغرب، إلا أنه ينبغي على هاته الدول الحد من الضغوط التضخمية للحفاظ على استقرار النشاط الاقتصادي بصفة عامة وعلى استقرار نشاط السوق المالية بصفة خاصة، مما يسهم في زيادة مصداقية صانعي السياسة النقدية وتحسين توقعات المستثمرين، مع مراعاة أن تكون هذه المحاولات باستخدام أساليب تهدف لرفع معدل الناتج المحلي الحقيقي لزيادة عرض السلع والخدمات، وتقليل الاعتماد على سياسة رفع أسعار الفائدة لتجنب التأثير العكسي على المجالات الاستثمارية المختلفة وعلى رأسها سوق الأوراق المالية؛
- تشجيع زيادة عدد صناديق الاستثمار والرفع من رؤوس أموالها، ذلك لأهمية وجودها في السوق المالية، فهي تساهم في رفع درجة كفاءة السوق لتميز سلوكها بالرشادة بالمقارنة مع سلوك المستثمر الفردي، فضلا عن دورها البارز في تجميع المدخرات من أصحاب المدخرات الصغيرة وتوجيهها للاستثمار في السوق ومن ثم للاستثمارات الحقيقية؛
- ضرورة تعزيز الثقافة البورصية وتكثيف الندوات والمؤتمرات لتدعيم ثقة المستثمرين بأداء الأسواق المالية وضمان ثقافة استثمارية داعمة للسوق؛
- العمل على رفع كفاءة البورصات العربية من خلال إتاحة المعلومات بصورة سريعة ودقيقة، وذلك للحد من الشائعات التي تؤدي لوجود تقلبات غير مبررة يستفيد منها كبار المستثمرين على حساب صغار المستثمرين؛
- العمل على الربط بين أسواق المال العربية لتوسيع قاعدة المتدخلين في السوق المالية من ناحية، وتوفير وتنويع الأدوات المالية من ناحية أخرى وبالتالي التنويع في القنوات الاستثمارية.

5- أفاق البحث:

في إطار دراستنا لهذا الموضوع، لاحظنا أن هناك العديد من النقاط تحتاج الى المزيد من البحث والتحليل، لذا نقترح هذه المواضيع الآتية كي تكون مواضيع أبحاث في المستقبل:

- التنسيق بين السياستين المالية والنقدية وأثره على أداء الأسواق المالية العربية؛
- دراسة أثر التغير في أسعار النفط على أداء الأسواق المالية العربية؛
- دراسة أثر تدفق الاستثمار الأجنبي على أداء الأسواق المالية العربية.

قائمة

المراجع

قائمة المراجع

أولا: الكتب باللغة العربية

1- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.

2- أحمد طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ط1، 2000.

3- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل و إدارة، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2004.

4- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقسيم الأدوات، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2012.

5- إلهام وحيد دحام، فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، ط1، 2013.

6- إلياس بن ساسي، يوسف قريش، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.

7- أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، دراسة مقارنة بين تركيا-كوريا الجنوبية-مصر، الدار الجامعية، مصر، 2004.

8- أمين السيد أحمد لطفي، التحليل الفني لأغراض تقييم و مراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.

9- أمين صيد، سياسة الصرف كأداة لتسوية الاختلال في ميزان المدفوعات، ط1، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، 2013.

10- أنطوان الناشف، خليل الهندي، العمليات المصرفية و السوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب لبنان، 2000.

11- البكري أنس، صافي وليد، النقود والبنوك بين النظرية والتطبيق، دار المستقبل، 2002.

12- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008.

13- جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي مع تمارين ومسائل محلولة، دار الخلدونية، الجزائر، 2007.

14- حازم اليلاوي، تاريخ الفكر الاقتصادي، الهيئة المصرية العامة للكتاب، مصر 1997.

15- حسين بني هاني، الأسواق المالية طبيعتها، تنظيمها وأدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان، الأردن، 2002.

16- حمزة محمود الزبيبي، إدارة الاستثمار والتمويل، دار عمان للنشر والتوزيع، عمان، 2000.

17- خالد أمين عبد الله، محمد احمد صقر، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، ط1، مركز دراسات الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2009.

18- رفيق يونس المصري، محمد رياض الابرس، الربا والفائدة، دراسة اقتصادية مقارنة، دار الفكر، دمشق سوريا، 1999.

19- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.

20- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات دار الطبع، القاهرة، مصر، 2007.

21- سالم توفيق النجفي، أساسيات علم الاقتصاد، الدار الدولية للاستمارات الثقافية، مصر، 2000.

22- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دار النشر للجامعات، مصر، ط1، 2004.

23- السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة و الأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة، 2006.

24- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، ط1، 2010.

25- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا و عمليا، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000.

26- ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.

27- ضياء مجيد موسوي، البورصات: أسواق رأس المال و أدواتها، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، مصر، 2003.

28- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2001..

29- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، ط1، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.

30- عباس كاظم الدعمي، السياسيات النقدية والمالية أداء السوق المالية، دار صفاء، عان الأردن، 2010.

31- عبد الباسط وفاء حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، 1996.

32- عبد الرزاق بن الزاوي، سعر الصرف الحقيقي التوازني، دار اليازوري، ط1، عمان، الأردن، 2016.

33- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق، استثمارية، خيارات) الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.

34- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، ط1، 2002.

35- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم سندات وثائق الاستثمارات، الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

36- عبد الغفار حنفي، رسمية قرباقص، أسواق المال و تمويل المشروعات، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2005.

37- عبد الغفار حنفي، رسمية قرباقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

38- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال (بنوك تجارية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.

39- عبد الله عبد الكريم عبد الله، ضمانات الاستثمار في الدول العربية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2008.

40- عبد المنعم السيد علي، نزار سعيد العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، ط1، دار الحامد، عمان، الأردن، 2004.

41- عبد المنعم السيد، نزار سعد الدين العيسى، النقود و المصارف و الأسواق المالية، دار الحامد، عمان، الأردن، 2003.

42- عبد النافع عبد الله الزرري، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001.

43- عرفات تقي الحسيني، التمويل الدولي، مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 1999.

44- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

45- غازي حسين عناية، التضخم المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الطبعة 1، الإسكندرية، مصر، 2000.

46- فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصاد إلى التغيرات أسعار الأسهم، منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ، الرياض المملكة العربية السعودية، ط1، 2002.

47- فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي، ط1، دار المريخ، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2002.

48- فضيل محمود الشوادرة، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، دار وائل، عمان، الأردن، ط1، 2008.

49- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية والعلمية مع مدخل مفتوح لتقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية بالتطبيق على بورصة عمان، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط1، 2008.

50- قسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، ط1، دار المعتز، عمان، الأردن، 2005.

51- محفوظ جبار، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء 3 (تنظيم وإدارة البورصة)، دار هومة، الجزائر، ط1، 2002.

52- محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002-2003.

53- محمد عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة: أسهم، سندات، أوراق مالية، دار الحامة، 2006.

54- محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية، دراسات نظرية وتطبيقية، الإسكندرية، مصر، 2003.

55- محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999.

56- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.

57- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق، عمان، ط1، 2005.

58- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999.

59- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف الإسكندرية، 1999.

60- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1992.

61- منير إبراهيمي العندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003..

62- نبيل الروبي، التضخم في الاقتصاديات المختلفة دراسة تطبيقية للاقتصاد المصري، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1973.

63- الوزني خالد الرفاعي أحمد، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، ط6، دار وائل، عمان، الأردن، 2003.

64- وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل، عمان، الأردن، ط1، 2009.

ثانيا: المذكرات والأطروحات

65- أحمد محمد صالح الجلال، دور السياسات النقدية والمالية في مكافحة التضخم في البلدان النامية، دراسة حالة الجمهورية اليمنية (1990- 2003)، رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005- 2006.

66- بن دحان إلياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي، دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2012-2013.

67- بنان محمد سعيد الفلاح، انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء الأسواق المالية العربية ودراسة تحليلية مقارنة أطروحة دكتوراه، كلية العلوم المالية والمصرفية، جامعة العلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2010.

68- بو عبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013-2014.

69- بورزامة جيلالي، عولمة رأس المال العربية في ظل الأزمات المالية العالمية دراسة حالة أثر الرهن العقاري على البورصات المغاربية، الجزائر المغرب، تونس، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011.

70- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه الاقتصاد، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005-2006.

71- تومي صالح، النمذجة القياسية للتضخم في الجزائر خلال الفترة 1988- 2000، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2001- 2002.

72- خالد سعود القضاة، أثر الاستثمار الأجنبي على كل من سعر السهم السوقي وحجم تداوله في بورصة عمان، دراسة تطبيقية على قطاع المصارف للفترة 2000-2007، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم المالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2008.

73- رشام كهينة، واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2008-2009.

74- سلام عماد صالح، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية، والتنمية المتواصلة، ط1، اتحاد المصارف العربية، أبوظبي، الإمارات، 2002.

75- عطا لله علي عود الله الزبون، محددات النمو والتطور في الأسواق المالية العربية للفترة 1990-2004 دراسة تحليلية مقارنة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، بدون ذكر سنة المناقشة.

76- عيسى أحمد محمود السويطي، أثير المتغيرات الرئيسة للاقتصاد مؤشر بورصة عمان ومؤشر المصارف، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم المالية والإدارية، جامعة العلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2011.

77- عيسى أحمد محمود السيوطي، أثر المتغيرات الرئيسية للاقتصاد على مؤشر بورصة عمان، ومؤشر المصارف، أطروحة دكتوراه فلسفة، غير منشورة، كلية العلوم المالية والإدارية، جامعة العلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2011.

78- فارس فضيل، أهمية الاستثمار المباشر الأجنبي في الدول العربية مع دراسة مقارنة بين الجزائر، مصر والمملكة العربية السعودية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2004.

رابعا: المداخلات والمقالات العلمية

79- بشار ذنون الشكرجي،ميادة صلاح الدين تاج، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية، مجلة تنمية الرافدين، العدد 30 كلية الإدارة والاقتصاد، الموصل، العراق، 2008.

80- حسين بورغدة، الأزمة المالية العالمية الأسباب، الآثار والحلول المقترحة لمعالجتها، الملتقى الدولي، الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بالتعاون مع مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، جامعة فرحات عباس، سطيف –الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009.

81- حسين عبد المطلب الأسرج، الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسات مواجهتها في الدول العربية، الملتقى الدولي الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بالتعاون مع مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، جامعة فرحات عباس، سطيف الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009.

82- حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد11، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة دمشق، سوريا، 2011..

83- دعاء نعمان الحسيني، تأثير المتغيرات الاقتصادية على مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة بحوث مستقبلية، مركز الدراسات المستقبلية، كلية الحدباء الجامعة، العدد10، 2005.

84- الشريف ريحان، الطاوس حمداوي، بورصة الجزائر، رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، كلية العلوم عدد 34، جوان 2013.

85- صحراوي بن شيخة، بن حبيب عبد الرزاق، تأثير نتائج الأزمة المالية على التنمية الاقتصادية في الجزائر، دراسة حالة المشاريع الاستثمارية الكبرى قيد الانجاز، الملتقى الدولي الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بالتعاون مع مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2001.

86- هالة حلمي السعيد، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 62، بنك الكويت الصناعي، الكويت، سبتمبر، 2000.

رابعا: التقارير والنشريات

87- التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2006.

88- التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2007.

89- التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2008.

90- التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2009.

91- التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2010.

92- التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2011.

93- التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2012.

94- التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2013.

95- التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2014.

96- التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2015.

97- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الأول، العدد الخامس والأربعون، 2006.

98- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد 52، 2007.

99- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد 56، 2008.

100-صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد 60، 2009.

101-صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد63، 2010.

102-صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد67، 2011.

103–صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد71، 2012.

104–صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد79، 2014.

105–صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد83، 2015.

106–صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد83، 2015.

خامسا: مواقع الأنترنت

107–حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة 1994–2003، مقال منشور على موقع الأنترنت.
https://books.google.com.eg/books?id=kdGbBQAAQBAJ&pg=PA1&hl=fr&source=gbs_selected_pages&cad=2#v=onepage&q&f=false.

108- مثنى عبد الرزاق الدباغ، مفيد ذنون يونس ، الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في الدول النامية، 2008، مقال منشور على موقع الانترنت: http://www.iasj.net/iasj?uiLanguage=ar

109-

110– البنك المركزي المصري: http://www.cbe.org.eg/ar/Pages/default.aspx

111– بورصة مصر : http://www.egx.com.eg/arabic/homepage.aspx

112– البنك الدولي: http://data.albankaldawli.org

113– البنك المركزي الأردني: http://www.cbj.gov.jo/arabic

114– بورصة عمان: http://www.ase.com.jo/ar

115– البنك المركزي المغربي: http://www.bkam.ma

116– بورصة الدار البيضاء: http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/index.aspx

سادسا: الكتب بالغة الأجنبية

117- Amira Jouini, « Régime de change et croissance économique: Théories et essais de validation empirique », Référence déjà citée.

118- Aymen KAROUI, L’étude de L’impact du taux de change sur les rendement boursier des titres: le cas de Taiwan et de la Coré du sud université Laval, faculté des sciences de L’administration, Département de finance et assurance, Hiver 2004.

119- Edward Schapiro, « Macroeconomie Analysis », Harcourd Brance Jovanovich.lnc, NEW YORK , Anne 1982.

120- F. Leroux, Marchés internationaux des capitaux, Montréal, 2eme édition, 1995.

121- B. Jacquill at & B. Solonik, Marché financière: gestion de portefeuille et des risques, Dunod, 3eme édition, 1997.

122- Janes.C « investment analysis and management » 50 hn uniley us sons, inc, New York, USA, Fifth Edition 1996.

123- Lawrence Giteman, Michael Joehnk, Investissement et marches financier, Paris, Pearson éducation, 9 édition, 2005.

124- Levine, Asli Demirguc -kunt, « Stock Market Development and financial intermediary: A. research Agenda world Bank Policy Research working paper, N° 1159, 1993.

125- Marie Henry (Gérard) : les marchés financiers, Armond colin, Paris, 1999.

126- Nadia Tempini, Macdonald, Macroeconomies and Business: An Interactive Approach, Thomson learning, London, 2002.

127- Olivier picon, la bourse ses mécanismes gérer son portefeuille, édition Dallos, Paris, 14eme édition, 2000.

128- Sébastien Bossu, Philipe Henrotte, finance des marches, Paris, Dunod, 2008.

129- Shall Helly. c, Introduction to Financial Management, Mc Graid-Hill, New work, 1998.

130- William Sharpe & Gordon. J, Alexander, «Investments», Prentice-hall International, Inc-USA.

131- World federation of exchanges, statistics definitions » annual report and statistics, 2003.

قائمة

الملاحق

الجدول (1): مؤشرات السوق المالية في مصر (1990- 2015) **الوحدة: مليار دولار**

السنوات	القيمة السوقية بالمليار دولار	حجم التداول مليار دولار	معدل دوران السهم%	عدد الشركات المدرجة
1990	1.87	0.076	4.06	573
1991	2.72	0.072	2.64	627
1992	3.26	0.11	3.42	656
1993	3.82	0.082	2.13	674
1994	4.28	0.36	8.37	700
1995	8.09	0.68	8.36	680
1996	14.18	2.59	18.23	661
1997	20.93	5.99	28.23	654
1998	24.54	5.46	22.25	869
1999	32.84	9.04	31.59	1032
2000	28.74	11.12	36.12	1075
2001	24.34	3.90	14.69	1109
2002	26.09	2.56	10.14	1150
2003	27.07	3.28	12.33	977
2004	38.52	5.61	17.10	795
2005	79.67	25.39	42.97	744
2006	93.48	48.36	51.72	595
2007	139.29	61.51	44.17	435
2008	85.89	95.83	111.45	373
2009	89.95	74.37	81.54	312
2010	82.49	37.22	44.16	227
2011	48.68	15.90	32.54	231
2012	59.18	17.09	28.88	234
2013	61.63	12.74	20.66	235
2014	70.08	26.44	37.73	246
2015	55.19	14.76	26.74	250

البنك المركزي المصري: http://www.cbe.org.eg/ar/Pages/default.aspx
بورصة مصر: http://www.egx.com.eg/arabic/homepage.aspx
البنك الدولي: http://data.albankaldawli.org/

الجدول (02): المتغيرات الاقتصادية الكلية في مصر للفترة (1990- 2015)

السنوات	سعر الصرف الرسمي	معدل التضخم %	الاستثمار الأجنبي الوافد	معدل النمو %	معدل الفائدة %	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة	الرقم القياسي لأسعار المستهلكين
1990	1.55	16.76	0.73	01	12	89.58	19.15
1991	3.14	19.75	0.25	01.8	12	90.55	22.93
1992	3.32	13.64	0.46	18.7	12	94.56	26.06
1993	3.35	12.09	0.49	4.6	12	97.31	29.21
1994	3.38	8.15	1.25	5	11.83	101.17	31.59
1995	3.39	15.74	0.59	6.2	10.92	105.87	36.56
1996	3.39	7.19	0.64	2.1	10.54	111.15	39.19
1997	3.39	4.63	0.89	3.3	9.84	117.25	41
1998	3.39	3.87	1.08	3	9.36	121.99	42.59
1999	3.40	3.08	1.07	3.4	9.22	129.43	43.90
2000	3.47	2.68	1.24	4.2	9.46	136.38	45.08
2001	3.97	2.27	0.51	5.3	9.46	141.20	46.10
2002	4.50	2.74	0.65	5.8	9.33	144.55	47.36
2003	5.85	4.51	0.24	4.2	8.23	149.17	49.50
2004	6.20	11.27	1.25	8.6	7.73	155.27	55.08
2005	5.78	4.87	5.38	8.2	7.23	162.21	57.76
2006	5.73	7.64	10.04	8.1	6.02	173.31	62.17
2007	5.64	9.32	11.58	8.2	6.10	185.60	67.97
2008	5.43	18.32	9.49	7.2	6.58	198.87	80.42
2009	5.54	11.76	6.71	5.5	6.49	208.19	89.88
2010	5.62	11.27	6.39	2.3	6.23	218.89	100
2011	5.93	10.05	0.48	2.6	6.74	222.87	110.05
2012	6.06	7.12	2.79	2.7	7.64	227.75	117.89
2013	6.87	9.42	4.19	2.8	7.68	232.55	128.99
2014	7.08	10.14	4.78	3.1	6.92	237.74	142.08
2015	7.69	10.36	6.89	2.4	6.91	247.72	156.80

البنك المركزي المصري: http://www.cbe.org.eg/ar/Pages/default.aspx
البنك الدولي: http://data.albankaldawli.org/

الجدول (01) : مؤشرات السوق المالية في الأردن (1990- 2015) **الوحدة: مليار دولار**

السنة	القيمة السوقية	حجم التداول	معدل الدوران السهم %	عدد الشركات المدرجة
1990	1.96	0.41	20.79	/
1991	2.51	0.45	17.73	/
1992	3.38	1.30	38.63	/
1993	5.02	1.33	27.96	101
1994	4.87	0.70	14.52	95
1995	4.99	0.59	11.98	126
1996	4.87	0.35	07.18	132
1997	5.44	0.50	09.19	139
1998	5.85	0.65	11.17	150
1999	5.83	0.55	09.41	151
2000	4.94	0.47	08.20	163
2001	6.31	0.94	14.93	161
2002	7.08	1.34	18.89	158
2003	10.95	2.62	23.86	161
2004	18.36	5.35	29.10	192
2005	37.56	23.82	63.26	201
2006	29.69	19.56	67.41	227
2007	41.15	17.43	42.26	245
2008	35.78	27.19	79.97	262
2009	31.73	12.91	42.90	272
2010	30.79	8.60	30.60	277
2011	27.14	3.90	14.78	247
2012	26.96	2.73	10.33	243
2013	25.68	3.43	16.60	239
2014	25.56	3.09	12.09	236
2015	25.45	3.55	13.95	22

البنك المركزي الأردني: http://www.cbj.gov.jo/arabic/
بورصة عمان: http://www.ase.com.jo/ar
البنك الدولي: http://data.albankaldawli.org/

الجدول (02): المتغيرات الاقتصادية الكلية في الأردن للفترة (1990- 2015)

السنوات	سعر الصرف الرسمي	معدل التضخم %	الاستثمار الأجنبي الوافد	معدل النمو %	معدل الفائدة %	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة	الرقم القياسي لأسعار المستهلكين
1990	0.66	16.2	0.069	01	8.15	8.69	46.87
1991	0.68	8.2	0.025	1.8	8.13	8.85	50.69
1992	0.68	4.0	0.044	18.7	7.2	10.50	52.72
1993	0.69	3.3	0.019	4.6	6.88	10.98	54.47
1994	0.70	3.5	0.025	5	7.09	11.53	56.38
1995	0.70	2.4	0.040	6.2	7.68	12.24	57.71
1996	0.71	6.5	0.058	2.1	8.50	12.50	61.46
1997	0.71	3.0	0.36	3.3	9.10	12.90	63.33
1998	0.71	3.1	0.31	3.0	8.21	13.30	65.29
1999	0.71	0.6	0.153	3.4	8.03	13.75	65.68
2000	0.71	0.7	0.904	4.2	6.97	14.33	66.12
2001	0.71	1.8	0.242	5.3	5.81	15.09	67.29
2002	0.71	1.8	0.224	5.8	4.43	15.96	68.53
2003	0.71	1.6	0.550	4.2	3.14	16.62	69.64
2004	0.71	3.4	0.918	8.6	2.5	18.05	71.99
2005	0.71	3.5	1.821	8.2	2.91	19.52	74.50
2006	0.71	6.3	3.682	8.1	4.62	21.10	79.16
2007	0.71	5.4	2.574	8.2	5.45	22.83	83.42
2008	0.71	14.9	2.813	7.2	5.46	24.48	95.88
2009	0.71	0.7-	2.340	5.5	4.94	25.82	95.22
2010	0.71	5.0	1.659	2.3	3.52	26.43	100
2011	0.71	4.2	1.455	2.6	3.40	27.10	104.16
2012	0.71	4.5	1.507	2.7	3.77	27.82	108.87
2013	0.71	4.8	1.789	2.8	4.85	28.60	114.13
2014	0.71	2.9	1.925	3.1	4.52	29.49	117.43
2015	0.71	0.9-	1.273	2.4	3.50	30.20	116.4

البنك المركزي الأردني: http://www.cbj.gov.jo/arabic/
البنك الدولي: http://data.albankaldawli.org/

الجدول (01): مؤشرات السوق المالية في المغرب (1990- 2015) الوحدة: مليار دولار

السنة	القيمة السوقية	حجم التداول	معدل الدوران السهم %	عدد الشركات المدرجة
1990	0.95	/	/	/
1991	1.4	/	/	/
1992	2.00	/	/	/
1993	2.80	0.49	17.5	60
1994	4.1	0.81	19.75	56
1995	6.00	2.45	40.83	44
1996	8.70	2.07	23.79	47
1997	12	3.17	26.42	49
1998	15	5.21	34.73	53
1999	14	8.37	59.78	54
2000	11	3.16	28.73	53
2001	9.30	1.73	18.60	55
2002	8.00	0.99	12.38	55
2003	12	2.58	21.5	52
2004	23	3.93	17.08	53
2005	28	7.89	28.19	54
2006	47	9.86	20.98	63
2007	72	23.17	32.18	73
2008	69	13.77	19.96	77
2009	63	7.91	12.55	76
2010	69.15	6.10	8.82	73
2011	60.08	4.09	6.81	75
2012	52.47	3.49	6.65	76
2013	53.83	3.24	6.02	75
2014	52.75	3.04	5.76	74
2015	45.93	2.92	6.36	74

البنك المركزي المغربي: http://www.bkam.ma/

بورصة الدار البيضاء: http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/index.aspx

البنك الدولي: http://data.albankaldawli.org/

الجدول (02): المتغيرات الاقتصادية الكلية في المغرب للفترة (1990- 2015)

السنوات	سعر الصرف الرسمي	معدل التضخم %	الاستثمار الأجنبي الوافد	معدل النمو %	معدل الفائدة %	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة	الرقم القياسي لأسعار المستهلكين
1990	8.24	6.8	0.165	3.4	8.5	43.19	56.9
1991	8.70	8.0	0.294	7.2	8.5	46.30	61.44
1992	8.54	5.7	0.390	2.1-	8.5	45.33	64.97
1993	9.30	5.2	0.468	0.7-	8.5	45.00	68.33
1994	9.20	5.1	0.527	10.6	8.5	49.76	71.85
1995	8.54	6.1	0.320	5.4-	8.5	47.07	76.25
1996	8.71	3.0	0.327	12.4	8.5	52.89	78.53
1997	9.53	1.0	1.070	1.6-	8.5	52.07	79.34
1998	9.60	2.8	0.312	7.2	7.26	55.84	81.53
1999	9.80	0.7	0.831	1.1	6.39	56.44	82.09
2000	10.63	1.9	0.368	1.9	5.16	57.52	83.64
2001	11.30	0.6	2.727	7.3	5.04	61.73	84.16
2002	11.02	2.8	0.452	3.1	4.5	63.66	86.51
2003	9.57	1.2	2.300	6.0	3.78	67.45	87.52
2004	8.87	1.5	0.862	4.8	3.06	70.69	88.83
2005	8.87	1.0	1.596	3.3	3.52	73.01	89.70
2006	8.80	3.3	2.009	7.6	3.67	78.54	92.65
2007	8.19	2.0	2.193	3.5	3.67	81.32	94.54
2008	7.75	3.7	2.153	5.9	3.91	86.14	98.05
2009	8.06	1.0	1.141	4.2	3.81	89.80	99.02
2010	8.42	1.0	0.660	3.8	3.69	93.22	100
2011	8.09	0.9	2.273	5.2	3.76	98.11	100.92
2012	8.63	1.3	2.284	3.0	3.83	101.06	102.21
2013	8.41	1.9	2.916	4.7	3.91	105.84	104.14
2014	8.41	0.4	3.094	2.4	3.89	108.39	104.6
2015	9.76	1.6	2.507	4.4	3.80	113.16	106.23

البنك المركزي المغربي: http://www.bkam.ma/

البنك الدولي: http://data.albankaldawli.org/

الملخص:

تلعب الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في الحياة الاقتصادية خاصة في الدول الصناعية المتقدمة، بل تعتبر أحد أعمدة النظام الرأسمالي، وذلك من خلال الوظائف الكثيرة التي تؤديها البورصات مثل تعبئة الادخار، تخصيص الاستثمار وغيرها.

أما الدول النامية وخاصة العربية عانت من العديد من الأزمات خاصة أزمة المديونية العالمية، مما دفعها إلى تغيير أساليب التمويل فيها، من خلال التوجه إلى الاستثمارات الأجنبية المباشرة وطرح السندات في الأسواق المالية الدولية وفتح أسواقها المالية أمام الاستثمار الأجنبي، وبهذا التحول في نمط التمويل الاقتصادي ظهرت الحاجة إلى تعزيز تطور الأسواق المالية.

حاولت هذه الدراسة معالجة الإشكالية المتعلقة بتأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية في الدول العربية مع الإشارة إلى المغرب ومصر والأردن، بالتحليل والقياس، فوجدنا أن هناك علاقة تأثير تربط بين بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية ونشاط السوق المالية، وخاصة النمو في الناتج المحلي ومعدلات الفائدة، وهذا ما تبين في تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء السوق المالية في كل من المغرب ومصر والأردن.

بصفة عامة تبقى الأسواق المالية العربية في مجملها حديثة النشأة، محدودة في أدائها وفي الأدوات المالية المعروضة للتداول، كما سجلنا قصورا في الأطر التشريعية المنظمة لعملها مقارنة بالدول المتقدمة والأسواق الناشئة.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية، المتغيرات الاقتصادية الكلية، أداء السوق المالية، السوق المالي في المغرب، السوق المالي في مصر، السوق المالي في الأردن.

Abstract:

The financial markets play a very important role in any country economic life, particularly in developed industrial countries, furthermore it's considered as an essential pillar of the capitalist system, through the many functions performed by stock exchanges such as mobilization of savings, allocation of investment and others.

As for the developing countries in general and the Arab countries in particular that suffered from many crises, specifically the global debt crisis, prompted them to change their funding methods, through relying on foreign direct investment, the bond offering in the international financial markets and opening their financial markets to foreign investment, and due to the shift in the economic financing, a need has appeared to promote the development of financial markets.

This research represents an investigation into the problem of macroeconomic variables effect on the performance of financial markets in the Arab countries with reference to Morocco, Egypt and Jordan, and by using analysis and measurement; we found that there is an effect relationship Between some macroeconomic variables and financial market activity, especially growth in GDP (Gross Domestic Product) and interest rates, that's what turned out in analyzing the impact of macroeconomic variables on the financial market performance in Morocco, Egypt and Jordan.

In general, the Arab financial markets in their entirety are newly established, limited in their performance and in the financial instruments offered, we have also recorded a shortcomings in the legislative frameworks governing its work compared to developed countries and emerging markets.

Keywords: Financial markets, macroeconomic variables, financial market performance, Morocco's Financial Market, Egypt's Financial Market, Jordan's Financial Market.

Résumé :

Les marchés financiers jouent un rôle très important dans la vie économique, en particulier dans les pays industriels développés. Elle est même considérée comme un des piliers du capitalisme, à travers les nombreuses fonctions assurées par les bourses, comme la mobilisation de l'épargne, l'allocation des investissements et d'autres.

En ce qui concerne les pays en développement, et en particulier les pays arabes, elles ont souffert de beaucoup de crises en particulier de la crise de la dette mondiale. Ce qui les a incitées à changer leurs modes de financement, en se tournant vers les investissements étrangers directs et l'émission des obligations dans les marchés financiers internationaux et l'ouverture de ses marchés financiers aux investissements étrangers. De ce changement dans le modèle de financement de l'économie a émergé la nécessité de promouvoir le développement des marchés financiers.

Cette étude a essayé de traiter la problématique de l'impact des variables macro-économiques sur la performance des marchés financiers dans les pays arabes, en se référant au Maroc, à l'Egypte et à la Jordanie. En utilisant l'analyse et la mesure, nous avons constaté l'existence d'une relation d'impact entre certaines variables macro-économiques et l'activité des marchés financiers, en particulier la croissance du PIB (Produit Intérieur Brut) et des taux d'intérêt. C'est ce qui a été démontré par l'analyse de l'impact des variables macro-économiques sur la performance financière du marché au Maroc, en Egypte et en Jordanie.

En général, les marchés financiers arabes sont dans l'ensemble nouvellement créés et restent limités dans leurs performances et dans les instruments financiers proposés à l'échange. Nous avons également enregistré des lacunes dans les cadres législatifs régissant leur travail par rapport aux pays développés et aux marchés émergents.

Mots clés :

Les marchés financiers, les variables macroéconomiques, la performance du marché financier, le marché financier au Maroc, le marché financier en Egypte, le marché financier en Jordanie,

تم بحمد الله