

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة عمار ثليجي الاغواط
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم المالية والمحاسبة



أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في علوم المالية والمحاسبة تخصص مالية وبنوك

أثر المتغيرات النقدية على عوائد أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي دراسة
حالة عينة من أسواق الأوراق المالية المتقدمة والناشئة للفترة 2008-2020م

بإشراف الأستاذ:

أ.د. بن ثابت علال

د. مصطفى مراد

من اعداد الطالب:

عبد الحفيظي صفي الدين

أعضاء لجنة المناقشة

أ.د أسماء زاوي	أستاذة التعليم العالي	جامعة الاغواط	رئيسا
أ.د علال بن ثابت	أستاذ التعليم العالي	جامعة الاغواط	مقررا ومشرفا
د. مراد مصطفى	أستاذ محاضر-أ-	جامعة الاغواط	مشرف مساعد
أ.د عطاء الله بن طيرش	أستاذ التعليم العالي	جامعة الاغواط	عضوا
د. العربي جدي	أستاذ محاضر-أ-	جامعة الاغواط	عضوا
د. عمر حميدات	أستاذ محاضر-أ-	جامعة غرداية	عضوا
د. عبد القادر نورالدين	أستاذ محاضر-أ-	المركز الجامعي أفلوا	عضوا

السنة الجامعية: 2024/2023



وَاتَّقُوا اللَّهَ وَاعْلَمُوا أَنَّ اللَّهَ

الشكر

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات له الفضل كله وله الحمد كله في
الأولى وفي الآخرة ولا حول ولا قوة إلا به والصلاة والسلام على سيدنا
محمد وآله وصحبه وسلم.

أما بعد:

أتوجه بجزيل الشكر إلى كل من ساهم في هذا العمل وعلى رأسهم
الأستاذ الكريم علال بن ثابت والصدیق المميز الياس مطهر لقمان، كما
لايفوتني ان أقدم إمتناني للأساتذة الموقرين أعضاء هيئة المناقشة وكل
من علمنا وأضاء لنا درب المعرفة وخفض لنا جناح العلم وسهل لنا
سبيل النجاح من الأساتذة المعلمين والمكونين.

الإهداء

إلى سر وجودي ومهجتي والدتي إلى المرحوم الوالد الكريم طيب الله ثراه

إلى اللواتي كن سببا في سعادتي زوجتي وأختاي

إلى إخوتي الكرام

الملخص:

استهدفت الدراسة تحديد طبيعة الأثر للمتغيرات النقدية ممثلة في معدل التضخم، معدل الفائدة، سعر الصرف، على عوائد أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة للفترة الممتدة بين 2008-2020م، وذلك بالاعتماد على النماذج القياسية ونخص بذلك نماذج بيانات البانل، حيث توصلنا الى مجموعة من النتائج من خلال النموذج المرشح للتأثيرات الثابتة تمثلت في وجود علاقة طردية ذات دلالة معنوية مفسرة بين مختلف المتغيرات المستقلة والمتغير التابع إلا انها تختلف في قوة الأثر حيث يلاحظ ضعف العلاقة على مستوى الأسواق المتقدمة إذا ما قورنت بتلك المسجلة على مستوى الأسواق الناشئة.

الكلمات الدالة: متغيرات نقدية، عوائد أسهم، أسواق مالية متقدمة، أسواق مالية ناشئة، نماذج بانل.

Abstract:

The study aimed to determine the nature of the impact of monetary variables, represented by the inflation rate, interest rate, and exchange rate, on the returns of listed companies in advanced and emerging financial markets for the period between 2008-2020. This was done by relying on standard models, particularly panel data models. The results obtained from the fixed-effects model revealed a significant negative relationship between the independent variables and the dependent variable. However, the strength of the relationship varied, with a weaker relationship observed in advanced markets compared to emerging markets.

Keywords: monetary variables, stock returns, developed financial markets, emerging financial markets, panel Models.

قائمة الجداول

رقم الجدول	البيان	الصفحة
1	معايير التصنيف أسواق الأوراق المالية حسب مؤشر مورغان ستانلي	165
2	تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب معيار MSCI لسنة 2022م	166
3	تصنيف اسواق الاوراق المالية حسب معيار STANDER AND POORS لسنة 2022م	171
4	تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب معيار FTSE RUSSELL لسنة 2022م	176
5	متغيرات الدراسة لأسواق الاوراق المالية المتقدمة	196
6	القيم الإحصائية لمتغيرات الدراسة لأسواق المالية المتقدمة	199
7	مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة لأسواق المالية المتقدمة	202
8	نماذج البائل لبيانات الدراسة أسواق الاوراق المالية المتقدمة	204
9	اختبار لاغرانج (بروش - بيجن) أسواق الاوراق المالية المتقدمة	206
10	اختبار بروش - بيجن أسواق الاوراق المالية المتقدمة	207
11	اختبار بروش - قودفري/ولديديج أسواق الاوراق المالية المتقدمة	209
12	اختبار فيشر أسواق الاوراق المالية المتقدمة	211
13	اختبار هوسمان أسواق الاوراق المالية المتقدمة	212
14	متغيرات الدراسة لأسواق الاوراق المالية الناشئة	221
15	القيم الإحصائية لمتغيرات الدراسة لأسواق الاوراق المالية الناشئة	223
16	مصفوفة الارتباط لمتغيرات دراسة اسواق الأوراق المالية الناشئة	227
17	نماذج البائل لبيانات الدراسة اسواق الأوراق المالية الناشئة	229
18	اختبار لاغرانج (بروش - بيجن) اسواق الأوراق المالية الناشئة	231
19	اختبار بروش - بيجن اسواق الأوراق المالية الناشئة	232
20	اختبار لاغرانج (بروش - قودفري/ولديديج) اسواق الأوراق المالية الناشئة	234
21	اختبار فيشر اسواق الأوراق المالية الناشئة	235
22	اختبار هوسمان اسواق الأوراق المالية الناشئة	237

قائمة الأشكال

الصفحة	البيان	رقم الشكل
ر	نموذج الدراسة	الشكل 1
17	الطلب الفعال	الشكل 2
19	مصيصة السيولة عند كينز	الشكل 3
21	أثر زيادة الطلب الكلي على الأسعار	الشكل 4
23	منحنى الطلب الكلي والعرض الكلي	الشكل 5
25	منحنى العرض الكلي والأسعار	الشكل 6
27	منحنى العرض الكلي والأسعار	الشكل 7
40	منحنى لا فر	الشكل 8
42	منحنى لا فر الإيرادات الحكومية بدلالة الضريبة على عنصر العمل	الشكل 9
42	منحنى لا فر الإيرادات الحكومية بدلالة الضريبة على عنصر رأس المال	الشكل 10
47	معدلات التضخم	الشكل 11
48	التغير في سعر السهم بعد فرض الضريبة	الشكل 12
49	التغير في سعر السهم قبل فرض الضريبة	الشكل 13
65	منحنى IS-LM	الشكل 14
79	منحنى عرض وطلب العملة في ظل نظام سعر صرف ثابت	الشكل 15
95	تقسيمات السوق المالي	الشكل 16
126	التقلبات السعرية حسب كفاءة السوق	الشكل 17

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

أ	مقدمة:
1	الفصل الأول: الإطار النظري للمتغيرات النقدية
3	المبحث الأول: التضخم
42	المبحث الثاني: معدل الفائدة
49	المبحث الثالث: سعر الصرف
59	الفصل الثاني: مدخل الأسواق المالية
63	المبحث الأول: الأسواق المالية
78	المبحث الثاني: النظام المعلوماتي وكفاءة سوق الأوراق المالية
91	المبحث الثالث: عوائد الأسهم والنماذج الحديثة للتنبؤ في سوق الأوراق المالية
100	خلاصة الفصل الثاني:
115	الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لعينة من الأسواق المالية المتقدمة والناشئة
103	المبحث الأول: الإطار النظري لتصنيف أسواق الأوراق المالية
118	المبحث الثاني: أثر المتغيرات النقدية على عوائد أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة
141	المبحث الثالث: أثر المتغيرات النقدية على عوائد الأسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية الناشئة
157	خلاصة الفصل الثالث:
184	خاتمة عامة:
173	المراجع:
195	الملاحق:

مقدمة

تعاظم دور الأسواق المالية في ظل مختلف التطورات الاقتصادية وتعدد المعاملات المالية إلى جانب الانفتاح الدولي في العلاقات الاقتصادية تحت مظلة العولمة، وأصبح سوق الأوراق المالية موضوع حديث الساعة حيث لم يعد بالإمكان تهميش دورها وتقديمه كرافد من روافد المال، كون أنها أصبحت المصدر الأهم لتحويل المال من ذوي الفائض إلى ذوي العجز وجذب التدفقات الأجنبية وتوظيف الموارد المالية المحلية.

فأسواق الأوراق المالية تعتمد على مقدار وسرعة تدفق المعلومة ومدى حساسيتها وتوقيتها، فهي تعد السلعة الأكثر طلبا داخل السوق، ففعالية السوق تبني على مدى قدرة معالجة هذه البيانات والتعامل معها كالتغيرات السعرية للأسهم، حجم التداول ومختلف التقارير الخاصة بالمؤسسات المدرجة فيه، وتحديد كيفية تأثير المؤثرات الخارجية العامة مع اتجاهاتها، ونقصد بذلك المتغيرات النقدية والاقتصادية ككل إلى جانب مختلف العوامل الأخرى الاستقرار السياسي، تفضيلات المستثمرين وتأثير مختلف وسائل التواصل الاجتماعي، حيث تقوم مختلف الوحدات ذات الاختصاص في تحليل الأسواق والبيئة الاستثمارية بدراسة ومعالجة هذا التدفق للبيانات وعرضه على الوجه الذي يسهل عملية اتخاذ القرار الاستثماري من طرف مختلف المتعاملين وصناع القرار.

فإلى جانب تضخم رؤوس الأموال وتعدد آلية المبادلات وحساسية الأسواق لمختلف التأثيرات والروابط بينها عبر مختلف وسائل الاتصال والتقنية الحديثة أصبح من اللازم من الدول تطوير البنية التحتية لديهم ونقصد بذلك الوسائل والتقنيات وجعل أنظمتها المالية والنقدية أكثر مرونة وتفاعل مع هذه التغيرات وكيفية تأثيرها على الاقتصاد والأسواق المالية. فهذه التغيرات والمعاملات المعقدة أصبحت مجالا هاما وخصبا لمختلف الاجتهادات الفكرية الاقتصادية بغية رصدها ومن ثم تحليلها وضع التفسيرات وقوانين تنظمها، ولعل من أهم تلك التغيرات ما يحدث

في سوق النقد وما يترتب عنه من مخرجات كمعدل الفائدة ومعدل التضخم وسعر الصرف قد تكون لها انعكاسات بالإيجاب أو السلب على الاقتصاد عامة والأسواق المالية خاصة.

إشكالية البحث:

يتأثر أداء سوق الأوراق المالية بجملة من العوامل ذاتية خاصة أو عوامل خارجية كالعوامل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، والتي يتم رصد بياناتها ومن ثم دراستها ومعالجتها واستخدامها في التنبؤ في توجهات السوق مستقبلاً، ولعل من أهم هذه العوامل الخارجية المؤثرة عليه نذكر معدل الفائدة، معدل التضخم، سعر الصرف وغيرها من المتغيرات الاقتصادية التي تتفاوت انعكاساتها على سوق الأوراق المالية بناء على صفته وأداء كل اقتصاد وطبيعة النظم التي تحكمه.

فهذا التفاوت في التأثير بين مختلف المتغيرات الاقتصادية والنقدية خاصة، لفت نظر العديد من الباحثين الذين استفاضوا في البحث فيها وتباينت تفسيراتهم لها، وكإضافة جاءت هذه الدراسة لوضع صورة أكثر وضوحاً بناء على ما سبق من الاجتهادات السابقة تعكس أثر المتغيرات النقدية دون غيرها من المتغيرات الاقتصادية على أسواق الأوراق المالية عن طريق استهداف أهم المتغير في السوق وهو عوائد أسهم الشركات المدرجة فيه وتحديد طبيعة هذا الأثر على مستوى السوقيين المتقدمة والناشئة، وحتى يتسنى لنا ذلك ووضع الدراسة في سياقها العلمي فإننا حاولنا الإجابة من خلال الدراسة على التساؤل الرئيس التالي:

ما هو أثر المتغيرات النقدية على عوائد أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي دراسة حالة عينة من أسواق الأوراق المالية المتقدمة وأسواق الأوراق المالية الناشئة للفترة 2008-2020م؟

وللإجابة على هذا الإشكال وجب طرح بعض الأسئلة الفرعية التالية:

- هل يوجد أثر ذو دلالة معنوية للمتغير النقدي معدل التضخم على عوائد أسهم الشركات المدرجة في كل من سوق الأوراق المالية المتقدمة والناشئة في الفترة 2008-2020م وماهي طبيعته؟
- هل يوجد أثر ذو دلالة معنوية للمتغير النقدي معدل الفائدة على عوائد أسهم الشركات المدرجة في كل من سوق الأوراق المالية المتقدمة والناشئة في الفترة 2008 - 2020م وماهي طبيعته؟
- هل يوجد أثر ذو دلالة معنوية للمتغير النقدي سعر الصرف على عوائد اسهم الشركة المدرجة في كل من سوق الأوراق المالية المتقدمة والناشئة في الفترة 2008 - 2020م وماهي طبيعته؟
- هل يوجد فرق ذو دلالة معنوية في الأثر بين المتغيرات النقدية معدل التضخم، معدل الفائدة، سعر الصرف على عوائد أسهم الشركات المدرجة على مستوى السوقين المتقدمة والناشئة خلال الفترة 2008 - 2020م.

فرضيات البحث:

- لدينا مجموعة من الفرضيات تخص الدراسة مبنية على ما سبق من اجتهادات نذكرها:
- يوجد أثر سلبي ذو دلالة معنوية يعبر عن العلاقة العكسية للمتغير النقدي معدل التضخم على عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية خلال الفترة 2008 - 2020م.
- يوجد أثر سلبي ذو دلالة معنوية للمتغير النقدي يعبر عن العلاقة العكسية للمتغير النقدي معدل الفائدة على عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية خلال الفترة 2008 - 2020م.

- يوجد أثر إيجابي ذو دلالة معنوية يعبر عن العلاقة الطردية للمتغير النقدي سعر الصرف على عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية خلال الفترة 2008-2020 م.

- يوجد فرق في الأثر ذو دلالة معنوية للمتغيرات النقدية معدل التضخم، معدل الفائدة، سعر الصرف على عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بين الأسواق المتقدمة والأسواق الناشئة خلال الفترة 2008-2020 م.

أهداف البحث:

يعكس التساؤل الرئيس الهدف العام من الدراسة، ألا وهو تحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرات النقدية ممثلة في معدل التضخم ومعدل الفائدة وسعر الصرف على عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية دراسة حالة لعينة من اسواق الأوراق المالية المتقدمة واسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة 2008-2020م.

كما سنسعى من خلال تطرقنا لهذا الموضوع إلى تحقيق مجموعة من الأهداف نذكرها:

- إبراز الأدبيات التي تفسر سلوك المتغيرات النقدية والقنوات التي تؤثر بها على سوق الأوراق المالية.

- التطرق إلى الأدبيات التي تعرض العلاقة بين المتغيرات النقدية وعوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية.

- عرض آلية عمل سوق الأوراق المالية أدواتها واتجاهاتها.

- ذكر أهم المؤشرات الخاصة بحركة الأسعار داخل سوق الأوراق المالية، وكذلك تلك المؤشرات المعتمدة لتصنيف الأسواق إجمالاً.

- تفسير الفروقات في الأثر بين المتغيرات النقدية وعوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية.

- تفسير أهم الفروق بين سوق الأوراق المتقدمة والناشئة من حيث أثر المتغيرات النقدية على عوائد أسهم الشركات المدرجة خلال الفترة 2008 - 2020 م.

نموذج البحث:

دفعت الضرورة العلمية من خلال الدراسة لتحديد طبيعة أثر المتغيرات النقدية على عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المتقدمة والناشئة خلال الفترة 2008 - 2020م إلى الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لعرض الأدبيات النظرية المفسرة للمتغيرات النقدية وآلية عمل الأسواق المالية وذلك استنادا إلى مختلف المصادر والمراجع التي لها صلة بالموضوع، في حين ضم المنهج القياسي مختلف الأساليب الإحصائية من أجل معالجة وتحليل البيانات وتوصيفها ومن ثم القيام بدراستها، حيث جاءت بيانات الدراسة على شكل بيانات زمنية مقطعية (بانل) ، فلقد استخدمت الدراسة بعض الاختبارات الإحصائية لفحص المشاكل القياسية والتمهيد للمفاضلة بين نماذج البانل من خلال اختبارات أخرى خاصة. فلقد كان المنطلق للدراسة القياسية من خلال معادلة الانحدار التالية:

$$Sar = \alpha + B_1 inf + B_2 ir + B_3 Exr + \mu \dots \dots \dots (1)$$

Sar : العوائد السنوية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية.

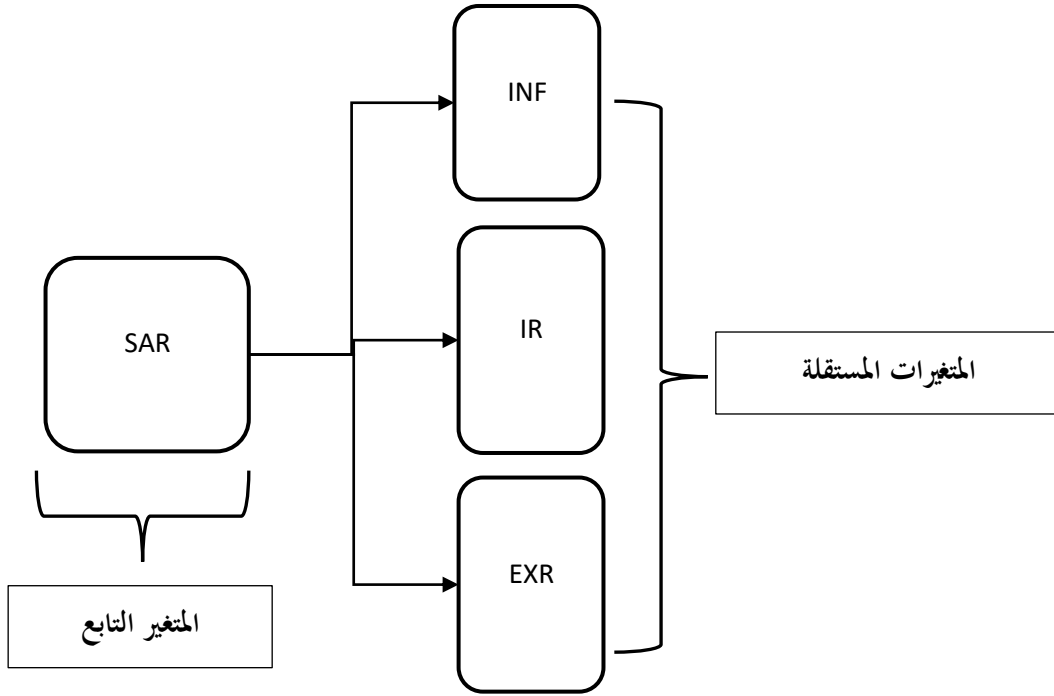
inf : معدل التضخم السنوي.

ir : معدل الفائدة على السندات الحكومية.

Exr : سعر الصرف الرسمي.

ويمكن توضيح المعادلة السابقة من خلال الشكل التالي:

الشكل 1: نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الباحث

دوافع اختيار الموضوع:

لطالما شكلت أسواق الأوراق المالية من حيث اتجاهاتها وآلياتها وأدوات التداول فيها شغفا لدى الباحث، فعلى الرغم من تعدد الدراسات والأبحاث التي تعالج موضوع العلاقة بين المتغيرات النقدية والأسواق المالية إلا أن هذا لا يمنع وجود فجوات بحثية تخص الدراسة.

فهناك فجوة زمنية ترجع إلى أن الموضوع استوجب دراسة خاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008م التي هزت جميع الأسواق المالية العالمية وفق أثر الدومينو. وكذلك ما يتعلق بالفجوة المكانية حيث لم تتطرق الدراسات التي انتهت إلى أيدينا لدراسة العلاقة بين المتغيرات النقدية وعوائد أسهم الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية إلى شمول عدد أكبر من الاقتصاديات

وأنواع أكبر كذلك من الأسواق. وأخيرا فجوة أخرى تتعلق بالدراسة القياسية حيث أن الدراسات اعتمدت على نماذج قياسية تفسر المتغيرات لكل اقتصاد على حدى دون جمع اقتصاديات عدة في فترة زمنية واحدة ونقصد بذلك نماذج البائل.

حدود البحث الزمنية والمكانية:

شغل الإطار المكاني للبحث مجموعة من الدول ذات الأسواق المتقدمة الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا، كندا، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، هونغ كونغ، هولندا، اليابان، وكذلك مجموعة من الدول ذات أسواق الأوراق المالية الناشئة مثل بولندا، البرازيل، الصين، هنغاريا، الهند، إندونيسيا، ماليزيا، جنوب إفريقيا، تايلندا، تركيا، ولقد استهدف البحث جميع الاسواق الا أن محدودية البيانات كما ونوعا وكيفا حالت دون ذلك، ونقصد الاسواق الحدودية وحتى المحلية. تم تغطية هذه الدراسة للفترة الزمنية الممتدة ما بين جانفي 2008 - ديسمبر 2020م، ولعل جعل سنة 2008م منطلقا لها مرده إلى الأزمة المالية العالمية وكذلك لتجنب مشكلة عدم وجود بيانات كاملة وواضحة تسهل الدراسة.

الدراسات السابقة:

تعددت الدراسات ذات الاهتمام بموضوع أسواق الأوراق المالية والتطرق إلى آلياتها وأدواتها واختبار مستوى الكفاءة لديها والتعرض لمختلف المؤثرات عليه، ونقصد بذلك مختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية وخاصة النقدية منه ممثلة في معدل التضخم معدل الفائدة سعر الصرف، فمن أهم الدراسات التي انتهت إلى يد الباحث نذكر:

1- أمينة بودريوة، محمد مالكي، أثر التضخم على عوائد الأسهم في بورصة الجزائر

خلال الفترة 2008 - 2018م¹:

¹ - أمينة بودريوة، محمد مالكي، أثر التضخم على عوائد الأسهم في بورصة الجزائر خلال الفترة 2008 - 2018م، مجلة مجاميع المعركة، 2019.

توضح الدراسة أهمية موضوع التضخم وعلاقته بورصة الجزائر وارتباطه القوي بالتحديات الراهنة لتفعيل دور البورصة التمويلية من خلال تشخيص أثر التضخم على عوائد الأسهم بالاعتماد على نموذج ARDL حيث توصلت دراسة إلى وجود أثر سلبي لمعدل التضخم على عوائد الأسهم على المدى الطويل حيث تتوافق النتيجة مع نتائج نظرية فاما للعلاقة السلبية بين التضخم والنشاط الحقيقي.

2- عبد القادر السبع، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأسهم الإسلامية دراسة مؤشر فاينانشال تايمز الإسلامي لبورصة ماليزيا¹:

استهدفت الدراسة بيان أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على سوق الأسهم الإسلامية الماليزية للفترة 2000-2018م باستخدام اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ حيث توصلت الدراسة إلى وجود تأثير جوهري لهذه المتغيرات على أداء سوق الأسهم الماليزي على المدى الطويل وإلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل من المتغيرات على مؤشر أسعار الأسهم الإسلامية وأن الارتباط بين المؤشر ومعدل الفائدة كان إيجابيا على عكس معدل التدخل المصري على الصرف ونسبة العجز الموازني الدين العام إلى الناتج.

3- يوسف خروبي، أثر السياسة النقدية على تكامل الأسواق المالية الأوروبية وكفاءتها دراسة حالة منطقة اليورو خلال الفترة 2002-2014²:

استهدفت الدراسة تحليل أثر السياسة النقدية على تكامل الأسواق المالية الأوروبية وتحليل أثر كل من معدل التضخم ومعدل الفائدة والعرض النقدي في منطقة اليورو وقد توصلت الدراسة بالاعتماد على الاختبارات الخاصة للارتباط الذاتي والارتباط الجزئي لسلسلة

¹ _ 2- عبد القادر السبع، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأسهم الإسلامية دراسة مؤشر فاينانشال تايمز الإسلامي لبورصة ماليزيا، مجلة الباحث، 2019.

² _ يوسف خروبي، السياسة النقدية على تكامل الأسواق المالية الأوروبية وكفاءتها دراسة حالة منطقة اليورو خلال الفترة 2002-2014، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في المالية جامعة يحي فارس المدية، 2016/2015.

مؤشر هذه الأسواق إلى أن الأسواق المالية تتسم بالكفاءة عند المستوى الضعيف مع استقرار سعر الصرف لليورو كانعكاس واضح لسياسة البنك المركزي (التسيير الكمي)، وتباين السياسات النقدية لمنطقة اليورو ما يدل على عدم وجود اتحاد مصرفي متكامل والاتحاد الاقتصادي وسياسي متكامل في المنطقة.

4- سعاد يحيى، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية وأفاق تطويرها دراسة حالة مجلس التعاون الخليجي 2008 - 2015¹:

تطرقت الدراسة إلى مختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية والتعرف على الأسواق المالية الخليجية وأفاق تطويرها، وقد توصلت بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين المتغيرات الناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات المستقلة ممثلة في المؤشر العام للأسعار للسوق ومؤشر القيمة السوقية بالإضافة إلى مؤشر حجم التداول عدد الشركات وعدد الأسهم، وقد أظهرت النتائج العلاقة للمتغير التابع مع متغير مستقل واحد بالنسبة للبحرين أما بالنسبة لقطر وقد أظهرت العلاقة العكسية بين الناتج والمؤشر العام للأسعار.

5- Yutaka Kurihara, The relationship between exchange rate and the stock prices during the quantitative easing policy in Japan²:

تعرضت الدراسة إلى العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم في سوق المال الياباني للفترة 03 مارس 1992م إلى 03 مارس 2006م في إطار تطبيق سياسة التسيير الكمي، حيث خلصت إلى أن هناك تأثير لسعر الصرف وأسعار الأسهم للسوق الأمريكي على أسعار الأسهم اليابانية على عكس معدل الفائدة الذي لم يكن له أي تأثير يذكر على سعر الأسهم.

¹ _ 4سعاد يحيى، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية وأفاق تطويرها دراسة حالة مجلس التعاون الخليجي 2008 - 2015، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في المالية جامعة محمد خيضر بسكرة، 2019/2018.

² _ Yutaka Kurihara, The relationship between exchange rate and the stock prices during the quantitative easing policy in Japan, international journal business, 11(4), 2006.

**Mark.j. Flannery, Christopher James, Effect of interest rate –6
changes on the common stock return of financial institutions¹:**

تبحث هذه الورقة العلاقة بين حساسية أسعار الفائدة للأسهم العادية وتكوين استحقاق العقود الاسمية للشركات للفترة 01جانفي 1976 الى 01نوفمبر 1981 باستخدام عينة من المصارف التجارية، حيث ربطت المدخرات والقروض بنشاط الأسهم المتداولة، وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن هناك ارتباطا إيجابيا بين حركة أسعار الأسهم ومعدل الفائدة.

**Rene Coppe, Taufiq Choudry, Stock returns under high inflation –7
and interest rates "Evidence from Brazilian market"²:**

قامت الدراسة بتحليل العلاقة بين التضخم المرتفع وأسعار الفائدة بعوائد الأسهم في البرازيل للفترة 1986-2011، حيث خلصت الدراسة من خلال الاعتماد على فرضية فيشر المعممة إلى وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين عوائد الأسهم والتضخم وأن تحركات أسعار الفائدة تكون في نفس اتجاه تحركات العوائد في حالة معدلات التضخم المنخفضة.

**Obonye Galebotswe and Jonah b tlhalefang, monetary policy –8
and the stock return reaction "evidence from police Botswana"³:**

اعتمدت هذه الورقة على نموذج VAR لتحليل البيانات الخاصة بالدراسة للفترة 1993-2010 بورصة بوتسوانا، حيث خلصت إلى أن الابتكارات الخاصة بأسعار الفائدة كان لها الأثر الإيجابي مع العوائد الإجمالية للشركات المدرجة في البورصة، وأن رد الفعل الإيجابي

¹ _Mark.j. Flannery, Christopher James, Effect of interest rate changes on the common stock return of financial institutions

² _ Rene Coppe, Taufiq Choudry, Stock returns under high inflation and interest rates "Evidence from Brazilian market, Emerging Markets Finance and Trade, Volume 50, 2014.

³ _ Obonye Galebotswe and Jonah b tlhalefang, monetary policy and the stock return reaction "evidence from police Botswana, "article" department of Economics, University of Botswana.

ما هو إلا انعكاس لزيادة في عوائد الأسهم الخاصة بالبنوك والتي تعوض النقص في عوائد الأسهم غير البنكية.

**Frederick déléze, Timo Korkeamaki, Interest rate risk –9
management with a debit issue "evidence from Europe"¹:**

اختبرت الورقة بالاعتماد على نماذج ARIMA للفترة 1990-2007م حساسية جهاز الإصدار للسندات الجديدة لمعدلات الفائدة عند إصدارها، حيث خلصت الدراسة إلى أن عائدات الأسهم أصبحت أقل حساسية لتقلبات أسعار الفائدة وهذا راجع لكون أن الشركات أصبحت تتعامل بطريقة مثلى في تسيير مخاطر أسعار الفائدة من خلال إصدار ديون جديدة.

**Boukeltoum Omar, benaichouch Mohamed, the validity of –10
fama and French three factor model in an emergent market
"evidence from Qatar Qtock exchange "²:**

استهدفت الدراسة تفسير التغيرات الحاصلة على عوائد الأسهم في سوق قطر للأوراق المالية للفترة 10 جانفي 2019م إلى 31 ديسمبر 2019م من خلال اختبار صحة نموذج فاما وفرنش الثلاثي العوامل، أظهرت النتائج أن هناك علاقة ذات أثر موجب لعلاوة المخاطر على المتغير التابع في حين استبعاد متغير القيمة ومتغير الحجم كمفسرين لعوائد الأسهم.

أهم الفروق المميزة بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة:

الشيء الملاحظ عند عرض الدراسات السابقة أن أغلبها لم يعتمد على بيانات حديثة بالإضافة إلى ضيق الأطر المكانية وعدم احتوائها على عينة أوسع كما أنها لم تتطرق لمعالجة هذه الظواهر النقدية على مستوى صنفين من الاسواق للأوراق المالية.

¹ _Frederick déléze, Timo Korkeamaki, Interest rate risk management with a debit issue "evidence from Europe, Journal of Financial Stability (36) 2018.

² _ Boukeltoum Omar, benaichouch Mohamed, the validity of fama and French three factor model in an emergent market evidence from Qatar Qtock exchange, Journal of the New Economy 2020.

في حين أن الدراسة الحالية خصصت المتغيرات النقدية دون غيرها كمتغيرات مستقلة لتحديد طبيعة علاقتها مع المتغير التابع عوائد أسهم الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية المتقدمة والأسواق الناشئة للفترة 2008 - 2020م، هذا من جهة ومن جهة أخرى استخدام نماذج البائل لضم أكبر عدد ممكن من الدول لعينة الدراسة على حسب ما توفر من جودة وكم للبيانات وتوضيح العلاقة بين المتغيرات النقدية وعوائد الأسهم بناء على النموذج الأنسب والأدق والغير المتحيز الذي ترشحه مختلف الاختبارات الإحصائية الخاصة نماذج البائل.

خطة البحث:

قامت الدراسة بتفسير العلاقة بين المتغيرات النقدية وعوائد أسهم الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية المتقدمة وكذلك في الأسواق الناشئة للفترة الممتدة ما بين جانفي 2008 - 2020م، حيث قسمت إلى ثلاثة فصول بالإضافة الى مقدمة وخاتمة.

فالفصل الأول يتطرق إلى الأدبيات النظرية المفسرة للمتغيرات النقدية محل الدراسة ونعني بذلك معدل التضخم ومعدل الفائدة وسعر الصرف، وكذلك قنوات تأثيرها على عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية.

أما الفصل الثاني فقد استعرضنا من خلاله المفهوم الشامل للسوق المالي وتقسيماته السوق النقدي وسوق الأوراق المالية والتطرق إلى آلياتهما وأدواتهما وأهم الفروق التي تميز بينهما، كما تطرقنا كذلك من خلال هذا الفصل إلى صيغ الكفاءة وبناء مختلف المؤشرات السعرية داخل الأسواق المالية، بالإضافة إلى تحديد مفهوم العائد وطرق قياسه ومفهوم المخاطرة وكيفية إدارتها وذكر أهم النماذج المالي الحديثة والسلوكية المعتمدة.

وفيما يتعلق بالفصل الثالث فقد قمنا بعرض أهم الوكالات المختصة في تصنيف الأسواق المالية وتحليل مختلف بيانات الاستثمار ونقصد بذلك مؤسسة مورجان ستانلي MSCI وستاندر

أند بورز S&P و FTSE RUSSEL وعرض أهم المعايير المعتمدة من قبلها في تصنيف أسواق الأوراق المالية إلى أسواق متقدمة، وأخرى ناشئة، شبه ناشئة وحدودية. وكذلك ما تعلق بالدراسة التطبيقية القياسية مع عرض أهم الاختبارات لتقاضي مشاكل النموذج وذكر أهم طرق المفاضلة بين النماذج الخاصة بالبنال لتحديد النموذج الأدق والغير متحيز والخالي من المشاكل القياسية من أجل استخدامه لتحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرات النقدية ممثلة في معدل التضخم، معدل الفائدة، سعر الصرف والمتغير التابع عوائد أسهم الشركات المدرجة في كل من السوقيين اسواق الأوراق المالية المتقدمة وأسواق الأوراق المالية الناشئة. وختاما لهذه الدراسة قمنا بوضع خاتمة جامعة لأهم النتائج والاستنتاجات المحصل عليها ومقارنتها بالفرضيات المعدة سلفا وتقديم بعض الاقتراحات والآفاق البحثية المستقبلية لهذا الموضوع.

الفصل الأول

الإطار النظري للمتغيرات النقدية

تشكل المتغيرات النقدية تحدياً كبيراً فرض نفسه على الاقتصاديات سواء كانت متقدمة أو متخلفة، فلقد تعددت الدراسات والأبحاث التي حاولت فهم وتفسير سلوك تلك المتغيرات وتحليل العلاقة فيما بينها وكذلك تأثيرها على المتغيرات الأخرى لترشيد مختلف القرارات سواء تلك التي تتعلق باستثمارات النشاط الانتاجي أو تلك تستهدف الاستثمارات المالية بشكل خاص، أو تلك القرارات ذات التأثير الكلي على الاقتصاد بصفة عامة.

فالظواهر المدروسة ذات الطبيعة النقدية يتعدى أثرها الجانب المالي والاقتصادي لتشمل حتى الجانب الاجتماعي، وذلك من منطلق أثرها على مختلف التوازنات داخل اقتصاد البلد، فهي تتميز بتعدد أبعادها وتداخلها فيما بينها ما جعل منها محور الكثير من الاجتهادات لغرض فهمها وتحديد انعكاساتها وتسهيل التعامل معها والحد من تداعياتها السلبية على الاقتصاد عامة وعلى القطاع المالي بمختلف مكوناته وخاصة جانب السوق المالي وماله من انعكاسات على قدرة الوحدات الاقتصادية على خلق للثروة.

فلوضع تصور لهذه المتغيرات من خلال تفسيرها وفهم الية عملها وقنوات تأثيرها على الاسواق المالية، قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث تتطرق الى المتغيرات النقدية ممثلة في معدل التضخم، معدل الفائدة، سعر الصرف، وتحديد مختلف الآراء والنظريات المفسرة لهاته المتغيرات من حيث سلوكياتها عامة وأثرها على اسواق راس المال خاصة.

المبحث الأول: التضخم

تعددت المشاكل الاقتصادية التي تعاني منها مختلف الدول عامة سواء كانت متقدمة، نامية أو متخلفة، حيث توجهت الدراسات والأبحاث العلمية إلى تشريح تلك المشاكل وفهم مسبباتها ووضع حلول لها لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية.

فالتضخم بدوره ليس إلا جزء من تلك الظواهر الخاضعة للبحث، فالاهتمام به راجع لتأثيره على مختلف التوازنات الاقتصادية بصفة مباشرة أو غير مباشرة، كون أن التضخم ظاهرة ديناميكية فهو نتاج لتفاعل عوامل نقدية وأخرى هيكلية لها تداعياتها على مختلف القطاعات الاقتصادية، بل يتعداها إلى العلاقات الاجتماعية، فهو يصنف كظاهرة متعددة الأبعاد تجعل منها منطلق لكثير من الجدل والنقاش، وللوقوف على مسبباته والظواهر المصاحبة له تطرقنا في هذا المبحث إلى:

1. ماهية التضخم

تعد ظاهرة التضخم من الظواهر الاقتصادية التي شغلت المفكرين الاقتصاديين، حيث كانت لها تداعيات على مختلف الاقتصاديات ما أفرز مجموعة من المشاكل التي كان لها تأثير كبير على الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي وحتى السياسي مما فرض على المدارس الاقتصادية ضرورة تحليلها ودراستها واجتتاب انعكاساتها السيئة على مختلف الاقتصاديات.

1.1 تعريف ظاهرة التضخم

تعددت نظرة المدارس الاقتصادية لظاهرة التضخم، وذلك كون أن لها جوانب متعددة ومتشعبة يلفها الكثير من التداخل والتعقيد، إلا أن المتعارف عليه بين جل الاقتصاديين كمفهوم بأنه الارتفاع غير الطبيعي في مستوى الأسعار.

فالتعريف الذي سبق يعد من أبسط المفاهيم التي وضعت في التضخم، فالارتفاع المؤكد في الأسعار حسب جونسون "Jonson" لا يرجع تفسيره كلياً إلى التضخم، بل قد يكون نتيجة لحركية

الاقتصاد التنافسية بين مختلف الوحدات المنتجة أو لندرة في المحاصيل الزراعية أو كنتيجة للاستخدام الموسع للسلع في العملية الإنتاجية وهذا لا يعتبر تضخماً حسب رأيه¹.

فعدم الوضوح في إعطاء تعريف دقيق للتضخم وفق بال "Ball" يرجع لجوهر المصطلح نفسه، ففي الوضع التوسعي عند رفع مستويات الدخل النقدي ترتفع الأسعار إلا إنها عند وضع الانكماش تنخفض لمستويات ترتفع عندها معدلات البطالة، مع بقاء الأسعار ثابتة دون تغير، كون أن الدخل النقدي لا يرتفع.

ويرى بيغو "Pigou" أن التضخم مرتبط بمدى التوسع النقدي الناتج عن تدخل الحكومة حيث يتجاوز الدخل الحقيقي الناتج عن مستوى النشاط الاقتصادي².

في التعريفات السابقة قد وضعت تفسيرات لظاهرة التضخم مستقلة عن الزمن في إطار ما يعرف بالنموذج الساكن، وهذا عكس ما ذهب إليه بعض المفكرين ومن بينهم غروثر "grouther" الذي يرى بأن ظاهرة ما هي إلا تزايد للأسعار خلال مدة زمنية معينة وفق نموذج ديناميكي. وعلى العموم في الاقتربات الحديثة وعلى رأسها كل منها هاوتري "Hawtrey" وفريدمان "Freedman" وتحليلها للظاهرة من منطلق كمي للنقود، والذي يرى بأنه ارتفاع الطلب على النقود عن العرض الكلي للسلع والخدمات، أي أن حجم النقود المتداولة التي يتم مبادلتها بالسلع والخدمات ترتفع بمعدل أكبر من عرض السلع والخدمات، فالملاحظ من خلال عرض التعريفات السابقة، أن التحليلات بنيت على أسس منهم من يردّها إلى مسببات الظاهرة في حد ذاتها ومنهم من يردّها إلى خصائصها.

2.1 نظرة أهم المدارس النقدية للتضخم

¹ - صفاء عبد الجبار الموسوي، طه مهدي محمود، التضخم الاقتصادي والتنمية السياحية، عمان، دار الأيام للنشر والتوزيع 2014م ص 17.

² - طلحة محمد، أثر التضخم على بعض المتغيرات الاقتصادية (النمو الاقتصادي، سعر الصرف) بالجزائر للفترة الممتدة بين 1970-2017م، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية جامعة أبي بكر بلقايد 2018/2019، ص 15.

يعد التضخم ظاهرة نقدية إجمالاً مردّها إلى الزيادة في حجم وكثرة النقود سواء كان ذلك عبر زيادة الإصدار النقدي أو عن طريق التوسع في منح الائتمان¹. فانطلاقاً من هذا التعريف اختلفت نظراته كل مدرسة للنقود كون أنها عامل محايد أو غير محايد في التأثير على المستوى العام للأسعار حيث يرى كل من²:

1.2.1 أنصار النظرية الكمية للنقود:

يفسر التضخم بناء على عوامل نقدية ومالية بحتة كل زيادة في حجم الكتلة النقدية سيقابله زيادة في حجم المستوى العام للأسعار كون أن النقود عنصر غير محايد وله أثر مباشر على معدل التضخم حيث يرى كل من:

2.2.1 أنصار نظرية الدخل والإنفاق:

يرى هذا التيار أن التضخم ما هو إلا زيادة في حجم الدخل والإنفاق مقابل ثبات كمية السلع والخدمات المعروضة داخل الاقتصاد، بمعنى أن أي زيادة في حجم الدخل النقدي سوف يرفع من حجم الإنفاق الذي بدوره سيرفع حتماً من مستوى الأسعار على فرض ثبات كمية السلع والخدمات داخل الاقتصاد وعلى العكس من ذلك فإذا انخفض حجم الإنفاق النقدي سيترتب عليه انخفاض في مستوى الأسعار.

3.2.1 أنصار نظرية العرض والطلب³:

تفسر ظاهرة التضخم على افتراض مستوى معين من الأسعار يكون سائداً في السوق، بحيث إذا كانت هناك زيادة في حجم الطلب النقدي عن حجم العرض السلعي عند ثمن معين فإن مستوى الأسعار سيأخذ منحى نحو الارتفاع، وعلى العكس فإن أي انخفاض في الطلب النقدي عن العرض السلعي عند ثمن معين فإنه سيؤدي إلى انخفاض في الأسعار.

1.2 النظريات المفسرة للتضخم:

¹ - سعيد الخصري، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار النهضة، القاهرة 1994م، ص 249.

² - غازي حسين عناية، التضخم المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 2000م، ص 19.

³ - غازي حسين عناية، مرجع سبق ذكره. ص 19.

لقد اختلف الاقتصاديون عبر التاريخ حول ماهية الدور الحقيقي للنقود ومدى أثرها على الأنشطة الاقتصادية وهل هناك أثر لها على المتغيرات الاقتصادية، حيث ظهرت الكثير من الآراء والتفسيرات التي تطرقت لهاته العلاقة، وقد كان معيار التفرقة الأساسي بين معظمها هو مدى حياد النقود من عدمه، فإذا كان لحجم النقود تأثير على الظواهر الاقتصادية فهل يمكن علاج الآثار السلبية لها عن طريق التأثير على مستوى المعروض النقدي¹

1.1.2 النظرية النقدية الكلاسيكية (الكمية):

ترجع بوارد هذا الطرح إلى عهد الحقبة الرومانية إلا أن الفكر الإسلامي قد خص النقود بالاهتمام لما لها من أهمية وبالغ الأثر على المعاملات والحقوق بين الناس، ولعل أول من تحدث عن ذلك وأكد على وجود علاقة طردية بين حجم النقود ومستوى الأسعار العلامة المؤرخ "تقي الدين أحمد المقرئ" 1365م²، ثم تتالت إسهامات المفكرين العرب من بعده في تطوير هذه النظرية وعلى رأسهم بودان "John boudin" 1530م الذي أسس لمفهوم ارتباط قيمة النقد بكميته المعروضة، حيث لاحظ أن سعر الفائدة يزداد بازدياد معروض الفضة التي كانت المعدن الرئيس في المعاملات خلال القرن السادس عشر، كما تبني هذا الطرح مفكرين آخرين مذكور منها جون لوك "John Locke"، دافيد هيوم "David hume" وجون ستيوارت ميل "John Stewart mile"، وافقت أيضا اجتهادات جون باتيست ساي "John patist say" في تفسير هي ظاهرة ارتفاع الأسعار حيث أرجعها إلى الإفراط في الإصدار النقدي بإنجلترا 1825م دون مراعاة التغطية بمقابلات من معدن الذهب³.

¹ أحمد فريد مصطفى، سهير محمد سيد الحسين، النقود والتوازن الاقتصادي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000م، ص94
² -طلحة محمد، قياس أثر التضخم على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية (سعر الصرف، النمو الاقتصادي) في الجزائر للفترة 1970-2017م، وتروح المقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة أبي بكر بالقائد 2018/2019، ص18.

³ -Lucy brilliant, money and balancing in J Jean Baptist says economic thought, harmattan, cahier d'économie politique, Routledge, londres, 2013, p213

وهذا ما دعمه دافيد ريكاردو "David Ricardo" 1872م-1923م وفق تصور مبدئي للعلاقة الطردية ما بين حجم النقود ومستوى الأسعار حيث أنه حاج بأن القدرة الشرائية للأوراق النقدية غير القابلة للتحويل تختلف عن قيمة الذهب كسلعة بمعنى اختلاف سعر الصرف عن سعر السوق لذا ينبغي على المصرف المصدر ان يتبنى سياسة الإصدار وفق هذا المنطق، فإذا كان سعر السوق بالنسبة للسبائك أعلى من سعر صرف الأوراق النقدية فهذا دليل على الإفراط في إصدار الأوراق النقدية والعكس¹.

فلقد كانت هذه الأفكار مجملًا منطلقًا للنظرية الكمية وفق مفهومها الجديد وربط مستوى الأسعار بكمية النقود حيث صيغة أول معادلة الرياضية لها على يد إيرفينج فيشر تحت مسمى معادلة التبادل، والتي حولت فيما بعد إلى معادلة الأرصد النقدية (كامبريدج). فلقد قام فيشر بالتفرقة بين النقود القانونية وبين الودائع لدى البنوك كما عبر عن عدد مرات تداول الأفراد للنقود بسرعة دورنها².

$$M.V = P.Q \dots \dots (2)$$

M : كمية النقود المتداولة.

V : سرعة دوران النقود.

Q : حجم المعاملات.

P : المستوى العام للأسعار.

يرى فيشر بأن كمية النقد المطلوب التي تتداول هي عدد المعاملات الخاصة بالأفراد ضرب المستوى العام للأسعار في مقلوب سرعة تداولها:

$$M = Q.P \left(\frac{1}{V} \right) \dots \dots (3)$$

¹ -Takenaga, S. (2009). Theory of Money of David Ricardo: Quantity Theory and Theory of Value. *Lecturas De Economía*, 2009, 73-126.28/05/2022.

² -مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2000م، ص37.

فمجمّل المعاملات لدى الأفراد خلال فترة زمنية تساوي كمية الإنفاق النقدي خلال نفس الفترة.

أ- فرضيات النظرية النقدية الكلاسيكية:

سيطر قانون ساي على النشاط الاقتصادي خلال القرن 18م، والذي تضمن مبدأ كل عرض يخلق طلب أي كل عرض سلعي يخلق معه اتفاق نقدي وأن كل ارتفاع في العرض أو انخفاض له سرعان ما يعالج وفق آلية السوق وجهاز الأسعار، فتبعا للتحليل الكلاسيكي بنيت النظرية الكمية للنقود على عدد من الفرضيات نذكرها¹:

- ثبات حجم المعاملات حيث يعد متغير خارجيا يحدد وفق عوامل موضوعية، كما أن النقود ليس لها تأثير على النشاط الاقتصادي الذي يسير بصفة تلقائية نحو مستوى التوظيف الكامل لمختلف الموارد الاقتصادية.

- يعبر عن عدد مرات تداول وحدة واحدة من النقد من فرد إلى آخر وفق معدل متوسط خلال فترة زمنية معينة بسرعة تداول النقود حيث أنها تكون ثابتة على الأقل على المدى القصير كون أن تغيرها يخضع لمتغيرات أخرى ككثافة السكان والوعي المصرفي والتقدم في المعاملات المصرفية والسوق المالي فهذه المتغيرات لا يطرق عليها تغيير على الأقل في الأجل القصير.

- يفترض ثبات كل من سرعة دوران النقود وحجم المعاملات وأن أي تغيير يحدث يتعلق بكمية النقود والمستوى الأسعار كمتغير مستقل ومتغير آخر تابع على الترتيب.

ب- تقييم النظرية النقدية الكمية ومعادلة التبادل لفيشر:

تعرضت النظرية الكمية في ضوء الواقع العملي إلى مجموعة من الانتقادات حيث أن مجمل الفروض التي قامت عليها وفي مقدمتها الأساس الذي وضع لها، فهو مبدأ حياد النقود وعدم

¹ -محمود عزت اللحام، مصطفى يوسف كافي، النقود والمصارف، ط1، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص77.

تأثيرها على النشاط الاقتصادي وانحصار تأثيرها على المستوى الأسعار دون غيره وثبات مختلف العوامل الأخرى المحددة لقيمة النقود، كما أنها لم تأخذ بعين الاعتبار متغيرات في أخرى هامة كسعر الفائدة مثلا واعتباره ظاهرة حقيقية وليست نقدية¹ و أن زيادة المعروض النقدي لا يؤدي بالضرورة إلى ارتفاع الأسعار دائما خاصة إذا كان هناك عوامل إنتاجية معطلة داخل الاقتصاد، فالعلاقة التي تربط كمية النقود بالمستوى العام للأسعار وفق نظرية التبادل تضعها محل الكثير من النقد كون أن العملية أكثر تعقيدا مما جاء به هذا الطرح².

2.1.2 نظرية معادلة الأرصة النقدية (مدرسة كمبريدج):

تعتبر من أهم النظريات التي تطرقت للأثر النقدي على دورات الأعمال، فهي لم تكن إلا امتدادا للطرح الذي جاء به التحليل الكلاسيكي، فمن أبرز رواد هذا التحليل نذكر ألفريد مارشال "A. Marchal" و "D. Robertson" وبيجو "Pijou"، ويكسل "Wicksell" وأيضا فريدريك هايك "F. Hayeck". فإلى جانب ما جاء به الطرح الكلاسيكي قدم كل من مارشال و روبيرتسون وبيجو مفهوم جديد للطلب على النقود يبنى على أساس كونها مخزن للقيمة تسوى به المدفوعات الآجلة إلى جانب كونها وسيلة التبادل، فالأفراد عادة يلجؤون إلى الاحتفاظ بالنقود على شكل أرصة نقدية حاضرة وهذا ما عبر عنه مارشال ب k مما يؤثر على كل من حجم الإنتاج وحجم الدخل لديهم وهذا ما ينعكس بدوره على المستوى العام للأسعار³، حيث أن التأثير الذي تقوم به كمية النقود حسب نظرية الأرصة ليس بالأثر المباشر وأن الاستقرار في مستوى الأسعار لا يحدث إلا إذا كانت كمية النقود المطلوبة مساوية للكمية المعروضة منها.

¹ -مروان عطوان، النظرية النقدية، دار البحث للطباعة والنشر، الجزائر، 1989م، ص95.

² -مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2000م، ص40.

³ -إلياس الأزهر بن دحان، السياسة المالية والنقدية في تطوير بورصات الأوراق المالية العربية دراسة حالة الدول العربية للمشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي الفترة 2005-2015م، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2017/2018، ص49.

فانطلاقاً من فرض أن مجموع الأفراد داخل المجتمع يفضلون الاحتفاظ بنسبتي من دخلهم الحقيقي على شكل وقود خلال فترة زمنية بما يعرف بالترفضيل النقدي والذي يرمز له بحرف K وأن العلاقة بين K وسرعة دوران النقود V هي علاقة عكسية حيث¹:

$$K = \frac{1}{V} \dots \dots \dots (4)$$

وبالرجوع إلى صيغة معادلة التبادل لفشير وبتعويض حجم المعاملات T بالدخل Y تصبح المعادلة:

$$M.V = Y.P \dots \dots \dots (5)$$

$$\frac{M}{K} = Y.P \dots \dots \dots (6)$$

فانطلاقاً من المعادلة (5) هناك علاقة طردية بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار، وكتفسير لما سبق فإن قيمة النقود تتناسب طردياً مع نسبة احتفاظ الأفراد بالأرصدة النقدية مما يعمل على رفع قيمة النقود أي خفض المستوى العام للأسعار ما ينتج عنه اتجاه الاقتصاد نحو الاستقرار والتوازن، بمعنى أن الاحتفاظ بالنقود على شكل أرصدة يشكل بديلاً عن اقتناء السلع والخدمات ما يزيد في عرضها وبالتالي انخفاض أسعارها.
أ-فرضيات نظرية الأرصدة النقدية(كامبريدج):

تتشارك نظرية الأرصدة النقدية مع سابقتها النظرية النقدية الكلاسيكية في فروض نذكر منها مثلاً²:

- فرضية التشغيل التام أو الكامل لجامع عوامل الإنتاج وثبات الحجم الحقيقي للإنتاج.
 - التغير في التداول النقدي مرده إلى آلية عرض وطلب النقود مع ثبات سرعة دورانها.
 - استبعاد متغير سعر الفائدة وما له من أثر كبير على جانبي العرض والطلب على النقود.
- فبناءً على ما سبق النظرية الكمية للنقود شابها قصور كبير في الإحاطة بظاهرة التضخم وثبت مدى محدوديتها خاصة بعد فترة الحرب العالمية الأولى وأزمة الكساد الكبيرة والتدهور الذي حصل في مستويات الإنتاج ومستويات الدخل وتقشي ظاهرة البطالة مما مهد إلى ظهور في فكر جديد اعاد تفسير ظاهرة التضخم بناءً على فروض جديدة.
- أ- تقييم نظرية الأرصدة النقدية(كامبريدج):

¹ -إلياس الأزهر بن دحان، مرجع سبق ذكره، ص49.

² -جمعي سميرة، محددات الطلب على النقود في الجزائر دراسة قياسية باستخدام نماذج الانحدار الذاتي خلال الفترة 1970-2016، جامعة أبي بكر بلقاند، ص 41.

جاءت التفسيرات المقدمة من قبل كل من النظرية الكمية للنقود ومعادلة التبادل ومعادلة الأرصدة النقدية تحمل اختلاف في وجهة النظر بينهما، حيث إن الأولى اعتبرت بأن التفضيل النقدي له تأثير على مستوى الإنتاج ومختلف أسعار السلع والخدمات بغض النظر عن التغير في كمية النقود، في حين أن معادلة التبادل ترى العكس أن التغيرات في كمية النقود له أثر مباشر على مستوى الأسعار إلا أنهما أهملتا الوظيفة الأساسية للنقود كمقياس للقيمة.

فما جاءت به معادلة الأرصدة لا يختلف كثيرا عن سابقتها معادلة التبادل، فالتغير في العلاقة بين طلب النقود وعرضها يفسر إجمالا في حركة مستوى الأسعار صعودا أو نزولا، أي أن التضخم يرد إلى تفضيل النقود على صورة سائلة أو كاحتياطي نقدي محتفظ به لأغراض أخرى.

3.2.2 المقاربة الكينزية لظاهرة التضخم:

أدى ظهور الأزمة الاقتصادية الكبرى ونقص ذلك أزمة الكساد العظيم إلى عجز النظرية الاقتصادية التقليدية والتي تعرف بالنظرية الكمية عن تقديم تفسير وحل عملي للأزمة، فالنقود وسلوكها في الاقتصاد هو في حد ذاته ظاهرة لا يمكن تجاهلها أو التقليل من أثرها والذي كان له انعكاس مباشر على مختلف التغيرات الاقتصادية، وهذا ما تجسد في أعمال الاقتصادي جون ماينرد كينز، حيث جعل من تفسير السلوك النقدي منطلقا لتحليلاته وتمهيد للطريق أمام اقتصاديين آخرين قدموا إضافات على مجهوداته سرعان ما تحولت إلى مدرسة اقتصادية قائمة بذاتها حيث بنيت المقاربة النقدية لجون ماينرد كينز على ديناميكية كل مستويات الأسعار والدخل والتشغيل وكيفية انتقال هذه المستويات من مركز توازن إلى مركز آخر، هذا العمل أدى إلى نقلة نوعية في تحليل وتفسير وفهم المتغيرات الاقتصادية وتحديد العلاقة بينها وكيفية تأثير كل منها على الآخر ولعل من أهم هاته المتغيرات نجد متغير التضخم.

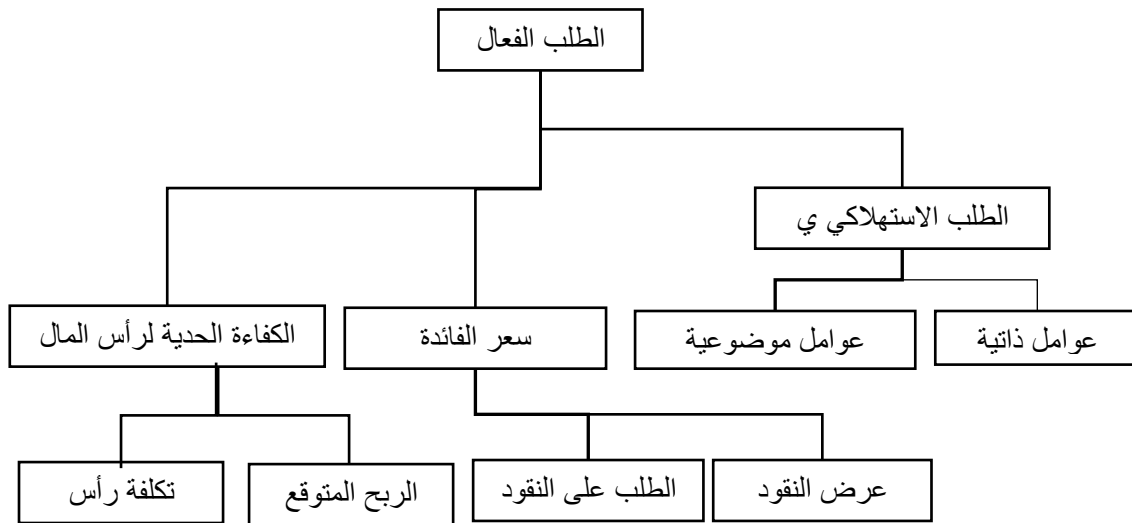
أ- بناء النظرية الكينزية:

جاءت النظرية الكينزية على عكس سابقتها، فالطرح الذي جاء به التحليل الكلاسيكي الذي بني على فرضيات التشغيل الكامل والتوازن الذي يتحدد تلقائيا وفق ما يعرف بآلية العرض والطلب مع حياد النقود في النشاط الاقتصادي، وعن ظاهرة الاستثمار التي هي ظاهرة وليدة للادخار بناء على تفضيل الاحتفاظ بالنقود على شكل أرصدة نقدية تمكن الأفراد من إشباع الحاجيات المستقبلية

لهم وفق ما تقتضيه توجهاتهم ورغباتهم، فالطرح الكينزي رفض ما جاءت به النظرية الكلاسيكية الكمية في أهم فروضها ونقصد بذلك¹:

- أن مستوى الأسعار يتغير تبعا لأسباب حقيقية بحتة وغير نقدية، كما أن الدخل غير ثابت ويتأثر بالتغير في كمية النقود.
- ثبات سرعة التداول النقود، فهي تتأثر بسلوكيات الأفراد ومدى تقلب أسعار الفائدة في الأجل القصير كما أن حالة الكساد والرواج تؤثر بشكل كبير على حجم التداول النقدي للأفراد، وبالتالي فإن زيادة كمية النقود لن تؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار إذا صاحب ذلك تدني في سرعة تداولها ما بين الأفراد.
- وعلى العكس من مما ذكر، فرض كينز مجموعة من الأسس:
- كل زيادة في حجم النقود لن يكون له أثر سلبي على المتغيرات الاقتصادية كون أن الاقتصاد عامة لم يبلغ مستواه حد التشغيل الكامل.
- كل إنفاق يتولد عنه دخل فبالتالي الإنفاق القومي يمثل الطلب الفعال والذي ينقسم بدوره إلى طلب على السلع الاستهلاكية وطلب على السلع الاستثمارية، فالطلب على السلع الاستهلاكية يتوقف على عوامل موضوعية وأخرى ذاتية أما الطلب على السلع الاستثمارية أي الإنتاجية فيتحدد بناء على الكفاية الحدية لرأس المال إلى جانب سعر الفائدة كما هو ملخص في الشكل التالي:

الشكل (2): الطلب الفعال



¹ -بن عيسى أمينة، العلاقة بين النقود والأسعار دراسة قياسية الجزائر، تونس، المغرب، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية 2015/2016. ص 115.

المصدر: محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، عزوز بن علي، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 36.

ب- محددات الطلب على النقود عند كينز:

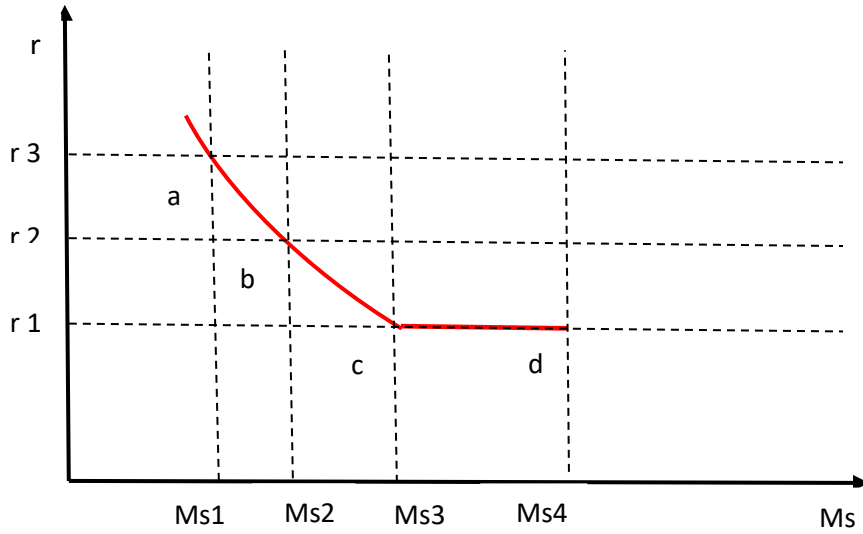
- أكد كينز على أن الطلب على النقود يتحدد بناء على ثلاث دوافع هي¹:
- دافع الطلب على النقود لغرض المبادلات: فانطلاقا من كون النقود وسيط تبادلي يلجأ الأفراد إلى الطلب عليها لغرض معاملاتهم اليومية فكلما ارتفع الدخل وامتد زمن إنفاق هذا الدخل كلما زاد الطلب على النقود بدافع المبادلات.
- دافع الطلب على النقود لغرض الاحتياط: يتجه الأفراد عادة نحو الحيطة والحذر لمجمل الحالات الطارئة التي قد تواجههم كالبطالة والمرض وغيرها من المستجدات، حيث يتأثر الطلب على النقود بدافع الحيطة والحذر بمستوى الدخل والنشاط الاقتصادي وكذلك النمط الاستهلاكي المتبع من قبل الأفراد.
- في الطلب على النقود من أجل المضاربة: يرى كينز بأنه إلى جانب طلب الأفراد على النقود بدافع المعاملات والحيطة والحذر هناك حاجيات أخرى لهم تتمثل في الحصول على مكاسب مالية تتحدد بناء على متطلبات السوق كون أن النقود مخزن للقيمة ومقياس للثروة، ويرتبط هذا النوع من الطلب ارتباطا عكسيا مع سعر الفائدة حيث إن سعر السندات يتزايد بانخفاضه وهذا ما يجعل المضاربين يفضلون الاحتفاظ بالأرصدة النقدية الكبيرة من أجل استغلالها لغرض المضاربة.

ت- مصيدة السيولة عند كينز:

يفرض أن النقود سلعة كغيرها من السلع لها طلب، فسعر الفائدة الذي يعبر عن سعر التنازل عن النقود يتحدد بناء على التوازن بين العرض والطلب على النقود كما هو موضح في الشكل التالي:

¹ -سعيد هتهات، النماذج القياسية لظاهرة التضخم في الجزائر باستخدام نماذج في الفترة 1990-2020م، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة، جامعة قاصدي مرباح كلية العلوم الاقتصادية، 2021/2020، ص26.

الشكل (3): مصيدة السيولة عند كينز



المصدر: بن يوسف نوة، تأثير التضخم على المتغيرات الاقتصادية الكلية، دراسة اقتصادية حالة الجزائر 1970-2012م، أطروحة دكتوراة غير منشورة، جامعة محمد خيضر، 2016، ص28.

يمثل الشكل البياني العلاقة العكسية بين مستويات عرض النقود وسعر الفائدة، حيث تمثل النقطة a تقاطع المنحنى Md مع Ms فهي تمثل نقطة توازن بين عرض النقود والطلب عليها بافتراض ثبات منحنى الطلب على النقود، فالزيادة في كميات النقود المعروضة ينعكس سلباً على معدلات الفائدة فتتخفض من r3 إلى r2 ثم إلى r1 و لتستقر عنده، فأي زيادة في عرض النقود لن تؤثر على معدل الفائدة وهذا ما يعرف بمصيدة السيولة، بمعنى أن هذا الوضع تحدده النقطة c على المنحنى والتي مفادها أن أي تغيير في عرض الأصول النقدية والمالية لن يؤدي إلى تخلي الوسطاء الاقتصاديين عن السيولة¹. أي أن الطلب على النقود يصبح ذا مرونة تامة في الإجراءات المتخذة من قبل البنك المركزي في إطار ما يعرف بالسياسة النقدية المتبعة أي لن تكون ذات فعالية فمن الصعب على السلطات خفض معدل الفائدة إلى مستويات أدنى².

ث- الفجوة التضخمية:

¹ - أحمد فريد مصطفى، سمير محمد السيد حسن، النقود والتوازن الاقتصادي، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، ص138.

² - أحمد جمال الدين موسى، جامعة المنصورة، المنصورة 2010، ص79.

فسر الطرح الكينزي ظاهرة التضخم بعيدا عن كل ما جاء به الفكر الكلاسيكي من تحديد للعلاقة التي تربط عرض النقود بالمستوى العام للأسعار، فعلى الرغم من وجود حالة التشغيل التام فإن ارتفاع الميل الحدي للاستهلاك مع ثبات عرض النقود يمكن الاقتصاد ان يظهر فجوة تضخمية، فالتضخم حسب كينز يحدث بناء على التقلبات التي تؤثر على العلاقة بين العرض الكلي والطلب الكلي أي أن الدخل التوازني يتحدد بناء على تساوي طرفي العلاقة، وأن أي زيادة غير مبررة في جانب الطلب ينتج عنه فجوة تضخمية والعكس فجوة انكماشية اذا كانت هناك زيادة في العرض.

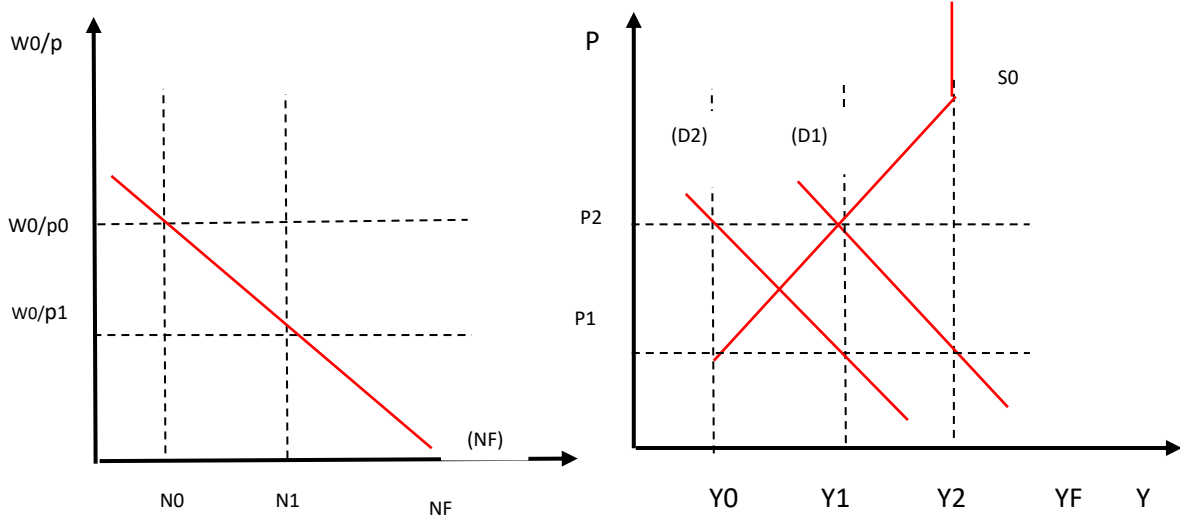
فكينز يعتبر هذه التقلبات المحدد الرئيس لمستوى الأسعار والتوظيف وفق آلية جديدة تختلف عن تلك المعتمدة في النظرية الكمية ونقصد بذلك أداة المضاعف والمعدل التي ظهرت جليا في العلاقة بين العرض الكلي والطلب الكلي¹.

- الحالة الأولى: بافتراض أن جزء من الموارد الإنتاجية مادية كانت أو بشرية هي خارج العملية الإنتاجية، بمعنى أن الإنتاج يتمتع بمرونة تامة فكل زيادة في الطلب الكلي مردها إلى زيادة كمية النقود مما يرفع في مستوى الاستخدام والإنتاج مع ثبات مستوى الأسعار، و في حجم النقود إلى أن يكون له تأثير طالما أن هنالك بطالة وهو يزداد بنفس الزيادة في مستوى التوظيف مع الإشارة من قبل كينز إلى وجود اتجاهات تضخمية على الرغم من وجود الاقتصاد في حالة التشغيل الغير كامل ولا يثير هذا النوع من التضخم أي قلق

¹ -سعيد هتهات، مرجع سبق ذكره، ص28

كون أنه يمثل دافعا لزيادة بعض القطاعات الإنتاجية لحجم إنتاجها كنتيجة للارتفاع الجزئي لمستوى الأسعار.

الشكل (4): أثر زيادة الطلب الكلي على الأسعار



المصدر: بن عيسى أمينة، مرجع سبق ذكره، ص 125.

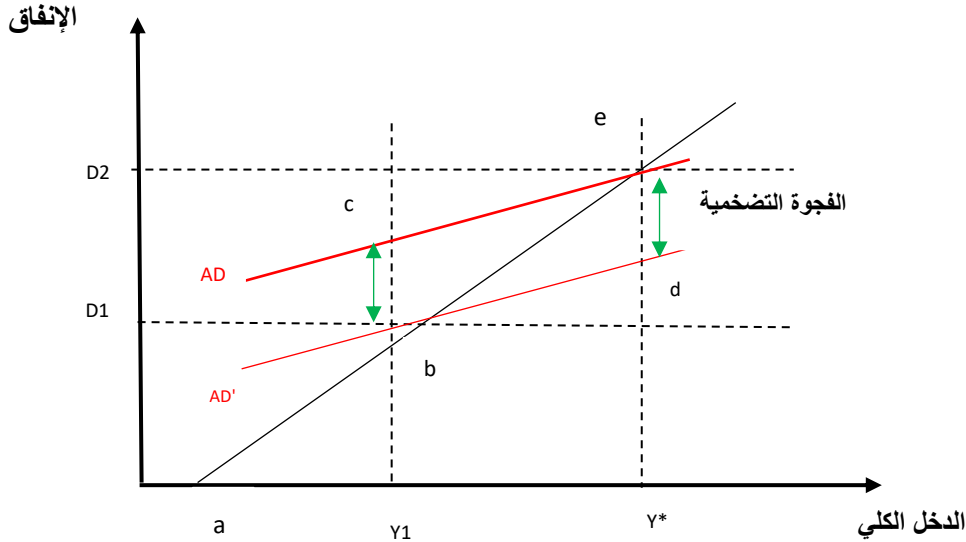
- الحالة الثانية¹:

ترجع الزيادة في مستوى الأسعار إلى الزيادة في الطلب الكلي الفعال الناجم عن زيادة كمية النقود وهذا كله راجع إلى عدم مرونة الجهاز الإنتاجي وبلوغه مستويات قصوى، حيث تكون مرنة عرض السلع والخدمات مساوية للصفر عند التوظيف الكامل، فزيادة كمية النقود لا تعني بالضرورة زيادة في مستوى الأسعار كون أن الأفراد عادة ما يتجهون إلى الادخار والاكتناز، مما لا يرفع حجم الطلب الكلي الفعال، فخلاصة التوجه الكينزي أن التغير في حجم الكتلة النقدية لا يتوقف عليها دون غيرها تغير في مستوى الأسعار على عكس ذهبت إليه النظرية الكمية، فالتضخم عند كينز هو الزيادة المحسوسة والمستمرة لحجم الطلب الكلي الفعال على حجم العرض الحقيقي، وهذا ما يؤدي إلى حدوث فجوة تضخمية نتيجة كون

¹ - بن يوسف نوة، مرجع سبق ذكره، ص 30.

الطلب الكلي AD أكبر من العرض الكلي AS، في مدة زمنية معينة والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل 5: منحى الطلب الكلي والعرض الكلي



المصدر: بن يوسف نوة، مرجع سبق ذكره، ص30.

يظهر الشكل أعلاه أن المستوى التوازني للدخل الكلي يمثل بيانيا تلك النقطة على محور Y المعبرة عن الدخل الكلي حيث تتناظر مع النقطة e والتي تمثل نقطة تقاطع منحنى AS مع منحنى AD، في حين أن مستوى التشغيل هو دون المستوى التوازني للدخل الكلي ويمثل بيانيا مع والقطعة $ay1 > ay^*$ حيث .

لدينا: $cb = cy1 - by1$ وهي تمثل بيانيا الفجوة التضخمية كون أن الإنفاق الكلي أكبر من الناتج الكلي، وللتخلص من هاته الفجوة ينبغي تطبيق سياسة ضريبية ونقدية يكون لها أثر على تخفيض الإنفاق الكلي والانتقال بمنحنى الإنفاق الكلي AD إلى AD' مروراً بالنقطة d، لينتج وضع توازني جديد يصبح مستوى التشغيل هو نفسه المستوى التوازني للدخل، وهذا كنتيجة لسياسة الحد من الإنفاق بالتأثير على الدخل التصرفي للأفراد من خلال إجراءات مالية معينة ترفع من معدلات الضريبة وتستحدث رسوم جديدة وأخرى نقدية كرفع معدلات الفائدة بالتأثير مباشرة على معدل الاستثمار، حيث يرى كينز ضرورة التوقف على الإنفاق

عند تحقيق مستوى التشغيل الكامل، فأى زيادة في العرض النقدي لن تقابله زيادة في الإنتاج لعدم مرونة العرض الكلي في حالة التشغيل الكامل، فالتضخم في التحليل الكينزي ما هو إلا مؤشر على عدم استجابة العملية الإنتاجية لتلك الزيادة في الطلب على السلع والخدمات¹

ج- أسباب الاختلالات التضخمية:

إن من أهم الظواهر الاقتصادية التي سجلت خلال القرن العشرين 20م، تلك الحركة التي اتسمت بالاستمرارية في مستوى الأسعار أي اتباعها حركة ديناميكية لا تفسر بمنأى عن عامل الزمن، سواء كان ذلك عن ارتفاع في الطلب على السلع أو ارتفاع في التكاليف الإنتاجية.

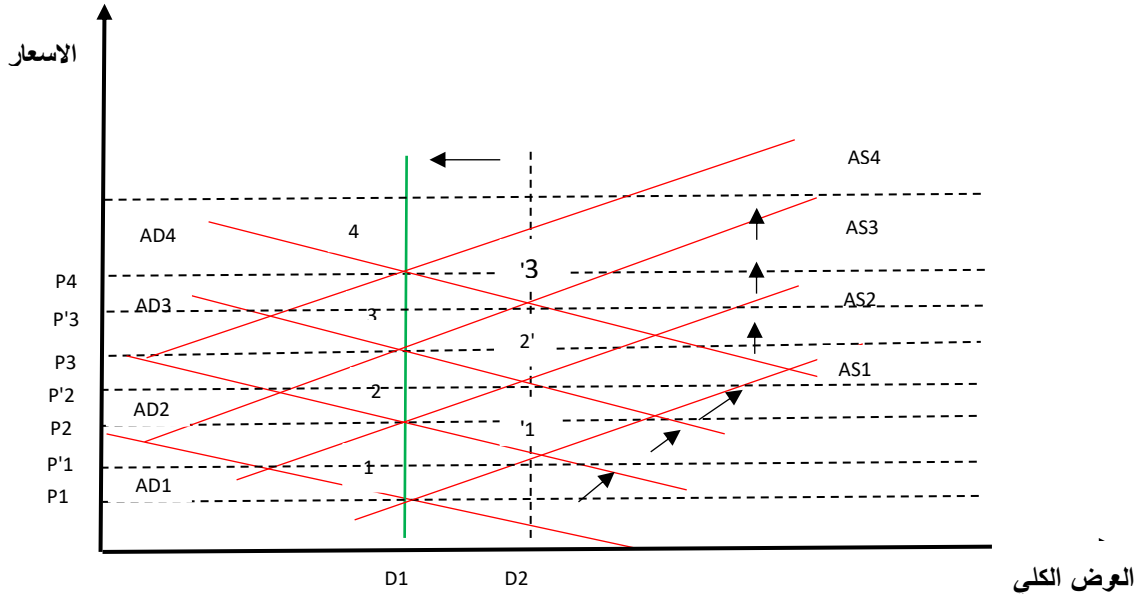
- التضخم الناشئ عن جذب الطلب:

اتجه العديد من الاقتصاديين إلى القول بأن التضخم مرده إلى الزيادة في الطلب النقدي بغض النظر عن المسببات، سواء كانت نتيجة لزيادة إنفاق الأفراد أو للحكومات أو استثمارات خاصة أو عامة، فكون أن العرض لا يتمتع بتلك المرونة التي يتمتع بها الطلب أي ليست لديه سرعة كافية للاستجابة لزيادة في الطلب ما يؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع والخدمات، وذلك ما يحفز بدوره القطاع الإنتاجي ويدفعه إلى تعظيم أرباحه وبالتالي ارتفاع الطلب الكلي، ما ينجم عنه زيادة في الأجور تؤدي إلى زيادة في الاستهلاك ومن ثم الزيادة في الطلب الكلي².

¹ -سعيد الحلاق، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان 2010م، ص206.

² -حسين بني هني، اقتصاديات النقود والبنوك الأسس والمبادئ، ط1، مكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان 2014، ص 123.

الشكل 6: منحى العرض الكلي والأسعار



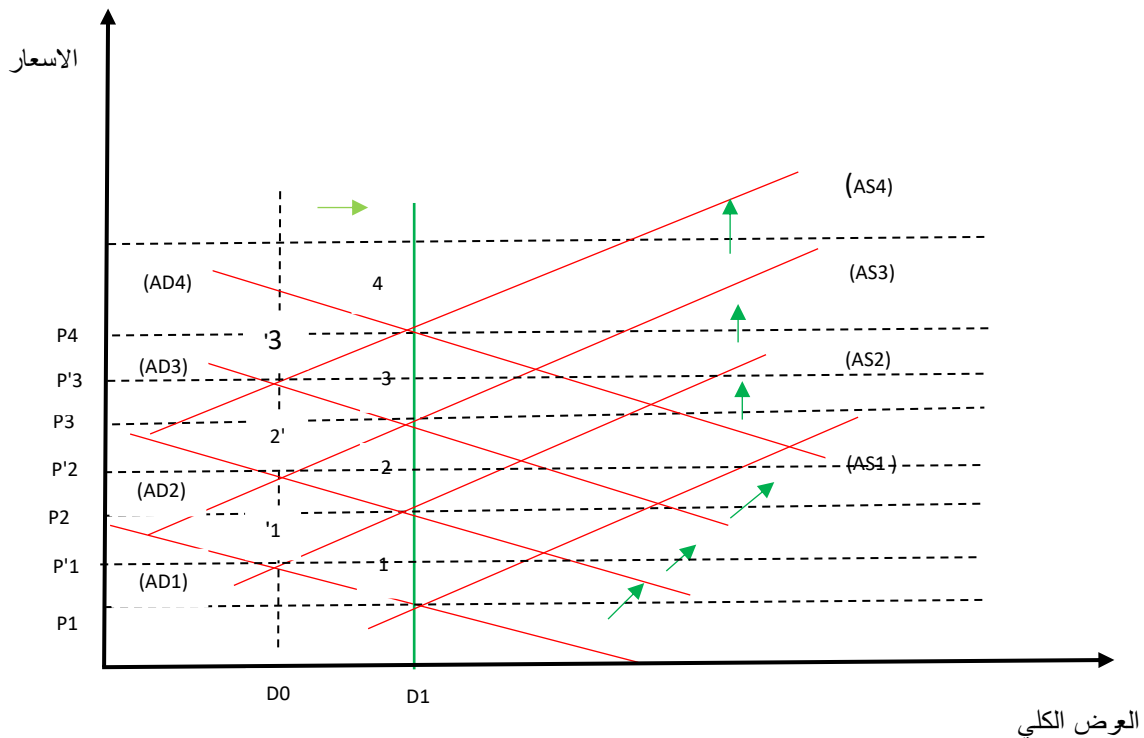
المصدر: أحمد أبو الفتوح الناقه، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1995م، ص385.

يتبين لنا من خلال المنحنى لدينا مستوى الإنتاج الطبيعي يتمثل في النقطة $D1$ ، فعادة ما يستهدف صانع القرار معدل بطالة معين يدفعه إلى رفع مستوى الإنتاج عن المعدل الطبيعي عند النقطة $D2$ ، هذا الرفع يصاحب ارتفاع في مستويات الأجور وبالتالي زيادة الطلب الكلي ما يترتب عنه انتقال منحنى الطلب الكلي من $AD1$ إلى $AD2$ أي مستوى أسعار جديد $1'$ استجابة للعرض الكلي لينتقل من $AS1$ إلى $AS2$ وهكذا إلى غاية $AS3$ ، فهذا الارتفاع المطرد في الأسعار ما هو إلا ظاهرة التضخم، فمن منطلق محدودية استخدام السياسة المالية التي تحد من خيارات صانع القرار ما يفتح المجال أمامه باتخاذ إجراءات نقدية والتوسع في عرض النقود ما يرفع حجم معروضها، فعملياً استهدفت الحكومات الشيء السيئ وهو البطالة وأنتجت الشيء الأسوأ ألا وهو التضخم.

- التضخم الناشئ عن دفع التكاليف:

يرجع الارتفاع أسعار السلع والخدمات النهائية إلى زيادة في تكاليف إنتاجها وخاصة تلك المتعلقة بأجور العمال، ففي حالة ثبات مستوى الإنتاج واستمرار زيادة الأجور يرتفع سعر المنتجات، ويؤثر مباشرة بشكل سلبي على أرباح ملاك المشاريع وبالتالي يتأثر الاستثمار الصافي لذلك¹، كما أن ارتفاع أسعار المواد الأولية والأدوات الإنتاجية له دور كبير في صعود مستوى الأسعار كذلك والمنحنى التالي يوضح بشكل جيد كيفية تأثير زيادة في أجر العمالة على مستوى الأسعار:

الشكل (7): منحنى العرض الكلي والأسعار



المصدر: أحمد أبو الفتوح الناقية، مرجع سابق ذكره، ص 382.

من خلال الشكل السابق تتضح النقطة 1 والتي تمثل نقطة التوازن الأصلية للاقتصاد أي نقطة تقاطع منحنى العرض الكلي مع الطلب الكلي. فبافتراض أن العمال يسعون إلى المطالبة برفع أجورهم نتيجة توقعهم لارتفاع معدل التضخم للحفاظ على القدرة الشرائية لديهم، فينتج عن تلك

¹ -محمد عبد الحميد شهاب، التحليل الاقتصادي الكلي، مكتبة الملك فهد الوطنية، الطائف 2015م، ص 289.

الزيادة في الأجور النقدية انتقال منحني العرض الكلي إلى اليسار AS_1 إلى AS_2 ، بمعنى أن أي زيادة في سعر المنتجات في ظل جمود الإجراءات المالية والنقدية فإن الناتج سينخفض إلى D_0 وبالتالي تكون $1'$ هي نقطة تقاطع منحني AS_2 مع AD_1 الجديدة، ولتحريك الوضع الاقتصادي تفرض سياسات مالية ونقدية لرفع منحني الطلب الكلي إلى AD_2 وبالتالي تكون لدينا نقطة توازن جديدة ممثلة في النقطة 2 . إلا أن العملاء سرعان ما يتوقعون أيضا ارتفاعا جديدا لمعدل التضخم، وبالتالي يحاولون الضغط لرفع أجورهم ما ينجم عنه ارتفاع تكاليف الإنتاج من جديد وبالتالي انتقال AS_2 إلى AS_3 ، تتجه مستويات الأسعار من النقطة 2 إلى النقطة $2'$ ما يدفع بصانع القرار إلى اتخاذ إجراءات جديدة تعيد التوازن إلى الاقتصاد حيث أن هذه العملية المتتالية تؤدي إلى صعود مستمر في مستوى الأسعار وبالتالي معدل التضخم وهذا نتاجا لعامل دفع تكاليف الإنتاج.

4.2.2 النظرية النقدية المعاصرة:

ساهمت الأفكار التي جاء بها كينز في إخراج الاقتصاد العالمي من دوامة الكساد العظيم 1929م، إلا أنه سرعان ما واجه ظاهرة جديدة عجزت عن تفسيرها الاقترابات التي وضعتها المدرسة الكينزية، حيث عجزت هذه الأخيرة عن تفسير ظاهرة مزمنة التضخم لمشكلة البطالة والتي وجدت طريقا لتفسيرها من قبل مدرسة شيكاغو وعلى رأسها ميلتون فريدمان حيث قامت بتغييرات أساسية على النظرية الكمية.

أ-فرضيات النظرية النقدية المعاصرة:

جاءت النظرية النقدية المعاصرة بجملة من التغييرات على الفرضيات أساس النظرية الكمية للنقد نذكر منها¹:

- محدودية تأثير سرعة تداول النقود.

¹- فاروق بن صالح الخطيب، النقود والسياسات النقدية، ط1، جامعة الملك عبد العزيز، جدة 2014م، ص208.

- رفض فكرة ثبات حجم الإنتاج في معادلة التبادل.
- اهتم النقديون بجانب عرض النقود كون أن الطلب على النقود يتمتع بالثبات النسبي.
- يرى النقديون بأن التضخم ظاهرة نقدية يحددها عرض النقود بالنسبة لنمو الناتج¹.
- الاهتمام بالسياسة النقدية والإجراءات الائتمانية على عكس الكينزيين الذين أولوا اهتمام بالغ بالسياسة المالية في إدارة النشاط الاقتصادي².

فبالإضافة إلى ما سبق ذكره يرى فريدمان أن هناك أشكالاً مختلفة إلى جانب النقود تعبر عن الثروة تتمثل في الأسهم والسندات والسلع، واستناداً إلى الفرضيات السابقة يعبر عن دالة الطلب على النقود كما يلي³:

$$\frac{M_d}{p} = f \left(R_b, Re, \left(\frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt} \right), W, \frac{y}{r}, u \right) \dots \dots \dots (6)$$

$\frac{M_d}{p}$: الطلب على النقود على شكل أرصدة نقدية.

R_b : سعر الفائدة على السندات.

Re : عائد الأسهم.

$\frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}$: معدل التغير في الأسعار.

W : النسبة بين الثروة البشرية وغير البشرية.

$\frac{y}{r}$: الدخل الدائم الحقيقي.

u : الأذواق والتفضيلات.

يرى فريدمان الدخل الدائم ممثلاً في y/p كمتغير مستقل له الأثر الإيجابي الوحيد من بين المتغيرات المستقلة الأخرى على الأرصدة النقدية الحقيقية M_d/p كون y/p يتميز بالاستقرار

¹- جمعي سميرة، محددات الطلب على النقود في الجزائر دراسة قياسية باستخدام نماذج الانحدار الذاتي خلال فترة 1970-2016م، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد 2018/2017، ص 53. و

² - علي كنعان، النقود والصيرفة والسياسة النقدية، جامعة دمشق، دمشق 2010م، ص 118.

³ -Milton Friedman, studies in the quantity of theory of money, Chicago university 1956, p 5.

على المدى الطويل وبما أن الهدف من وراء اقتناء أشكال الثروة الأخرى كالأسهم والسندات والسلع هو تحصيل أكبر عائد ممكن من خلالها فالعلاقة تكون عكسية مع الطلب على النقود وقد حدد شكل العائد لمختلف مكونات الثروة لدى الأفراد، التغير في الاسعار يمثل العائد المتوقع لقيمة السلع والخدمات، كمية معدل العائد على الأسهم فهو يبنى على معدل الفائدة على السندات، وكون الدخل في مجمله هو نتاج الخبرات البشرية، فالأفراد عادة ما يفضلون السيولة عن الأرصة النقدية.

ب- محددات الطلب على النقود عند النقديين¹:

يتحدث الطلب عن النقود عند المدرسة النقدية وفق المتغيرات المستقلة والتي تتمثل في:

- الثروة الكلية: تعتبر المحدد الرئيسي الطلب على النقود لدى فريدمان، حيث تتكون من النقود والسندات والاسهم بالإضافة إلى الأصول الطبيعية وكذا رأس المال البشري، فالثروة لدى النقديين ما هي إلا القيمة الحالية للدخل الحقيقي كعوائد أو كفوائد فإذا كان y يمثل دخل تلك العوائد فإنه يمكننا استخدام معدل الفائدة للتعبير عن تدفقات تلك الثروة¹:

$$w = \frac{y}{r} \dots \dots \dots (7)$$

- ترتيب الأفضليات: توجد هناك اعتبارات وتفضيلات معينة تؤثر على خيارات الفرد من حيث توظيف ثروته إلى جانب العائد المتوقع، هذه الأولويات والأفضليات يرمز لها فريدمان بالرمز (u) في دالة الطلب على النقود، فهي قد تفرض أحيانا توجه معيناً تتخذه العناصر الاقتصادية بعيداً عن المعايير الكمية وفق ما يسمى بترتيب الأفضليات الذي يعتبر إحياء للطرح الكلاسيكي².

1-Milton Friedman, op.cit, p 2-3.

² -جمعي سميرة، مناقر نور الدين، قارة إبراهيم، دراسة قياسية لاستقرار دلة الطلب على النقود في الجزائر خير الفترة 1970-2014م، ص4.

- تكلفة الاحتفاظ بالنقود: يتوقف تفضيل العناصر الاقتصادية الاحتفاظ بالنقود كأصل بديل بمختلف أشكال الثروة الأخرى ويقصد بذلك الأسهم والسندات والأصول على حسب حجم المنفعة الذي يحدده العائد المتوقع سواء كان سعر فائدة أو أرباح سنوية أو تدفقات إيجار عقارية¹.

ت- عوائد الثروة عند فريدمان:

حدد ميلتون فريدمان خمسة أشكال مكونات للثروة يمكن للعنصر الاقتصادي يحتفظ بها ويعظم بها منفعته ممثلة في النقود الأصول النقدية السندات الأصول المالية وبيع مادية وكذلك رأس المال البشري.

- عائد النقود:

يعتبر سعر الفائدة عائداً للنقود في حال إيداعها لكن العائد الحقيقي لها يكمن في مدى الراحة التي يحظى بها حائزها فهو منفعة غير نقدية فإذا كان حسب فريدمان²:

$$R = \pi + r \dots \dots \dots (8)$$

حيث:

R : سعر الفائدة الاسمي.

r : سعر الفائدة الحقيقي.

Π : معدل التضخم.

- عائد السندات:

¹ -Milton Friedman, op.cit, p3-4.

² Macroeconomic Theory dynamic general equilibrium approach, Michael Wickens, Princeton university press, New Jersey, 20 08, p 217.

تعد السندات من الأصول النقدية التي تتميز بعائد ثابت وهو سعر الفائدة وسعر متغير يسمى بسعر السند (p_0) ، فالعلاقة بين سعر السند وسعر الفائدة هي علاقة عكسية تكون على الشكل التالي¹:

$$P_0 = \frac{1}{r_0} \dots \dots \dots (9)$$

$$\frac{d(P_0(t)/Re(0))}{dt} = \frac{1}{P_0(0)} \cdot \frac{dP_0(t)}{dt} \dots \dots \dots (10)$$

$$r_0 + \left(\frac{1}{P_0(0)} \right) \frac{dp_0(t)}{dt} \dots \dots \dots (11)$$

$$r_0 + \frac{1}{1/r_0(0)} \cdot \frac{d\left(\frac{1}{r} 0(t)\right)}{dt} \dots \dots \dots (12)$$

بالاشتقاق تحصل على

$$r_0(0) - \frac{n(0)}{r_0(t)} - \frac{dr_0(t)}{dt} \dots \dots \dots (13)$$

$$r_0 - \frac{1}{r_0} \frac{dr_0}{dr} \dots \dots \dots (14)$$

العلاقة الأخيرة تمثل مقدار الاحتفاظ بوحدة واحدة من الثروة على شكل سندات في حالة ثبات أسعار السندات يكون العائد المحصل عليه هو العائد الاسمي فقط r_0 .

- عائد السهم:

يعد السهم حق في دخل أي عائد دائم معبر عنه بقيمة حقيقية²، يأخذ ثلاث أشكال نذكرها:

-العائد الاسمي المفروض على الأصل المالي.

-التغيرات في العائد الناتجة عن التغيرات السعرية لتلك الأصول المالية.

¹ -Dominique Labarthe, analyse monétaire, Edition Dunod, France 1980, p 118.

² -Richard Thon, théorie monétaire, contribution hé à la pensée contemporaine, Edition. Dunon, Paris, p 73.

-التغير في السعر الاسمي للسهم عبر الزمن المتوقع حصوله جراء التغير في معدل الفائدة أو مستوى الأسعار .

نأخذ ra كمعدل فائدة متعلق بالسهم في السوق

$$p = 1/r_a \dots \dots \dots (15)$$

إذا لم يكن هناك تغير في السعر فان السهم يحقق عائدا مقداره وحدة نقدية واحدة

$$\frac{p(t)}{p(0)} \cdot 1 \text{ أي } 1/r_a = 1 \text{ يعبر عنها ب:}$$

فاذا كان هناك تغير في قيمة السهم يصبح لدينا¹:

$$\frac{p(t)}{p(0)} \cdot \frac{1}{ra(t)} = 1 \dots \dots \dots (16)$$

$$\begin{aligned} & ra(0) \cdot \frac{p(t)}{p(0)} + \frac{ra(0)}{p(0)} \cdot \frac{d \left[\frac{p(t)}{ra(t)} \right]}{dt} = \\ & ra(0) \cdot \frac{p(t)}{p(0)} + \frac{ra(0)}{ra(t)} \cdot \frac{1}{p(0)} \cdot \left(-\frac{p(t)}{p(0)} \cdot \frac{ra(0)}{ra^2} \cdot \frac{dra(t)}{dt} \right) \dots \dots \dots (17) \end{aligned}$$

العلاقة الأخيرة تمثل العائد الحقيقي المتحصل عليه عند الاحتفاظ بوحدة نقدية واحدة من الثروة على الشكل أسهم.

$$ra + \frac{1}{p} \cdot \frac{dp}{dt} - \frac{1}{ra} \cdot \frac{dra}{dt} \dots \dots \dots (18)$$

- عائد الأصول الحقيقية²:

ترتبط الأصول العينية أي المادية ارتباطا وثيقا بتغير الأسعار أي التغير في معدلات التضخم، حيث ينظر إلى العائد الاسمي لهاته الأصول بمقدار ارتفاع أو انخفاض قيمتها المقدرة بالنقود وتأتي على الشكل:

¹ -Milton Friedman, op.cit, p6-7.

² - Richard Thon , , op.cit, p 73.

$$r = \frac{1}{p} \cdot \frac{dp}{dt} \dots \dots \dots (19)$$

5.2.2 النظريات الحديثة المفسرة لظاهرة التضخم:

ساهمت ظاهرة التضخم الركودي في تغيير النظرة للطرح الذي جاء به كينز، حيث ظهرت مدارس جديدة اقترابات تباينت فيما بينها واختلفت مع الفكر الكينزي الذي أول اهتماما بالغا بجانب الطلب الفعال في تفسيره لظاهرة التضخم ومن أبرز هذه النظريات نذكر:

أ-نظرية التوقعات الرشيدة:

تبنى هذه النظرية المسماة بنظرية التوقعات العقلانية أو الرشيدة على مبدأ التوقع من منطلق أن الأحداث في المستقبل تشبه لحد ما وقع في الماضي، فالنموذج الناتج عن عمليات التقدير ما هو إلا محصلة لإحلال قيم مفترضة محل جميع المتغيرات داخل النموذج لإعطاء قيمة وسطى للمتغير المستهدف ضمن مجال محدد مسبقا وذلك انطلاقا من فرض¹:

- تطابق النموذج المختار مع واقع الظاهرة المدروسة.
 - ثبات مختلف الشروط داخل الوسط المحيط بالظاهرة المستهدفة.
- كما أن التوقع يختلف عن عملية التنبؤ كون من الأول يهتم بدراسة متغيرات كمية كعدد السكان مستوى الأسعار ومعدل التضخم وهي متغيرات لا تتسم بالتغير الطارئ، بل تسبقها مقدمات وظروف تمهد لها، أما التنبؤ فعادة ما يكون لأحداث فجائية وفق متغيرات كيفية كالتغير في الطقس والزلازل مثلا.

فأول من تحدث عن التوقعات الرشيدة كان (J. Tinbergen) سنة 1930م وفق طرحه نموذج السياسة الاقتصادية إلا أن النظرية في شكلها الحالي كانت نتيجة لعمل

¹John Muth, rational expectation, and the Theory of price movements, Econometrica, 1961, p 316.

(J. Muth) في بحثه المعنون بـ rational expectation and the Theory of Price

movements. فلقد توصل إلى استنتاجين أساسيين¹:

- ان الاعتماد على النماذج الدقيقة والمفصلة يعطي متوسط توقعات دقيق لأي صناعة مهما كان التباين والاختلاف بين مكوناتها.

- إن التوقعات والنتائج المحصل عليها تقلل بشكل عام من مدى التغيرات التي تحدث على أرض الواقع.

فما ذكر كان تحصيلا لجملة من الافتراضات نذكرها²:

- التقلبات العشوائية موزعة توزيعا طبيعيا.

- وجود مكافئات يقينية لمختلف المتغيرات المراد توقعها بمعنى وجود معطيات مسبقة على الظاهرة محل الدراسة.

- مختلف المعادلات المعتمدة في صياغة التوقعات هي معادلات ذات طبيعة خطية.

فعموما لم ينتشر استخدام هذه النظرية إلا بعد ما جاءت إسهامات كل من لوكاس (lucas) وسارجنت (Sargent) وبارو (Barro) خلال 1972م-1977م، حيث أشار لوكاس إلى أن السياسة الاقتصادية يجب عليها أن تأخذ الواقع المعاش كمنطلق لها مع الأخذ بعين الاعتبار توجهات الأفراد ومختلف المتعاملين الاقتصاديين كونهم يتمتعون بالرشادة والعقلانية التي تمكنهم من التحوط للظروف المستقبلية وبالتالي تعظيم أرباحهم والتقليل من خسائرهم.

وعموما يمكن صياغة نموذج التوقعات الرشيدة على افتراض أن الأفراد يأخذون كل المعلومات المتاحة لديهم بالحسبان عند تشكيل توقعاتهم مع الأخذ بعين الاعتبار الأحداث غير المتوقعة وهذا ما يحملهم على الخطأ إلا أنهم سرعان ما يعملون على تقادي تلك

¹- John Muth, op.cit, p 316.

²- John Muth, op.cit, p 318.

الأخطاء، فالتوقعات العقلانية تكون على مستويين، مستوى ضعيف لا يشترط فيه قيود عند استخدام المعلومة المتوفرة ومستوى آخر قوي يتم وضع قيود على استخدام المعلومة¹.

يمكن تلخيص النموذج الرياضي للتوقعات العقلانية على الشكل التالي²:

$$P_t^e = E(P_t / \Omega_{t-1}) \dots \dots \dots (20)$$

P_t^e : القيمة المتوقعة للتضخم خلال الفترة (t) بواسطة الوحدات الاقتصادية خلال الفترة (t-1).
1.)

$E(P_t / \Omega_{t-1})$: التوقع الشرطي لمعدل التضخم للفترة (t) بناء على مجموعة المعلومات المتاحة خلال الفترة (t-1).

كما أن الأمل الرياضي مقدر غير متحيز لمعدل التضخم، فالتعبارة المعممة لنموذج التوقعات الرشيدة خلال الفترة (t+1) تكون:

$$P_{t+1}^e = E(P_{t+i} / \Omega_{t+i-1}) \dots \dots \dots (21)$$

ب- نظرية اقتصاديات جانب العرض:

ظهر هذا التوجه في بداية عقد الثمانينات، حيث أكد على ضرورة التركيز على العمل والادخار والحد من توسع السياسة المالية وذلك من خلال إجراء تخفيضات كبيرة على المعدلات الضريبية المفروضة على الأفراد والكيانات الاقتصادية المنتجة، فجوهر النظرية يركز على فكرة مفادها أن للمعدلات الضريبية أثر سلبي على الإنتاجية وجهود العمل لذا وجب أن يمس هذا التخفيض بالأساس الأفراد والكيانات التي ستزيد من ادخارها نتيجة لذلك، وبالتالي استثمارها بالتركيز على طبقة الأثرياء مع عدم إي إهمال مساهمة طبقة العمال التي يبقى تأثيرها متواضع³، تبنى هذا التوجه مجموعة من السياسيين نذكر منهم الرئيس الأمريكي

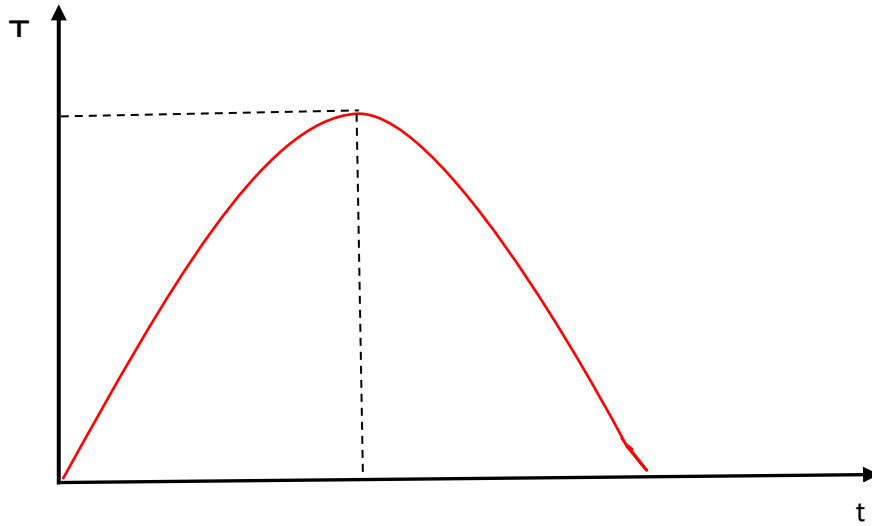
¹ -نبيل مهدي الجناي، التوقعات العقلانية المدخل الحديث لنظرية الاقتصاد الكلي، ط1، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان 2016م، ص 97.

² -سعيد هتهات، النماذج القياسية ظاهرة التضخم في الجزائر باستخدام نماذج Arch للفترة 1990-2020م، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة تخصص دراسات اقتصادية، جامعة قاصدي مرباح 2021/2020. و

³ supply side economics growth versus income distribution, Kenneth p. Jameson, Tyler and Francis. ltd 1980, p 30.

دونالد ريغان وكذلك رئيسة الحكومة البريطانية مارغريت تاتشر، فلقد تبني الرئيس الأمريكي جملة من الإجراءات تمثلت في تخفيضات ضريبية محفزة للادخار والاستثمار بالإضافة إلى تخفيض الإنفاق الحكومي الموجه لاستثمارات القطاع الخاص واعتماد المكافئ الذهبي للدولار قصد الحد من موجة التضخم، وعلى الرغم من تعدد الإجراءات المسطرة للإدارة الأمريكية إلا أنها ركزت في مجمل الأمر على تقديم حوافز حقيقية تشجع على التوسع في العمل والاستثمار والادخار¹.

الشكل (8): منحنى لا فر



المصدر : the double peaked shape of laffer curve in the case of inverted shaped labour supply

curve, mathematics, edition Massimiliano Ferrara 2022, P 19.

لدينا الشكل (8) الموضح لمنحنى لا فر الذي يوضح العلاقة بين العائد الضريبي كمتغير تابع ويرمز له بالرمز T لمعدل الضريبة كمتغير مستقل مؤثر على T ويرمز له بالرمز t ². ولتوضيح المفهوم أكثر نأخذ العبارة التالية³:

¹ -عبد الكريم أحمد قندوز، اقتصاديات جانب العرض أثر لا فر وين مبدأ "الضريبة تقتل الضريبة" دخل للإصلاحات الضريبية بالدول العربية، موجز السياسات، العدد 22 ديسمبر 2021 صندوق النقد العربي، ص 2.

² ANON-singular peaked Laffer curve debunking the traditional Laffer curve, Uriel spiegel and Joseph Templeman, American economist VOL48, 2004, p 63.

³ -V. canto, d. Jones, q. laffer, supply side economic theory and evidence, London academic press 1983, p 2.

$$Q = k^\alpha \cdot L^{1-\alpha} \dots \dots \dots (22)$$

Q : مجمل السلع داخل السوق.

α : مرونة رأس المال k .

$1 - \alpha$: مرونة العمل.

K : رأس المال.

L : عنصر العمل.

ولدينا:¹

$$w^* = w(1 - t_L) \dots \dots \dots (23)$$

$$R^* = R(1 - t_K) \dots \dots \dots (24)$$

t_L : معدل الضريبة على عنصر العمل.

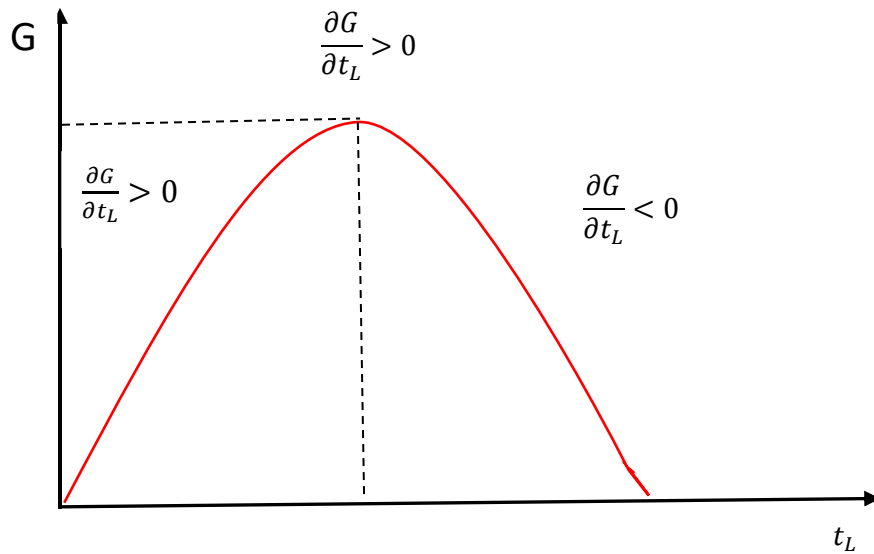
t_K : معدل الضريبة على عنصر رأس المال.

w^* : العائد الضريبي على عنصر العمل.

R^* : العائد الضريبي على عنصر رأس المال.

$$G = Q[(1 - \alpha)t_L + \alpha t_K] \dots \dots \dots (25)$$

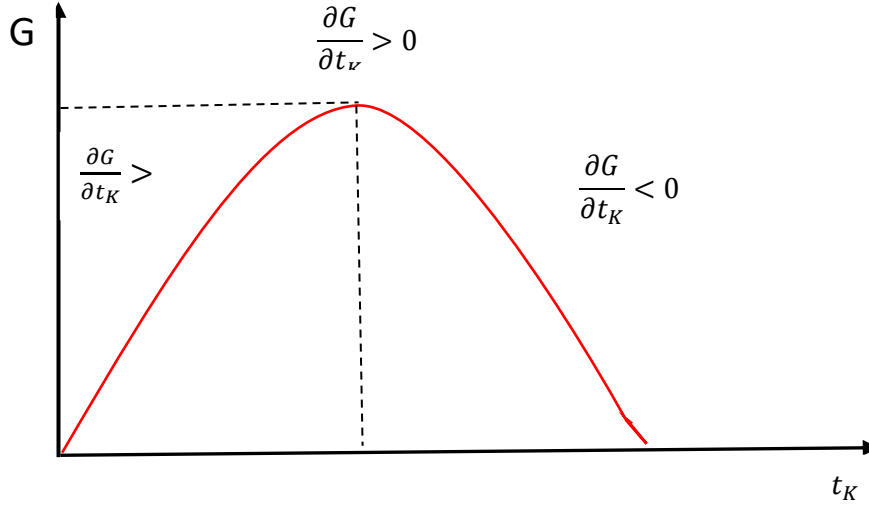
الشكل (9): منحنى لافر الإيرادات الحكومية بدلالة الضريبة على عنصر العمل



¹- V. canto, d. Jones, q. laffer, op.cit, p 2.

المصدر: V. Canto, d. Jones, q. Laffer, op.cit, p 9.

الشكل 10: منحنى لافر الإيرادات الحكومية بدلالة الضريبة على عنصر رأس المال



المصدر: V. Canto, d. Jones, q. Laffer, op.cit, p 9.

يمثل الشكلين السابقين منحنى دالة الإيرادات الحكومية كمتغير تابع للمتغير المستقل الممثل في الضريبة على عنصر في العمل للشكل الأول والإيرادات الحكومية كتابع للمتغير المستقل لرأس المال في الشكل الثاني، فالملاحظ في كليهما أن اتجاه المنحنى يكون تصاعدياً إلى غاية بلوغ القيمة العظمى المحددة بالنهاية الحدية للمشتقة الأولى حيث إن:

-المشتقة الجزئية الأولى ذات إشارة موجبة بمعنى أن المنحنى في تزايد.

-انعدام المشتقة الجزئية الأولى يعبر عن النهاية الحدية المنحنى.

-المشتقة الجزئية ذات إشارة سالبة بمعنى أن المنحنى في تناقص.

فعموماً من خلال الشكلين السابقين يتضح لنا منحنى الإيرادات الحكومية المعبرة عنه بـ G مقسم إلى قسمين، القسم الأول يعبر عن العلاقة الطردية بين رفع معدل الضريبة على كل من عنصر العمل L وعنصر رأس المال K أي كلما زاد المعدل المفروض كلما ارتفعت الجباية الحكومية وقسم ثاني يعبر عن العلاقة العكسية بين G و معدل الضريبة المفروضة t على كل من عنصر العمل L و عنصر رأس المال K ، فالخلاصة تكون الإيرادات الحكومية في

معدلاتها العليا إذا كانت المستويات الخاصة الضرائب المفروضة ذات معدلات متدنية على كل من الأجور والثروة والعكس تنخفض الإيرادات إذا كانت المعدلات الضريبية ذات مستويات مرتفعة.

6.2.2 تقسيمات التضخم:

ويخضع تقسيم التضخم إلى مجموعة من الأسس نذكرها¹:

أ- على أساس سرعة زيادة الاسعار:

يعتمد هذا الاساس على معدل زيادة الأسعار سنويا فإذا كانت:

- الزيادة أقل من 3% يطلق عليه تسمية التضخم الزاحف، تكمن خطورته عند استمراره لفترات زمنية طويلة.
- الزيادة بأقل من 40% خلال مدة زمنية 10 سنوات يسمى بالتضخم السائر.
- الزيادة بأكثر من 100% خلال مدة زمنية 10 سنوات يدعى هذه الحالة بالتضخم الجاري.
- الزيادة بأكثر من 100% وهو أن الأسعار تتغير تبعا لكل لحظة وليس لها حدود في ذلك، في هذه الحالة يدعى بظاهرة التضخم الجامح.

ب- على أساس التأثير على المعروض النقدي²:

ينقسم التضخم إلى:

- تضخم الدخل: وذلك عند رفع الدخل النقدي بكمية أكبر من الدخل الحقيقي وهذا كنتيجة لرفع كمية المعروض النقدي.

¹ - سعيد سامي العجلوني، محمد محمود الحلاق، النقود والبنوك والعمليات المصرفية دار اليازوري للنشر والتوزيع عمان 2010، ص 25.

² - سعيد سامي العجلوني، محمد محمود الحلاق، مرجع سبق ذكره، ص 25.

- تضخم التكاليف: يحدث هذا النوع من التضخم عند ارتفاع التكاليف الحدية للإنتاج وخاصة تلك المتعلقة باجر العمال، فرفع الدخل النقدي للعمال بنسبة أكبر من الدخل الحقيقي لامحالة سيرفع من تكلفة الإنتاج وبالتالي ارتفاع الأسعار.
- تضخم العجز:
- لجوء الحكومات إلى ما يعرف بآلية التمويل غير التقليدي من خلال الإصدار النقدي لتغطية نفقاتها، ما يرفع من معدل الدخل النقدي للأفراد وهذا ما يخلق تضخماً.
- التضخم الهارب:
- عند حدوث انخفاض غير مسبوق لقيمة العملة، يحدث ما يعرف بهروب العملة أي ظاهرة الدولار وهذا كنتيجة للعجز الحكومي المتكرر والانخفاض الكبير للعملة أو سعر الصرف والتوجه نحو إحلال عملة أجنبية لتسهيل المبادلات.

ج- على أساس الوضع السياسي¹:

ينقسم التضخم وفق هذا المفهوم إلى:

- تضخم الحرب: ففي حالة الحرب تلجأ الحكومات إلى رفع إنفاقها على السلع والخدمات وتعبئتها كنتيجة لهذا الوضع ينخفض المعروض من السلع والخدمات وبالتالي زيادة الطلب عليها وارتفاع أثمانها.
- تضخم ما بعد الحرب: رفع الضرائب والرسوم المفروضة أثناء الحرب ينتج عنه ارتفاع في مداخيل الأفراد، وبالتالي ارتفاع الطلب مقابل العرض مما يرفع الأسعار.

7.2.2 أثر التضخم على عوائد الأسهم:

يعد التضخم من أهم المشكلات، بل وأبرزها التي تؤدي إلى وضع غير مستقر وظهور اختلالات داخل الاقتصاد، فهو يؤثر على كل المتغيرات الاقتصادية من الناتج الاستثمار والادخار انطلاقاً من كونه ظاهرة مرتبطة أساساً بقيمة النقود، فعادة ما يقوم مختلف الأفراد والكيانات

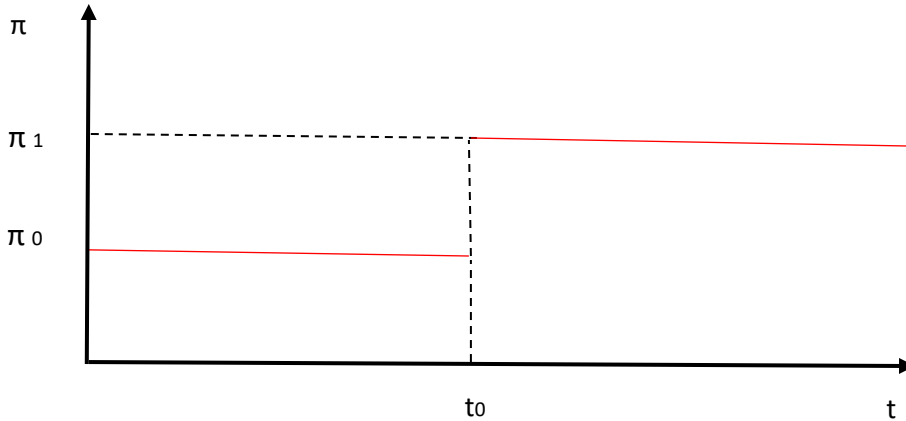
الاقتصادية إلى التحوط من تداعياته باقتناء مختلف السلع المعمرة والمعادن الثمينة وكذا العملات ذات القيمة المرتفعة والمستقرة نسبيا وأيضا مختلف الأصول المالية كالأسهم والسندات.

وباعتبار الأسهم خيار مطروح لدى مختلف الأفراد للتحوط من هذه الظاهرة حيث يتخذ قرار الاستثمار فيها بناء على المعلومات المتاحة لديهم الكمية منها ونقصد بذلك معدل الفائدة، الرقم القياسي للأسعار، أسعار الطاقة وكذا معدل التضخم وأخرى كيفية كالأزمات، الأوضاع السياسية، الكوارث الطبيعية وغيرها، ها ولعل تأثر الأسهم بمعدلات التضخم ترجمته العديد من الفرضيات نذكر منها:

أ-فرضية تأثير الضريبة¹:

جاء هذا الفرض بناء على الدراسة التي قام بها "Martin Feldstein" لتحديد تأثير التضخم على أسعار الأسهم في ظل الضرائب المفروضة على دخل الشركات وكذلك الاهتلاكات ومختلف الضرائب المستحقة على الأرباح الرأسمالية، فالاهتلاك يفرض انطلاقا من التكلفة التاريخية بعيدا عن معدل التضخم وهذا ما يرفع الأرباح الخاضعة للضريبة الموزعة على المساهمين بعد استبعاد الضريبة وبالتالي يرتفع سعر سهم الشركة كما افترض "Martin Feldstein".

الشكل (11): معدلات التضخم

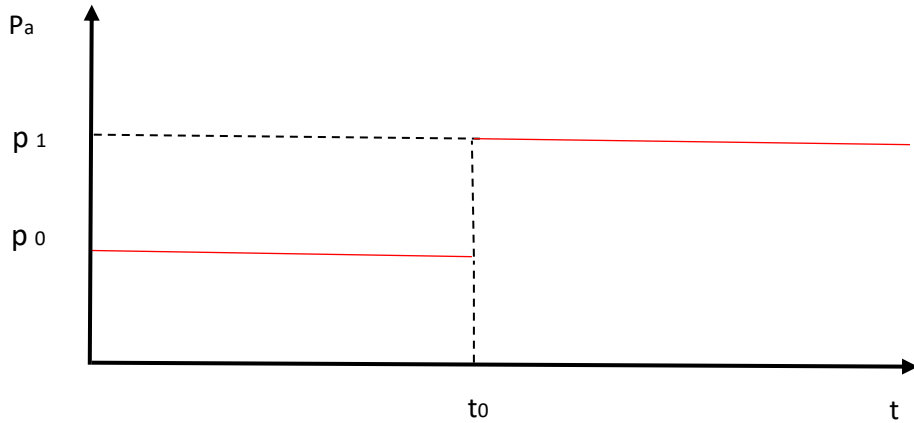


المصدر: Martin Feldstein, op.cit, p 187.

¹ -Martin Feldstein, inflation and stock markets, city Chicago press, Chicago 1983, p 187.

يعبر الشكل (11) عن التغيرات في مستويات التضخم، فلاحظ انتقال المنحنى من المستوى π_0 إلى المستوى π_1 استجابة لمختلف الإجراءات النقدية والمالية التي اعتمدتها كل من الحكومة والسلطة النقدية عند ذلك عند اللحظة t_0 .

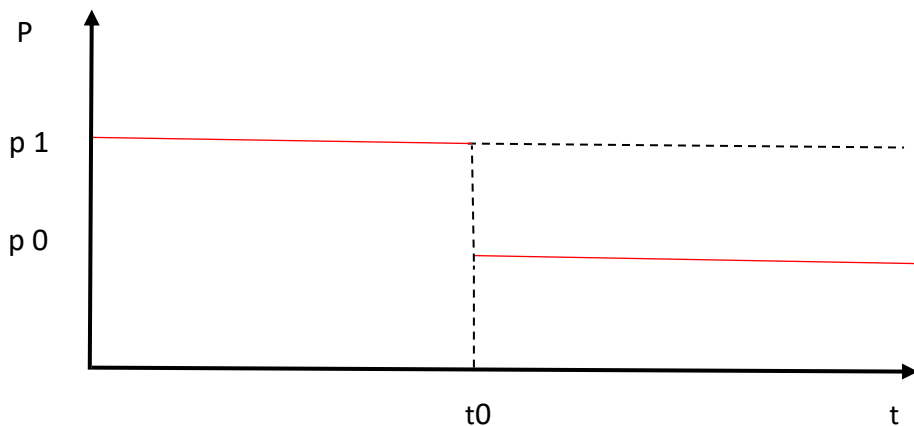
الشكل (12): التغير في سعر السهم بعد فرض الضريبة



المصدر: Martin Feldstein, op.cit, p 187.

الشكل 12 يمثل تزايد أسعار الأسهم في ظل ارتفاع معدل التضخم من π_0 إلى π_1 وفرض ضريبة من قبل السلطات المالية عند ذلك عند اللحظة t_0 .

الشكل (13): التغير في سعر السهم قبل فرض الضريبة



المصدر: Martin Feldstein, op.cit, p 187.

الشكل 13 يمثل الانخفاض في أسعار الأسهم في ظل ارتفاع معدل التضخم من π_0 إلى π_1 مع فرض ضريبة عند ذلك عند اللحظة t_0 .

ولتوضيح ما سبق افترض "Feldstein" حالتين هما:

- الحالة الأولى¹:

عدم وجود التضخم حيث تبني هذه الحالة على مجموعة من الافتراضات هي:

- عدم وجود ديون على الشركة.

- توزيع كل الأرباح على المساهمين.

- لا يوجد تضخم في الاقتصاد.

- ثبات قيمة السهم.

وعلى اعتبار ربحية السهم ساكنة أي غير ديناميكية فإن صافي الأرباح يكون كالتالي²:

$$(1 - \theta)(1 - t)\rho \dots \dots \dots (26)$$

θ : ضريبة فردية على الأرباح.

ρ : الناتج الحدي لرأس المال.

t : ضريبة على دخل الشركات.

$(1 - t)\rho$: ربحية السهم.

أما في حالة الاستثمار في أسهم معينة تتفاوت درجة خطورتها يرتفع العائد باحتساب تلك

المخاطر، وتكون العبارة:

$$((1 - \theta)(1 - t)\rho/Q = (1 - \theta)r + \delta \dots \dots \dots (27)$$

$$\frac{(1 - \theta)(1 - t)\rho}{(1 - \theta)r + \delta} = Q \dots \dots \dots (28)$$

¹ - Martin Feldstein, op.cit, p 187.

² - Martin Feldstein, op.cit, p 189.

Q : سعر السهم.

r : معدل الفائدة على سندات الخزينة الخالية من المخاطر.

δ : علاوة الخطر.

-الحالة الثانية¹:

إذا وجد التضخم فيجب أن يكون هناك سعر جديد للسهم الواحد بناء على إعادة احتساب كل من صافي أرباح السهم ومعدل الفائدة الحقيقي من كون أن كل ارتفاع في معدل التضخم ما هو إلا ارتفاع للأسعار خلال الزمن، وكما نعلم فالطرق المعتمدة لاحتساب الاهتلاك تعتمد على القيمة التاريخية التي عادة ما تكون متدنية بما يرفع الأرباح الخاضعة للضريبة وعلى عكس ذلك تنخفض الأرباح الصافية الحقيقية الخاضعة لضريبة الدخل على الشركة، ولقد جاء هذا موضحاً من خلال العبارة التالية:

$$(1 - t)\rho - \lambda\pi \dots \dots \dots (29)$$

λ : وحدة انخفاض صافي أرباح الشركات مقابل كل زيادة نقطة مئوية واحدة في معدل التضخم.
 π : معدل التضخم.

$$(1 - \theta)(1 - t)\rho - \lambda\pi \dots \dots \dots (30)$$

المعادلة (30) تعبر عن العائد الصافي للاستثمار.

أما في حالة بيع المستثمر للسهم فتكون الأرباح على الشكل:

$$(1 - \theta)[(1 - t)\rho - \lambda\pi] - c\pi Q \dots \dots \dots (31)$$

$c\pi Q$: العبء الإضافي الناجم عن فرض ضريبة على مكاسب رأس المال.

أي أن أي زيادة ولو تكون بنسبة طفيفة على π ستخفض من صافي الأرباح الحقيقية للمستثمر وتكون على الشكل:

$$(1 - \theta)\lambda + cQ \dots \dots \dots (32)$$

¹ - Martin Feldstein, op.cit, p 190

مع العلم أن تأثير التضخم يتوقف على مدى استجابة معدل الفائدة الاسمي لمعدله وفق العلاقة التالية:

$$(33) \dots \dots \dots (1 - \theta)r - \pi$$

فبناءً على ما سبق فإن الارتفاع في معدل التضخم يدفع بأرباح الشركات إلى الانخفاض كون أن تقييد اهتلاكها يكون على أساس تاريخي، مما يؤثر سلباً على الأرباح الموزعة على حملة الأسهم ما يدفع إلى انخفاض أسعارها وكذلك تأثير الضرائب المحصلة المفروضة على عمليات بيع تلك الأسهم.

ب- نموذج FED:

يفترض النموذج المساواة بين العوائد المحصلة في سوق الأسهم E/p مع عوائد سندات الخزانة الأمريكية لمدة 10 سنوات y حسب:

$$(34) \dots \dots \dots E/p = y$$

فوفقاً لهذا النموذج تكون الأسهم ذات الأسعار المقومة بأقل من قيمتها أكثر جاذبية من تلك الأسهم المقومة بأكثر من قيمتها أما في حالة الأسهم المعبر عنها بقيمتها الحقيقية، فالمبدأ هنا يقوم على المفاضلة بين الأسهم والسندات إلا أنه يشترط تجانس هذين الأصلين الماليين على الرغم من اختلاف طبيعتهما والتفاوت بين مخاطرهما. إلا أن القرار لدى المستثمر لا ينظر إلى طبيعة كل منهما بقدر ما يركز على الميزة التنافسية التي يتميزان بها والمتمثلة في العائد لكليهما، فتأثير معدل التضخم على عوائد الأسهم يكون بنسبة أكبر مقارنة بتأثيره على عوائد السندات ويمكننا توضيح ذلك:

لدينا عبارة "Gordon model"¹:

$$(35) \dots \dots \dots \frac{D_t}{p_{t-1}} = R - G$$

¹ - Campbell, John Y., Tuomo Vuolteenaho. 2004. Inflation illusion and stock prices. American Economic Review 94.p 3.

R : معدل الخصم طويل الأجل.

G : معدل نمو الأرباح طويل الأجل.

$\frac{D_t}{p_{t-1}}$: التوزيعات الحالية D عند اللحظة t لسعر السهم p عند t-1.

فانطلاقاً من العبارة السابقة يمكننا حساب عائد السهم حسب FED¹ كما يلي:

$$E(Rs) = \text{payratio} (E/P) + G - \pi \dots \dots (36)$$

بافتراض ثبات نسبة توزيع الأرباح $\text{payratio} = 1/2$ و π معدل التضخم تصبح العلاقة (36) على الشكل:

$$E(Rs) = 1/2 (E/P) + G - \pi \dots \dots (37)$$

فمن خلال العلاقة السابقة يظهر مدى ارتباط عائد السهم بمعدل التضخم فعادة ما يتجنب المستثمرون حيازة الأسهم خلال فترة الاضطرابات الاقتصادية وخاصة إذا كان هناك توقعات بارتفاع كبير في معدل التضخم، لذا فعنصر المفاضلة بين الأسهم والسندات مرده إلى حجم العائد المتوقع بالأساس وحجم المخاطر.

فخلاصة القول يقترح نموذج FED أن معدل الخصم على السندات هو نفسه العائد على الأسهم بالإضافة لعلاوة المخاطرة الخاصة بالأسهم.

ج-فرضية "FAMA" PROXY:

قدم الاقتصادي فاما آلية تبني على العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم². فزيادة مستوى الإنتاج حسب النموذج يؤدي إلى زيادة الطلب على النقود مما يدفع بالسلطة النقدية إلى الحد من المعروض النقدي والعكس في حالة انخفاض النشاط الإنتاجي حيث ينخفض معه الطلب على النقود ما يدفع بالسلطة النقدية إلى زيادة المعروض النقدي، فالحد من زيادة المعروض

¹ -Clifford Asness, fight the fed model, the journal of portfolio management, vol 30 2003, p 5.

² - احمد حسين البتال، سراب عبد الكريم مطر، أثر التضخم على عوائد أسهم قطاعات سوق العراق للأوراق المالية تحليل نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاءات الموزعة للمدة 2005-2015، ص 97.

النقدي يخفض معدل التضخم وهذا ما يتناسب عكسيا مع عوائد الأسهم. حيث اقترح فاما استخدام معدلات الفائدة الخاصة بأذونات الخزانة ويقصد بها معدلات الفائدة قصيرة الأجل¹:

$$I_t = -ER_{t-1} + TB_{t-1} + \eta_t \dots \dots (38)$$

I_t : معدل التضخم.

ER_{t-1} : العائد الحقيقي المتوقع خلال الفترة t.

η_t : معدل التضخم غير المتوقع.

TB_{t-1} : معدل الفائدة الاسمي للفترة t-1.

فخلاصة فرض العلاقة غير المباشرة "proxy hypothétise" أن زيادة الإنتاج يرفع من مستوى الطلب على النقود وأسعار الأسهم ومع ثبات معدل النمو في المعروض النقدي ينخفض معدل التضخم فهو يتأثر بمستوى النشاط الإنتاجي على الرغم من ظهوره كمؤثر على عوائد الاسهم².

د- فرضية فيشر:

إن فكرة تحوط المستثمرين من المخاطر الناتجة عن ظاهرة التضخم وتداعياتها على قيمة النقود يرجع إلى الطرح الذي جاء به فيشر في كتابه نظرية الفائدة حيث أشار إلى أن معدل الفائدة الحقيقي له علاقة عكسية مع التضخم³، يمكن صياغة معدل الفائدة بعيدا عن العائد الحقيقي الذي تؤثر عليه عوامل حقيقية أخرى داخل الاقتصاد وفق العبارة التالية اعتمادا على نظرية التوقعات⁴:

$$R_{m_t} = \alpha + \beta \pi_{t+1} + \mu_t \dots \dots (39)$$

² Eugene F. Fama, stock market returns real activity, inflation, and money, American economic review, september1981, p 22.

² -أمينة بودريوة، محمد مالكي، أثر التضخم على عوائد الأسهم في بورصة الجزائر خلال الفترة2008-2018، مجلة مجاميع المعرفة 2019، ص. 81.

³ -Irving fisher, the theory of interest, the Macmillan company, New York 1930, p 399.

⁴ -نبيل مهدي الجنابي، التوقعات العقلانية المدخل الحديث للاقتصاد الكلي، ط1، دار غيداء للنشر والتوزيع ، عمان 2016، ص 237.

وفي ظل طرح فيشر يتوقع أن تكون $\beta = 1$ أي بتعبير آخر أن R_{m_t} يتحرك بشكل مباشر مع معدل التضخم المتوقع فالعائد الاسمي يتناسب طرديا مع معدل التضخم مما يؤثر إيجابيا على أسعار الأسهم وهذا ما يجعل المستثمر يراكم أرباحا تسد العجز في القوة الشرائية لشروته¹.

المبحث الثاني معدل الفائدة

1. ماهية معدل الفائدة

تعددت التعاريف التي تضمنت مفهوم معدل الفائدة ودوره في الاقتصاد الانها اجمالا اتفقت على أنه تكلفة الانتفاع برأس المال لمدة زمنية معينة، ولتفسير ادق يمكننا الاخذ ببعض المفاهيم حولها.

1.1 مفهوم معدل الفائدة:

سعر الفائدة أو ثمن الاقتراض، ويعرف بأنه ذلك المعدل المحسوب على رأس المال الذي يدفعه المقترض لصاحب رأس المال مقابل الانتفاع به خلال فترة زمنية محددة ومتفق عليها². كما يعرف بأنه تلك النسبة المئوية المفروضة من قبل المؤسسات المالية على المقترضين نظير التمويل وكذلك تلك النسبة المدفوعة للمودعين نظير ودائعهم لدى المؤسسات المالية، ويقصد به أيضا السعر الذي تتعامل به البنوك المركزية مع البنوك التجارية لإعادة خصم ما لديها من أوراق مالية وتجارية³. وينقسم معدل الفائدة إلى:

أ- سعر الفائدة (الاسمي، الحقيقي)⁴: ويقصد به السعر المحدد والمعلن الذي يدفعه صاحب العجز المالي لذوي الفائض المالي، وهي مقسمة بدوره إلى سعر فائدة اسمي وسعر فائدة حقيقي الذي ما هو إلا السعر الاسمي مستبعد منه معدل التضخم حسب العبارة التالية:

$$i_r = i_n - \pi \dots \dots \dots (40)$$

i_r : سعر الفائدة الحقيقي.

¹ - أمينة بودريوة، محمد مالكي، مرجع سبق ذكره، ص 81.

² -بنابي فتيحة، علاقة معدل الفائدة بالآزمات المالية، مجلة معارف، ص272، 2016.

³ -صالح خصاونة، مبادئ الاقتصاد الكلي، ط1، دار وائل للنشر، عمان 2000، ص 244.

⁴ -موساوي آمال، جاب الله مصطفى، اظهر السعر الفائدة على التضخم كهدف للسياسة النقدية في الجزائر خلال 1980-و2017م، مجلة العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية، 2019، ص 123.

i_n : سعر الفائدة الاسمي.

π : معدل التضخم.

ب- سعر الفائدة (الدائن، المدين)¹:

1- سعر الفائدة الدائن: يعرف على أنه المكافآت المدفوعة على الودائع الثابتة

وودائع الادخار للمودعين نظير تخليهم عن السيولة النقدية خلال مدة زمنية.

2- سعر الفائدة المدين: التكلفة التي يتحملها المقترض جراء اقتراضه من البنوك

ويحدد وفق المعدل الذي تدفعه البنوك للمقرضين وكذلك على أساس معدل إعادة

الخصم لدى البنك المركزي

2. النظريات المفسرة لسعر الفائدة:

تعددت النظريات التي حاولت تفسير سلوك معدل الفائدة وكيفية تأثيره وتأثره بالمتغيرات

الاقتصادية الأخرى، ومن منطلق كونه شكل من أشكال الأسعار فهو يخضع لقانون العرض

والطلب الذي يحدد السعر التوازني له ولعل من أهم الاقترابات المفسرة له نذكر:

1.2 سعر الفائدة عند الكلاسيك:

ارتبطت النظرية الكلاسيكية بما جاء من إسهامات كل من دافيد ريكاردو، دافيد هيوم، فيشر

وآخرين كثر حيث كان لعامل معدل الفائدة أثر ذو اتجاهين على قرار كل من الادخار والاستثمار،

الادخار دالة متزايدة تتبع معدل الفائدة وعلى العكس فإن الاستثمار دالة متناقصة بدلالة معدل

الفائدة، وكإضافة الطرح جاء ما قدمته معادلة كامبريدج كون النقود لها دور جديد مخزن للقيمة

يوفر قدرا كبيرا من الحرية للأفراد نظير الاحتفاظ بالأرصدة النقدية².

¹ - عادل مختاري، محمد بن البار، أثر تغيرات أسعار الفائدة وحجم الكتلة النقدية على سعر الصرف في الجزائر خلال 1980-2018، مجلة التنظيم والعمل 2021م، ص 51.

² - عفان منال، محددات الطلب على النقود واستقراره في الدول النامية، دراسة حالة مصر، مجلة النهضة 2014، ص 4.

فسعر الفائدة حسب النظرية الكلاسيكية ما هو الا تفاعل يتحدد وفق آلية العرض والطلب، أي أن كل ما يدخر يستثمر في هذا السوق تامة تتمتع بخاصية المنافسة الكاملة التي يتحدد من خلالها سعر الفائدة التوازني¹.

2.2 نظرية الأموال القابلة للإقراض:

أدى تطور أشكال المبادلات وتعقد مختلف المعاملات داخل الأسواق المالية إلى ظهور مجموعة من الاجتهادات عملت على تطوير النظرية التقليدية للنقد، فلقد قامت مجموعة من النظريات وعلى رأسها نظرية الإقراض أو النظرية الكلاسيكية الحديثة من خلال إسهامات وكسل "Wikessel"، فهي تبنى على رؤية لرأس المال على أنه عنصر ثابت من عناصر الإنتاج يمكن زيادته أو تخفيضه في أي لحظة عن طريق الادخار أو الاستهلاك، فلقد ربطت معدل الفائدة بالعمليات التي تتم بين المقرض والمقترض انطلاقاً من اعتبار سعر الفائدة تكلفة تؤثر بشكل مباشر على عوائد الاستثمارات، أي أن هناك علاقة عكسية تجمع بين سعر الفائدة والطلب الاستثماري مما يرفع معدلات البطالة ويؤثر سلباً على حجم الدخل عامة.

أما بالنسبة للأموال الموجهة للادخار وعلاقتها بمعدل الفائدة، نجد أنه كلما ارتفع معدل الفائدة أثر إيجاباً على حجم المدخرات المعدة للإقراض، وعليه يرى وكسل بأنه ينبغي زيادة عرض النقود من قبل المصارف إما بالإصدار النقدي أو من خلال الزيادة في عرض الائتمان الممنوح للاستثمار والتأكيد كذلك على إطالة مدة الائتمان وعدم الاكتفاء بمنحه لفئة خاصة دون غيرها ويقصد بذلك وسطاء الائتمان، وما يلاحظ كفرق بين هذا التوجه وبين النظرية الكمية هو أن اقتراح عملية الإصدار النقدي تتم عبر كامل المصارف عامة². كما فرق ويكسل بين معدل الفائدة كمعدل طبيعي $i(n)$ مرتبطة بفعالية الإنتاج ومعدل آخر نقدي تفرضه البنوك $i(m)$ فإذا كان:

¹ -فلح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب الحديث، عمان 2006م، ص 241.

² -Knut wicksell, lecture in political economy, vol2, Fairfield New Jersey,1977, p 81.

- $i(m) < i(n)$ فإن المؤسسات أو المستثمرين يسعون إلى الرفع من رأسمالهم والتوجه نعم نحو التوسع في الائتمان.

- $i(m) > i(n)$ فإن المؤسسات أو المستثمرين يسعون إلى تخفيض رأسمالهم نتيجة الارتفاع في تكلفة الإقراض.

وهذا وفق ما يعرف بالحركة التراكمية لرأس المال¹. فعمليا إن كانت الحركة التراكمية لرأس المال تتجه نحو الارتفاع نقوم برفع معدل الفائدة النقدي كي نخفض من الطلب على الائتمان وإن كانت الحركة عكس ذلك نقوم بخفض معدل الفائدة النقدي للرفع من الطلب على الائتمان.

3.2 نظرية التوقعات العقلانية:

تقوم النظرية على الطرح الذي مفاده أن معدل الفائدة طويل الأجل ما هو إلا الوسط الحسابي لمعدلات الفائدة القصيرة الأجل المتوقعة للورقة المالية، فإذا كان المعدل الحالي لسعر الفائدة أكبر من المعدل العادي لها فإن الأفراد يتوقعون انخفاض معدل الفائدة في المستقبل وهناك آخرون يتوقعون عكس ذلك فالتغير في معدل الفائدة يخلق توقعات متفاوتة بين التفاؤل والتشاؤم حول وضع السوق مستقبلا مع الأخذ باعتبارات معينة كنوع الأصل أي الورقة المالية مثل سندات قصيرة الأجل في المخاطر القليلة المقارنة بتلك الورقة المالية أو السند الصادرة عن شركة ما حيث تكون المخاطر التشغيلية مرتفعة موازنة مع المخاطر القانونية وكذلك مخاطر السيولة وعدم السداد علاوة على المخاطر التضخمية².

4.2 النظرية الحديثة لأسعار الفائدة:

يقصد بها نموذج هيكس-هانسن "hikes_hansen" أو ما يعرف بنموذج الكينزين الجدد حيث يمزج هذا النموذج بين مختلف العوامل النقدية والحقيقية لتحديد مستوى سعر الفائدة. فعمليا نظرية أسعار الفائدة الحديثة ما هي إلا جمع بين نظرية الأموال القابلة للإقراض ونظرية تفضيل

¹ -Knut wicksell interest and prices, royal economic society, New York 1936, p 117.

² -بن يوسف نوة، مرجع سبق ذكره، ص 230.

السيولة، وأن التوازن في السوقين الحقيقي IS والنقدي LM يتحدد من خلاله سعر الفائدة التوازني حيث:

-سوق السلع والخدمات ويعبر عنه ب IS .

-السوق النقدي ويعبر عنه بالمنحنى LM .

يحدث التوازن الكلي من خلال توازن سوق السلع والخدمات IS وتوازن السوق النقدي LM ، فالجمع بين المنحنيين ينتج عنه نقطة تقاطع تمثل سعر الفائدة التوازني، فالاختلالات الممثلة بيانها سواء بالانتقال يمينا أو يسارا لها تفسيرها، فانتقال IS مرده إلى التأثير بالإجراءات المالية المطبقة سواء كان ذلك عن طريق رفع أو خفض الإنفاق على السلع والخدمات، أما انتقال LM يمينا أو يسارا يرجعوا إلى الإجراءات النقدية المطبقة على مستوى السوق النقدي برفع حجم المعروض النقدي أو خفضه لدينا¹:

اشتقاق دالة IS اعتمادا على شرط التوازن العام

$$E = C + I + G \dots \dots \dots (41)$$

$$Y = E$$

$$c = a_0 + by_d - sr \dots \dots \dots (42) \quad \text{- دالة الاستهلاك}$$

$$H = H_0 \quad \text{- المدفوعات}$$

$$G = G_0 \quad \text{- الإنفاق الحكومي}$$

$$I = I_0 - ir \quad \text{- دالة الاستثمار}$$

$$T = T_0 + ty \dots \dots \dots (43) \quad \text{- دالة الضريبة}$$

بالتعويض في 2:

في حالة عدم وجود ضريبة

¹ - فاروق بن صالح الخطيب، عبد العزيز بن احمد دياب، دراسات متقدمة في النظرية الاقتصادية، جامعة الملك عبد العزيز 1435هـ، ص132.

$$r = E0 - \frac{(1-b)y}{1+s} \dots \dots \dots (44)$$

$$E0 = a0 - bT0 + bH0 + I0 + G0 \dots \dots \dots (44) \quad \text{بما أن}$$

في حالة وجود ضريبة

$$r = E0 - \frac{[1 - b(i - t1)]y}{i + s} \dots \dots \dots (45)$$

اشتقاق منحنى الجانب النقدي¹:

$$Ms = \frac{M0}{p} \dots \dots \dots (46) \quad \text{دالة عرض النقود}$$

$$Md = L0 + Ky - qr \dots \dots \dots (470) \quad \text{دالة الطلب على النقود}$$

$$Md = Ms \dots \dots \dots (48) \quad \text{التوازن في السوق النقدي}$$

$$r = \frac{\left[L0 + Ky - \frac{M0}{P} \right]}{q} \dots \dots \dots (49)$$

شرط التوازن بالنسبة للسوقين:

$$y = \frac{[E0 - (1+s)r]}{1-b} \dots \dots \dots (50) \quad \text{سوق السلع والخدمات}$$

$$y = \frac{\left[\frac{M0}{P} - L0 + qr \right]}{K} \dots \dots \dots (51) \quad \text{السوق النقدي}$$

عند توازن السوقين IS=LM

في حالة $r = 0$ نحصل على:

$$E0 = (1-b)y + (1+s)r \dots \dots \dots (52)$$

$$\frac{M0}{P} - L0 = Ky - qr \dots \dots \dots (53)$$

لحل المعادلتين نرسم لجملة المعادلتين بـ A

$$Det(A) = [-q(1-b)] + k(1+s), Det(A) \neq 0 \dots \dots \dots (54)$$

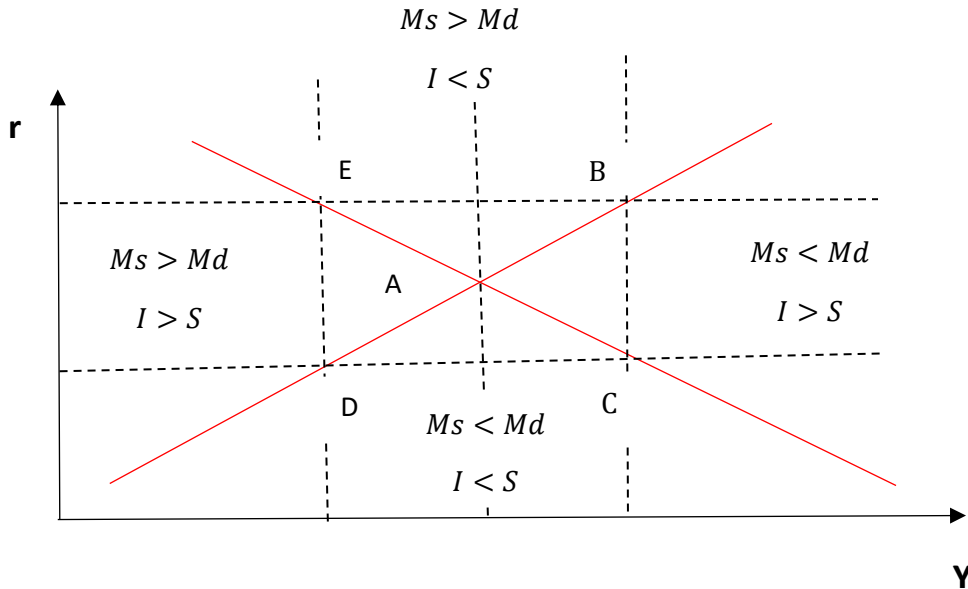
ولدينا

¹ - فاروق بن صالح الخطيب، عبد العزيز بن احمد دياب، ص 133.

$$r = \frac{[(1 - b)(M0 - L0) + KE0]}{Det(A)} \dots \dots \dots (55)$$

لدينا الشكل التالي¹:

الشكل 14: منحنى IS-LM



المصدر: فاروق بن صالح الخطيب، عبد العزيز بن احمد دياب، مرجع سبق ذكره، ص 136.

من خلال المنحنى نلاحظ أن النقاط B.C.D.E هي نقاط توازن جزئي ما عدا النقطة A التي تمثل التوازن العام فعلى يمين المنحنى IS هناك فائض في عرض السلع والخدمات يقابله مستوى دخل مرتفع $I > S$ ، وأما على يسار IS لدينا $I < S$ يمثل طلب يقابله مستوى دخل منخفض. وبالنسبة لمنحنى LM فعلى يمين المنحنى نجد أن $Md > Ms$ أي عرض النقود أكبر من الطلب عليها ما يفسر بمعدل الفائدة المنخفض، أما على يسار LM فلدينا $Md < Ms$ عرض النقود أقل من الطلب عليها مما يفسر معدل الفائدة المرتفع.

3. أثر معدل الفائدة على عوائد الأسهم:

يعد معدل الفائدة من بين الأدوات المهمة والمؤثرة التي تستخدمها السلطات النقدية للتأثير على العرض النقدي ، فهو يساهم في الرفع من الادخار في حالة المستويات المرتفعة ويشجع على الاقتراض في حالة المستويات المتدنية له، كما أن تسعير الأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية يخضع لتأثير معدل الفائدة فعلى سبيل المثال تتحرك أسعار الأسهم عكسيا مع

¹ - فاروق بن صالح الخطيب، عبد العزيز بن احمد دياب، مرجع سبق ذكره، ص 136.

اتجاه معدلاته على المدى الطويل، فالمعاملات ومختلف أنواع التداول في سوق المال تأخذ شكل الإقراض أو الاقتراض أو بيع أو شراء الأصول المالية حيث ذهب مختلف التوجهات الاقتصادية المفسرة للعمليات الخاصة بالأسواق المالية بأن المعروض النقدي تأثيره كبير من خلال قناة معدل الفائدة، فالزيادة في معدلات الفائدة يرفع من تكلفة رأس المال مما يؤثر سلباً على ربحية المستثمرين وهذا ما ترجمه العلاقة السلبية بين سعر الفائدة وسعر السهم فعلى سبيل المثال حادثة تداول مؤشر داو جونز في ديسمبر 1991 م حيث ارتفعت أسعار الأسهم بـ 10% نظراً لانخفاض معدل الفائدة طويل الأجل، والعكس ما حدث سنة 1994م انخفضت أسعار الأسهم في أكثر من 3% استجابة لارتفاع معدل الفائدة¹.

فهذا التوجه السابق نحو العلاقة العكسية بين معدل الفائدة وسعر السهم شكك فيه بعض الاقتصاديين وعلى رأسهم "Mindell" الذي يرى بوجود علاقة ارتباط قوية بين معدل الفائدة وسعر السهم، فمختلف التغيرات في سعر السهم لا تسبقها بالضرورة تغيرات على معدل الفائدة².

المبحث الثالث: سعر الصرف

1. ماهية سعر الصرف:

يعد سعر الصرف من المتغيرات النقدية ذات الدور المهم والمحوري في الاقتصاد وذلك انطلاقاً من كونها وسيلة تبادل للمنفعة ومقياس للقيمة، ولعل هذا ما جعل الآراء والاجتهادات تنظر إليها من زوايا عدة سنتطرق إليها من خلال هذا المبحث.

1.1 مفهوم سعر الصرف:

تعددت المفاهيم الخاصة بسعر الصرف، فهناك من يعبر عنه انطلاقاً من قيمته الاقتصادية كونه تقييم الوحدة الواحدة من عملة بلد ما بوحدات من العملات الأجنبية³. وهناك من يعتبره كنسبة للمبادلات بين عملتين باعتبار أن إحدى العملتين سلعة والأخرى ثمن لها⁴. ويعبر عنه كذلك بعدد الوحدات من عملة ما للحصول على وحدة واحدة من عملة أخرى⁵.

¹ -مريم بوجلجة، السعيد بريكة، أثر بعض المتغيرات الاقتصادية على عوائد أسهم بورصة عمان خلال الفترة 2000-2016م، مجلة العلوم الإنسانية، ص 163.

² -سراج صالح، دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية دراسة عينة من أسواق المال العربية المغرب، الأردن، مصر، اطروحة مقدمة لي لشهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة محمد بوضياف، 2016-2017م، ص 95.

³ -عبد الرحمن علي الجيلاني، أنظمة أسعار الصرف وعلاقته بالتعويم، مجلة التنظيم والعمل، 2015، ص 7.

⁴ -زهرة دريش، علاء الدين قادري، محمد الخطيب نمر، دراسة قياسية لأثر تقلبات سعر الصرف على الأسواق المالية ماليزيا نموذجاً 2013-2019م، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية 2019م، ص 235.

⁵ -بو الكور نور الدين، المستوى العام للأسعار والأرصدة النقدية على سعر صرف الدينار الجزائري 1990-2013م، حولية جامعة جيل ما للعلوم الاجتماعية والإنسانية، 2015م، ص 596.

فبناء على ما سبق فإن سعر الصرف ما هو إلا ثمن عملة مقيمة بوحدات مختلف العملات الأجنبية بما يعطي لتلك العملة جملة من أسعار الصرف بناء على عدد العملات المستخدمة في تقييمها وينقسم سعر الصرف إلى:

1.1.1 سعر الصرف الاسمي¹:

يعرف بأنه مقياس لعملة لبلد ما يمكن مبادلتها من وحدات عملتي بلد آخر يتحدد بناء على آلية العرض والطلب في سوق الصرف عند لحظات زمنية معينة وينقسم إلى:

- سعر صرف اسمي رسمي يستخدم في المبادلات التجارية الرسمية بين الدول.
- صرف اسمي موازي يتخذ للمبادلات غير الرسمية في الأسواق الموازية.

2.1.1 سعر الصرف الحقيقي²:

يعرف بأنه المقدار من وحدات السلع الأجنبية اللازمة للحصول على وحدة واحدة من السلع المحلية لدولة ما، فعمليا يعتبر مقياسا تنافسيا يبنى عليه أداء اقتصاد الدولة، فأسعار السلع والخدمات والأصول في الأسواق العالمية تقوم بأسعار مختلفة يتحكم فيها سعر الصرف. يمكننا التعبير عن سعر الصرف الحقيقي بالعلاقة التالية³:

$$TCR = \frac{EP}{P} \dots \dots \dots (56)$$

E : سعر الصرف الاسمي غير المباشر.

P* : متوسط سعر السلعة الأجنب.

P : متوسط سعر السلع المحلية.

فمن خلال العلاقة (32) لدينا $TCR = 1$ في سنة الأساس المعد كمرجع فإذا كان:

$TCR > 1$ دلالة على ان أسعار السلع الأجنبية مرتفعة مقارنة بأسعار السلع المحلية.

$TCR < 1$ يفسر بأن السلع المحلية تتميز بارتفاع مستوياتها مقارنة مع نظيرتها الأجنبية.

هذا فيما يتعلق بالتوازن الاقتصادية الكلية، أما تفسيره بالنسبة للجانب الاقتصادي الجزئي فإننا نجد⁴:

$$TCR = \frac{PN}{PE} \dots \dots \dots (57)$$

PN : سعر السلع الغير قابلة للتجارة المنتجة محليا.

¹ -فاطمة الزهراء خيازي، إشكالية عدم الاستقرار في سعر الصرف ودور السياسات الاقتصادية الكلية في علاجها، مجلة الاقتصاد الجديد 2016م، ص 149.

² -بو حركات بوعلام، آخر تغيرات أسعار صرف العملات الرئيسية على الإيرادات البترولية في الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه اتصال تنمية جامعة جيلالي بابس و2019-2020م، ص 5.

³ Robert m dunnjr.-and john, h. Muth, Routledge, London 2004, p 307.

⁴ - Robert m dunnjr.-and john, h. muth, op.cit, p307.

PE : سعر السلع القابلة للتجارة المنتجة محليا.

عندما تكون هذه النسبة مرتفعة يتعين على الشركات المحلية التوجه إلى إنتاج مواد غير قابلة للتجارة المنتجة محليا في حين يتوجب على المستهلكين المحليين التوجه نحو استهلاك السلع القابلة للتجارة المنتجة محليا وذلك من أجل سد العجز ورفع سعر الصرف.

2. النماذج والنظريات المفسرة سعر الصرف:

1.2 نظرية تعادل القدرة الشرائية:

تطرق الكثير من الاقتصاديين الي مسألة الفروقات بين أسعار الصرف بين مختلف الدول ولعل من أهم الاقتصاديين الذين حاولوا تفسير تلك الفروقات جوستاف كاسيل و "Gustav Cassel" حيث أشار إلى القيمة التوازنية للعملة التي تتحدد على أساس العلاقة بين الأسعار المحلية وتلك الأجنبية، بمعنى أن سعر الصرف يتوقف على مقدار ما يمكن الحصول عليه من مشتريات في داخل أو خارج البلد وفق العلاقة¹:

$$e_1 = e_0 \cdot \frac{N_2}{N_1} \dots \dots \dots (58)$$

e_0 : سعر الصرف الجديد.

e_1 : سعر الصرف القديم.

N_2 : الرقم القياسي للتغير في الأسعار المحلية.

N_1 : الرقم القياسي للتغير في الأسعار الأجنبية.

تتميز نظرية تعادل القدرة الشرائية بصورتين نذكرهما²:

1.1.2 الصورة المطلقة:

الصورة المطلقة مفادها هو أن كمية السلع والخدمات التي يمكن اقتناؤها بصرف وحدة نقدية واحدة هي نفسها الكمية من السلع والخدمات المقتناة من خارج البلد بصرف نفس الوحدة النقدية من عملة المحلية بعد إجراء تحويلها إلى العملة الأجنبية لدينا:

$$r = \frac{P}{P^*} \dots \dots \dots (59)$$

P^* : المستوى العام لأسعار السلع الأجنبية.

¹ -يوادي سليمة، محاولة نمذجة سلوك سعر الصرف الدولار/ الأورو دراسة قياسية 2000-2010م، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص اقتصاد كمي، جامعة الجزائر 3، 2012/2013، ص43.

² -قاسم محمد فؤاد، منظمة سعر الصرف وأثرها على النمو الاقتصادي دراسة حالة مجموعة MENA الجزائر، المغرب، تونس، ليبيا، مصر، المملكة السعودية، الكويت، باستعمال نماذج PANEL، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد 2009/2010، ص 63.

P : المستوى العام لأسعار السلع المحلية.

r : هو معدل سعر الصرف.

2.1.2 الصورة النسبية¹:

تعرض الطرح السابق الخاص بالصورة المطلقة إلى مجموعة من الانتقادات مفادها أنها لم تراعي مختلف الاختلالات التي تحدث على مستوى الاقتصاد والتي تؤثر مباشرة على سعر الصرف ويأتي في مقدمتها معدل التضخم، فالسعر التوازني لن يتحقق إلا إذا تساوى كل من التغير في سعر الصرف مع التغير في النسبة بين الأسعار فإذا وجدت معدلات التضخم مختلفة فإن سعر الصرف يتغير حتى تتعدم الفروق بين هاتاه المعدلات، فقيمة عملة بلد معين تنخفض مقارنة بعملة بلد آخر إذا كان معدل التضخم في البلد الأول أكبر من المعدل السائد في البلد الثاني. فمن هذا المنطلق اهتمت نظرية تعادل القدرة الشرائية في صيغتها بالتغيرات التي تحصل على سعر الصرف التوازني من لحظة إلى أخرى باحتساب معدل تغيير الصرف وفق العلاقة التالية²:

$$r = \frac{p}{p^*}, \frac{dr}{r} = \frac{dp}{p} - \frac{dp^*}{p^*} \dots \dots \dots (60)$$

$$\ln r = \ln p - \ln p^* \dots \dots \dots (61)$$

$$r = \pi - \pi^* \dots \dots \dots (62) \quad \text{ولدينا كذلك}$$

π : التضخم المحلي.

π^* : التضخم الأجنبي.

r : معدل تغير سعر الصرف.

فالصيغة الرياضية لسعر الصرف حسب نظرية تعادل القدرة الشرائية هي على الشكل:

$$R1 = R0 \frac{P}{P^*} \dots \dots \dots (63)$$

R1 : سعر الصرف الجديد.

R0 : سعر الصرف القديم.

P : الرقم القياسي للتغير في الأسعار المحلية.

P* : الرقم القياسي للتغير في الأسعار الأجنبية.

2.2 نظرية تعادل أسعار الفائدة:

¹ - قاسم محمد فؤاد، مرجع سبق ذكره، ص 64.

² - جعفري عمار، إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية حالة الجزائر 1990-2010م، مذكرة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر 2012/2013، ص 29.

يستهدف المستثمرين عادة الحصول على معدلات مردودية مرتفعة نظير توظيف أموالهم في السوق الأجنبية كون أن سعر الفائدة المطبق في تلك السوق قد يكون أكبر من نظيره المطبق في السوق المحلية، إلا أن الأمور قد تكون عكس ذلك لأن الفارق بين سعر الصرف المحلي والأجنبي إذا كان بالسلب قد يقضي على تلك الفوائد المحصلة¹. فعند توظيف المستثمر لرأس المال بمقدار M فإن الحاصل مع نهاية سنة من التوظيف يكون²:

$$M(1 + iD) \dots \dots \dots (64)$$

$$M(1 + id) = \left[\frac{M}{CC} \right] \cdot [(1 + iE) \cdot CT] \dots \dots \dots (65)$$

CC : سعر الصرف الآني.

CT : سعر الصرف الآجل.

IE : معدل الفائدة الاسمي في السوق الأجنبي.

Id : معدل الفائدة الإسمي في السوق المحلي.

فانطلاقاً من العبارة الأولى نجد:

$$\frac{[CT \cdot CC]}{CC} = iD - iE \dots \dots \dots (66)$$

وهي عبارة ربط سوق الصرف المحلية بمختلف أسواق الصرف الأجنبية.

3.2 نظرية الأرصدة (ميزان المدفوعات):

إن اتخاذ توازن ميزان المدفوعات كمنطلق لتحديد توازن أسعار الصرف جاء كنتيجة لربط الزيادة في أسعار الصرف بتلك الزيادة في الأسعار النسبية للواردات في بلد ما إذا قورنت بصادراته، فارتفاع حجم التدفقات النقدية الداخلة أو الخارجة من العملات الأجنبية مرده إلى وضعية ميزان المدفوعات³.

فسعر الصرف لبلد ما رهن حالة الميزان التجاري الخاص بتعاملاته مع البلدان الأخرى، فعند تحقيق رصيد سالب له دلالة على ارتفاع حجم المعروض من العملة المحلية ما يؤدي حتماً إلى تدهور قيمتها الخارجية، والعكس عند الرصيد الموجب فهذا يعني ارتفاع الطلب على العملة

¹ -بوادي سليمة، مرجع سبق ذكره، ص 47.

² -عطاء الله بن طبرش، أثر تغير سعر الصرف على تحرير التجارة الخارجية دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لبلل شهادة الماجستير تجارة دولية، المركز الجامعي غرداية 2010-2011، ص 55.

³ -يوسف عبد الباقي، دور سعر الصرف في تعديل ميزان المدفوعات في الدول النامية دراسة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3 2001، ص 12.

المحلية مما يرفع من قيمتها فتوازن سعر الصرف يتحقق عند تعادل التدفقات الصافية الداخلة لأسعار العملات الأجنبية مع التدفقات الصافية الخارجة بالعملة المحلية وفق الميزان التجاري¹.

4.2 نظرية المرونات:

يتحدد سعر الصرف وفق هذا الطرح من خلال العرض والطلب على العملة الأجنبية، حيث يتلقى المصدرين قيمة صادراتهم بالعملة المحلية وذلك ما يرفع المعروض من العملة الأجنبية في حالة كون الصادرات أكبر من الواردات، إما إذا كان هناك واردات أكبر من الصادرات فالطلب على العملة الأجنبية يكون أكبر من الطلب على العملة المحلية وبالتالي تتدنى قيمة العملة مع مراعاة التغير في معدلات الفائدة².

5.2 نظرية كفاءة الأسواق:

يقصد بالسوق الكفؤ هو ذلك السوق الذي يعكس بشكل عام وسريع كل المعلومات الواردة والمؤثرة على عمليات تحديد الأسعار، حيث تقوم هذه الأسواق بدمج كل المعلومات سواء كانت حالية أو ماضية بتلك التوقعات الخاصة بأعوان السوق ووضع تنبؤات يعتمد عليها لتحديد التطورات المستقبلية داخل السوق³. حيث تعطى صيغة الصرف المتوقع بالعلاقة⁴:

$$\frac{e_{t+1}^a - e_t}{e_t} = \frac{e_a - e_t}{e_t} = i - i^* \dots \dots \dots (60)$$

حيث أن:

e_{t+1}^a : سعر الصرف المتوقع عند اللحظة t+1.

e_a : سعر الصرف الأجل.

e_t : سعر الصرف عند اللحظة t.

i : سعر الفائدة المحلي.

i^* : سعر الفائدة الأجنبي.

أما في حالة توفر المعلومات بعدالة وفي نفس التوقيت لجميع المتعاملين فإن العبارة تكون كالتالي⁵:

$$e_{t+1}^a = e_a \dots \dots \dots (61)$$

¹ -بالقاسم ليندة، اثر تقلبات سعر الصرف على التجارة الخارجية حالة الجزائر 1998-2010م، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3 2013/2012، ص 26.

² -بوادي سليمة، مرجع سبق ذكره، ص 49.

³ -بن يشو فتحي، سعر الصرف والأداء الاقتصادي في الجزائر دراسة قياسية 1980-2016م، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد 2018/2017، ص 34.

⁴ -بغداد زيان، تغيرات سعر صرف اليورو والدولار وأثرها على المبادلات التجارية الخارجية الجزائرية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المالية الدولية، جامعة وهران 2013/2012، ص 45.

⁵ - بغداد زيان، مرجع سبق ذكره، ص 45.

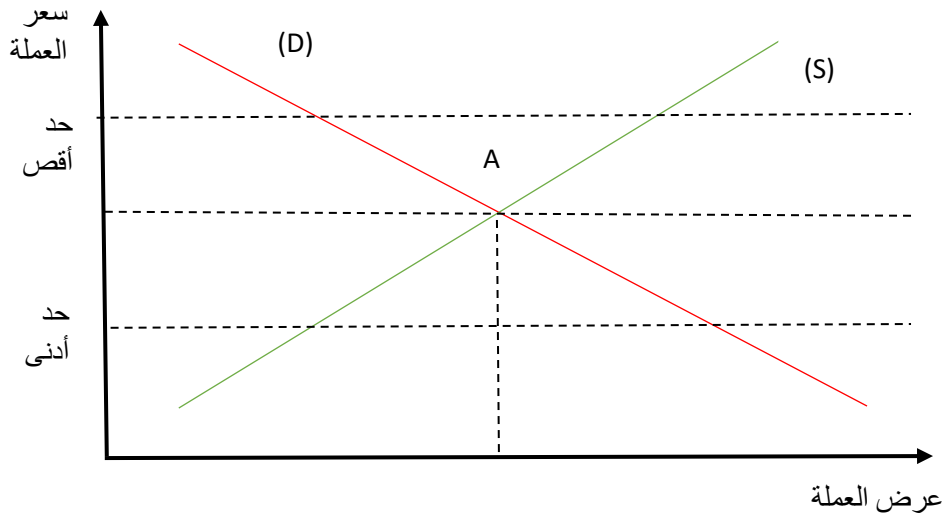
3. أنظمة سعر الصرف:

عرف القرن 20 م تطورا هائلا للاقتصاد العالمي ما أدى إلى توسع شبكة المعاملات الدولية التجارية ووضع أنظمة نقدية دولية تستجيب لهذه المتطلبات المستجدة وتسير التعاملات بسلاسة عبر قواعد منتهجة بتحويل عملة بلد ما إلى عملة أخرى، وذلك بمراعاة المقاييس الخاصة لكل دولة لذا وجب على كل طرف ممثل في الحكومات أن يضع آليات وإجراءات نقدية تخص العملة المحلية مما يسهل مبادلاتها الدولية وفق ما يعرف بنظام الصرف والذي ينقسم بدوره إلى ثلاث من الأنظمة تتفاوت فيها الدرجة مرونتها على حسب الغاية منها:

1.3 نظام سعر الصرف الثابت 1:

اعتمد هذا النظام لتسوية المبادلات التجارية الدولية أواخر القرن 19 م إلى أوائل القرن 20م، حيث تتخذ الدولة وزن مكافئ من معدن الذهب مقابلة وحدة واحدة من عملتها بشرط أن يكون للذهب سعر للبيع والشراء موحدا لكل دولة اي لا يكون له سعر آخر من منطلق كونه سلعة للتبادل في السوق، كما يشترط أيضا انعدام تكلفة مبادلات، فعمليا لا يحدث هذا إلا في نطاق ضيق استجابة لقوى السوق، فتداول الذهب وتنقله يتطلب نفقات تدفعه إلى صعود ونزول سعر الصرف عن سعر التعادل بشرط ألا يتعدى هذا ال 1% والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل (15): منحى عرض وطلب العملة في ظل نظام سعر صرف ثابت



المصدر: محمد إبراهيم، منصور علي مسعود، الاقتصاد الدولي مدخل السياسات، دار المريخ للنشر، الرياض 2007،

ص 278.

¹ - بلقاسم ليندة، مرجع سبق ذكره، ص 14.

يمثل كل من منحني (D) و (S) على الترتيب منحني العرض والطلب على الدولار حيث تمثل النقطة a نقطة توازن بين كل من العرض والطلب على العملة، فمن خلال الشكل يتضح لنا أن. التوازن تقع بين مستقيمين يمثلان الحد الأعلى المسموح به لقيمة العملة المقدرة بالذهب والحد الأدنى لها كذلك، فعند تجاوز الحد المسموح به لتقلب العملة تتدخل السلطات النقدية ببيع العملة وطرحها في السوق في حالة ارتفاعها والعكس في حالة الانخفاض وهذا من أجل تخفيض قيمة العملة لتشجيع الصادرات.

2.3 نظام سعر الصرف العائم(المرن):

اتسم القرن 20م بحدوث نزاعات دولية تمثلت في الحرب العالمية الأولى والثانية والتي أفضت إلى تراجع نفوذ كل من الدول الاستعمارية القديمة كبريطانيا وفرنسا واتساع نفوذ الولايات المتحدة الأمريكية وسيطرتها على التجارة الدولية كأكبر اقتصاد في العالم واعتماد الدولار كعملة أساسية للتداول انطلاقاً من اتفاقية بروتون وودز في 1944م واعتماد صرف الدولار مقابل الذهب، إلا أنه مع بداية السبعينات وتأثير الحروب على الاقتصاد الأمريكي ونقص ذلك حرب الكوريتين وحرب الفيتنام، تقدم الرئيس الأمريكي ريتشارد نيكسون في 15 أوت 1971م¹ بطرح برنامجته تحت مسمى خلق رخاء جديد بدون حرب "تحدي السلام" وفق ثلاث محاور حماية الدولار من هجمات المضاربين بالإضافة إلى تخفيضات ضريبية و تجميد الأسعار والأجور ل90 يوماً بالإضافة إلى وقف تحويل الدولار إلى ذهب مما صدم العالم وعلى رأسهم مجموعة العشرة بما سمي لاحقاً بصدمة نيكسون والتي وافقت مضطرة على ربط عملاتها مع تعويمها بشكل مشترك مع الدولار سنة 1973م وهو بمثابة الاعلان عن التخلي نهائياً عن نظام سعر الصرف الثابت واعتماد نظام سعر الصرف الموعوم².

3.3 تقسيمات نظام سعر الصرف العائم(المرن):

ينقسم نظام سعر الصرف المرن للعملة إلى:

أ-التعويم المدار3:

¹ -History state .gov/milestones /Nixon shock, 23/09/2022, 8:00.

² - Safia Mohamed, hé régime de change, le chemin vers la flexibilité 2007https://mpr.ub.uni-muenchen.de/4085/1/MPRA_paper_4085.pdf, p 8.

³ -بن مصطفى عبد القادر، إدارة سعر الصرف ونظرية تعادل القدرة الشرائية دراسة قياسية حالة الجزائر، تونس، المغرب، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية2، جامعة أبي بكر بلقايد009-2010م، ص 70.

يعمل هذا النظام بأخذ مؤشرات سوق الصرف بعين الاعتبار عند تدخل السلطات النقدية في السوق وفقا لمتطلبات الوضع الاقتصادي والغرض من ذلك تحسين وضع الميزان التجاري ويتم ذلك من خلال بيع وشراء السندات الحكومية في السوق وفق آلية السوق المفتوحة والقصد من ذلك تخفيف الضغوط على العملة أي خروج التدفقات الرأسمالية الخارجة والتي تعمل على خفضها.

ب- نظام سعر الصرف العائم الحر¹:

يتميز هذا النظام بحياد السلطة النقدية وعدم تدخلها للتأثير على سعر الصرف واعتماد آلية العرض والطلب بالمطلق لتحديد السعر التوازني للعملة، حيث يتأثر السعر بمجمل المؤشرات الاقتصادية والنقدية وكذلك التوقعات وحاجة العملاء المتدخلين في سوق الصرف، فالتغيرات في سعر الصرف تعمل على تحقيق التوازن بين العرض والطلب على المدى القصير مع حدوث توازن في العلاقات النقدية بين الدول لمدة طويلة وتحرير حركتي الأسعار مما يعني البنك المركزي من دوره في حماية رصيد الدولة من الذهب والعملات الأجنبية.

4. تأثير سعر الصرف على الأسواق المالية:

ساهمت الزيادة الكبيرة في التجارة الدولية والتحرير المالي في جعل العملة من أهم محددات الربحية عند تداول الأسهم أي الرفع من عوائدها، فعادة التدهور في أسعار صرف العملات يكون مؤشرا قويا على تدني أو انهيار اسعار الاصول المالية وبالتالي حدوث الأزمات في الأسواق المالية.

فوفقا لتوجه "Dornbusch-Fisher" 1980م فإن هناك علاقة بين سعر الصرف والحساب الجاري لكل دولة، فهو يتحدد بناء على وضعية هذا الحساب، فهاته التغيرات تنعكس على أصول الشركات إذا كانت تتخذ من العملات الأجنبية مرجعا لتقييم أصولها فحسب-Adler "Dumas" فإنه حتى المؤسسات والمشاريع ذات النشاط المحلي تتأثر بتلك التقلبات في سعر الصرف كون أن مدخلاتها ومخرجاتها تتحرك تبعاً لها إلى جانب التغيرات في سعر الفائدة ومعدل التضخم².

¹ -جعفري عمار، إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية دراسة حالة نظام سعر الصرف في الجزائر 1990-2016م، روح المقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر 2013/2012، ص 45 و .
²-Dornbusch and Fisher, Exchange rate and the current account, The American economic review 1980, p 970.

أما فاما¹ "Fama" 1981م انخفاض معدل الفائدة يخلق فرص استثمارية تدفع بالمزيد من الطلب على رأس المال قصد الاستثمار المباشر والغير مباشر بالعملية المحلية مما يحسن وضعه اتجاه العملات الأخرى والعكس في حالة ارتفاع سعر الفائدة الذي يدفع بالمستثمرين إلى الإحجام عن الاستثمار مما يخفض الطلب على العملة وانخفاض سعر صرفها أمام العملات الأخرى².

¹ -Alder .M and Dumas. B "exposure to currency Risk: definition and measurement", Financial management 1984, p 41.

²- Fama.E. F, "stock returns, real activity, inflation and money" the American economic review 1981, p545.

خلاصة الفصل الأول:

تناولنا في هذا الفصل مختلف النظريات الاقتصادية المفسرة لكل متغير من المتغيرات النقدية، حيث تعددت الآراء حول طبيعة وآلية عمل كل متغير وكيفية تأثيره على الأسواق المالية. فبالنسبة للمبحث الأول فقد عرضنا أهم النظريات المفسرة للتضخم ممثلة في النظرية الكمية لفيشر مروراً بنظرية الأرصدة النقدية لكمبريدج كما قمنا بعرض لكيفية بناء النظرية الكمية وتحديد محددات الطلب على النقود وفق ما جاءت به من طرح، وكذلك التطرق إلى مفهوم الفجوة التضخمية لكينز وأسباب حدوث ظاهرة التضخم سواء عن طريق جذب الطلب أو دفع التكاليف، كما عرضنا النظرية النقدية المعاصرة وتفسير مفهوم الطلب على النقود عند فريدمان وتحديد محدداته، وأيضاً ما تعلق بأهم النظريات الحديثة المفسرة للتضخم كنظرية التوقعات الرشيدة و اقتصاديات جانب العرض، كما تطرقنا إلى العلاقة بين معدل التضخم وأثره على الأسواق المالية، فوفق فرضية تأثير الضريبة فإن معدل التضخم يدفع بأرباح الشركات إلى الانخفاض كون أن في تقييم اشتراكاتها يكون على أساس تاريخي مما يؤثر سلباً على أرباح تلك الشركات الموزعة على حملة الأسهم وهذا ما ينعكس سلباً على أسعارها، أما ما جاء حسب فرضية فيد "Fed" فإن المستثمرين عادة ما يتجنبون حيازة الأسهم خلال فترات اقتصادية معينة وخاصة إذا كان هنالك توقعات بارتفاع كبير في معدلات التضخم إلا أن عنصر المفاضلة يتوقف بناءً على حجم العائد ومقدار المخاطرة، وقد ذهب فاما "Fama" إلى أن الارتباط بين التضخم وعوائد الأسهم هو بالضرورة ارتباط يعكس العلاقة السالبة بين التضخم والنشاط الحقيقي على النقود بمعنى أن هناك علاقة عكسية و غير مباشرة بينهما، أما فرض فيشر "Fisher" والذي ذهب إلى وجود علاقة إيجابية على عكس كل الفرضيات الثلاث الأولى فالعائد الإسمي للأسهم يتناسب طردياً مع معدل التضخم ما يجعل المستثمر يراكم أرباحاً تسد العجز في القوة الشرائية لثروته.

فأما المبحث الثاني فلقد تضمن أهم النظريات المفسرة لسعر الفائدة ممثلة في النظرية الكلاسيكية لسعر الفائدة وتلك المطورة والمعدلة الممثلة في نظرية الأموال القابلة للإقراض، وكذلك عرض كل من نظرية التوقعات الرشيدة من مدخل سعر الفائدة ونظرية أسعار الفائدة الحديثة وتحديد تأثير التغير في معدل الفائدة على الأسواق المالية حيث جاءت تأثير المتغير سلبيا على أداء الأسواق المالية وبالتحديد على أسعار الأسهم من منطلق العلاقة السلبية بين معدل الفائدة والاستثمار، إلا أن هذا التوجه الذي يفسر العلاقة العكسية بين معدل الفائدة وسعر السهم شك فيه بعض الاقتصاديين ومن أهمهم "Mindell" الذي يرى بأن هناك علاقة قوية بين معدل الفائدة وسعر السهم في أسواق الأوراق المالية وأن التغيرات السعرية لا تسبقها بالضرورة تغيرات على معدل الفائدة.

وفي الأخير قدمنا عرضا من خلال المبحث الثالث لأهم الاقتربات المفسرة لسعر الصرف ممثلة في نظرية تعادل القدرة الشرائية بشقيها المطلق والنسبي ونظرية تعادل أسعار الفائدة بالإضافة إلى كل من نظريات الأرصدة والمرونة ونظرية كفاءة الأسواق وذكر مختلف التقسيمات الخاصة بأنظمة سعر الصرف كما أشرنا إلى العلاقة الطردية بين معدل الصرف وعوائد أسهم الشركات المدرجات في الأسواق المالية.

الفصل الثاني

مدخل إلى الأسواق المالية

تعد الأسواق المالية مكون أساسي من مكونات الأنظمة الاقتصادية، حيث تعمل كوسيط لتداول الأصول ومختلف التبادلات المالية بين ذوي العجز وذوي الفائض من التمويل، فهي تهدف إلى توفير الوسط والنظم الملائمة لتسهيل التعاملات المالية (التمويل، الشراء والبيع والاستثمار في الأصول المالية مثل الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية....).

تتأثر الأسواق المالية بعوامل اقتصادية ونقدية متعددة، كالتغيرات في معدلات الفائدة، ومعدلات التضخم، والأحداث السياسية والاجتماعية، والتطورات التكنولوجية، وينعكس وجود بنية تحتية وتقنية متقدمة داخل الاقتصاد على أداء الأسواق المالية، ما يجعلها تستحدث اليات وادوات والمنتجات المالية توسع دائرة القرار وتمنح خيارات وحلول تمويلية عديدة للمستثمر. فهي توفر مزايا عديدة (السيولة، الشفافية، التنظيم الجيد، معلومات محدثة)، فالأسواق المالية تعكس الاداء الجيد للاقتصاد ومدى مرونته واستجابته لمختلف التأثيرات الداخلية والخارجية للبلد.

المبحث الأول: الأسواق المالية

1. ماهية الأسواق المالية

يعد مفهوم سوق المال مصطلح غير واضح لحد ما فالأمر يختلط على الكثيرين، حيث يشير معظمهم إلى سوق الأوراق المالية (البورصة)¹، فالسوق المالي من حيث المفهوم أوسع بكثير إذ يلعب دور الوساطة بين ذوي العجز من الأموال وذوي الفائض من خلال ما توفره من نظم وأدوات المالية على المستويين النقدي والمالي²، ولتوضيح المفهوم الخاص بالسوق المالي تقسيماته مكوناته ومختلف أدواته قمنا بالتطرق لمجموعة من العناصر نذكرها:

1.1 تعريف الأسواق المالية:

تعرف بأنها الأسواق التي يتم تداول فيها مجمل الأصول المالية سواء تلك المصدرة من الهيئة الحكومية أو مختلف الهيئات العامة بالإضافة إلى أصول الشركات الخاصة³. وتعرف كذلك على أنها الرابط بين عرض الاموال والطلب عليها من خلال تسهيل تدفقها من المدخرين إلى المستثمرين من أجل الدفع بعجلة الاقتصاد⁴.

وهناك من يرى بأن الأسواق المالية ما هي إلا تركيبة أسواق رأس المال وأسواق النقد⁵. فانطلاقاً مما سبق يمكننا القول بأن الأسواق المالية هي المفهوم الأوسع للنظام الذي يتم من خلاله تداول الأصول المالية أو المنتجات المالية بغض النظر عن مصدرها أو أجل استحقاقها وتقنيات التعامل بها وتنقسم إلى قسمين سوق الأوراق المالية والأسوق النقدي.

2.1 السوق النقدي:

¹ _ الفرق في مسمى البورصة بين الانجلوساكسون والفرنكوفون يعود إلى الاختلاف في اللغة المستخدمة والاختلاف اللغوي. ف لدى الانجلوساكسون تعرف بمصطلح "Stock Exchange" أو "Exchange"، والذي يشير إلى المنصة أو المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات. أما الفرنكوفون فتسمى بمصطلح "Marché Financier"، وهو مصطلح يشير بشكل عام إلى السوق المالي وجميع الأنشطة المالية المتعلقة به، بما في ذلك تداول الأسهم والسندات والأدوات المالية المشتقة.

² _ Howard Chitimira, Menelisi Ncube, The Regulatory Nexus between Corporate and Financial Markets Law in Promoting Economic Growth and Viable Financial Markets in Zimbabwe, Interdisciplinary Journal of Economics and Business Law, 2021, p 92.

³ -محمد فرح عبد العليم، الأسواق المالية والبورصات، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء 2013، ص 13.

⁴ -أزهري الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان 2016، ص 17.

⁵ -منير إبراهيم هنيدي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية 1993، ص 5.

هو سوق تتم فيه مختلف العمليات الائتمانية الدائنة والمدينة بين مختلف المؤسسات المالية الخاصة والحكومية ذات الأجل الأقل من سنة ينظمها البنك المركزي ويتدخل لسد العجز المالي لدى مختلف المتعاملين فيها¹.

ويعتبر سوق النقد بمثابة المكان أو الميكانيزم الذي يتم فيه إصدار وتداول المنتجات المالية على المدى القصير.

ويعرف كذلك على أنها سوق تداول الأصول المالية قصيرة الأجل من قبل المؤسسات المالية ذات العجز والأخرى ذات الفائض حيث يكون فيها للبنك المركزي تأثير مباشر على عملياتها من خلال طرحه للتنظيمات أو إعادة تمويل لعجز المتعاملين في هذا السوق².

فإجمالاً يمكننا القول بأن السوق النقدي هو الحيز الذي يتم تداول الأصول قصيرة الأجل من قبل المؤسسات المالية والهيئات الحكومية المتخصصة لغرض سد العجز في التمويل وتحصيل السيولة أو الإقراض بإشراف البنك المركزي كسلطة منظمة ومرجع أخير للتمويل.

1.2.1 أدوات السوق النقدي:

يقصد بأدوات السوق النقدي تلك الآليات المتاحة للسلطة النقدية ممثلة في البنك المركزي للتأثير على الوضع الاقتصادي وتتمثل في:

- أدوات غير مباشرة:
- تعددت الأدوات المباشرة المعتمدة في السوق النقدي نذكرها:

✓ نسبة الاحتياطي القانوني³:

هو تلك النسبة المفروضة من قبل السلطة النقدية على الودائع لدى البنوك التجارية حيث تعدل على حسب حاجة وتوجه البنك المركزي لزيادة أو خفض حجم المعروض النقدي.

✓ سعر إعادة الخصم⁴:

¹ - فريشة رشيدة، السوق النقدي كآلية لتسيير فائض السيولة النقدية، revue économique et statistique appliquée، 2014، ص 136.

² - بن عبيد فريد، تقسيم السوق النقدية الجزائرية كأداة لإعادة التمويل، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، 2013، ص 88.

³ - فاطمة الزهراء لعنروس، بحيح عبد القادر، دور بنك الجزائر في ضبط سيولة النقدية خلال الفترة 2000-2018، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، 2021، ص 89.

⁴ - بلوافي محمد، أثر السياسة النقدية والمالية على النمو الاقتصادي حالة الجزائر 1970-2011م، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد 2012/2013، ص 27.

هو سعر محدد لإعادة خصم الأوراق التجارية المقدمة من البنوك لدى البنك المركزي، حيث يخفض من قبل السلطة النقدية لغرض زيادة المعروض النقدي ويرفع في حالة التوجه نحو خفض المعروض.

✓ عمليات السوق المفتوحة¹:

هي أداة من أدوات البنك المركزي يقوم من خلالها بالتدخل لشراء أو بيع الأوراق المالية على حسب الحاجة والتوجه الاقتصادي، حيث يقوم ببيع الأوراق المالية في حالة خفض المعروض النقدي وشرائها في حالة الحاجة لزيادة المعروض النقدي.

- الأدوات المباشرة:

تستخدم هذه الأدوات في التأثير مباشرة على حجم الكتلة النقدية انطلاقاً من آليات كيفية توجه عملية الائتمان وهي كالتالي²:

- ✓ توجيه وتعطيل القروض حيث تقوم السلطة النقدية بوضع أطر للقروض وأولوية في الائتمان لصالح قطاعات دون أخرى.
 - ✓ وضع نسب دنيا للسيولة وذلك بفرض نسبة سيولة معينة على البنوك الاحتفاظ لها قصد تجميد بعض الأصول لديها لمنع عملية التوسع في الائتمان أو زيادة فيها على حسب التوجه الاقتصادي.
 - ✓ تسقيف القروض أي وضع سقف للقروض من قبل السلطات النقدية للتحكم في الائتمان وتحقيق تنوع في منح القروض.
 - ✓ تنظيم القروض الاستهلاكية من طرف البنك المركزي بوضع قواعد تنظم البيع بالتقسيط وتحديد مدة السداد بغرض التخفيض من حدة الضغوط التضخمية.
 - ✓ الإقناع الأدبي من خلال تقديم مراسلة من قبل البنك المركزي للبنوك عامة قصد توجيهها نحو تمويل قطاعات مختلفة ويأخذ أيضاً طابع توجيهات وتحذيرات إن لزم الأمر، وتكون تلك المراسلات مكتوبة أو شفوية مباشرة.
- الأدوات الحديثة للسياسة النقدية:

¹ - فريجة رشيدة، مرجع سبق ذكره، ص 139.

² - حسين بني هاني، اقتصاديات النقود والبنوك الأسس والمبادئ، دار مكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان 2014، ص 150.

يعد تطور الاقتصاديات وما طرحته من تداخل وتعقيدات في المعاملات المالية بين مختلف القطاعات دفعت السلطات النقدية إلى استحداث آليات جديدة للتعامل نذكرها¹:

✓ التسيير الكمي: وهو آلية من آليات البنك المركزي للحد من تداعيات الركود الاقتصادي حيث يتدخل كمشتري للأوراق المالية بكثرة من أجل زيادة العرض النقدي أي التأثير على الطلب على النقود الذي بدوره يؤثر على العرض مما يحرك عملية الاستثمار.

✓ التسهيلات الدائمة: تعطي هذه الآلية مرونة كبيرة للبنوك حيث تسمح لهم بسد الحاجة اليومية للسيولة من خلال فترة قصيرة لا تتجاوز 24 ساعة بالاعتماد على التمويل المقدم من البنك المركزي أو بسحب السيولة لديها مقابل سعر فائدة محدد مسبقا.

✓ سعر الفائدة الصفري: يستخدم تصفير معدلات الفائدة أي جعلها قريبة من الصفر لتحقيق مجموعة من الأهداف المحددة من قبل السلطة النقدية عادة ما تكون تشجيع الاستثمار ودفع المدخرين لسحب ودائعهم وتوجيهها نحو الإنفاق وكذلك للتأثير على سعر الصرف وخفضه مما يجعل أسعار المنتجات المحلية أكثر تنافسية مع السلع الأجنبية.

2.2.1 أدوات الاستثمار في السوق النقدي:

يقصد بها تلك المنتجات النقدية المتداولة في إطار السوق النقدية في ظل رقابة وتنظيم السلطة النقدية ممثلة في البنك المركزي وتتمثل في²:

- أوراق مالية قصيرة الأجل:

وتتكون من عدة أنواع نذكر منها أدونات الخزنة المصدرة من قبل الحكومات ذات أجل أقل من 3 أشهر مضمونة من قبل البنك المركزي ذات معدل مخاطرة متدني، القبولات المصرفية المصدرة من قبل البنوك الخاصة بعمليات التجارة الخارجية، الأوراق التجارية الصادرة عن المؤسسات المالية لأجل أقصاه 9 أشهر، الودائع المصرفية بعملات أجنبية.

- عرض فائض الاحتياطي القانوني:

¹ -غالي بوحنية، كريمة حبيب، أهمية أدوات السياسة النقدية في التأثير على السيولة في الجزائر دراسة تحليلية للفترة 2009- 2020م، مجلة التمويل والاستثمار والتنمية المستدامة، 2022، ص 317.

² - رشيد بوكساني، نسيم أوكيل، قراءة في تطورات أدوات السياسة النقدية للدور المغاربية خلال سنة 2017م، المجلة الدولية للأداء الاقتصادي، 2019، ص 55.

ينشأ بين بنكين أحدهما له هو فائض في الاحتياط والآخر يعاني من العجز يقدم بضمان من البنك المركزي.

- شهادات المديونية (كمبيلات الخزينة):

هي تلك الشهادات المصدرة من قبل الحكومة لها سعر فائدة نصف سنوي تتميز بسرعة تحويلها إلى سيولة عبر السوق الثانوي.

- شهادات إيداع مصرفية:

وهي شهادات تصدر لصالح المودعين تحمل مبلغ الوديعة والتاريخ الاستحقاق الذي عادة ما يكون 18 شهرا بالإضافة إلى معدل فائدة محددة تتميز بسيولة عالية ودرجة مخاطرة متدنية.

- اتفاقية إعادة الشراء: وهي أوراق تجارية لأجل أقل من 12 شهرا تعرض من قبل مالكها عبر الوسطاء للبيع بسعر أقل من سعر الشراء الأول للورقة.

3.1 سوق الأوراق المالية

1.3.1 تعريف سوق الأوراق المالية:

يعكس سوق الأوراق المالية الوضعية الاقتصادية للبلد من خلال حركة التداول فيها ومقدار التمويل الذي توفره للاقتصاد وقدرتها على توجيه الاستثمارات نحو قطاعات معينة حيث تعددت التعاريف الخاصة بها نذكر منها:

- هو مجمل الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية للمؤسسات المدرجة في سوق رأس المال بناء على تنظيمات وقوانين محددة من قبل السلطة في سوق الأوراق المالية¹.
- هو نظام متكامل يؤدي إلى خلق موجودات ومطلوبات مالية وينظم طرق انتقال ملكيتها وتقنيات تداولها والتي يتوقف عليها مدى تطور السوق².
- هو السوق الذي يتم التعامل فيه من خلال تداول الأوراق المالية طويلة الأجل ممثلة في الأسهم والسندات وغيرها حيث تلعب فيه أجهزة الوساطة دورا رئيسيا في عمليات التداول³.

¹ - سليمان بخمة، الشريف ربحان، مؤشرات فعالية أسواق الأوراق المالية العربية دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية السعودية للفترة 2007-2016م، مجلة العلوم التجارية والتسيير، ص 40.

² - عميش عائشة، دحمانى فاطمة، أثر التضخم على أداء السوق المالي لدول مجلس التعاون الخليجي دراسة قياسية باستخدام نماذج PANEL خلال الفترة 1996-2014م، مجلة معهد العلوم الاقتصادية 2022، ص 423.

³ - محمد فرحي، أشواق بن قنور، أثر التقلبات الاقتصادية على عوائد الأسهم دراسة قياسية لسوق نيويورك للأوراق المالية، مجلة الحقيقة، العدد 29، ص 129.

- وعموما يمكننا القول بأن سوق الأوراق المالية هو ذلك السوق الذي موضوع تداولاته الأصول المالية الطويلة الأجل الخاصة بالمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية تحت إشراف سلطة السوق بناء على نظم وقوانين معينة.

2.3.1 تقسيمات سوق الأوراق المالية:

- تعددت أنواع سوق الأوراق المالية من كون أن تقسيماتها تعتمد على الجهة المصدرة والمتعاملين وكذلك حيز السوق والنظم المسيرة له فهو:
- سوق أولي: وتدعى بسوق الإصدار الأول حيث يتم طرح الأوراق المالية المصدرة لأول مرة من قبل المؤسسة المدرجة فيها من أجل تحصيل موارد مالية جديدة حيث تضطلع مؤسسات مالية متخصصة بذلك مثل بنوك الاستثمار ليتم عرضها للتداول في مرحلة لاحقة¹.
- سوق ثانوي: ويدعى كذلك بسوق التداول نظير دوره في تداول الأوراق المصدرة في المرحلة الأولى على مستوى السوق الأول ونقصد بذلك سوق الإصدار، ويتم التعامل فيه بين المستثمرين وصناع السوق بعيدا عن الشركات المصدرة الأوراق وتنقسم إلى²:
- سوق منظم: ويدعى كذلك بالبورصة لها مكان محدد تنظمها قوانين أو إجراءات رسمية يقتصر التداول فيها على الأصول المالية المسجلة دون غيرها.
- سوق غير منظمة وتبني هذه السوق على نشاط الوسطاء والسماسة الأعضاء في السوق المنظمة لتداول الأوراق المالية غير المسجلة وتلك المسجلة في السوق المنظمة.
- وهناك نوعين آخرين من أسواق الأوراق المالية يتميزان بخصوصية المتعاملين فيهما³:
- السوق الثالث: وهو جزء من السوق غير المنظمة يديره السماسرة والوسطاء الغير أعضاء في السوق المنظم يقدم خدمات التداول الخاصة بالأوراق المالية المصدرة من قبل المؤسسات الاستثمارية الكبيرة بتكلفة متدنية وبسرعة في التنفيذ كما أن للسماسة الحق في الولوج والتداول في السوق المنظمة.

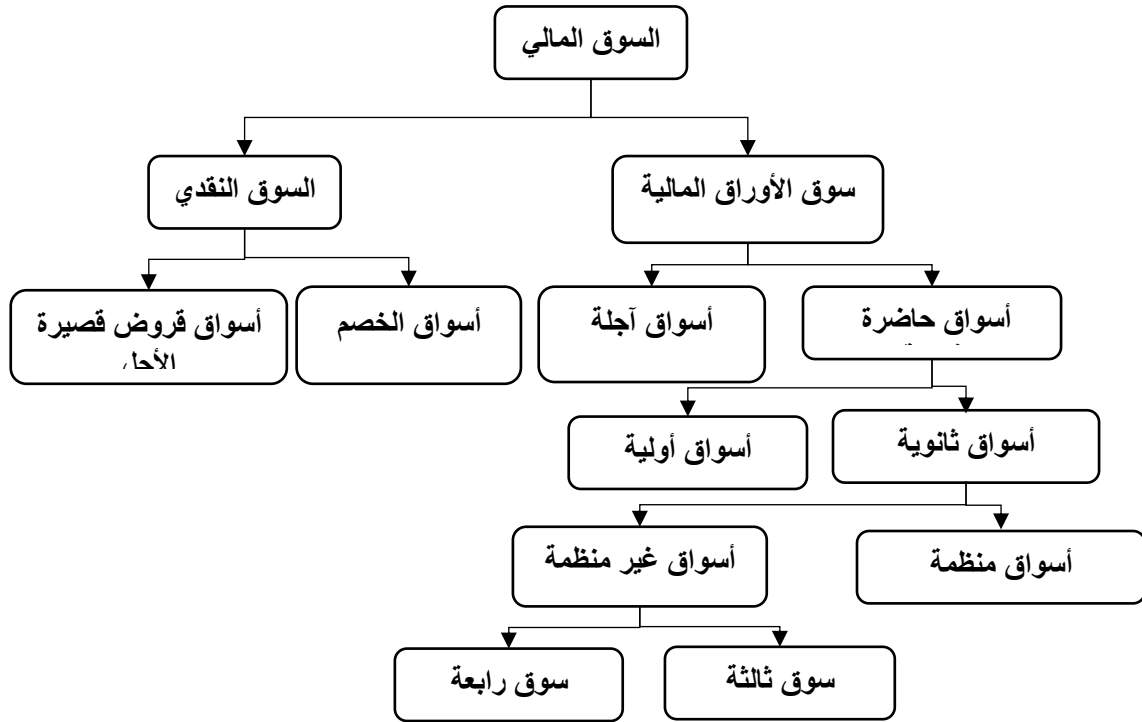
¹ - زروت رضا، درجة تأثير مؤشرات الأسواق المالية العربية بالمتغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والأجنبية دراسة تحليلية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة البليدة 2014/2015، ص 35.

² - سعاد يحيى، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية وأفاق تطويرها خلال الفترة 2008-2015م، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر 2018/2019، ص 25.

³ - سعاد يحيى، مرجع سبق ذكره، ص 25.

- السوق الرابع: ويتم تداول الأوراق المالية دون وساطة بين الشركات الكبيرة المصدرة للأوراق وكبار المستثمرين يتميز بالتكلفة المتدنية وسرعة التنفيذ من خلال شبكات اتصال حديثة ومتطورة.

الشكل 16: تقسيمات السوق المالي



المصدر: من إعداد الباحث

3.3.1 وظائف سوق الأوراق المالية:

يعتبر سوق الأوراق المالية ذات أهمية كبيرة في الاقتصاد من خلال تعدد الوظائف التي تقوم بها فهي تعمل على¹:

- استمرارية نشاط سوق الأوراق المالية ويوفر سوق كبيرة لدى ذوي العجز المالي فهي توفر للمستثمر إمكانية بيع الورقة المالية فوراً وبأسعار لا تختلف كثيراً عن أسعار البيع السابقة.
- توفر مساحة واسعة لنشاط بنوك الاستثمار الضامنة لإصدار الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية فهي توفر قدراً كبيراً من التمويل بناء على قابلية الأوراق المالية للتسويق كنتيجة لكفاءة السوق والحركة النشطة فيها.

¹ -عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان 2010م، ص 263.

- الشفافية وتوفر المعلومات في آن واحد لجميع المستثمرين وأطراف التداول داخل السوق يؤدي إلى وضع تقييم عادل وحقيقي للورقة المالية وهذا ما تضمنته قوانين الإفصاح عن المعلومات المنظمة لنشاط التداول.
- تساهم في تشجيع عملية الادخار والاستثمار المتدني التكلفة في المجتمع، حيث تقوم بتجميع المدخرات الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال توظف في القطاعات الإنتاجية.
- تساهم سوق الأوراق المالية في تخفيف عبء المديونية الخارجية من خلال توريق الدين وتحويله إلى أوراق مالية قابلة للتداول وفق آلية تدعى بسندات التخارج¹.
- تسمح سوق الأوراق المالية بالتنوع في الاستثمار وتجنب المخاطر الخاصة بالورقة المالية والتخفيف من حدتها فهي تعتبر ملجأ للمستثمرين كوسيلة للتحوط².

4.3.1 المتعاملون في سوق الأوراق المالية:

- تتميز سوق الأوراق المالية بتعدد المتعاملين على غرار السوق النقدية ذات الطابع الخاص للمنظمين وأطراف التداول، فهي تضمن لهؤلاء ممارسة النشاط واستمراريتها الى جانب تحقيق مختلف في أهدافهم وغايتهم نذكرهم³:
- ✓ العامة: يقصد به مختلف الأفراد المدخرين والمستثمرين بطريقة مباشرة أو غير مباشرة اعتمادا على صناديق الاستثمار.
- ✓ الحكومات: تعتبر الحكومات من أهم المتدخلين في سوق الأوراق المالية كمرقابة ومصدر عن طريق طرح السندات لغرض تمويل العجز في الميزانية أو تمويل مشاريع محددة تهدف إلى تحقيق النمو الاقتصادي.
- ✓ بنوك الاستثمار: هي بنوك تتخذ من سوق الإصدار أي سوق الأولية منطلقا لنشاطها فهي تعمل على مرافقة مصدر الورقة وتحديد نوع وتاريخ استحقاق الورقة المالية ومن ثم طرحها للتداول تحت مسمى تصريف الإصدارات داخل السوق⁴.
- ✓ صناديق الاستثمار: تعرف بأنها مؤسسات مالية ذات طابع خاص الهدف منها تجميع التدفقات النقدية المتأتية من مدخرات الأفراد الصغار أو عديمي الخبرة وتوجيهها نحو

¹ - شو احري صورية، ناصر المهدي، دور سوق الأوراق المالية في جذب الادخار واقع وآفاق بورصة الجزائر، مجلة الاقتصاد الجديد 2017م، ص 206.

² - Thorsten beck, stock markets, banks, and economic development theory and evidence, EIB papers, Luxenberg vol8, p 38.

³ - نسيم أوكيل، ديبش أحمد، يحيوي أحمد، الرقابة على أسواق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بعض الأسواق المالية العربية، Revue des reformes Economique et integration dans l'économie Mondiale، 2013، ص 119.

⁴ - العربي نعيمة، الاتجاهات الحديثة لوظيفة البنوك والمؤسسات المالية وعلاقتها بالأزمة المالية العالمية لعام 2008م، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، دراسات اقتصادية، 2012، ص 326.

استثمارات مثلى، فلقد أثبتت التجربة أن مثل هذه الصناديق كان له أثر إيجابي في توجيه الاستثمارات مما دفع الكثير من الأسواق إلى تطوير هذه الصناديق واستهداف صغار المدخرين والمستثمرين الجدد¹.

✓ المستثمرون التأسيسيون: هم مجمل المؤسسات المالية العاملة في الأسواق المالية كالبنوك وشركات التأمين بالإضافة إلى صناديق التقاعد وكذلك صناديق الإيداع والشركات الاستثمارية، فبناء على القدرة الادخارية لتلك المؤسسات تعتبر المصدر الأول للتمويل طويل الأجل من منطلق استقرارها والقدرة على توفير ذلك النوع من التمويل².

✓ الوسطاء: يضبط سوق الأوراق المالية مجموعة من التنظيمات الصارمة التي تحول دون وقوع فوضى أو تدليس في المعاملات، فمختلف المعاملات داخل الأسواق لا تتم إلا من قبل وسطاء يتم اعتمادهم من قبل لجنة السوق على الشرط أن يكون الوسيط ذو كفاءة يقوم بمختلف العمليات الخاصة بالتداول بتكليف من العملاء مقابل عمولة مدفوعة³.

5.3.1 أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية:

يعرف الاستثمار المالي بأنه توجيه الموجودات والمدخرات المالية وتوظيفها في أصول مالية يتوقع الحصول على عائد منها مستقبلاً، كأن يمتلك المستثمر حصة في رأسمال الشركة تعطي لصاحبي الحق في نصيب من الأرباح الموزعة أو الحصول على سندات ذات معدل فائدة محددة مسبقاً أو أصل مالي يكون مركباً من النوعين السابقين.

أ- الأسهم:

تعددت التعاريف التي حاولت وضع مفهوم واضح لمصطلح الأسهم نذكر منها:

✓ تعرف الأسهم بأنها مستند ملكية يعبر عن حصة في رأس المال الشركة المصدرة له الحق في الأرباح وكذلك التصويت⁴.

✓ تعرف بأنها صك ملكية قابل للتداول بالطرق التجارية يعطي للمساهم الحق في حضور الجمعية العامة وجزء من الأرباح⁵.

¹ - دلال بن ياسمية، جهاد بوضياف، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة 2015 2014م مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، 2017، ص 218.

² - العربي نعيمة، مرجع سابق ذكره، ص 327.

³ - دلال بن ياسمية، جهاد بوضياف مرجع سابق ذكره، ص 218.

⁴ - محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء 2013م، ص 51.

⁵ - خانم نوري كاكه حمه العطار، تأثير أسعار أسهم المصارف في حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية دراسة تحليلية في القطاع المصرفي، مجلة دراسات اقتصادية، 2020م، ص 42.

✓ تعرف كذلك على أنها أوراق ملكية تعطي حق الملكية الكاملة، فهي حصة في رأس مال الشركة تعطي لصاحبها الحق في التصويت في الهيئة العامة مع نصيب في الأرباح الموزعة وتحمل الخسائر كما أن له الحق في الباقي من رأس مال الشركات بعد التصفية¹. فمن خلال التعريفات السابقة يمكننا القول بأن السهم ورقة مالية تعطيني صاحبها الحق في الملكية والتصويت ولها عائد بعد تقسيم ارباح المؤسسة.

• - أنواع الأسهم:

يتم تقسيم الأسهم إعادة إلى نوعين إثنين هما أسهم عادية وأسهم ممتازة حيث ✓ الأسهم العادية:

هي أوراق المالية تصدر عن الشركات المساهمة تعطي حق ملكية لصاحبها يكون متساوي القيمة بين جميع المساهمين يتم طرحها في سوق الإصدار ومن ثم تداولها في الأسواق الثانوية ذات قيمة اسمية محددة سلفا وقيمة حقيقية تفرضها آلية السوق وقيمة أخرى دفترية تضم حقوق الملكية مضاف إليها الاحتياطات والأرباح مقسمة على الأسهم العادية المصدرة². حيث تتعدد التقسيمات الخاصة بالأسهم العادية إلى كل من الأسهم النقدية والأسهم العينية على حسب طبيعة حصة كل شريك وأخرى على حسب الملكية وأخرى أسهم اسمية وأسهم لحاملها أي أن يكون مؤشرا على صك ملكية السهم بأن الحائز على الصك هو مالك السهم³. ✓ الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز ورقة مالية تعطيه حق ملكية لصاحبها يتميز كسابقه السهم العادي بقيمة اسمية وأخرى دفترية وسوقية، فالقيمة الدفترية هي إجمالي القيمة الأسهم الممتازة مقسمة على عدد الأسهم الممتازة⁴. تعطي لمالكه بعض الامتيازات تتمثل في الأولوية في الأرباح بعد التقسيم وكذلك ميزة الصوت المتعدد عكس السهم العادي الذي يمتلك صوتا واحدا عند التصويت⁵. ب- السندات:

يشمل مفهوم السند عدة تعاريف نذكر منها:

1 - عبد السلام بلبالي، حسين بن العارية، القيمة العادلة للأسهم العادية واختيار المحفظة الاستثمارية المثلى لها دراسة تطبيقية للأسهم المدرجة ببورصة الجزائر 2013-2016م، مجلة المؤشر للدراسات الاقتصادية 2017، ص50.
2 - رجراج احمد، المنتجات المالية في سوق الأوراق المالية، Revue d'économie et de statistique appliquée 2012، ص 118.
3 - رجراج احمد، مرة سبق ذكره، ص 118.
4 - سعاد يحيى، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية وآفاق تطويرها دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي 2008 2015م، اطروحة المقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر 2018/2019، ص 49.
5 - أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال في البورصة -صناديق الاستثمار- أسواق رأس المال الخطوات العملية والثغرات القانونية، دار ابتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة 2008، ص 19.

✓ يعرف بأنه صك ينشأ بموجبه دين على الشركة المصدرة ويمكن تداوله في أسواق الأوراق المالية¹.

✓ ويعرف كذلك بأنه أداة تمويلية موجهة للتداول فهو قرض طويل أجل يطرح عن طريق الاكتتاب العام².

وكتعريف شامل انطلاقاً مما سبق فإن السندات ما هي إلا صكوك تثبت دين على الشركة المصدرة لها تعطي لمالكها الحق في تدفقات نقدية على شكل فوائد محددة سلفاً ولها تاريخ استحقاق يومك تداولها بيعاً وشراء بقيمة سوقية يمكن أن تزيد أو تقل عن القيمة الاسمية التي أصدرت بها.

- أنواع السندات:

تعددت أنواع السند كغيرها من الأوراق المالية إلا أنه يمكن حصر تلك الأنواع بناء على خصائص محددة كأجل الاستحقاق، الضمان، قابلية التحويل والسداد وغيرها فإجمالاً يمكننا تصنيفها إلى:

• بحسب أجل الاستحقاق³: وتنقسم إلى

✓ سندات قصيرة الأجل:

وهي سندات يتم تداولها على أساس آجال قصيرة من حيث الاستحقاق تتميز بالثبات النسبي لقيمة السند وسهولة تسيلها.

✓ سندات طويلة الأجل:

وهي سندات تختلف عن سابقتها من حيث أجل الاستحقاق فهي تزيد عن 5 سنوات ومعدل الفائدة يكون عادة أعلى من ذلك المعدل المفروض في السندات قصيرة الأجل.

• حيث الضمان⁴:

✓ السندات المضمونة:

هي سندات مغطاة بأصول عينية ففي حالة عدم وفاء الشركة بالتزاماتها يتم مصادرة الأصول وبيعها لتحصيل ديون أصحاب السندات.

¹ - رجراج احمد مرجع سبق ذكره، ص 118.

² - محمد عبد الحفيظي، سلمان عادل، كيفية تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات في سوق رأس المال، مجلة البديل الاقتصادي 2014، ص 205.

³ - وليد أحمد صافي، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية حالة تطبيقية سوق عمان المالي، مذكرة مقدمة، بل نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 1996/1997، ص 98.

⁴ - سعاد يحيى، مرجع مسابقة ذكره ص 53.

✓ السندات غير المضمونة¹:

هي سندات تصدر بدون ضمانات عينية من شركات تتميز بتصنيف ائتماني جيد وذات عوائد مرتفعة وبدرجة مخاطرة أكبر من تلك السندات المضمونة لذا نجد معدل الفائدة الخاص بها أعلى من ذلك المعدل الخاص بسابقتها.

• من حيث الوفاء والتحويل والاستدعاء²:

✓ سندات قابلة للتحويل الأسهم:

هي سندات لها معدل فائدة معين وتاريخ الاستحقاق إلا أنها تتميز عن غيرها بكونها تمنحه تمنح لصاحبها فرصة التحويل للأسهم بناء على سعر معين يدعى بسعر التحويل الذي عادة يكون أعلى من سعر استدعاء السند، وتعتبر هذه السندات الخيار الأمثل للشركات الحديثة بتحويلي من شركات خاصة إلى شركات مساهمة.

✓ السندات ذات الدفع المسبق والسندات ذات الأجل الممددة³:

هي سندات الدفع المسبق هي تلك السندات التي تمنح حق الدفع المسبق للمستثمر قبل أجل استحقاق، أما السندات ذات خاصية التمديد فهي تلك السندات التي يحتفظ والمستثمر بها إلى أجيال جديدة وبنفس معدل الفائدة.

✓ السندات القابلة للاستدعاء⁴:

يقصد بها تلك السندات التي تمكن المؤسسة المصدرة لها من استدعائها كلها أو البعض منها على ألا يتجاوز هذا الحق أجل الاستحقاق.

• من حيث الملكية⁵:

✓ سندات مضمونة بالتملك:

هي تلك السندات التي تعطي لصاحبها الحق في تملك أسهم الشركة المصدرة وفق الشروط المحددة عند إصدارها، حيث يمكن فصل حق تملك السند على التداول.

✓ سندات غير مضمونة:

¹ - سعاد يحيى، مرجع مسابقة ذكره ص 53.

² - نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية غزة 2007، ص 33.

³ - سعاد يحيى، مرجع مسابقة ذكره ص 54.

⁴ - سعاد يحيى، مرجع مسابقة ذكره ص 54.

⁵ - سعاد يحيى، مرجع مسابقة ذكره ص 54.

هي سندات وتعطي صاحبها حق الأولوية عن الدائنين الآخرين وملاك الأسهم في استيفاء حقه من الفوائد أو استرجاع أصل الدين عند التصفية وتتميز بدرجة مخاطرة كبيرة.

• حسب طبيعة معدل الفائدة¹:

✓ سندات ذات سعر فائدة ثابت:

هي سندات تتميز بمعدل فائدة ثابت لا يتغير إلى حين أجل استحقاق وتكون قابلة للتجديد.

✓ سندات ذات سعر فائدة متغير (عائم)²:

يتميز هذا النوع من السندات عن غيره بخضوع معدل الفائدة الخاص به لآلية العرض والطلب أي يخضع لتغيرات السوق.

- الاتجاهات الجديدة للسندات³:

• سندات ذات كوبون صفري:

تداول وهذه السندات على أساس خصم القيمة الاسمية المعطاة للسند على أي يتم استيفاء القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق حيث إنها تباع وتشتري ويمثل الربح الفرق بين سعر البيع والقيمة الاسمية للسند عند الإصدار.

• السندات ذات الدخل:

ويتميز هذا النوع عن غيره من السندات كون أن الفوائد لا تدفع عن السنة التي لم تحقق فيها المؤسسة أرباح وقد يتضمن وتحميل أرباح السنة غير المحققة للأرباح إلى السنة اللاحقة المحققة لها كما قد يتضمن السند شرط احتجاز الشركة المصدرة لجزء من الأرباح لسداد قيمة السند عند أجل استحقاقه.

• سندات المشاركة:

تختلف سندات المشاركة عن غيرها من السندات بميزة تحصيل جزء من أرباح الشركة المصدرة السند لصالح مالك السند إلى جانب معدل الفائدة المدفوع.

• السندات الرديئة⁴:

¹ - وليد أحمد صافي، مرجع سبق ذكره، ص 96.

² - وليد أحمد صافي، مرجع سبق ذكره، ص 96.

³ - وليد أحمد صافي، مرجع سبق ذكره، ص 98.

⁴ - وليد أحمد صافي، مرجع سبق ذكره، ص 98.

هي سندات ذات تصنيف ائتماني رديء أو معدوم والذي يعكس الوضع المالي للشركة المصدرة المتدهور لتشجيع الاستيلاء عليها والاندماج.

ت- المشتقات:

هي منتجات مالية متداولة في سوق الأوراق المالية تشتق من أصل آخر تعتبر من الابتكارات المالية الحديثة التي ظهرت في السبعينيات من القرن 20م، فتعريفها هي مصطلح يطلق على نوع من العقود المالية التي تستمد قيمتها من الأصل الأساسي أو مجموع منه يتم تعيينه بناء على طرفين أو أكثر يمكنهم التداول بها داخل أو خارج سوق الأوراق المالي¹.

وقد عرفها كذلك صندوق النقد الدولي على أنها عقود يتوقف تسعيرها على سعر الأصل موضوع التعاقد، حيث إنها لا تتطلب شرط توظيف لأصل المال في هذه الأصول²، وكعقد بين طرفين للمدفوعات على أساس الأسعار والعوائد لا يفرض انتقال ملكية الأصل.

وتعرف كذلك على أنها عقود تستمد قيمتها من الأصول المالية موضوع العقد والتي تنتوع وتدخل ضمنها جميع الأوراق المالية محل التداول³.

فمن خلال ما سبق يمكننا القول أن المشتقات ما هي إلا منتجات مالية ترتبط بأصول معينة كالأسهم والسندات ومختلف الأوراق المالية لا يفرض فيها انتقال ملكية الأصل ولها عدة صور نذكرها:

- العقود الآجلة:

هي عقود بين طرفين البائع والمشتري لموضوع تبادل أصل معين بمقابل نقدي يسمى سعر التنفيذ⁴ يحدد سلفاً ويشترط فيه توصيف موضوع التبادل ومكان التسليم وكيفية السداد حيث يسمى البائع في العقد بصاحب المركز الطويل والمشتري بصاحب المركز القصير ويتداول عادة خارج السوق المنظمة⁵.

- العقود المستقبلية:

¹ -www.investopedia.com/terms/d/drivatives.aspK 06/10/2022, 00:25.

² -عيساوي سهام فطوم تداول المشتقات المالية في الأسواق المالية الناشئة، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة 2017، ص 338.

³ -أمال بوسمينة، وسام موسى شهرزاد سويكي

⁴ -حسبية سميرة، إصلاح أسواق المشتقات المرية غير المنظمات ضرورة حتمية اجتنب الأزمات المالية المستقبلية، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية 2014م، ص 196.

⁵ -زيد جابر، عيساوي سهام، انعكاسات استخدام المشتقات المالية وإدارتها، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية 2021م، ص 525.

هي عقود نمطية موضوعها تبادل السلع أو أصول مالية في وقت محدد مستقبلا بين طرفين يتفقان على السعر المستقبلي وتاريخ استحقاق العقد¹، ويتم تداولها في السوق المنظمات التي يفرض من خلالها الالتزام بالعقد عملا بالنصوص والأنظمة².

- عقود الخيار:

يعرف عقد الخيار على أنه ورقة مالية تعطي لحاملها الحق في ممارسة شراء أو بيع لأصل مالي، فإذا كان التنفيذ يتم على طول فترة العقد يسمى بالخيار الأمريكي أما إذا كانت تنفيذ لهذا العقد عند أجل الاستحقاق فإن الخيار هنا يدعى بالخيار الأوروبي انطلاقا من سعر وأجل استحقاق محددين سلفا مع علاوة لمحرر العقد لا تسترد إذا لم ينفذ العقد تدفع لمشتري العقد³. وتتميز عقود الخيار بأنها تمكن صاحبها ممارسة الحق سواء كان ذلك الحق بيعا أو شراء لها نوعان نذكرهما⁴:

- خيار الشراء:

يعطي لمشتري خيار الشراء حق شراء أصل معين بقيمة محددة وسعرا أيضا خلال مدة زمنية حيث يفرض على محرر عقد تنفيذ العقد نزولا عند رغبة صاحب الخيار إن أراد تنفيذ خيار الشراء مقابل علاوة للبائع لا تسترد.

- خيار البيع:

يعطي خيار البيع لصاحبه بيع أصل معين بكمية محددة وسعر لمدة زمنية نظيرا عليه علاوة يدفعها لصاحب الأصل لا تسترد.

- عقود المبادلة:

هي عقود تبادلية للتدفقات النقدية المحددة بتاريخ معين موضوعها تبادل مدفوعات الفائدة الثابتة والمتغيرة والمقومة بعملات مختلفة، أو أن يكون موضوعها مبادلات بين عملات مختلفة كذلك وتنقسم إلى⁵:

- مبادلة أسعار الفائدة:

¹ - بدر الدين براحلية، عقود المشتقات المالية، مجلة التواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون 2015م، ص 192.
² - جاب الله عادل، المشتقات المالية وال دورها في تكريس الأزمات المالية العالمية، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية 2016م، ص 141.
³ - سماري ابتسام، قياس أثر تداول المشتقات المالية على أداء الأسواق المالية حالة السوق الأوروبي 2002-2016م، دراسات اقتصادية 2018م، ص 433.
⁴ - قط سليم، مفتاح صالح، المشتقات المالية من منظور إسلامي كبديل للمشتقات المالية الوضعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية، في مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية دراسات اقتصادية 2008م، ص 164.
⁵ - نبال محمود قصبه، دور المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية 2011م، ص 63.

هو عقد تبادلي لمدفوعات الفائدة بين طرفين الطرف الأول وله مدفوعات بمعدلات فائدة ثابتة والطرف الثاني له مدفوعات بمعدلات فائدة معومة، حيث تحدد سعر الفائدة على حسب مصلحة كل طرف من أطراف العقد على أن تتزامن المدفوعات وتكون بنفس العملة.

- مبادلة العملات:

يبني عقد المبادلة الخاص بالعملات على عقدين متزامنين الأول بيع والآخر شراء إلا أن هناك فترة زمنية بينهما عادة ما تكون أقل من سنة، كأن يبرم عقد ب 1,000,000 يورو مقابل عقد آخر ب 1,8.000,000 دولار في نفس وقت إبرام العقد، ويتم كذلك شراء 1,000,000 يورو مقابل 2,000,000 دولار على أن يسلم خلال ستة أشهر حيث يسمى الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء بسعر المبادلة¹.

المبحث الثاني: النظام المعلوماتي وكفاءة سوق الأوراق المالية

طرح سوق الأوراق المالية مجموعة من التساؤلات حوله وما يتوقع من أحداث تؤثر بشكل مباشر على أدائه وحسن سيره، فمن المفترض كون السوق المالي كفء وحساس لكل تغير وتجدد للمعلومة السائدة سواء بالاتجاه صعوداً أو نزولاً في حركة الأسعار وكذلك من خلال تمكين جميع أطراف السوق أو المتعاملين فيه من المعلومة دون تمييز وبدون فارق زمني كي لا تكون هناك أرباحاً غير عادية محققة لطرف دون آخر ولتوضيح ذلك تطرقنا في هذا المبحث إلى مجموعة من العناصر نذكرها:

1. النظام المعلوماتي في سوق الأوراق المالية:

ينظر إلى المعلومة الصحيحة وذات المصادقية المتوفرة في التوقيت المناسب على أنها السلعة الأعلى ثمناً داخل السوق لما لها من دور كبير يتحدد من خلاله أداء سوق الأوراق المالية، حيث نجد لها مصادر متعددة تقوم بتوفيرها على غرار مواقع المؤشرات العالمية والقنوات الإخبارية ذات اختصاص وبنوك المعلوماتية المتخصصة بالإضافة لنشرات الإصدار وكذلك مختلف القوائم والتقارير الخاصة بكل شركة متداولة داخل السوق.

1.1 تعريف المعلومة المالية:

تعددت التعاريف الخاصة بالمعلومة المالية فالبعض يعرف المعلومة بأنها:

¹ - عيسوي سهام، سليمان زواري فرحات، زيد جابر، المشتقات المالية في التمويل الإسلامي، مجلة الدراسات الأكاديمية 2019، ص 64.

- رقم الأعمال المعبر عنه في شقه بوحديات نقدية وغير نقدية والذي يتضمن وسائل الشركة أصولها وموجوداتها، فالمعلومة هي كل ما توفر حول أصول الشركة ومختلف وظائفها الكمية وغير الكمية¹.
- وتعرف أيضا بأنها. تلك التقارير والقوائم. التي تعكس الوضع الفعلي للشركة وأدائها الحالي أو المستقبلي مما يسهل عملية اتخاذ القرار الاستثماري أو قرار الائتمان الخاص بالمنشأة².

فمن خلال ما سبق يمكننا القول بأن المعلومة ما هي إلا مجموعة من البيانات التي يتم تجميعها ذات الدلالة الخاصة بموجودات وأداء الشركة الحالي أو المتوقع ومختلف وظائفها من أجل توضيح الصورة لدى المستثمر أو المقرض للتقليل من مخاطر عدم التأكد.

2.1 ما هية نظام المعلومات:

- تعددت المفاهيم والتي وضعت من قبل المفكرين لتحديد ماهية نظام المعلومات داخل أي كيان بغض النظر عن طبيعته ومجال نشاطه فمن جملة التعاريف نذكر:
- هو ذلك الجزء من البنية الإدارية في المشروع الاقتصادي الذي يقوم بجمع ومعالجة البيانات بناء على مختلف المصادر المتوفرة وتوجيهها نحو مستخدميها³.
- هو مجمل طرق المعالجة من خلال جمع وتنظيم الوثائق عبر مختلف الوسائل المادية والبشرية لغرض تجميع وتحليل المعلومات من أجل الاستخدام الأمثل لها⁴.
- هو مجموعة من المدخلات المجمعة لغرض المعالجة للاستفادة منها على شكل مخرجات تساعد متخذي القرار داخل أو خارج المؤسسة⁵.
- فانطلاقا مما سبق من تعريفات يمكننا القول بأن نظام المعلومات ما هو إلا نظام مكون للعملية الإدارية يتم من خلاله جمع ومعالجة البيانات الخاصة بالمشروع اعتمادا على مختلف الآليات والبرمجيات من أجل اتخاذ القرار داخل أو خارج هذا المشروع.

3.1 خصائص مخرجات نظام المعلومات:

¹ -هياش فارس، مناع ريمة، أثر المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي، بشغلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية 2018م، ص 630.

² -محفوظ جبار، استجابة الأسواق المالية للمعلومات المحاسبية دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2004م، مجلة العلوم الإنسانية 2012م، ص 190.

³ -روتال عبد القادر، جودة مخرجات نظام المعلومات المحاسبي وأثرها على كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية دراسات اقتصادية 2015م، ص 123.

⁴ -محمد قايد نعمان التبع، علي عبد الله، أثر كفاءة المعلومات على فعالية صنع واتخاذ القرارات دراسة حالة والبنك المركزي اليمني، مجلة معهد العلوم الاقتصادية 2020م، ص 998.

⁵ -تومي ميلود، خالد فراح، استخدام نظام المعلومات التسويقية في اتخاذ قرار سياسة المنتج دراسة حالة اتصالات الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية 2013م، ص 8 و 4.

يقوم نظام المعلومات بتجميع البيانات عبر مختلف المصادر المتوفرة سواء كانت داخلية أو خارجية يتم معالجتها ووضعها على الشكل الذي يتيح استخدامها والاستفادة منها، ولكي يتم تحديد مدى جودة وفائدة مخرجات النظام المعلوماتي وجب توفر مجموعة من الخصائص للمعلومة المنتجة تتمثل في:

• الموثوقية:

تعد موثوقية المعلومة عنصر هام داخل السوق المالي لذا وجب أن تتوفر المعلومات على مصداقية في سرد الأحداث ومختلف العمليات وأن تكون خالية من الأخطاء والتحيز بالإضافة إلى الموضوعية¹.

• الملائمة:

يشترط في مخرجات نظام المعلومات أن تخدم توجهات متخذي القرار من خلال تقييم مختلف الأحداث الماضية والحاضرة ووضع توقع أو تنبؤ للأحداث المستقبلية، ولا يتم ذلك إلا بتوفر ثلاث خصائص²:

- ✓ التوقيت المناسب ويقصد بهذا توفر المعلومة في حين الحاجة إليها بدون تأخير وإن صاحب ذلك فقدان شيء من دقتها.
- ✓ الحكم على التوقعات السابقة بناء على البيانات الحاضرة وفق مفهوم التغذية العكسية.
- ✓ أن تكون ذات قيمة تنبؤية تساعد صاحب القرار على اتخاذها، فالعملية التنبؤية لا تتم إلا بتوفر بيانات ذات قابلية للتفسير والتنبؤ.

4.1 العناصر المكونة لنظام المعلومات:

يقصد العناصر المكونة لنظام المعلومات مختلف المكونات التي تتفاعل فيما بينها من أجل جمع البيانات ومعالجتها وعرضها لتوفير نظرة شاملة تسهل عملية اتخاذ القرار وتتمثل في³:

- العنصر البشري:

يمثل مختلف الأفراد من ذوي الاختصاص الذين يعملون على تجميع البيانات ومعالجتها بالاعتماد على أنظمة وبرمجيات خاصة والغرض من ذلك الاستغلال الأمثل لمخرجات النظام المعلوماتي.

¹ -قطاف ليلي، أثر الحوكمة على أداء الصناديق والسيادية في الأسواق المالية دراسة مقارنة بين صندوق المعاشات الحكومي في النرويج وصندوق ضبط الموارد في الجزائر، أروح مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعتي فرحات عباس و2018 م، ص 83.

² -الجوزي جميلة، العمري صفية، تأثير استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال على كفاءة الأسواق المالية الخليجية دراسة حالة بورصة الإمارات السعودية، الكويت، مجلة الاقتصاد الجديد 2017م، ص 121.

³ -بن زيادي أسماء، دور عناصر نظام المعلومات في تفعيل إدارة المعرفة واقع المؤسسة الاقتصادية الجزائرية 2006م، ص 144.

- المعدات المادية والبرمجيات:

وتشمل مختلف الأجهزة من حواسيب ومعدات وشبكات اتصال وكذلك جميع البرمجيات المستخدمة من أجل تغطية كل الجوانب العمليات تجميع المعلومات ومعالجتها ومن ثم عرضها بالصورة التي تمكن المستخدمين من التعامل معها بما يتلاءم مع أهدافهم بكل موثوقية ودون أخطاء.

2. كفاءة أسواق الأوراق المالية

تعد الرؤية الضبابية وعدم الوضوح من أبرز ما تتميز به سوق الأوراق المالية، وانعكس ذلك من خلال الحركة العشوائية لأسعار الأسهم المتداولة التي تجعل من التنبؤ بتلك الحركات صعبا ومعقدا وهذا كله مرده إلى التدفق المعلوماتي غير المنتظم وحساسية حركة الأسعار له، الأمر الذي يعكس مدى كفاءة السوق كون أنها مرنة وتستجيب بسرعة لتلك التدفقات المعلوماتية، ولتحديد مفهوم الكفاءة وجب التطرق إلى:

1.2 تعريف السوق الكفاء :

هناك العديد من التعاريف الخاصة بالسوق الكفاء إلا أنها تشترك في مجملها في العلاقة التي تربط سعر الورقة المالية بمدى توفر وسرعة تدفق المعلومة، حيث يعرف السوق الكفاء :

- بأنه ذلك السوق الذي يتسم بسهولة تبادل الأوراق المالية عند أسعار تكون قريبة من أسعارها الحقيقية¹.

- ويعرف كذلك بأنه السوق الذي يترجم فيه سعر الأوراق المالية حقيقة توقعات المستثمرين فيما يخص الأرباح المستقبلية وما يعترضها من مخاطر².

- وينظر أيضا إلى كفاءة السوق على أنها مدى سهولة تداول الأوراق المالية بأسعار قريبة من قيمتها الحقيقية بناء على آلية العرض والطلب³.

فانطلاقا من التعريفات السابقة يمكننا القول بأن السوق الكفاء ما هو إلا ذلك السوق الذي يوفر المعلومة الموثوقة بطريقة آنية وعادلة وبدون تكلفة وتكون الأسعار المعبر عنها تعكس تدفق تلك المعلومة حيث تكون الأسعار فيه قريبة من القيم الحقيقية للأوراق المالية.

2.2 شروط كفاءة سوق الأوراق المالية:

¹ -محمد عبد الحي أبو يونس، نسيم حسن أبو جامع، مدى كفاءة سوق دبي، مجلة اكاديميا2017م، ص 160.

² -افتح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كي في السوق الأوراق المالية، مجلة البحث2009م، ص 181.

³ -بديار أحمد، كيف الأسواق المالية، مجلة الحكمة للدراسات الاقتصادية2015م، ص 2.

- يفرض مفهوم الكفاءة الخاص بأسواق الأوراق المالية مجموعة من الشروط يمكن من خلالها الجزم بفعالية السوق من عدمه نذكرها¹:
- يتسم مختلف المتدخلون في سوق الأوراق المالية بالرشاد في تحديد أهدافهم وعلى رأسها تعظيم الأرباح والتقليل قدر الإمكان من الخسائر.
 - توفر المعلومة الموثوقة لدى كل أطراف السوق دون تكلفة وبطريقة عادلة وفي التوقيت المناسب مما ينعكس إيجاباً على توقعاتهم المستقبلية.
 - استبعاد جميع الرسوم والضرائب وعدم فرض أي تكلفة ناتجة لعملية التبادل.
 - فتح السوق أمام عدد كبير من المتعاملين مما يحد من تأثير أي عنصر على السوق.
 - التفاوت في تحقيق الأرباح يكون معقولاً وهذا يرجع لعدالة توفر المعلومة وعدم وجود أي ميزة لمتعامل دون آخر كما أن العائد يعكس حقيقة كل المخاطر التي تتعرض لها الورقة المالية².

3.2 صيغ كفاءة أسواق الأوراق المالية

تنوعت المفاهيم المقدمة لصيغ الكفاءة الخاصة بسوق الأوراق المالية إلا أنها تنصب في مفهومين أساسيين هما:

1.3.2 كفاءة التسعير:

يقصد بهذا النوع من الكفاءة التدفق السريع للمعلومات دون وجود فارق زمني لجميع المتدخلين في السوق دون عناء وتكلفة، مما يتيح فرصة عادلة لجميع الأطراف وعدم تحقيق أي مكاسب غير عادية³.

ويكتسي بالسوق كفاءة تسعيرية، إذا كانت لجميع المعلومات المتوفرة سواء كانت تاريخية أو حاضرة متاحة عند الحاجة للتقييم وتوقع الأحداث مستقبلاً وهذا ما يطلق عليه أحياناً من قبل خبراء المال بالكفاءة التخصيصية، كون إنها تعكس القيمة الحقيقية للأصل مما يسمح بتوجيه أدق وأفضل لتلك الموارد المالية نحو مشاريع ذات ربحية عالية⁴.

¹-أسامة وجدي، كفاءة الأسواق المالية دراسة تطبيقية على بورصة نيويورك للأوراق المالية، في المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية 2012م، ص 330. و

² -العمار ي الطاهر، مولاوي الطاهر، دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة آفاق للبحوث والدراسات 2018، ص 66.

³ -مفتاح صالح، معارف فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث 2010م، ص 186. و

⁴ -وبرودي نعيمة، الأسواق واستراتيجية الاستثمار في الأسهم والسندات، revue d'économie et de management، 2011م، ص 327.

فعمليا لن يوفر السوق الكفاء الوسط الملائم لتحقيق أرباح غير عادية إلا أنه من المحتمل حدوثها واقتصارها على حالات شاذة دون غيرها انطلاقا من سببين هامين أولهما أن بعض المستثمرين والمتعاملين في السوق ليست لديهم القدرة الكافية لتحليل المعطيات واتخاذ القرارات الاستثمارية في ظل رؤية واضحة.

أما السبب الثاني قد تتيح بعض الموارد الخاصة لبعض المستثمرين دون غيرهم اقتناص معلومات تساعد على اتخاذ القرار الصحيح وهذا نادر الحدوث إلا في حالات غير عادية ولمرات محدودة جدا.

2.3.2 كفاءة التشغيل:

وتدعى كذلك من قبل الاقتصاديين وبالكفاءة الداخلية، فهي تتوقف على قدرات السوق على خلق آلية توازن بين العرض والطلب ينتج عنها توفير تكلفة مقبولة تفرض على المستثمرين من خلال عمليات السمسرة، كما أنها لا تمنح ميزة خاصة للتجار المتخصصين وصناع السوق تحصيل أرباح غير عادية¹.

فقيمة الورقة المالية المتداولة تتحدد بمؤثر هام وهو مدى المعلومات المتوفرة وجودتها وكذلك وجوب أن تكون الصفقة عند حدها الأدنى مما يدفع بالمستثمرين إلى بذل جهود أكبر كون أن العائد من وراء تحليل ومعالجة المعلومات مقبول ويغطي مجمل التكاليف، والعكس عندما يحدث وارتفاع تكلفة المعاملات، فتحقيق مفهوم السوق الكفاء يتوقف على مجموعة من الشروط نذكرها²:

- وجود عدد كبير من المتعاملين داخل السوق مع توفير حرية الدخول والخروج وتحقيق مبدأ المنافسة الكاملة.
- توفير خاصية تسهيل الأصول المالية وتجنب الحركات المفاجئة والعشوائية للأسعار دون مبرر.
- توفر المعلومات الدقيقة وعرض حركة الأسعار اليومية.
- شفافية المعاملات داخل السوق وعدم احتكار المعلومة ونشر تقارير ذات مصداقية لنشاط المؤسسات المدرجة فيه.

¹ - مونية سلطان، كيف أت الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني دراسة حالة بورصة ماليزيا، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه نقود وبنوك وأسواق مالية، جامعة محمد خيضر 2014/2015، ص 75.

² - بوكا لساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2005/2006، ص 108.

- توفر السوق على نظم وقوانين توضح واجبات وحقوق المتعاملين تشرف عليها لجان وهيئات تتسم بالحياد والخبرة والعدالة في اتخاذ القرار.

4.2 فرضيات ومستويات كفاءة الأسواق المالية:

جاء تقسيم مستويات الكفاءة الخاص بالأسواق المالية كتحصيل ما قام به فاما 1965م من تحليل لمؤشر داو جونز وذلك من خلال مراقبة حركة الأسعار التاريخية ل 30 سهما خلال فترة خمس سنوات خلص فيها إلى أن تدفق المعلومات الجديدة واستقلالها عن بعضها يغير بشكل غير متوقع سعر السهم صعودا أو نزولا بحركة عشوائية على حسب نوعية المعلومة الواردة إلى سوق الأوراق المالية.

1.4.2 فرضية السير العشوائي:

يعد مصطلح "Random Walk Model" نتيجة للعمل المقدم من قبل "Kindell and Brad ford" حيث اشتمل على دراسة أسعار الأسهم العادية انطلاقا من 22 سلسلة على فتراما عندما تقدر ب486 فترة إلى 3872 فترة، حيث بدأ جريا أن سلسلة الأحداث لم تكن كما كان يعتقد سابقا، فلقد لاحظا وجود تغيرات عشوائية كبيرة جدا وأن هناك ارتباطات زائفة من خلال ما تظهره السلاسل التجميعية حيث كشفت التحليلات لحركة البورصة عن ارتباط متسلسل ضئيلا ومتأخرا بين السلسلة وذلك عندما تتخذ الأسهم سلوكا مختلفا بناء على معلومات غير عادية تسمح بالتنبؤ بحركتها لمدة أسبوع قادم¹، لذا فنموذج "RW" حركة السير العشوائي يبين أن حجم واتجاه تغيرات الأسعار للأسهم العادية يكون عشوائيا عند لحظة زمنية معينة إذا تمت مقارنته بالمعلومات المتاحة عند تلك اللحظة حيث يعطى سعر الورقة بالصيغة التالية²:

$$p_{jt} = p_{jt-1} + at \dots \dots \dots (62)$$

p_{jt} : سعر الورقة عند اللحظة t .

p_{jt-1} : سعر الورقة عند اللحظة $t - 1$.

at : المتغير العشوائي.

يمثل "RW" حالة خاصة حيث أن الأسعار تعكس بشكل تام مختلف المعلومات المتاحة بناء على أن التغيرات فيها تكون مستقلة وموزعة بشكل متماثل عبر الزمن.

¹ -M.G. Kindell and Brad ford Hill, the analysis off economic time series part1-prices, journal of royal statistical society 1953, p 11.

² -عبد الحسين الغالبي، التحليل الاقتصادي لكفاءة الأسواق المالية دليل تجريبي لبعض الأسواق العربية، www.researchgate.net 2022/11/28، ص 5.

2.4.2 المستوى الضعيف لكفاءة سوق الأوراق المالية:

يأتي بناء على الفرض الذي مفاده أن أسعار السوق تعكس فقط المعلومات المسجلة الخاصة بالأسهم والأسعار وحجم المعاملات، أي الاعتماد على المعلومات التاريخية لغرض التنبؤ بحركة الأسعار الذي يكون غير فعال تماماً فالتغير في حركة الأسعار لا يكون تبعاً للمعلومات الواردة حديثاً، فلماذا تحقيق أرباح غير عادية يتطلب معلومات خاصة من داخل المنشأة، فالفجوة هنا تكون كبيرة بين القيمة السوقية والحقيقية للسهم¹.

3.4.2 المستوى المتوسط لكفاءة سوق الأوراق المالية:

يأتي هذا المستوى من منطلق أن التغيرات في أسعار الأسهم تأتي استجابة لكافة المعلومات المتاحة سواء تلك التاريخية أو الحديثة ومختلف البيانات والمعطيات الخاصة بمحيط السوق أو الدولة عامة، حيث تكون هناك صعوبة في تحقيق أي ربح غير عادي سوى ذلك المحقق عن طريق المعلومات المتاحة ونلاحظ من خلالها التقارب الكبير بين القيمة السوقية للسهم والقيمة الحقيقية له².

4.4.2 المستوى القوي لكفاءة سوق الأوراق المالية:

يعكس هذا المستوى عرض جميع المعلومات المتدفقة للسوق للعامة من أطراف السوق وكذلك تلك الخاصة بمجموعة من الأفراد أو الكيانات المعنية كبار المتعاملين والمدراء الماليين ومختلف المؤسسات المصدرة للأوراق المالية وبالتالي لا يمكن تحصيل معلومات غير منشورة تتعلق بأصل مالي معين من أجل التنبؤ وتقدير مختلف التطورات لسعر هذا الأصل³.

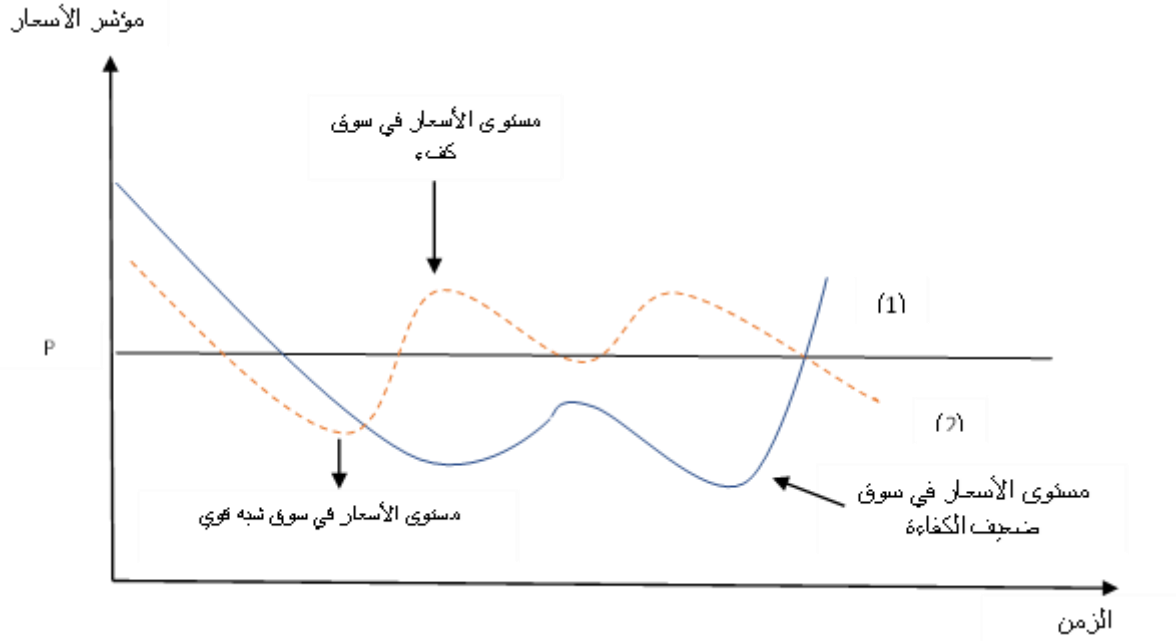
فانطلاق مما سبق تطرح فرضية السوق الكفاء فكرة أساسية مفادها أنه لا قدرة لأي طرف من تحقيق اختراق للسوق لأن مختلف التغيرات السعرية هي نتاج لحركة عشوائية عن القيمة الحقيقية للأصل المالي، وأن السعر المستقبلي ما هو إلا السعر الآني مضاف إليه نسبة الخطأ العشوائي بحسب نموذج "RW"، الشكل التالي يوضح التقلبات السعرية على حسب كفاءة السوق.

الشكل (17): التقلبات السعرية حسب كفاءة السوق

¹ - خضر عقبة، اختبار كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية عند المستوى الضعيف خلال الفترة 2013-2017م، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة 2019، ص 104.

² - مزود إبراهيم، بلحايي خديجة، اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية على المستوى الضعيف باستخدام طريقة الأنماط الطارئة RUN TEST حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال 2000-2015م، مجلة معارف 2017م، ص 314.

³ - ظلية عادل، اختبار بورصة عمان للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية دراسات اقتصادية 2009، ص 276.



المصدر: زهير غرابية، اختيار لنموذج كفاءة الأسواق المالية مدخل تقييم أسعار المنتجات المالية دراسة عينة من المؤشرات المالية العربية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية 2015م، ص 39.

يوضح الشكل السابق حركة تغيرات الأسعار للأصل المالي في الأسواق ذات مستويات مختلفة من الكفاءة، فبالنسبة للمنحنى (2) يوضح التذبذب الكبير والتباين في سعر الأصل فهو إما أن يكون أكبر من القيمة الحقيقية أو أقل منها أما عند المستوى الشبه كفاء فإن التباين في سعر الأصل المالي يكون أقل من ذلك الملاحظة في السوق ضعيف الكفاءة أي أن سعر الأصل المالي يقترب من القيمة الحقيقية له كما هو موضح في المنحنى (2)، وفي حالة مستوى الكفاءة القوية يكون التباين أقل من الحالتين السابقتين أي أن القيمة السوقية تتذبذب حول القيمة الحقيقية تبغني تلك المعلومات الواردة الجيدة والمتدفقة دوريا والمؤثرة آليا على حركية أسعار الأصول المالية وفق المنحنى (2) كذلك.

3. مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية:

يعد تحديد كفاءة وتطور سوق الأوراق المالية مطلباً مهماً وأساسياً دفع بالمختصين إلى وضع مجموعة من المؤشرات تعطي فكرة سريعة وصورة واضحة عن أداء السوق وحركة الأسعار داخله ومدى مرونته ولتقريب الفكرة تطرقنا إلى تلك المؤشرات المعتمدة من خلال تحديد مفهوم وكيفية بناء هذه المؤشرات.

1.3 مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية:

تعددت التعاريف المقدمة لتوضيح مفهوم المؤشرات الخاصة بتوجهات سوق الأوراق المالية نذكر منها:

- تعرف على أنها قيمة عددية تعكس تلك الحركية الخاصة لأداء السوق فهي تعكس توجه الاسعار صعودا أو نزولا وهي معيار حقيقي يتخذ كمقياس لأدائه¹.
- هو مقياس عام يشمل جميع اتجاهات السوق وحالته يقيس مدى تطور الأسعار داخله بطريقة منظمة ومستمرة ومحددة².
- يعرف على أنه الطريقة الإحصائية التي تسمح بإعطاء قيمة عددية تربط بين تطور الكميات والأسعار بدلالة الزمن لغرض للحكم على أداء سوق معين أو قطاع اقتصادي أو محفظة مالية مع القدرة على مقارنتها بمثلتها في أسواق الأوراق المالية الأخرى³.
- فالتعريف الذي يبنى على جميع ما سبق بأن المؤشرات ما هي إلا قيمة عددية يتحدد من خلالها أداء سوق الأوراق المالية ومدى عمقها وتطورها واتجاهات الأسعار الخاصة بالأصول المتداولة فيها والقدرة على مقارنتها بمثلتها في الأسواق الأخرى.

2.3 مؤشرات سوق الأوراق المالية:

هناك العديد من المؤشرات التي يتخذها المختصون لدراسة تحركات سوق الأوراق المالية من أهمها:

- مؤشر حجم السوق:
- فهو مؤشر هام يعتمد على عنصرين هما:
- نسبة رأسمال السوق⁴:
- يمثل نسبة الأوراق المالية للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، وهو يعبر فرضا على مدى قدرة السوق على حشد وتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المسجلة فيها، فهذه النسبة ليست لها الدلالة الكافية على درجة نمو السوق فهناك أسواق نجد فيها نسبة رأس المال المسجلة كبيرة لكنها غير نشطة.

¹ -سليمان بن دخمة، الشريف ربحان، مؤشرات فعالية أسواق الأوراق المالية العربية دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية السعودية 2007-2016، مجلة العلوم التجارية والتسيير 2017م، ص 42.

² -ز ملاوي عبد القادر، بشر فيصل، مؤشرات الأسواق المالية كوسيلة للوقاية من الأزمات المالية التنبؤ بحركة مؤشر داو جونز الصناعي باستخدام منهجية box Jenkins في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة 2017م، ص 120.

³ -همال فريدة، دراسة سلوك أهم مؤشرات الأسواق المالية المتطورة 1991-2015م، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3 2016/2017، ص 44.

⁴ -سعاد يحيى، و دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية وأفاق تطويرها دراسة حالة مجلس التعاون الخليجي 2008-2019م، مطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر 2018/2019، ص 102.

- عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية¹:

يعتبر هذا المؤشر ذو دلالة إضافية إلى جانب مؤشر نسبة رأس مال السوق، فهو لا يعبر بدرجة كبيرة على مدى التطور ونمو السوق إلا أنه قد يأخذ بعين الاعتبار في حالة المقارنة بين الأسواق، إلا أنه مثال على محدودية السوق مثل ما هو الحال في سوق الأوراق المالية في الجزائر.

- مؤشر سيولة سوق الأوراق المالية:

هو مؤشر معتمد يعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تسييل الأصول المالية المتداولة فيه ويتمثل في:

- مؤشر حجم التداول²:

ويمثل حجم تداول الأوراق المالية مقسم على الناتج المحلي الإجمالي، يعكس هذا المؤشر حجم التداولات داخل السوق بالنسبة لحجم الاقتصاد، فهو يعبر على مدى سيولة السوق فنجد معدلاته المسجلة في الدول ذات الاقتصاديات المتقدمة أعلى من تلك المعدلات المسجلة في الدول ذات الاقتصاديات الناشئة أو شبه الناشئة.

- مؤشر معدل الدوران³:

يقاس معدل دوران السوق بقسمة القيمة الإجمالية للتعاملات المسجلة في سوق الأوراق المالية على رأس مال السوق، فهو يعد مؤشرا إضافيا للدلالة على نمو السوق إلى جانب نسبة رأس مال السوق وحجم التداول فيه، فهناك من الاقتصاديات تكون أسواق الأوراق المالية ذات نسبة رأس مال صغيرة إلا أن معدل الدوران كبير وهناك أخرى على العكس من ذلك، فإجمالا معدل الدوران يقيس حجم المعاملات المسجلات بالنسبة لحجم السوق محل التداول.

- مؤشر تركز سوق الأوراق المالية:

ويقاس هذا المؤشر بالاعتماد على تحديد نصيب أكبر عشر شركات مدرجة من رأس مال السوق⁵، بحيث أن درجة التركز الكبيرة لها دلالة على سيطرة عدد صغير من الشركات على السوق وهو أمر سلبي له انعكاساته على كفاءة أداء سوق الأوراق المالية، فالسوق الكفاء عادة ما تكون نسبة التركز فيه منخفضة مقارنة بتلك الأسواق غير الكفوءة⁴.

¹ - أز هري الطيب الفكي، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان 2017م، ص 148.

² - بصيري محفوظ، المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية وأثرها على التنمية الاقتصادية دراسة حالة بورصة الجزائر 2001-2015م، مجلة معارف 2016، ص 89.

³ - بالسبع عبد القادر، صديقي مليكة، مجلة شعار للدراسات الاقتصادية 2017م، ص 97.

⁴ - زروت رضا، درجة تأثير مؤشرات الأسواق المالية العربية بالمتغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والأجنبية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، في جامعة البليدة 2014/2015، ص 51.

3.3 بناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية:

تعددت طرق بناء وحساب مؤشرات أسواق رأس المال إلا أنها تعتمد ثلاثة أساليب ممثلة في الأسلوب المبني على أساس السعر والأسلوب المبني على أساس القيمة وأسلوب ثالث يبنى على أساس الأوزان المتساوية للأسهم إلا أنه قبل التطرق لها يجب توضيح مفهوم العينة.

1.3.3 حجم العينة:

يعد حجم العينة شرط ضروريا من شروط بناء المؤشر ويتم مراعاة ثلاثة جوانب عند تحديده، فكلما كانت العينة ذات حجم كبير كلما عكس المؤشر التغيرات التي تحدث داخل السوق، أما فيما يخص اتساع العينة فيراد به مدى شمولها قطاعات أوسع داخل السوق وقبل ذلك كله يفترض أن يكون المصدر الخاص بالأسعار هو السوق الاساسي اين يتم تداول الأوراق المالية.

2.3.3 مؤشرات مبنية على أساس السعر¹:

يعبر عنها بقسمة سعر السهم الواحد في سوق الأوراق المالية على مجموعة أسعار الأسهم الفردية الأخرى الممثلة للمؤشر.

قيمة المؤشر = سعر السهم الواحد / مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى

3.3.3 مؤشرات مبنية على أساس القيمة:

يتحدد بناء على آلية يتم فيها إعطاء وزن للسهم الواحد على أساس القيمة السوقية لمجمل الأسهم العادية لكل منشأة تدخل في نطاق المؤشر، حيث أن هذا المؤشر يتجنب سلبيات المؤشر المبني على أساس السعر فالمؤسسات ذات القيمة السوقية المتساوية يتساوى وزنها النسبي بصرف النظر عن سعر السهم أو عدده².

قيمة المؤشر = (مجموع عدد الأسهم × سعر السهم في لحظة معينة) / مجموع عدد الأسهم × سعر السهم في فترة الأساس) × 100%

4.3.3 مؤشرات مبنية على أساس الأوزان المتساوية:

¹ -همال فريدة، مرجع سبق ذكره، ص 50.

² -عقبة خضر، أهمية التحليل الفني والاساسي في تحديد القرار الاستثماري للأسهم في سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق قطر للأوراق عملية خلال الفترة 2014-2017م، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر 2020/2019م، ص 72.

يبني مؤشر الأوزان المتساوية انطلاقاً من تساوي قيمة الاستثمار في كل نوع من الأسهم المكونة له دون النظر إلى طبيعة هذه الأسهم¹.
 قيمة المؤشر = (مجموعة عدد الأسهم المشتراة × سعر السهم / مجموع مبلغ للاستثمار) × 100%

4.3 أهم المؤشرات في أسواق الأوراق المالية العالمية:

هناك العديد من المؤشرات المعتمدة عبر كافة أسواق الأوراق المالية العالمية وقد يختص كل مؤشر في سوق دون أخرى فمن أهمها:

1.4.3 مؤشر داو جونز Daw Jones²:

يرجع لتأسيسه إلى تشارلز داو وهو مؤشر صناعة أمريكي نشر لأول مرة سنة 1884م عبر صحيفة وول ستريت، وقد شمل 22 سهماً إلى أن استقرت عند 30 سهم يحتسب على أساس الوزن النسبي لأسعار الأسهم، ويعاب على هذا المؤشر عدم اتساع عينته على الرغم من أن السوق يضم 1700 سهم مما يفرض تحيزه، وكذلك ما تعلق بعملية الترجيح التي يتخذها المؤشر بناء على القيمة السوقية التي تحدد وزنه داخل العينة.

2.4.3 مؤشر ستاندر اندبورز Stander and Poor's:

يمثل هذا المؤشر 500 سهم لشركات أمريكية ذات خدمات عامة تتداول في السوق المنظمة أو خارج تلك السوق أو الحاليتين معاً، ويضم 40 سهم من الشركات الصناعية و40 شركة أخرى للكهرباء ومختلف الخدمات وكذلك أسهم شركات مالية حيث يستحوذ على 80% من بورصة نيويورك³.

3.4.3 مؤشر فايننشال تايمز Financial times:

تم اعتماد هذا المؤشر في 30 ديسمبر سنة 1983م وله مسمى آخر "Footis" يضم 100 سهم من تلك الأسهم المتداولة في بورصة لندن، جاء كتكملة للمؤشر الصناعي للفايننشال تايمز الذي يضم 30 سهماً فقط، فإجمالي ما تضمه مؤشرات التايمز لبورصة لندن وصل إلى 704 سهم سنة 1989م⁴.

¹ - جبهة شناعة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1980-2016م، مطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة، جامعة فرحات عباس 2018/2017، ص 70.

² - غراية زهير، ترفو محمد، التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر داو جونز الصناعي، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية 2013، ص 193.

³ - فيصل بشرول، زملوي عبد القادر، مؤشرات الأسواق المالية كوسيلة للوقاية من الأزمات، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة 2017، ص 121.

⁴ - فريدة همال، دراسة سلوك أهم مؤشرات الاسواق المالية المتطورة جانفي 1991-ديسمبر 2015، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر 3، 2017/2016، ص 57.

4.4.3 مؤشر كاك CAC40:

يرجع اعتماده لسنة 1991م يضم 40 مؤشرا من أهم مؤشرات البورصة الفرنسية مقسمة على 8 قطاعات خدمات بالإضافة إلى التمويل والبناء والتجهيز وقطاع الاستهلاك والمواد الغذائية¹.

5.4.3 مؤشر نيكاي NEKAI :

أنشئ هذا المؤشر سنة 1950م حيث يضم 225 سهم لشركات يابانية، يمثل النسبة بين مجموع اسعار 225 سهم وإجمالي عدد الشركات المدرجة في بورصة طوكيو².

المبحث الثالث: عوائد الأسهم والنماذج الحديثة للتنبؤ في سوق الأوراق المالية

تشهد الأسواق المالية نموا كبيرا وتوسعا غير مسبوق في أنشطتها وتضخم تعداد الأصول المالية المتداولة فيها وكذلك كثافة المعلومات المتدفقة إليها مما زاد في صعوبة وتعقيد اتخاذ القرار الاستثماري السليم والأقل مخاطرة، ولتوضيح ذلك وجب التطرق إلى مجموعة من المفاهيم وعلى رأسها مفهوم العائد وكيفية تحديده.

1. عوائد الأسهم

1.1 مفهوم العائد:

وضع الاقتصاديون مفاهيم عدة كتفسير للتدفق النقدي الناتج عن التغيرات السعرية الخاصة بالأسهم نذكر منها:

- يعرف على انه المكسب على الاستثمار في الأسهم المتضمن الربح من خلال الفروقات السعرية إلى جانب المكسب المحققة في رأس المال الذي يؤدي إلى تعظيم الثروة³.

- يعرف معدل عائد أصل مالي بأنه تلك الزيادة في القيمة الرأسمالية لهذا الأصل في صورة فوائد أو توزيعات للأرباح⁴.

1 - عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر cac40، ص 3.
2 - فاتح لوقي، استخدام نماذج Arch في دراسة تقلبات أسعار الأسهم لقطاع الاتصالات في السوق المالي السعودي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير تخصص أساليب كمية، جامعة محمد خيضر 2019/2018، ص 34.
3 - سليم مصطفى، بولجة عبد الناصر، الأرباح المحاسبية وعوائد اسم دراسة قياسية لعدد من الشركات في بورصات مصر، الكويت، قطر، أبو ظبي، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي 2017م، ص 6.
4 - عبد اللطيف مصطفى، عبد الله عنيشل، العلاقة بين العائد والمخاطر النظامية في بورصة الدار البيضاء في المغرب، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية 2017م، ص 39.

- يعرف العائد بأنه صافي الربح الموزع للورقة المالية، فهو يقيس نسبة التدفقات النقدية التي يحصل عليها المستثمر نظير ما قدمه ثمنًا للسهم ويدعى كذلك بالفرصة البديلة¹.

فبناءً على عرض التعريفات السابقة يمكننا القول بأن العائد على السهم ما هو إلا فائض لقيمة عن رأس المال الذي يتحصل عليه المستثمر كفرصة بديلة للثمن المستثمر في السهم.

2.1 حساب عوائد الأسهم:

يتكون العائد على الاستثمارات على شكل أسهم إجمالي التدفقات النقدية المتوقعة على الأرباح وكذلك تلك الفروق السعرية الموجبة الناتجة عن بيع الأسهم بسعر أعلى من سعر الاقتناء ويتم حساب العائد على السهم وفق ثلاث طرق نذكرها:

- في حالة العائد البسيط:

يتم حسابه من خلال العلاقة التالية:

$$R_t = [P_t - P_{t-1}] / P_{t-1} \dots \dots \dots (63)$$

$$1 + R_t = p_t / p_{t-1} \dots \dots \dots (64)$$

P_t : العوائد في نهاية الشهر t .

P_{t-1} : العوائد في نهاية الشهر السابق $t-1$.

R_t : إجمالي العوائد.

- في حالة وجود توزيعات للأرباح:

إذا كانت هناك توزيعات للأرباح مقدمة من الشركة وتكون كالتالي:

$$1 + R_t = p_t + Dt / p_{t-1} \dots \dots \dots (65)$$

Dt : توزيعات الأرباح.

- في ظل وجود تضخم:

لتحديد العائد الحقيقي عادة تستبعد قيمة التضخم من العائد الاسمي على الشكل:

$$R_r = R_n - \pi$$

$$\pi < R_n \rightarrow 0 < R_r$$

$$\pi > R_n \rightarrow 0 > R_r$$

R_n : العائد الاسمي.

¹ - عيش فطيمة. حاقّة حنان. العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في كل من سوقي السعودية ومصر خلال الفترة 2005-2015م باستخدام نماذج الارتباط السببية ardl، مجلة المنهل الاقتصادي 2022م، ص 282.

R_r : العائد الحقيقي.

π : معدل التضخم.

ولدينا كذلك:

$$R_r = \frac{p_t}{CpI} \dots \dots \dots (66)$$

CpI : المؤشر العام للأسعار للشهر t .

$$R_r = \frac{1 + Rt}{1 + \pi} - 1 \dots \dots \dots (67)$$

- تحديد العائد السنوي:

لدينا حالتين عند تحديد العائد السنوي:

• الحالة الأولى:

هي الحالة البسيطة حيث تحدد بالعلاقة:

$$1 + R_A = (1 + R_t(12)) = (1 + R_t)^{12} \dots \dots \dots (68)$$

$$R_A = (1 + R_t)^{12} - 1 \dots \dots \dots (69)$$

• الحالة الثانية:

هي حالة العائد السنوي المركب المستمر وتحدد وفق العلاقة التالية:

$$r_t = \ln(1 + R_t) = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \dots \dots \dots (70)$$

$$r_t = \ln P_t - \ln P_{t-1} \dots \dots \dots (71)$$

r_t : العائد السنوي المركب.

R_t : عائد الشهر t .

2. المخاطر المالية

يعد تحديد إدارة المخاطر مرتكزا مهما لفعالية القرارات الاستثمارية بغض النظر عن استراتيجيات وتوجهات المستثمرين، وكذلك من أجل تحسين وضعية السوق المالي والعمل على تطويره والرقابة على أدائه.

1.2 مفهوم المخاطر المالية:

يرتكز مفهوم المخاطر المالية في المنطلق على مجمل الأخطار المحتملة التي تؤثر سلبا على المتغيرات المالية حيث نجد لها مجموعة من التعاريف نذكرها:

- تعرف بأنها تلك المخاطر المتوقعة الحدوث في المستقبل داخل السوق المالي والتي تؤثر على الأداء المالي للمؤسسات بوضعها المدين الذي لا يسمح لها بالوفاء بالتزاماتها استنادا إلى أصولها الجارية¹.
 - وتعرف كذلك على أنها توقع أن في تدني قيمة الاستثمار في حالة من عدم التأكد من الأوضاع الخاصة بالسوق مستقبلا².
 - وتعرف أيضا أنها حدث غير مرغوب فيه ينتج عند انحراف العائد المتحصل عليه عن العائد الذي كان متوقعا³.
- وعموما يمكننا القول بأن المخاطر المالية هي تلك الأحداث غير المتوقعة التي تؤثر سلبا على عوائد الاستثمار في السوق المالي وكذلك على الأداء المالي للمؤسسة مما يدفعها إلى الإخلال بالتزاماتها المالية.

2.2 تصنيف المخاطر:

تعددت التقسيمات الخاصة بالمخاطر، فهناك مخاطر منتظمة وأخرى غير منتظمة، حيث تمثل المخاطر المنتظمة تلك الحوادث المترتبة عن الظروف الاقتصادية العامة وتصيب جميع أطراف السوق دون استثناء في الوقت ذاته، أما المخاطر غير المنتظمة فهي تتدرج ضمن الأحداث التي تحدث صدفة ضمن توزيعات احتمالية مختلفة ومن ميزتها أنها تكون محددة وخاصة بكل وحدة اقتصادية⁴. إلا أن هناك تقسيمات أخرى تمثلت في المخاطر التشغيلية، المخاطر المتعلقة بالسوق، المخاطر الائتمانية والمخاطر القانونية.

1.2.2 مخاطر تشغيلية:

هي مخاطر تتعلق بنشاط المنشأة سواء كان ذلك داخلها أو عبر سلاسل التوريد خاصتها، فأى تذبذب أو انقطاع في عمليات الشراء، أو الإنتاج، أو التوزيع، أو البيع سيؤثر سلبا على أدائها وبالتالي عدم ضمان حياة ونشاط تلك المؤسسة⁵.

2.2.2 مخاطر سوقية:

¹ -كمال عامر، إسهامات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في الأسواق المالية وتحسين أدائها، مجلة الاتصال الجديد 2017م، ص 79.

² -محمد براق، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية 2006م، ص 29.

³ -لعصامي أمنة، توظيف المشتقات المالية في تغطية مخاطر السوق المالي دراسة تحليلية للعقود المستقبلية 2010-2020م، ص 149. و

⁴ - Jean.p. louisot, P. Naim, risk, L. condamin quantification management, diagnosis and hedging, john Wiley, London 2007, p 6.

⁵ -رقية شطيبي، تحليل المخاطر المالية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية في ظل النظام المحاسبي المالي الجديد دراسة ميدانية للشركة الوطنية للنقل بالسكك الحديدية ناحية قسنطينة 2010-2017، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي 2018/2019، ص 34.

يقصد بها حركة الأسعار غير المتوقعة والتي تؤدي إلى تقلبات غير مرغوب فيها في أسعار الأصول المالية موضوع التعاقد ما يدفع المستثمرين إلى العزوف عن إبرام عقود جديدة تحول دون هذا التدهور، لذا يستلزم الإحاطة بكافة هذه المخاطر وتحليلها ووضع الأدوات الفعالة التي يمكن استخدامها للوقاية منها¹.

3.2.2 مخاطر ائتمانية:

يقصد بها تلك المخاطر الناجمة عن إخلال أحد أطراف الائتمان بالتزاماته وفق الشروط المحددة والمتفق عليها، كالتعثر عن السداد، انخفاض التصنيف الائتماني وكذلك مخاطر هامش الائتمان وتعد من أهم المخاطر كون أنها تضرب العلاقة بين المقرض والمقرض².

4.2.2 مخاطرة قانونية:

ترجع هذه المخاطر إلى الإخلال بالعقود أو الوقوف دون استخدام المخرج النهائي لمتطلبات العقد كإدخال قوانين عكسية في قانون الضرائب أو خرق المؤسسة للتعاقد على منتجات المالية معينة أو لعدم كفاية وثائق العقد كالتدليس مثلاً³.

5.2.2 مخاطر السيولة:

يقصد بالسيولة تحول الاستثمارات إلى سيولة نقدية جاهزة، فالخطر من تدني سيولة للأصل المالي هو انعدام العائد أو تدني معدلات هو عدم قدرة المستثمرين من توفير الأموال عند الحاجة لها للوفاء بالتزاماتهم المالية عند حلول آجال استحقاقها عند مستويات تكلفة مقبولة⁴.

3.2 إدارة المخاطر المالية:

تضع مختلف العمليات المدارة في سوق الأوراق المالية مجمل المتعاملين أمام حالات من عدم اليقين، بمعنى أنه يكون هناك انحراف للنتائج عما هو متوقع وعلى الوجه الغير مرغوب فيه، لذا وجب إدارة هاته المخاطر واتخاذ قرارات وقائية لتجنبها أو على الأقل التخفيف من تبعاتها، فمفهوم إدارة المخاطر ما هو إلا وضع قواعد ونظم يكون الهدف منها التعامل بطريقة

¹ -علي عبد الغني اللابذ، علي عبد الله القاضي، طلال مزيد العرادة، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية دراسة تطبيقية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية 2016، ص 49. و

² -قايدي خميسي، الحسين عبد القادر، دراسة تحريرية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق حالة الدول الصناعية العشر، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية 2015م، ص 32.

³ -والعصامي أمانة توظيف المشتقات المالية في تغطية السوق المالي دراسة تحريرية للعقود المستقبلية خلال الفترة 2010-2020م، مجلة الأفاق للدراسات الاقتصادية 2021، ص 185.

⁴ -عيساوي سهام، مرغاد لخضر، استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية 2014م، ص 153.

مثلى وبتكلفة قليلة مع المخاطر، وذلك باستشراف الخطر دراسته ومن ثم وضع الطرق الفعالة لمجابهته¹.

فتحركات السوق الشاذة تحدث بانتظام، وقد تكون معقدة بالمستوى الذي لا يمكن التعامل معه، كما أن الواقع يعكس سلوك المستثمرين والمساهمين وأصحاب المصالح الحساسية المفرطة تجاه المعلومات الغير مرغوب فيها، فإدارة المخاطر تتطلب مجموعة من الإجراءات نلخصها في²:

- الفهم الجيد والعميق لمختلف المخاطر المتوقعة تحديد مدى رغبة المنشأة.
- تحديد مدى رغبة المنشأة في المخاطرة واستراتيجياتها.
- توضيح الفرص في استغلال هي في إطار رغبة المنشأة في المخاطرة مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر خارج تلك المنشأة.
- التأكيد على إمكانية قياس المخاطر المحتملة وسرعة الاستجابة في اتخاذ الإجراءات الوقائية

3. النماذج المالية الحديثة والسلوكية

خضع الفكر المالي فيما تعلق بتفسير الظواهر السائدة في الأسواق المالية الى مبدا الرشادة والعقلانية عند اتخاذ القرار الاستثماري، فلقد استبعد الفوضى والعشوائية في اتخاذه ولم تخرج مختلف التفسيرات عن نطاق دائرة الكفاءة للسوق المالي، غير أن غير أن الأحداث الشاذة وتصدر الأزمات فرض منطقاً تفسيرياً آخر مرده إلى جوانب تتعلق بالعوامل النفسية والاجتماعية كمؤثرات أساسية على القرار الاستثماري ونعني بذلك سلوك المستثمر.

1.3 النماذج المالية الحديثة:

هناك عدة نماذج ضمن النظرية المالية الحديثة تطرقت لقواعد اتخاذ القرار الاستثماري

داخل

السوق المالي نذكر منها:

1.1.3 نموذج ماركويتز 1954:

يبينى هذا النموذج على رؤية ماركويتز والتي مفادها أن التنوع في الاستثمار عند اقتناء الأصول لن يعدم المخاطرة كون ان تلك الأصول ترتبط فيما بينها، أي أن التنوع يخفف المخاطر

¹ - عيساوي سهام، مرغاد لخضر، مرجع سبق ذكره، ص 155.

² - Murphy, David. Understanding risk: the theory and practice of financial risk management. CRC Press, New York 2008, p 48.

ولا يلغيها، وهذا ما أُصطلح عليه باسم الحدود الفعالة للمحافظ الاستثمارية أي تعظيم العوائد عند مستوى مقبول من المخاطرة¹.

2.1.3 نموذج تسعير الأصول المالية CAPM:

انطلاقاً من نموذج ماركويتز أضاف كل من Mossin، 1965 Linter، 1964 Sharp ووصولاً إلى Hamada 1972، الطرح الذي مفاده أن للمستثمر إمكانية الحصول على عائد دون مخاطرة وذلك بالاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها السلطات السيادية عامة بالإضافة إلى شهادات الإيداع، وقد وسع هذا النموذج ليشمل كل الأصول المالية بناءً على الموازنة بين العائد والمخاطرة حيث عرف هذا النموذج بنموذج الأصول المالية CAPM²:

$$R_i = RF + [E(R_m) - RF] \times B_i \dots \dots (72)$$

$$[E(R_m) - R - 10] \times B_i \dots \dots (73)$$

$$E(R_m) - R_i \dots \dots (74)$$

$$RF \dots \dots (75)$$

(1) معادلة الكلية للنموذج، (2): علاوة المخاطرة RP، (3): علاوة مخاطر السوق، (4): العائد الخالي من المخاطرة.

فبالإضافة إلى افتراضات ماركويتز هناك معدل عائد واحد خالٍ من المخاطر كما أن هناك جانب التدفق المجاني للمعلومات مع عدم وجود ضرائب وتكاليف في المعاملات المالية تمس المستثمرين.

3.1.3 نموذج السعر المرجح APT:

يفترض نموذج السعر المرجح أن قرار الاستثمار يتم ضمن قواعد المنافسة التامة داخل الأسواق المالية، فبالإضافة إلى كون قرار الاستثمار يعتمد بالأساس على مدى التأكد من مستوى المخاطرة وحجم العائد حيث يعتبر نموذج السعر المرجح أحد أهم النماذج المعتمدة في المالية الحديثة إلى جانب نموذج ماركويتز ونموذج تسعير الأصول المالية³.

2.3 نماذج المالية السلوكية:

1.2.3 نموذج ROY 1952:

¹ -Iyu, s. (2020). Risk measurement Research under behavioral finance. Conference on Sociel Sience and Natural Science(SSN2020) (p. Univercity of Queensland). Univercity f queensland.

² -. عمار زودة، عبد الغاني بن علي، و أمال بوسمينة، نموذج تسعير الاصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية . مجلة دراسات وأبحاث إقتصادية في الطاقات المتجددة 202، ص

³ - فاروق فخاري، و نورة زبييري، أهمية استخدام المالية السلوكية في تفسير التشوهات السعرية للأصول المالية . مجلة العلوم الغدارية والمالية 2019، ص100.

قام "ROY" بطرح نموذج بناء على قاعدة مفادها أن كل مستثمر عند اتخاذ قراره الاستثماري يأخذ بعين الاعتبار المستوى من الثروة الذي لا ينبغي ان تنخفض اليه ثروته، ويدعى بالمستوى الأدنى للعائد اي انه يبحث عن تقليل احتمال تحقيق ثروة أقل من المستوى الأدنى للعائد¹

2.2.3 نموذج المفاضلة بين المحافظ Arsac and bawa :

قام كل من Arsac and bawa 1977 بتطوير نموذج العائد المتدني الخاص ب "ROY" 1952 حيث قاما بإدخال معيار آخر يسهل عملية الاختيار بين المحافظ في حالة تعادل احتمال تساوي العائد لكل منهما، ويعبر عنهما ب²:

$$Max = (\pi, \mu) \dots \dots \dots (76)$$

$$si \pi = 1, P = pr(Y \leq S) \leq \alpha$$

$$Si non \pi = 1 - p$$

$$\mu = E(y) \dots \dots \dots (77)$$

μ : يمثل الثروة النهائية.

$E(y)$: التوقع.

α : احتمال الإفلاس.

3.2.3 نظرية الاحتمال Tversky and Kahneman :

جاء طرح كل من Tversky and Kahneman 1977، ان هناك عدم انتظام واضح في السلوك لدى المستثمرين عند اتخاذ قراراتهم في ظل عدم التأكد، فهناك من يقدم على المخاطرة بالموازاة مع من لا يقدم على ذلك، على عكس الطرح الذي جاءت به نظرية المنفعة، تعتمد نظرية الاحتمال على الأوزان ودالة القيمة وفق العبارة التالية³:

$$V(a) = \sum [v(\mu(x_i))][\pi(\rho(x_i))] \dots \dots \dots (78)$$

حيث أن: $v(a)$ هي دالة القيمة، μ دالة المنفعة، x_i : البدائل المتاحة، $\pi()$: الأوزان ρ : الإحتمال، $V(a)$: دالة الاحتمال.

$$v(x) = \begin{cases} \lambda - \lambda l^{-ax} & \text{if } x \geq 0 \\ \lambda + l^{ax} - \lambda & \text{if } x \leq 0 \end{cases} \dots \dots \dots (79)$$

¹ - صفية صديقي ، هواري سويسبي، و محمد زرقون ، بناء محفظة الأوراق الاوراق المالية في ظل المالية السلوكية بالتطبيق على الشركات المدرجة في مؤشر cac 40 لبورصة باريس للفترة 2007-2011. روى إقتصادية 2015م، ص 74.

² - فاروق فخاري ، و نورة زبيري، أهمية استخدام المالية السلوكية في تفسير التشوهات السعرية للاصول المالية ، مجلة العلوم الغدارية والمالية 2019 ، ص 102.

³ - عبد الرحمن بن سانية ، صالح الدين نعاس، و علي بن الضب ، الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق راس المال . مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة 2017م، ص 24.

حيث ان: α : معامل تفضيل المخاطرة، $\lambda^- > 0 > \lambda^+$: تجعل من دالة القيمة في الجانب السلبي أو الإيجابي، x : التغير في الثروة.
فالمستثمر يتخذ مركزين في اتخاذ قراره:

- المركز الاول يكون فيه متجنباً للمخاطر في حالة طلبه تحقيق الأرباح.
- المركز الثاني يميل فيه الى المخاطر في حالة خوفه من تحقق الخسائر.

4.2.3 نموذج Lopez :

يتخذ نموذج Lopez 1987 من العوامل النفسية وعلى رأسها الخوف والامل منطلقاً آخر لتفسير سلوك وتوجهات المستثمرين في حالة وجود مخاطرة استثمارية، فقد وضع ثلاث عناصر يبنى عليها اتخاذ القرار تمثلت في الخوف وعدم الأمان Security والرغبة في تعظيم الثروة Potentiel بالإضافة إلى العنصر الثالث ألا وهو التطلع Aspiration ، حيث يعبر عن النموذج بما يلي¹:

$$p_i = \text{prob} \{w_i\}, i = 1, 2, 3 \dots n$$

$$w_1 < w_2 < w_3 < \dots w_n$$

$$h(D) = \delta h(D) + (1 - \delta)h_p(D) \dots \dots \dots (80)$$

h : قيمة احتمالية تحدد على حسب درجة تفاؤل الفرد.

$h(D)$: دالة التحويل. $\delta \in [0,1]$ شعور اما خوف أو أمل .

¹ - صفية صديقي ، هواري سويسبي، و محمد زرقون ، مرجع سبق ذكره ص 76.

خلاصة الفصل الثاني:

تطرقنا في هذا الفصل إلى تحديد المفهوم الشامل للسوق المالي بشقيه السوق النقدي وسوق الأوراق المالية بناء على معيار الأدوات المالية المتداولة داخل السوقين.

فمن منطلق تأثير السوق المالي بالمتغيرات الخارجية منها، ونقصد بها مختلف المستجدات المتعلقة بالمتغيرات الكلية داخل الاقتصاد أو تلك الجزئية الخاصة بالسوق المالي سواء تعلق الأمر بأطراف السوق أو المؤسسات المدرجة فيه بناء على تدفق المعلومات إليه، حيث حددنا مفهوم المعلومة طبيعتها تقسيماتها وماهية نظام الاستغلال الذي يعالجها ونعني بذلك نظام المعلومات خصائصه ومكوناته، وكذلك التطرق إلى مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية وتحديد مستوياتها من خلال مدى تفاعلها ومرونتها وسرعة استجابتها للمعلومة المتدفقة إليها.

ولمعرفة أداء واتجاه السوق ومختلف التغيرات الطارئة عليه عرضنا مجموعة من المؤشرات المعتمدة لقياس أداء السوق من حيث ماهيتها وكيفية بنائها وما هي أهم المؤشرات العالمية السعرية المعتمدة لكي يكون من السهل مقارنة السوق مع غيره من أسواق رأس مال الأخرى، وكإضافة لذلك حاولنا ذكر أهم طرق حساب عوائد الأسهم سواء كانت تلك العوائد مركبة أو بسيطة لفترة واحدة أو لعدة فترات في ظل وجود توزيعات للأرباح وكذلك في ظل وجود التضخم مع ذكر أهم المخاطر المصاحبة لمختلف عمليات التداول داخل السوق ومفهوم إدارتها وعرض أهم النماذج المالية الحديثة والسلوكية المستخدمة في أسواق الأوراق المالية.

فبعد التطرق لمختلف النقاط الأساسية التي ينطوي عليها المفهوم العام للأسواق المالية ومختلف آلياته ونظمه ومخرجاته والتي من أهمها العوائد وإضافة لمختلف المؤشرات التي يتأثر بها هذا الأخير ارتأينا التطرق إلى محاولة تحديد تصنيفات أسواق أوراق المالية ومعاينة طبيعة الأثر لمختلف المتغيرات النقدية محل الدراسة على هذا العائد على مستوى بعض الدول المرشحة للدراسة وهذا ما سيتم التطرق إليه في الفصل التالي.

الفصل الثالث

دراسة تطبيقية لعينة من الأسواق المالية المتقدمة

والناشئة

تتميز الأسواق المالية الناشئة بخصائص عديدة تجعلها مختلفة عن الأسواق المالية المتقدمة، فالوضع الاقتصادي لهاته الاسواق وماله من متغيرات كارتفاع معدلات التضخم، وارتفاع معدلات الدين العام، وارتفاع معدلات الفقر، وارتفاع معدلات البطالة... كما أنها تتطوي على مخاطر كثيرة، بما في ذلك المخاطر السياسية والمخاطر المالية. فبالرغم من التطور الكبير للبنى التحتية والتحسينات المستحدثة للوسائل والنظم والقيود إلا أنها تبقى متأخرة عن مثيلاتها من الأسواق المتقدمة وخاصة ما تعلق بجانب المرونة واستجابتها للمتغيرات النقدية وأثرها على عوائد أسهم الشركات فيها. فهذه الدراسة التطبيقية تستهدف تحديد أثر تلك الفروقات وحجمها بين السوقيين، وذلك من خلال تحديد الاسواق محل الدراسة بالاعتماد على التصنيفات الخاصة بها لأهم وكالات التصنيف الدولي وأهم معاييرها، وكذلك جمع البيانات توصيفها ومعالجتها للانتقال إلى مرحلة تقدير نماذج القياسية المعتمدة ونقصد بذلك نماذج البائل لتحديد النموذج الافضل والمناسب لهاته الدراسة، فاستخدام هاته النماذج في الدراسات الاقتصادية والمالية الهدف منه الحصول على تقديرات أكثر دقة للعلاقات بين المتغيرات. فبدلاً من تحليل البيانات في نقطة زمنية واحدة، يتم استخدام البيانات المتعاقبة على مدى فترة زمنية للتحقق من أثر هذه المتغيرات على الأسهم.

المبحث الأول: الإطار النظري لتصنيف أسواق الأوراق المالية

بعد التحول الذي تبنته الدول النامية من الاعتماد على مصادر تمويل تعتمد في مجملها على الاستدانة سواء كانت ذات مصدر داخلي أو خارجي إلى مصادر أخرى تجعل من الاستثمار في الأصول المالية موردا هام من موارد التمويل لديها، أي انتقال من اقتصاديات الاستدانة إلى اقتصاديات أسواق رأس المال.

فإحلال أسلوب التمويل عن طريق أسواق المال وضعها في تحدي كبير تفرضه متطلبات سوق الأوراق المالية المتطورة ومدى جاهزيتها وقابليتها للاستجابة بمعايير الخاصة بالتصنيف الموضوعي للأسواق من قبل كبريات الشركات الرائدة في هذا المجال، وأيضا ما يتعلق بترشيد وفعالية أنظمتها النقدية ومقدار التأثير الذي تخلفه القرارات المتخذة من قبل بنوكها المركزية على المتغيرات الاقتصادية الكلية، وكذلك انعكاساتها على مخرجات أسواق رأس المال.

1. ماهية معايير تصنيف أسواق الأوراق المالية:

تعدت الضرورة لأسواق الأوراق المالية من كونها ذات أهمية ورافد من روافد التمويل إلى ضرورة اقتصادية ملحة، وذلك لما لها من قدرة على تجميع الموارد المالية ومن ثم توجيهها نحو مختلف الأنشطة الاقتصادية ذات العجز مما يرفع حتما من أداء اقتصاديات الدول.

فهي تخلق مناخا مغريا جاذبا للتدفقات النقدية الخارجية أو الداخلية، فالأسواق كلما كانت متقدمة كانت الفرص والاستثمارية قليلة إذا ما قورنت بتلك الأسواق ذات التصنيفات التي لا تبدو واعدة، فلقد استحدثت كبرى شركات التصنيف العالمية مؤشرات ذات معايير محددة يصنف بناء عليها وضع السوق داخل شبكة أسواق الأوراق المالية العالمية من كون أنه إما سوق متقدم، سوق ناشئ، سوق حدودي، ولعل من أهم تلك المؤشرات مؤشر في "MSCI"، مؤشر "STANDER AND POORS"، مؤشر "RTSE"، مؤشر "RUSSELL"، فقبل التطرق إلى في معايير تصنيف أسواق أوراق وجبت وتحديد تصنيفات هذه الأسواق، حيث يمكن تقسيمها إجمالاً حسب مجموعة من المعايير المختلفة، مثل الحجم، والنشاط، والأصول المتداولة، والعملات المستخدمة، ومدى قابلية الوصول إليها مختلف الآليات والنظم المعمول بها داخلها. يمكن تصنيف أسواق الأوراق المالية إلى عدة أنواع، نذكرها:

1.1 الأسواق المتقدمة:

وهي الأسواق التي تتميز بالاستقرار الاقتصادي والمالي، وتتمتع بنظام قوي لحماية المستثمرين والمضاربين.

ولها خصائص، ومن أبرزها¹:

- الاستقرار: تتميز الأسواق المالية المتقدمة بالاستقرار والقدرة على التنبؤ باتجاهاتها في المستقبل، وذلك بسبب نظم وقوانين وبيانات ذات ثقة واستقرار الوضع السياسي لهذه الاقتصاديات.

- المتغيرات الاقتصادية الكلية: تتأثر الأسواق المالية المتقدمة بهذه العوامل مثل النمو الاقتصادي، والتضخم، والفائدة، والسياسة النقدية والمالية، ولكن بشكل أقل من الأسواق الناشئة.

- الرقابة القوية: تتميز الأسواق المالية المتقدمة بوجود رقابة قوية على الشركات والمؤسسات المدرجة فيها، وهذا يضمن مستويات عالية من الشفافية والمصادقية في الإفصاحات المالية والتقارير.

- السيولة العالية: تتميز الأسواق المالية المتقدمة بالسيولة العالية والحجم الكبير من السيولة المالية، وهذا يمكن أن يسمح للمستثمرين بالشراء والبيع بكل سهولة.

- الفرص الاستثمارية: تتمتع الأسواق المالية المتقدمة بفرص استثمارية متنوعة وواسعة، وذلك بسبب وجود شركات وصناديق استثمارية عالية الجودة ومرتبطة بالأسواق الناشئة والمتقدمة.

- التكنولوجيا: تتميز الأسواق المالية المتقدمة بتبني التكنولوجيا والابتكار في العمليات المالية والاستثمارية، مما يزيد من فعالية العمليات ويخفض التكاليف.

- الشفافية: تتميز الأسواق المالية المتقدمة بالشفافية والمصادقية في العمليات والقرارات المالية، وذلك بفضل وجود قوانين صارمة ورقابة آنية.

2.1 الأسواق الناشئة:

هي تلك الأسواق للأوراق المالية التي تكون في مرحلة انتقالية، وتتميز بزيادة الحجم والنشاط ومستوى التطور²، أي أنها تعتبر جديدة أو غير تقليدية، وتتميز بوجود عوامل خطر وعدم

¹ - بن موسى نبيل، دور الأسواق المالية في الأزمة المالية العالمية دراسة مقارنة بين الدول الناشئة والدول المتقدمة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس 2013/2012م، ص 157.

² - عبد الحفيظ خزان، الأسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية، دراسة من 1994-2016م، مجلة الاقتصاد الصناعي 2017م، ص 98.

- الاستقرار في الاقتصادات المحلية. وتتميز الأسواق الناشئة ببعض الخصائص الفريدة، والتي تدخل ضمن الاخطار التي تتسم بها تشمل ما يلي¹:
- تتميز الأسواق الناشئة بعدم الاستقرار وعدم التنبؤ بالمستقبل، وذلك بسبب عدم وجود تاريخ كافٍ لهذه الأسواق وكثرة التغيرات في البيئة الاقتصادية والسياسية.
 - تتأثر الأسواق الناشئة بالمتغيرات الاقتصادية مثل النمو الاقتصادي، والتضخم، والفائدة، والسياسة النقدية والمالية، وهذا يؤدي إلى تقلبات في الأسعار.
 - تتميز الأسواق الناشئة بوجود رقابة محدودة على الشركات والمؤسسات المدرجة فيها، وهذا يؤدي إلى وجود مستويات مختلفة من الشفافية والمصادقية في الإفصاحات المالية والتقارير.
 - تتميز الأسواق الناشئة بالسيولة المحدودة وعدم وجود حجم كبير من السيولة المالية، وهذا يمكن أن يؤثر على القدرة على الشراء والبيع في هذه الأسواق.
 - تتمتع الأسواق الناشئة بفرص استثمارية مجزية ومربحة للمستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عوائد عالية، وذلك بسبب وجود أنظمة تنظيمية أكثر تساهم في تطوير هذه الأسواق وجذب رؤوس الأموال . بالإضافة الى عدم تشبعها بالاستثمارات.
 - تتميز الأسواق الناشئة بالتنوع الكبير فيما يتعلق بالقطاعات الاقتصادية المختلفة المدرجة فيها، وهذا ما يعزز فرص الاستثمار فيها.

3.1 الأسواق المالية الحدودية²:

تُعرف الأسواق المالية الحدودية بأنها أسواق مالية في دول تمر بمراحل مبكرة للنمو اقتصادياً، ولكنها ليست بعد في مستوى النضج المالي الكافي، وتتميز هذه الأسواق بتوفر الفرص الاستثمارية عالية العائد، ولكن بمخاطر مرتفعة، وذلك بسبب عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي، وقد تكون هذه الأسواق ذات متطلبات وشروط قانونية وتشريعية محدودة أو غير متكاملة بشكل كامل، وعادة ما تتميز بقلّة السيولة والحجم الصغير للمعاملات المالية، كما أنها تشمل شركات ومؤسسات صغيرة ومتوسطة الحجم. ومن المميزات الرئيسية للاستثمار في الأسواق المالية الحدودية هي توفير فرص استثمارية متنوعة وعوائد عالية بالإضافة إلى تفرغ بعض المخاطر المتعلقة بتداول الأوراق المالية في الأسواق الناشئة، ولكن يجب مراعاة

¹ - علي بو عبد الله، شريف قسبة، الأسواق المالية الناشئة وعوامل جذب المستثمرين، مجلة أرساد الدراسات الاقتصادية والإدارية ص 224.

¹ - ساعد غنية، سحنون جمال الدين، الأسواق الحدودية الخطوة التمهيدية لدخول نادي الأسواق الناشئة دراسة حالة بورصة الكويت، مجلة الاستراتيجية والتنمية 2018م، ص 171.

أن الأسواق المالية الحدودية تحمل مخاطر أكبر وعوائد أعلى مقارنة بالأسواق الناشئة والمتقدمة، ولذلك تحتاج إلى معرفة وفهم جيد للسوق والقطاعات المختلفة والمخاطر المحتملة. وتتميز الأسواق المالية الحدودية بعدة خصائص، منها¹:

- تعاني الأسواق المالية الحدودية من عدم النضج المالي الكافي، مما يؤدي إلى عدم توفر البنية التحتية اللازمة للتداول والاستثمار.

- عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي فالأسواق المالية الحدودية تكون عرضة للتقلبات السياسية والاقتصادية والاجتماعية والأمنية التي قد تؤثر على الاستثمارات وتزيد من مخاطرها.

- القيود التنظيمية فقد تفتقر الأسواق المالية الحدودية إلى التشريعات والأنظمة اللازمة للتداول والاستثمار، مما يؤثر سلباً على الثقة في السوق ويقلل من النشاط التجاري.

- الحجم الصغير حيث تكون حجم التداول وحجم رأس المال للشركات المتداولة في الأسواق المالية الحدودية صغيرة بالمقارنة مع الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة.

- عدم السيولة فعدم تداول الأوراق المالية بشكل كبير في الأسواق المالية الحدودية يؤدي إلى قلة السيولة وصعوبة الخروج من الاستثمار.

- عوائد عالية ومخاطر عالية فالأسواق المالية الحدودية تتميز بعائدات عالية نسبياً مقارنة بالأسواق المالية الناشئة والمتقدمة، ولكنها تحمل مخاطر عالية جداً، مما يجعلها مناسبة للمستثمرين الذين يبحثون عن تحقيق عوائد عالية ومستعدون لتحمل المخاطر.

2. تصنيف اسواق الاوراق المالية حسب معيار مورغان - ستانلي:

تعد مؤسسة مورغان ستانلي "Morgan Stanley" واحدة من أبرز المؤسسات المالية العالمية التي تعمل في مجال تصنيف الأسواق المالية. وتستند معايير تصنيف مورغان ستانلي على عدة عوامل ومؤشرات منها الحجم والتداول والذي يشمل حجم السوق وكمية التداول اليومي للأسهم والسندات والمشتقات المالية، وكذلك حجم السيولة والذي يتمثل في قدرة المستثمرين على بيع وشراء الأوراق المالية بسرعة وبأسعار معقولة، وكذلك بالاستقرار السياسي والاقتصادي أي الحالة السياسية والاقتصادية للبلد المعني وتوقعات المستثمرين حول مدى استقرارها في المستقبل، النظم القانونية والتشريعات ومدى قدرتها على حماية حقوق المستثمرين وضمان شفافية العمليات المالية والتجارية، و أيضاً بالأداء الاقتصادي:

¹ - ساعد غنية، سحنون جمال الدين، مرجع سبق ذكره، ص 176.

ويشمل هذا معدل النمو الاقتصادي والتضخم ومؤشرات الاستثمار والتجارة والحساب الجاري، وأيضا ما تعلق بجانب الابتكار والتكنولوجيا ومدى استخدام الأسواق المالية للتكنولوجيا والابتكار في تسهيل العمليات المالية والتجارية¹، إلا أن مؤسسة مورغان ستانلي تعتمد على 3 معايير أساسية لتقييم وتصنيف الأسواق المالية على مستوى العالم وتحديد مستوى الاستثمار المناسب لكل سوق،

1.2 معايير تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب مورغان -ستانلي:

حيث تقوم بتصنيفها إلى ثلاث فئات رئيسية هي: الأسواق المتقدمة، الأسواق الناشئة الأسواق الحدودية، حسب معايير نذكرها²:

1.1.2 معيار التنمية الاقتصادية:

يعتبر معيار التنمية الاقتصادية أحد معايير مؤسسة مورغان ستانلي المستخدمة في تصنيف الأسواق المالية. ويتمثل هذا المعيار في تحديد مدى تقدم البلد الاقتصادي وتطوره، وذلك بالنظر إلى عدة مؤشرات اقتصادية مختلفة. وتشمل هذه المؤشرات على سبيل المثال لا الحصر، الناتج المحلي الإجمالي (نسبة النمو والحجم الإجمالي)، والتضخم، ومعدلات الفائدة والعجز المالي والتجاري، بالإضافة إلى مؤشرات أخرى مثل مستوى البطالة والإنفاق الحكومي ومدى التعليم والبنية التحتية. ويتم استخدام هذا المعيار في تصنيف الأسواق المالية حيث تتم تصنيف الأسواق إلى فئات مختلفة استناداً إلى مستوى التنمية الاقتصادية للبلد، حيث تتميز الأسواق الناشئة بمستوى تنمية اقتصادية أقل من الأسواق المتقدمة، وتكون الأسواق الحدودية أقل من ذلك، وبالتالي فإن هذا المعيار يساعد في فهم وتقييم مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية الدولية، وتحديد الفرص الاستثمارية في البلدان المختلفة.

2.1.2 معيار حجم السيولة داخل السوق³:

يعتبر معيار حجم السيولة داخل السوق أحد معايير مؤسسة مورغان ستانلي المستخدمة في تصنيف الأسواق المالية. ويهدف هذا المعيار إلى قياس قدرة الأسواق المالية على تداول الأوراق المالية بسلاسة وبكميات كبيرة، وذلك من خلال حساب مجموع حجم التداول اليومي للأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية. ويعد حجم التداول اليومي على مدار فترة زمنية

1 - Dr. Nasser Saidi, Aathira Prasad, and Vineeth Naik, FROM FRONTIER TO EMERGING: DOES MARKET RECLASSIFICATION MATTER? Economic Note No. 19, DIFC Dubai 2012, p 6.

² -بوداح عبد الجليل، خيارى إيمان، الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ما بين عملية تصنيف المؤشر وتوجهات المستثمرين، مجلة جامعة الأمير عبد القادر 2016م، ص 418.

³ -MSCI market classification Framework, june 2022, p 2, 27/01/2023.

محددة من أهم المؤشرات التي تستخدم في حساب حجم السيولة داخل السوق المالية، إذ يشير إلى قوة الإقبال على شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في السوق، وبالتالي فإنه يعكس مدى انسيابية السوق وسهولة الوصول إلى الأوراق المالية المتداولة. ويستخدم هذا المعيار في تصنيف الأسواق المالية حيث يتم تصنيف الأسواق إلى فئات مختلفة استناداً إلى حجم السيولة الداخلة في السوق المالية، حيث تتميز الأسواق ذات السيولة العالية بتداولات كبيرة ومستمرة وتعتبر مثالية للمستثمرين الذين يبحثون عن السيولة والتداول السريع، بينما تتميز الأسواق ذات السيولة المنخفضة بحجم تداولاتها الصغير وعدم القدرة على تداول الأوراق المالية بسلاسة وسرعة. ويعتبر معيار حجم السيولة داخل السوق من المعايير المهمة التي يجب مراعاتها عند اتخاذ القرار بالاستثمار في الأسواق المالية الدولية، حيث يمثل مؤشراً قوياً على مدى استقرار السوق المالية وقدرتها على استيعاب الصدمات الاقتصادية والسياسية. ويتطلب معيار حجم السيولة داخل السوق الخاص بمؤسسة مورغان ستانلي لتصنيف الأسواق المالية مجموعة من العوامل المحددة والمنطلقة من حجم التداول والأسعار المتداولة في السوق. وتتضمن هذه المتطلبات:

- ✓ عدد الشركات المدرجة في السوق.
- ✓ إجمالي القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق.
- ✓ حجم الأوراق المالية المتاحة في السوق.
- ✓ سيولة الأوراق المالية "ATVR".
- ✓ تأثير تدفق الأموال الخارجة أو الواردة إلى السوق على حجم التداول والأسعار.

3.1.2 معيار سهولة الولوج إلى السوق¹:

يتطلب معيار سهولة الولوج إلى السوق الخاص بمؤسسة مورغان ستانلي لتصنيف الأسواق المالية مجموعة من العوامل المحددة التي تؤثر على سهولة وصول المستثمرين إلى السوق وتجارة الأوراق المالية داخلها. وتشمل هذه العوامل:

- القيود الحكومية على ملكية الأسهم الأجنبية والقدرة على الاستثمار في السوق.
- سهولة فتح حسابات الوساطة وتحويل الأموال إلى ومن السوق.
- تكلفة الوساطة والعمولات المفروضة على التداول داخل السوق.

¹ - MSCI market classification Framework, op.cit, p 2.

- التكنولوجيا المستخدمة في تداول الأوراق المالية ووصول المستثمرين إلى المعلومات المتعلقة بالأسواق والأسهم.
 - الحواجز اللغوية والثقافية التي يواجهها المستثمرون الأجانب.
- ويتم تقييم هذه العوامل وفقاً لمعايير محددة ومقارنتها بالأسواق الأخرى لتحديد مدى سهولة الولوج إلى السوق وتداول الأوراق المالية فيها. ويتم استخدام هذا المعيار كجزء من تصنيف الأسواق المالية لتحديد مدى قابلية الأسواق للاستثمار وتداول الأوراق المالية داخلها.
- الجدول (1):** معايير التصنيف لأسواق الأوراق المالية حسب مؤشر مورغان ستانلي

المعيار	الأسواق المتطورة	الأسواق الناشئة	الأسواق الحدودية
استدامة التنمية الاقتصادية	متوسط نصيب الفرد من الدخل الوطني أعلى ب 25% من الدخل العالي المحدد من قبل البنك الدولي 3 سنوات متتالية	غير محددة	غير محددة
- عدد الشركة المدرجة في السوق.	5	3	2
- حجم الشركات والمدرجة.	42178 مليون دولار	2139 مليون دولار	1070 مليون
- القيمة السوقية لحجم الائتمان عند	2139 مليون دولار	1070 مليون دولار	دولار
التعويم.	ATVR %20	ATVR %15	91 مليون دولار
- السيولة.			ATVR %2.5
- الانفتاح على الملكية الأجنبية.	جد مرتفع	معتبر	منخفض
- سهولة حركة رأس المال الداخل والخارج.	جد مرتفعة	معتبر	منخفض
- كفاءة العمليات المالية.	دون قيود	معتبر	منخفض
- الأدوات الاستثمارية.	مرتفع	معتبر	منخفض
- استقرار الإطار المؤسسي.	مرتفع	معتبر	منخفض

المصدر: MSCI markets classification Framework, op.cit, p 2.

تقاس السيولة الأوراق المالية حسب النسبة المئوية للمعدل الوسطي لقيمة الأصل المتداول

¹ATVR

¹ MSCI Index Calculation Methodologies, p42, 2011,

ATVR هي نسبة مالية تمثل كمية الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية بالنسبة لحجم السوق. يتم حسابها عن طريق قسمة إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال السنة على رأسمال السوق للبورصة.

ويتم تقييم هذه العوامل وفقاً لمعايير محددة ومقارنتها بالأسواق الأخرى لتحديد مستوى السيولة داخل السوق ومكانتها بالنسبة للأسواق الأخرى. ويستخدم هذا المعيار كجزء من تصنيف الأسواق المالية لتحديد ما إذا كانت الأسواق تستوفي شروط التداول الأساسية أم لا.

الجدول (2): التصنيف الخاص بمؤشر MSCI أسواق الأوراق المالية لسنة 2022م

الأسواق المتقدمة		الأسواق الناشئة		الأسواق الحدودية	
أستراليا	المملكة المتحدة	البرازيل	تايوان	الأرجنتين	موريشيوس
النمسا	الولايات المتحدة	الشيلي	تايلاند	البحرين	المغرب
بلجيكا	الأمريكية	الصين	تركيا	بنغلاديش	نيجيريا
كندا		كولومبيا	الإمارات العربية المتحدة	البنين	النيجر
الدانمارك		التشيك		البوسنة	عمان
فيلندا		مصر		والهرسك	باكستان
فرنسا		اليونان		بوتسوانا	فلسطين
ألمانيا		هنغاريا		بلغاريا	بنما
هونغ كونغ		الهند		بوركينافاسو	رومانيا
إيرلندا		إندونيسيا		كرواتيا	روسيا
إيطاليا		كوريا الجنوبية		استونيا	السنغال
اليابان		الكويت		إيسلندا	صربيا
هولندا		ماليزيا		كوت ديفوار	سلوفينيا
نيوزيلندا		المكسيك		جامايكا	سيريلانكا
النرويج		البيرو		الأردن	الطوغو
البرتغال		الفلبين		كزاخستان	تيرندا طوباغو
سنغافورة		بولندا		كينيا	تونس
إسبانيا		قطر		لبنان	أوكرانيا
السويد		السعودية		لتوانيا	فيتنام
سويسرا		جنوب إفريقيا		مالي	زيمبابوي
				مالطة	

المصدر: www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI-Country-Classification-Standard-cfs-en.pdf/27/01/2023

Standard-cfs-en.pdf/27/01/2023.

من خلال الجدول يتضح تصنيف معايير مؤشر مورغان ستانلي، حيث تقسم الاسواق حسب الدول إلى ثلاث فئات: الأسواق المتقدمة والأسواق الناشئة والأسواق الحدودية. ويستند تصنيف المؤشر إلى عدة معايير اقتصادية ومالية ومؤشرات السوق.

- تصنيف الأسواق المتقدمة:

تتميز بالمؤسسات المالية والاقتصادية القوية والتطور التكنولوجي المتقدم. وتعتبر هذه الأسواق الأكثر استقرارًا وسيولةً في العالم. وتصنف حسب مؤشر مورغان ستانلي الولايات المتحدة، كندا، اليابان، أستراليا، هونغ كونغ، سنغافورة، نيوزيلندا، كوريا الجنوبية، تايوان، بريطانيا، ألمانيا، فرنسا، سويسرا، هولندا.

- تصنيف الأسواق الناشئة:

تتميز الأسواق الناشئة بالاقتصادات الناشئة والنمو السريع، ويشمل ذلك دولًا تعتمد على الصادرات والتصنيع والاستثمار الأجنبي المباشر. ويتميز هذا النوع من الأسواق بالمخاطر الأعلى والتقلبات الأكبر. وتصنف حسب مؤشر مورغان ستانلي: الصين، البرازيل، تايلاند، المكسيك، تركيا، تشيلي، بولندا، جنوب أفريقيا، المجر، التشيك.

- تصنيف الأسواق الحدودية:

تشتمل الأسواق الحدودية على الدول التي لا تزال في مرحلة التطور وتعتبر أقل نضجًا من الأسواق الأخرى.

3. تصنيف اسواق الاوراق المالية حسب معيار ستاندر اند بورز STANDBORD AND POORS:

تقوم وكالة ستاندر اند بورز بتصنيف الأسواق المالية حول العالم بناءً على مجموعة من المعايير المختلفة، وتشمل هذه المعايير عدة عوامل أساسية تؤثر على سلوك الأسواق المالية وتنميتها. ويتميز تصنيف ستاندر اند بورز بشموليته لعدد كبير من الأسواق المالية العالمية، بما في ذلك الأسواق الصاعدة والناشئة والمتقدمة¹.

1.3 معيار تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب ستاندر اند بورز:

تتميز الوكالة عن سابقتها بمجموعة من المعايير يمكن تلخيصها فيما يلي²:

1.1.3 المعايير الكمية:

¹ - Dr. Nasser Saidi, Aathira Prasad and Vineeth Naik, op.cit, p 6.

² -Dow jones indices 2022 country classification consultation.spglobal.com.26/01/2023, p 3.

- تشمل المعايير الكمية الخاصة بأسواق الأوراق المالية الحدودية حسب معيار ستاندرد آند بورز عدة عناصر، منها:
- القيمة السوقية الكلية: وهي قيمة جميع الأسهم المتداولة في السوق مضروبة في سعر السهم. يعتبر هذا المؤشر أحد المعايير الأساسية لقياس حجم السوق وأهميتها في الاقتصاد.
- مؤشرات الأداء السعرية: وتشمل هذه المؤشرات العديد من العناصر الهامة مثل مؤشرات السوق الرئيسية والمؤشرات الفرعية ومؤشرات الأسهم الصغيرة والمتوسطة ومؤشرات القيمة الدفترية للأسهم ونسبة الأرباح إلى السعر ونسبة العوائد على الأسهم.
- حجم التداول اليومي: وهو عبارة عن عدد الأسهم التي تم تداولها في السوق خلال فترة زمنية محددة، ويشير إلى نشاط السوق ومدى قدرتها على تلبية الطلب.
- السيولة: وهي معيار يقيس قدرة المستثمرين على بيع أو شراء الأسهم في السوق بسرعة وبأقل تكلفة ممكنة، ويمثل ذلك مؤشراً على تدفقات السيولة إلى ومن السوق.
- نسبة الدين إلى القيمة السوقية: وهي نسبة الديون المستخدمة لتمويل النشاطات التجارية إلى القيمة السوقية للشركة، وتعكس درجة المخاطرة المالية المرتبطة بالشركة.
- تستخدم هذه المعايير لتقييم أداء الأسواق الحدودية وتحليلها وتقديم التوصيات للمستثمرين، ويمكن أن تؤثر على قرارات المستثمرين في الشراء أو البيع في هذه الأسواق.

2.1.3 المعايير الكيفية¹:

- تشمل المعايير الكيفية الخاصة بأسواق الأوراق المالية حسب معيار ستاندرد اند بورز عدة عناصر، منها:
- القوة المالية: وتعني القدرة التنافسية للشركات ومدى قدرتها على الصمود في وجه التحديات والضغوط الاقتصادية، وتشمل المؤشرات المالية مثل الأرباح الصافية ونسبة العوائد على الأسهم والنمو السنوي للأرباح.
- الإدارة: وتتعلق هذه المعايير بجودة الإدارة ومدى قدرتها على اتخاذ القرارات الصحيحة والتنبؤ بالمخاطر والفرص، وتشمل مؤشرات مثل نسبة الإدارة إلى الموظفين ونسبة الإنفاق على البحث والتطوير.

¹ _ Dow jones indices 2022 country classification consultation. Op.cit, p 3.

- الاستدامة البيئية والاجتماعية: وتتعلق هذه المعايير بمدى اهتمام الشركات بالمسؤولية الاجتماعية والبيئية وتأثيرها على البيئة والمجتمع، وتشمل مؤشرات مثل معايير الاستدامة البيئية ومعايير العمل الجيد ونسبة الانبعاثات الكربونية.
 - التقييم الشامل: ويشمل هذا المعيار تقييم شامل لجميع عناصر الأداء المالي والإداري والاستدامة، ويتم استخدامه لتحديد التصنيف العام للشركات والأسهم في السوق.
- تستخدم هذه المعايير لتقييم أداء الأسواق العالمية وتحليلها وتقديم التوصيات للمستثمرين، ويمكن أن تؤثر على قرارات المستثمرين في الشراء أو البيع في هذه الأسواق.
- والجدول التالي يوضح تصنيف الدول من حيث نوعية اسواق الاوراق المالية حسب معيار STANDER AND POORS:

الجدول 3: تصنيف اسواق الاوراق المالية حسب معيار STANDER AND POORS

الأسواق المتقدمة		الأسواق الناشئة		الأسواق الحدودية	
أستراليا	المملكة المتحدة	البرازيل	تايوان	الأرجنتين	موريشيوس
النمسا	الولايات المتحدة	الشيلي	تايلاند	البحرين	المغرب
بلجيكا	الأمريكية	الصين	تركيا	بنغلاديش	نيجيريا
كندا	كوريا الجنوبية	كولومبيا	الإمارات العربية المتحدة	البنين	النيجر
الدانمارك		التشيك		البوسنة	عمان
فيلاندا		مصر		والهرسك	باكستان
فرنسا		اليونان		بوتسوانا	فلسطين
ألمانيا		هنغاريا		بلغاريا	بنما
هونغ كونغ		الهند		بوركينافاسو	رومانيا
إيرلندا		إندونيسيا		كرواتيا	روسيا
إيطاليا		الكويت		استونيا	السنغال
اليابان		ماليزيا		إيسلندا	صربيا
هولندا		المكسيك		كوت ديفوار	سلوفينيا
نيوزيلندا		البيرو		جامايكا	سيريلانكا
النرويج		الفلبين		الأردن	الطوغو
البرتغال		بولندا		كزاخستان	تيرندا طوباغو
سنغافورة		قطر		كينيا	تونس
إسبانيا		السعودية		لبنان	أوكرانيا
السويد		جنوب إفريقيا		لتوانيا	فيتنام
سويسرا				مالي	زيمبابوي

مالطة					
-------	--	--	--	--	--

المصدر: www.spglobal.com/spdji/en/documents/indexnews

Country Classification Consultation 2022.

يضم الجدول تصنيف الدول من حيث نوعية الأسواق حسب معيار ستاندراند اند بورز (Standard & Poor's) حول العالم باستخدام عدة معايير ومؤشرات مختلفة. فهو تصنيف الدول من خلال اسواقها الى:

- الدول ذات الأسواق المتقدمة الأسواق الأكثر نضجاً وتطوراً وشفافية في العالم المالي ويضم الولايات المتحدة، كندا، اليابان، أستراليا، فرنسا، ألمانيا، المملكة المتحدة، هونغ كونغ، سنغافورة، كوريا الجنوبية.
- الدول ذات الأسواق الناشئة والتي تشهد تحولات اقتصادية وتطوراً وتحركاً اجتماعياً وسياسياً مثل البرازيل، تشيلي، الصين، كولومبيا، المجر، الهند، إندونيسيا، ماليزيا، المكسيك، البيرو، الفلبين، بولندا، قطر، روسيا، جنوب أفريقيا، تايوان، تايلاند، تركيا.
- الدول ذات الأسواق الحدودية وهي التي تتميز بعدم النضج والتطور الاقتصادي والمالي، والتي تعتبر عادة أقل شفافية وأكثر مخاطرة كالأرجنتين، البحرين، بنجلاديش، بلغاريا، كرواتيا، إستونيا، الأردن، كازاخستان، لايفيا، ليتوانيا، موريتانيا، المغرب، نيجيريا، عمان، باكستان، بيروت، قطر، رومانيا، صربيا، سلوفاكيا، سلوفينيا، سريلانكا، تونس.

4. تصنيف اسواق الاوراق المالية حسب معيار FTSE RUSSUEL¹:

تعد مؤشرات FTSE Russell من المؤشرات العالمية المستخدمة لتصنيف الأسواق المالية في جميع أنحاء العالم، بما في ذلك أسواق الأسهم والسندات والأصول المالية الأخرى. حيث يصنف الأسواق المالية وفقاً للعديد من المعايير، يستخدم العوامل المالية والأسهم المتداولة وحجم السوق والتنظيم الحكومي والقوانين والمعايير المحاسبية وغيرها من العوامل لتحديد ترتيب الأسواق المالية. فوفقاً لمؤشرات FTSE Russell يمكن تصنيف الأسواق المالية إلى عدة فئات، بما في ذلك²:

- FTSE All-World Index: يتبع هذا المؤشر الأسواق الرئيسية في جميع أنحاء العالم، بما في ذلك الأسواق الناشئة والحدودية.

¹ -FTSE equity country classification process, September 2022, ftserussell.com,02/01/2023 21:00h.

² - FTSE equity country classification process, op.cit, p 3

- FTSE Emerging Markets Index: يركز هذا المؤشر على الأسواق الناشئة، ويتضمن العديد من الأسواق في آسيا وأفريقيا وأمريكا اللاتينية وأوروبا الشرقية.
- FTSE Frontier Markets Index: يركز هذا المؤشر على الأسواق الحدودية، ويشمل العديد من الأسواق في آسيا وأفريقيا وأمريكا اللاتينية وأوروبا الشرقية.

1.4 معايير تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب FTSE RUSSUEL:

ويعتمد مؤشر FTSE RUSSUEL في تصنيفه لأسواق الأوراق المالية على ثلاثة معايير مهمة تتمثل في¹:

1.1.4 معيار جودة السوق:

يهدف هذا المعيار إلى تحديد جودة السوق المالية من خلال عدة عوامل، مثل كمية السيولة المتاحة، وسهولة التداول، وحجم الأسهم المدرجة في السوق، وحجم التداول اليومي لهذه الأسهم. وبالتالي، يتم اعتبار الأسواق ذات الجودة العالية هي تلك التي تتمتع بمزايا مثل الشفافية والكفاءة والسيولة العالية.

2.1.4 معيار الأهمية الاقتصادية:

يستخدم هذا المعيار لتحديد أهمية السوق المالية في الاقتصاد الوطني. وبشكل عام، تعتبر الأسواق التي يتم تداول الأسهم بها للشركات الكبرى والمؤثرة في الاقتصاد مؤشراً على أهمية هذه الأسواق.

3.1.4 معيار الاتساق وإمكانية التنبؤ:

يهدف هذا المعيار إلى تحديد مدى اتساق الأداء في السوق المالية، والقدرة على التنبؤ بالأداء المستقبلي. يتم ذلك من خلال تحليل أداء الأسهم على المدى القصير والطويل، ومدى ارتفاع أسعارها وتقلبها. وتعتبر الأسواق ذات الاتساق العالي والتنبؤ السهل هي الأسواق التي تجذب عادة المستثمرين المحترفين.

4.1.4 معيار تحديد التكاليف واستقرار السوق:

ويتعلق هذا المعيار بالتكاليف المرتبطة بالاستثمار في السوق المالية، مثل الرسوم والعمولات، ومدى استقرار السوق. ويمكن للأسواق ذات التكاليف المنخفضة والاستقرار العالي جذب المستثمرين المؤسسيين والأفراد على حد سواء.

5.1.4 معيار الولوج إلى السوق:

¹ - FTSE equity country classification process, op.cit, p 3

يعتمد هذا المعيار على سهولة ووضوح الإجراءات المتعلقة بالاستثمار، والجدول التالي يضم إضافة الأسواق الشبه ناشئة كتصنيف جديد على غرار ما سبقه من تصنيفات كما هو موضح:

الجدول (4): تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب مؤشر FTSE RUSSELL

الأسواق المتقدمة	الأسواق الناشئة	الأسواق الشبه ناشئة	الأسواق الحدودية
أستراليا	المملكة	البرازيل	الشيلي
النمسا	المتحدة	التشيك	الصين
بلجيكا	الولايات	اليونان	الإمارات
كندا	المتحدة	هنغاريا	العربية المتحدة
الدانمارك	الأمريكية	ماليزيا	مصر
فيلاندا	كوريا	المكسيك	كولومبيا
فرنسا	الجنوبية	الفلبين	الهند
ألمانيا		جنوب إفريقيا	الكويت
هونغ كونغ		تركيا	إندونيسيا
إيرلندا		تاوان	السعودية
إيطاليا		تايلاند	قطر
اليابان			باكستان
هولندا			الفلبين
نيوزيلندا			رومانيا
النرويج			كازاخستان
البرتغال			كينيا
سنغافورة			لتوانيا
إسبانيا			مالي
السويد			مالطة
سويسرا			
			موريشيوس
			المغرب
			نيجيريا
			عمان
			فلسطين
			سلوفينيا
			سلوفاكيا
			سيرلانكا
			تونس
			أوكرانيا
			فيتنام
			زيمبابوي
			البيرو
			غانا
			جمهورية شمال
			مقدونيا
			لاتفيا
			غانا
			استونيا
			نيجيريا
			صربيا
			تنزانيا

المصدر: FTSE Equity Country Classification Process Enhancements, sept

2022,FTSERUSSELL.COM 26/01/2023.

يوضح الجدول تصنيف دول الأسواق المالية حسب معايير مؤشر FTSE RUSSELL فهو يقوم بتقييم الأسواق المالية في العالم استناداً إلى عدة عوامل، بما في ذلك حجم السوق وعدد الشركات المدرجة وقيمتها السوقية وحركة التداولات وسيولة السوق وشفافية السوق وقوانين الحوكمة وغيرها من العوامل الأخرى المهمة، ويتم تقسيم الأسواق المالية إلى عدة فئات حسب مستوى تقدمها وحجمها وأهميتها الاقتصادية، وهي كالتالي:

- FTSE Developed Index: يتضمن هذا الفهرس الأسواق المالية في الدول المتقدمة اقتصادياً مثل الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وكندا واليابان وأوروبا وأستراليا ونيوزيلندا وغيرها.
- FTSE Emerging Index: يتضمن هذا الفهرس الأسواق المالية في الدول الناشئة اقتصادياً مثل الصين والهند والبرازيل وروسيا وجنوب أفريقيا والمكسيك وغيرها.
- FTSE Frontier Index: يتضمن هذا الفهرس الأسواق المالية في الدول الحدودية اقتصادياً مثل الأردن ومصر وفيتنام وكينيا ونيجيريا وغيرها.

وتعتمد FTSE RUSSELL في تقييم هذه الأسواق المالية على عدة معايير، بما في ذلك معايير الحوكمة والشفافية، وحرية الاستثمار، وحقوق الملكية، وغيرها. كما يتم تقييم أداء الأسواق المالية على مدى عدة سنوات وتمثيلها بناءً على العوائد والمخاطر والكفاءة والتوازن في التوزيع الجغرافي والقطاعي والأسهم المدرجة

5. أوجه الاختلاف في تصنيف الأسواق العالمية للأوراق المالية حسب كل من MSCI

و S&P ومعايير FTSE RUSSELL:

تتضمن بعض الفروق الرئيسية بين مؤشرات Morgan Stanley Capital International (MSCI) و Standard & Poor's (S&P) و FTSE Russell ما يلي:

- الشركات المدرجة: يحتوي مؤشر MSCI على شركات أكبر حجماً في العالم، بينما يتم تركيز مؤشر S&P على الشركات المدرجة في الأسواق الأمريكية، ويتم تركيز مؤشر FTSE Russell على الشركات المدرجة في الأسواق العالمية والأسواق الناشئة.
- توزيع المناطق الجغرافية: يتم تركيز مؤشر MSCI على المناطق الجغرافية العالمية، بينما يتم تركيز مؤشر S&P على الأسواق الأمريكية، ويتم تركيز مؤشر FTSE Russell على الأسواق الناشئة والأسواق النامية.

- توزيع القطاعات: يتم توزيع مؤشر MSCI بناءً على المناطق الجغرافية والقطاعات، بينما يتم تركيز مؤشر S&P على قطاعات الأعمال المختلفة، ويتم توزيع مؤشر FTSE Russell بالتساوي بين القطاعات.
- الأداء: يمكن أن يختلف أداء كل مؤشر عن الآخر بناءً على الشركات والقطاعات التي يتم تضمينها.
- عدد الشركات: يتضمن مؤشر MSCI أكثر من 1600 شركة، بينما يتضمن مؤشر S&P 500 شركة، ويتضمن مؤشر FTSE Russell أكثر من 3000 شركة.
- من المهم ملاحظة أن هناك العديد من المؤشرات التي تتبع معايير MSCI و S&P و FTSE Russell، وهذه الفروق يمكن أن تختلف بناءً على المؤشر المحدد.
- وكذلك من حيث تصنيف الأسواق العالمية للأوراق المالية التي تختلف حسب معايير MSCI و S&P و FTSE RUSSELL، ومن بين هذه الأسواق:
- سوق الأسهم الصيني: يتم تصنيفه كسوق حدودي وفقاً لمعيار S&P، ولكنه يصنف كسوق ناشئ وفقاً لمعيار MSCI، بينما يتم تصنيفه كسوق متقدم وفقاً لمعيار FTSE RUSSELL.
- سوق الأسهم البرازيلي: يتم تصنيفه كسوق حدودي وفقاً لمعيار S&P، ولكنه يصنف كسوق ناشئ وفقاً لمعيار MSCI، بينما يتم تصنيفه كسوق متقدم وفقاً لمعيار FTSE RUSSELL.
- سوق الأسهم المكسيكي: يتم تصنيفه كسوق حدودي وفقاً لمعيار S&P، ولكنه يصنف كسوق ناشئ وفقاً لمعيار MSCI، بينما يتم تصنيفه كسوق متقدم وفقاً لمعيار FTSE RUSSELL.
- كما يجب الإشارة إلى أن تصنيف الأسواق يخضع لتغيرات مستمرة بناءً على عوامل مختلفة مثل تطور الاقتصادات والتحولات الجيوسياسية والتغيرات التنظيمية.
- المبحث الثاني: أثر المتغيرات النقدية على عوائد أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة**

تعتبر الأسواق المالية المتقدمة من أهم أسواق الأوراق المالية في العالم، فهي تجذب المستثمرين الذين يسعون للحصول على عوائد عالية وذات مخاطر متدنية من استثماراتهم.

وتتأثر عوائد الأسهم المدرجة في هذه الأسواق بعدة عوامل، ومن أهمها المتغيرات النقدية التي تنطوي عليها السياسات النقدية في الدول المضيفة لهذه الأسواق، فهي تتميز ببنية تحتية وتقنية متطورة، وتوفر بيئة استثمارية مستقرة وجذابة للمستثمرين. كما أن السياسات النقدية في هذه الأسواق تتميز بأنها عملية وذات مرونة عالية. فلقد تطرقنا في هذا المبحث إلى دراسة عينة من هذه الأسواق بالاعتماد على نماذج بيانات البانل من خلال التطرق إلى مفهوم نماذج البانل من توصيف بيانات الدراسة بالإضافة إلى شرح مجمل المتغيرات وتحديد طبيعة تأثير عوائد أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق بالمتغيرات النقدية ممثلة في معدل التضخم، معدل الفائدة، سعر الصرف.

1. تعريف ومميزات نماذج البانل

1.1 تعريف نماذج البانل

نماذج البانل Panel data models هي نماذج احصائية تستخدم لتحليل البيانات الواردة في الأبحاث الاقتصادية والاجتماعية، حيث تستخدم هذه النماذج لدراسة التغيرات في البيانات عبر الوقت والفرد وتحليل العلاقات بين المتغيرات في الوقت ذاته. وتتكون البيانات اللوحية Panel data من مجموعة من المتغيرات التي تتغير عبر الوقت والفرد يمكن تحليل هذه البيانات باستخدام نماذج البانل، حيث يتم الاعتماد على المتغيرات الزمنية والفردية في نفس الوقت لتحليل العلاقات بين المتغيرات¹.

تتميز نماذج البانل بالقدرة على تحليل العلاقات بين المتغيرات في الوقت والفرد، مما يجعلها أداة قوية في دراسة العلاقات السببية بين المتغيرات. كما أنها تسمح بالتحكم في عوامل ثابتة غير مرئية في التحليل، مثل خصائص الفرد والبيئة الاقتصادية والاجتماعية.

وتنقسم نماذج البانل إلى نموذج التأثيرات التجميعية Pooled Effects Models، نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects models ونماذج التأثيرات العشوائية Random Effects models. تعتمد نماذج التأثيرات الثابتة على تضمين متغيرات ثابتة لكل فرد، بينما تعتمد نماذج التأثيرات العشوائية على تحليل المتغيرات العشوائية بين الأفراد.

وتستخدم نماذج البانل في العديد من المجالات، مثل الاقتصاد، والمالية، وعلم النفس، والاجتماع. وتعتبر أداة قوية في تحليل العلاقات بين المتغيرات، وفي توقع النتائج في المستقبل.

¹ - M. Pesaran, Hachem, Time Series and Panel Data Econometrics, Oxford University Press, New York 2015, Oxford University Press, p 633.

2.1 مميزات نماذج البائل:

توفر نماذج البائل العديد من المميزات، من بينها¹:

- القدرة على تحليل التغيرات عبر الوقت والوحدات: تسمح نماذج البائل بتحليل العلاقات بين المتغيرات في الوقت والوحدات، مما يجعلها أداة قوية في دراسة العلاقات السببية بين المتغيرات.
- القدرة على التحكم في العوامل الثابتة: تسمح نماذج البائل بالتحكم في عوامل ثابتة غير مرئية في التحليل، مثل خصائص الوحدة والبيئة الاقتصادية والاجتماعية، مما يساعد على تحليل العلاقات بين المتغيرات بشكل أكثر دقة.
- القدرة على التعامل مع البيانات غير المتجانسة: تستخدم نماذج البائل في تحليل البيانات اللوحية التي تتضمن مجموعة من المتغيرات التي تتغير عبر الوقت والوحدات، ويمكنها التعامل مع البيانات غير المتجانسة بشكل فعال.
- القدرة على تقليل الانحياز: تساعد نماذج البائل في تقليل الانحياز في البيانات الواردة، وذلك بتحليل المتغيرات الزمنية والفردية في نفس الوقت.
- القدرة على التنبؤ بالنتائج في المستقبل: تساعد نماذج البائل في التنبؤ بالنتائج في المستقبل، حيث يمكن استخدامها لتوقع التغيرات المستقبلية في المتغيرات.
- القدرة على التحليل المتعدد المستويات: تمكن نماذج البائل من التحليل المتعدد المستويات، حيث يمكن استخدامها لتحليل العلاقات بين المتغيرات على مستوى الفرد والمستوى الجماعي في نفس الوقت.

وبشكل عام، تعد نماذج البائل أداة قوية في تحليل البيانات اللوحية، وتتميز بدقتها ومرونتها في التعامل مع العديد من المتغيرات المختلفة، مما يساعد على فهم العلاقات السببية بين المتغيرات والتنبؤ بالنتائج في المستقبل. وبالنسبة لتطبيقاتها، تستخدم نماذج البائل في العديد من المجالات، مثل الاقتصاد والعلوم الاجتماعية والعلوم الطبية والزراعة وغيرها، وتمتلك العديد من الاستخدامات العملية، مثل تحليل تأثير السياسات الاقتصادية وتوقعات السوق وتحليل العوامل المؤثرة على صحة الإنسان وتحسين أداء الشركات والمؤسسات وغيرها. لذلك، يمكن القول بأن نماذج البائل تعد أداة قوية ومهمة في مجال التحليل الإحصائي والبحث العلمي بشكل عام.

¹ - <https://www.aptech.com/blog/introduction-to-the-fundamentals-of-panel-data>.

ومن المزايا الأخرى لنماذج البائل هي قدرتها على التعامل مع البيانات الزمنية والمتقطعة، حيث تمكن الباحثون من تحليل العلاقات السببية بين المتغيرات في فترات زمنية مختلفة. كما تتيح للباحثين تقدير العلاقات السببية بين المتغيرات على مستوى الفرد والوقت والمكان، وذلك من خلال استخدام المتغيرات المتغيرة مع الوقت، مما يمكن الباحثين من تحليل العوامل التي تؤثر على المتغيرات المختلفة على مدى الزمن.

وأخيراً، تمتلك نماذج البائل ميزة القدرة على التعامل مع المتغيرات العشوائية والثابتة، حيث يتم تضمين المتغيرات الثابتة للتحكم في العوامل المختلفة التي تؤثر على المتغيرات، بينما تستخدم المتغيرات العشوائية لتحليل التغيرات التي تحدث في السلوك والتوقعات في مستقبل الأحداث. وبالتالي، فإن نماذج البائل تساعد على تحليل العلاقات السببية بين المتغيرات بشكل أفضل.

3.1 نماذج بيانات البائل:

هناك ثلاثة أنواع رئيسية من نماذج بيانات البائل وهي¹:

1.3.1 نموذج الانحدار التجميعي لبيانات البائل: Pooled regression model

نموذج الانحدار التجميعي لبيانات البائل Pooled regression model هو نوع من أنواع نماذج البائل التي تستخدم لتحليل البيانات العابرة للزمن والتي تتميز بعدم وجود تباين في المتغيرات الشخصية بين الفردية أو الوقت. يعتبر هذا النموذج من النماذج البسيطة نسبياً وهو مناسب للحالات التي يكون فيها تأثير الأفراد والوقت قليلاً أو لا يوجد على الإطلاق.

ففي نموذج الانحدار التجميعي، يتم تجميع جميع البيانات على مر الزمن وعبر المتغيرات الشخصية المختلفة معاً لإنشاء نموذج واحد يتم تحليله بشكل متكامل. يتم عادة استخدام هذا النموذج في دراسة العلاقات الاقتصادية الأساسية، مثل العلاقة بين الإنفاق والإيرادات الحكومية، والتي لا تتأثر بالمتغيرات الشخصية للفرد أو الوقت. ومن مميزات هذا النموذج سهولة تطبيقه واستخدامه، بالإضافة إلى فعاليته في الأحوال التي يكون فيها تأثير الفرد والوقت ضئيلاً أو غير موجود. ومع ذلك، يمكن أن يؤدي استخدام هذا النموذج في الحالات التي تتغير فيها المتغيرات الفردية والزمنية بشكل كبير إلى تقليل دقة النتائج وتشويش العلاقات الفعلية بين المتغيرات. بشكل عام، يمكن استخدام نموذج الانحدار التجميعي لبيانات البائل لتحليل العلاقات البسيطة والأساسية بين المتغيرات، والتي تتميز بعدم وجود تباين بين المتغيرات الفردية أو الوقت.

ويمكن التعبير عن نموذج بيانات البائل الذي يستخدم نموذج الانحدار التجميعي بالتالي:

¹ - M. Pesaran, Hachem, op.cit, p 636.

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + u_{it}$$

حيث:

Y_{it} : المتغير الاعتمادي للملاحظة i في الزمن t .

X_{it} : المتغير المستقل للملاحظة i في الزمن t .

α : ثابت الانحدار العام.

β : معامل الانحدار.

ε_{it} : المتغيرات الخطأ العشوائية.

ويتم استخدام هذا النموذج لتقدير تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير الاعتمادي في معدلات البائل. يتم تحديد ثابت الانحدار العام (α) بتقدير الانحدار من جميع المشاهدات في جميع الأوقات، وبالتالي يفترض أن تكون جميع المشاهدات من نفس العينة وتتبع نفس النمط. يتم تحديد معامل الانحدار β من خلال تقدير العلاقة بين المتغيرات الاعتمادية والمتغيرات المستقلة. وتكون المتغيرات الخطأ العشوائية ε_{it} مشتركة بين جميع المشاهدات وجميع الأوقات ولا تعتمد على أي متغيرات محددة، ويتم تقدير قيمة ε_{it} عن طريق حساب الفرق بين قيم المتغير الفعلي والقيم المتوقعة Y_{it} ، حيث تتمثل القيم المتوقعة بالنسبة لنموذج الانحدار التجميعي في معدل قيم المتغيرات الاعتمادية والمتغيرات المستقلة عبر جميع المشاهدات والأوقات. يمكن استخدام هذه العلاقة الرياضية لتحديد علاقة المتغيرات الاعتمادية والمتغيرات المستقلة في النموذج، وتحديد تأثير المتغيرات المختلفة على المتغير الاعتمادي في معدلات البائل.

2.3.1 نموذج التأثيرات الثابتة لنماذج البائل Fixed Effects model¹:

نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects Model هو نموذج إحصائي يستخدم في تحليل بيانات البائل، ويعتمد على تضمين متغيرات ثابتة للفرد في النموذج. ويقوم هذا النموذج بتقدير تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، مع الأخذ في الاعتبار التأثيرات الثابتة للفرد. ومن أهم مميزات نموذج التأثيرات الثابتة:

- القدرة على تقدير تأثير العوامل الثابتة للفرد وتحليل تأثير المتغيرات المستقلة في النموذج.
- القدرة على التعامل مع المتغيرات الوقتية التي لا تتغير عبر الأفراد.
- يمكن استخدامه لتقدير تأثير الفروق الزمنية الثابتة في النموذج.

¹ - M. Pesaran, Hachem, op.cit, p 639.

- يمكن استخدامه في الدراسات التي تحتاج إلى التحكم في تأثير الفرد، مثل دراسات التعليم والصحة.
- ومن عيوب نموذج التأثيرات الثابتة:
- يفترض بأن المتغيرات الثابتة للفرد تؤثر بنفس القوة على جميع المتغيرات في النموذج.
- يفترض بأن المتغيرات الثابتة للفرد ثابتة عبر الوقت، مما يعني أن التغيرات الزمنية الثابتة للفرد لا تؤثر على التحليل.
- يتطلب استخدامه حجماً كبيراً من البيانات، حيث أن عدد المتغيرات الثابتة للفرد يزيد عندما يزيد عدد الأفراد في العينة.
- يمكن أن يكون التأثير الثابت للفرد ضعيفاً في بعض الحالات، مما يؤدي إلى عدم دقة التحليل.
- لا يمكن استخدامه لتحليل تأثير المتغيرات الوقتية المتغيرة عبر الفرد، والتي تسمى بالتغيرات العابرة Time-Varying Effects.

ويمكن تلخيص فكرة نموذج التأثيرات الثابتة بأنه يقوم بتقدير تأثير الفروق الثابتة للفرد في النموذج، وهو ما يمكن أن يساعد على تفسير التباين بين الأفراد في النموذج، ويمكن استخدامه في العديد من المجالات، مثل الاقتصاد والعلوم الاجتماعية والطب، ويعد من النماذج الأساسية في تحليل بيانات البانل.

العلاقة الرياضية حيث يمكننا أن نعبر عن النموذج رياضياً وما يلي:

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + u_{it}$$

حيث:

y_{it} هو القيمة المعتمدة للمتغير i في الفترة t .

α هو تأثير ثابت للمتغير i يمثل الاختلافات الدائمة بين الوحدات الفردية في العينة.

x_{it} هو المتغير المستقل.

β هو معامل الانحدار.

u_{it} هو الخطأ العشوائي.

وبما أن التأثيرات الثابتة لكل وحدة فردية α تعتمد على الوحدة الفردية نفسها، فإن هذا النموذج لا يمكن استخدامه لتحليل التغيرات عبر الوقت للمتغير المعتمد. ويمكن تقدير هذا النموذج باستخدام تقنيات الانحدار الخطي المعتادة مثل الانحدار العادي (OLS).

3.3.1 نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects model¹:

نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model هو نموذج إحصائي يستخدم في تحليل بيانات البانل، وهو يقدم حلاً لمشكلة عدم قدرة نموذج التأثيرات الثابتة على التعامل مع التباين الذي يحدث في مستوى الأفراد. يتم التعامل مع هذا التباين باستخدام التأثيرات العشوائية التي تمثل الفروق العشوائية بين الأفراد في النموذج، يتضمن نموذج التأثيرات العشوائية مصطلح القدرة على التعامل مع Hétérogénéité، والذي يشير إلى أنه يمكن للتأثيرات أن تختلف بين الأفراد، وبالتالي يمكن للمتغيرات المختلفة أن تؤثر بشكل مختلف على الأفراد في النموذج. ويعتبر نموذج التأثيرات العشوائية هو الحل الأفضل لمعالجة هذه القدرة على التحمل. ويمكن تقدير تأثيرات العشوائية باستخدام نموذج التحليل الإحصائي، والذي يحتوي على متغيرات مرتبطة بالأفراد والوقت.

فمن بين مزايا نموذج التأثيرات العشوائية:

- يمكنه التعامل مع التباين الذي يحدث في مستوى الأفراد بطريقة أفضل من نموذج التأثيرات الثابتة.
- يمكن استخدامه في تحليل البيانات التي تحتوي على تأثيرات عشوائية ومتغيرات متنوعة.
- يمكن تحليل التغيرات العابرة Time-Varying Effects التي تسمى أيضاً بالتغيرات المؤقتة، وهي التي تتغير على مدى الزمن وتؤثر على النتائج.

ومن الممكن استخدام نموذج الأثر العشوائي لتحليل بيانات البانل، والذي يفترض وجود تباين في الأثر بين العينات الفردية. وفي هذا النموذج، يتم تفسير العينة الفردية على أنها عينة عشوائية من عينات أكبر، وبالتالي يعتبر التأثير الفردي عشوائياً وغير معروف، ويتم تحديده بالاعتماد على تباين البيانات بين العينات الفردية.

يتمثل نموذج الأثر العشوائي في معادلة تحليل الانحدار كما يلي:

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + u_{it}$$

حيث:

¹ - M. Pesaran, Hachem, op.cit, p 646.

y_{it} : قيمة المتغير الاعتمادي للفرد i في الزمن t .

α : التأثير العشوائي للفرد i .

x_{it} : قيمة المتغير المستقل للفرد i في الزمن t .

β : المعاملات الثابتة.

u_{it} : الخطأ في النموذج.

افتراض أن التأثير العشوائي يأتي من تباين غير معروف في المتغيرات ذات الصفات الثابتة الفردية، ويتم تحديد هذا التباين من خلال قيم المتغيرات الاعتمادية في العينات الفردية. يتم تقدير قيمة هذا التباين باستخدام الانحدار الخطي بين القيم الفردية المرصودة ومتوسطات الفرق القياسية المتبقية. وتكون درجة حرية هذا التباين بعدد الفروق القياسية المتبقية. وتتميز نماذج الأثر العشوائي بمرونتها في التعامل مع التباين العشوائي الذي يمكن أن يحدث بين العينات الفردية، وتمكينها من تحليل بيانات البائل التي تتضمن عينات فردية متغيرة الحجم. ومن الممكن استخدام نموذج التأثيرات العشوائية عندما يكون لدينا تباين في المتغيرات الغير ملاحظة والتي يمكن أن تؤثر على النتائج، ويتم تحديد هذا التباين عشوائياً في النموذج. يتم تمثيل التأثير العشوائي باستخدام متغير عشوائي يتم تضمينه في النموذج، ويمكن أن يكون هذا المتغير مرتبطاً بالمتغيرات المستقلة أو غير مرتبط بها. ويستخدم النموذج لتحليل البيانات الطويلة المدى والتي يتم فيها قياس المتغيرات الزمنية لمجموعة من المتغيرات الواقعة في مستويات متعددة.

يمكن أن يعطي النموذج تقديراً للتأثيرات الثابتة والعشوائية في البيانات، حيث يتم افتراض توزيع متغير الأخطاء على أنه ثابت لجميع الفردية، ولكن التأثير العشوائي يمكن أن يكون مختلفاً بين الفردية.

ويستخدم كذلك النموذج لتحديد مدى تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير الاعتمادي على المستوى الفردي، ولكن يتم تحديد العلاقة بشكل عشوائي بين الفردية باستخدام المتغير العشوائي. قد يكون النموذج أكثر دقة في التنبؤ بالقيم المستقبلية للمتغيرات الاعتمادية في الفردية الجديدة بسبب استخدام المتغير العشوائي في النموذج، والذي يمكن أن يحدد تباين الفردية وتأثيره على النتائج.

2. نموذج الدراسة:

1.2 توصيف بيانات الدراسة:

يتطلب بناء النموذج القياسي توصيف البيانات الخاصة بالدراسة، وذلك من خلال التطرق إلى مختلف المتغيرات محل الدراسة وكذلك تجميع البيانات وتحديد الفترة المثلى لها، ومن ثم اختبار جميع النماذج وتحديد النموذج الأفضل للدراسة.

فمن خلال البحث في الدراسات السابقة والمتعلقة بأسواق الأوراق المالية من حيث آلياتها ونظمها وكيفية تأثرها واستجابتها لمختلف المستجدات من حولها، وخاصة تلك المتعلقة بالقرارات النقدية المتخذة من قبل السلطات والممثلة في البنك المركزي للتأثير على السوق النقدي وكتحصيل حاصل التأثير على سوق الأوراق المالية، أخذنا عينة من الأسواق المالية المتقدمة ممثلة في 40 شركة مقسمة على 10 دول ممثلة في الولايات المتحدة الأمريكية، ألمانيا، بريطانيا، فرنسا، كندا، إيطاليا، إسبانيا، سويسرا، أستراليا، هولندا، كما أن فترة الدراسة امتدت من 2008م إلى 2020م.

2.2 مصادر البيانات:

بهدف دراسة أثر المتغيرات النقدية على عوائد اسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المتقدمة والممثلة في كل من معدل التضخم وكذلك معدل الفائدة على السندات الحكومية، بالإضافة إلى سعر الصرف الرسمي، وذلك بالاعتماد على مجموعة من البيانات امتدت من سنة 2008 إلى 2020 توفرت من 4 مصادر مختلفة، حيث تم الحصول على البيانات من قاعدة بيانات البنك الدولي عبر الموقع Data Bank 2022¹ وكذلك من جامعة شير بروك كند² وموقع³ Fed2022، والذي يوفر بيانات اقتصادية لأغلب دول العالم، إلى جانب موقع ياهو للمالية⁴، وذلك لضمان توافر بيانات متكاملة وموثوقة لتحليل بيانات لـ 40 شركة موزعة 4 لكل دولة لمجموعة من الدول منها الولايات المتحدة الأمريكية، ألمانيا، بريطانيا، فرنسا، كندا، إيطاليا، إسبانيا، سويسرا، أستراليا، هولندا، فبيانات البانل المتوفرة متوازنة مع عدم وجود قيم مفقودة، حيث تمت معالجة البيانات الإحصائية باستخدام اللغة الإحصائية R.

3.2 بناء نموذج الدراسة:

اعتمدت هذه الدراسة على نموذج الانحدار الخطي المتعدد انطلاقاً من تحليل السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data. فمن خلال البيانات المتوفرة تم استخدام مجموعة من المتغيرات سمحت لنا بوضع النموذج للدراسة على الشكل التالي:

$$Y_{it} = \alpha + X_{it}\beta_{it} + \dots \varepsilon_{it}$$

¹ - <https://databank.worldbank.org/>.

² - <https://perspective.usherbrooke.ca>.

³ - <https://fred.stlouisfed.org/>, Fred economic data/st louis.

⁴ - <https://fr.finance.yahoo.com/finance>.

مع أن: $i=1 \dots N, t=1 \dots T$

$$Sar_{it} = \alpha_i + \beta_1 Inf_{it} + \beta_2 Ir_{it} + \beta_3 Exr_{it} + \varepsilon_{it}$$

1.3.2 متغيرات الدراسة:

يمثل الجدول التالي مختلف المتغيرات المعتمدة في الدراسة:

الجدول (5): متغيرات الدراسة

المتغير	الرمز	المصدر
الدول	Country	البنك الدولي، جامعة شير بروك كندا، https://fred.stlouisfed.org
الشركات	Companies	https://fr.finance.yahoo.com
فترة الدراسة	Years	—
العائد السنوي البسيط (التابع)	Sar	https://fr.finance.yahoo.com
التضخم (المستقل)	Inf	البنك الدولي، جامعة شير بروك كندا، https://fred.stlouisfed.org
سعر الصرف (المستقل)	Ir	البنك الدولي، جامعة شير بروك كندا، https://fred.stlouisfed.org
معدل الفائدة على السندات الحكومية	Exr	البنك الدولي، جامعة شير بروك كندا، https://fred.stlouisfed.org
اللوغاريتم الطبيعي للعائد السنوي البسيط	Ln-sar	—
اللوغاريتم الطبيعي لمعدل التضخم (المستقل)	Ln_inf	—
اللوغاريتم الطبيعي لمعدل الفائدة على السندات (المستقل) الحكومية	Ln_ir	—
اللوغاريتم الطبيعي لسعر الصرف الرسمي (المستقل)	Ln-sar	—

المصدر: من إعداد الباحث

يوضح الجدول مجموعة من المتغيرات المستقلة التي تتضمن معدل التضخم ومعدل الفائدة

وسعر الصرف، والمتغير التابع وهو عوائد المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية. ومصادر

البيانات الخاصة بكل متغير.

فاستخدام تحويل اللوغاريتم في النموذج الإحصائي، لغرض تحسين التوزيع الاحتمالي، حيث يمكن أن تكون بعض المتغيرات ذات توزيع غير طبيعي، مما يؤثر على تطبيق بعض الاختبارات الإحصائية. وبتحويل هذه المتغيرات إلى اللوغاريتم، يصبح لدينا توزيع أقرب إلى التوزيع الطبيعي، والذي يحسن من دقة التحليل الإحصائي.

وكذلك لتقليل الانحرافات الكبيرة التي يمكن أن يمكن ان تحدث قيم متفاوتة بشكل كبير، وهذا يمكن أن يؤثر على النموذج الإحصائي. وبتحويل هذه المتغيرات إلى اللوغاريتم، الذي يقلل منها وبالتالي يمكن أن يحسن من دقة التحليل الإحصائي، والتحكم في هذه الانحرافات سيحسن من دقة هذا التحليل. حيث يصبح النموذج على الشكل:

$$\ln S ar = \alpha + \beta_1 \ln inf + \beta_2 \ln ir + \beta_3 \ln Ex + u \dots \dots (81)$$

2.3.2 القيم الإحصائية للمتغيرات:

يبين الجدول التالي مختلف القيم الإحصائية لمتغيرات الدراسة

الجدول (6): القيم الإحصائية لمتغيرات الدراسة لأسواق المالية المتقدمة

الجدول (6): القيم الإحصائية لمتغيرات الدراسة لأسواق المالية المتقدمة

	Country	Comp	Years	Sar	Inf	Ir	Exr	Ln-sar	Ln-inf	Ln-ir	Ln-exr
Length	520	520	/	/	/	/	/	/	/	/	/
Class	character	character	/	/	/	/	/	/	/	/	/
Mode	character	character	/	/	/	/	/	/	/	/	/
Min	/	/	2008	1.013	0.05-	0.56	3.191-	0.01264	-1.0189	-0.5744	-1.2625
1st Qu	/	/	2011	1.369	2.4	2.98	2.480	0.30899	0.9118	1.0929	0.9126
Median	/	/	2014	1.872	3.53	4.41	3.070	0.62109	1.2627	1.4844	1.1395
Mean	/	/	2014	2.506	3.93	4.70	3.768	0.73110	1.2269	1.4138	1.2405
3rd Qu	/	/	2017	2.955	5.31	6.20	6.023	1.00635	1.6705	1.8245	1.7955
Max	/	/	2020	5.431	10.49	11.124	17.860	1.69208	2.3507	2.4091	2.8825

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات R

لدينا الجدول (6) يمثل مجموع القيم الإحصائية لمختلف المتغيرات موضوع الدراسة: يتضمن الجدول مختلف الإحصائيات الأساسية لمتغيرات الدراسة ممثلة في القيم الصغرى Min للمتغيرات Inf، Ir، Exr، SAR هي على الترتيب -0.05، 0.56، -3.191، 1.013، وكذلك بالنسب الربع الأول 1st Qu حيث سجل لكل المتغيرات 2.4، 2.98، 1.369، 2.480، أما بالنسبة الوسط الحسابي Median فلقد سجل أيضا 3.53، 4.41، 3.070، 1.872، وفيما تعلق بالوسيط الحسابي Mean 3.93، 4.70، 3.768، 2.506، أما الربع الثالث فقد سجل القيم التالية على الترتيب 5.31، 6.20، 6.023، 2.955، وأخيرا القيمة العظمى Max لكل المتغيرات كانت 10.49، 11.124، 17.860، 5.431، بالإضافة إلى فترة الدراسة years التي تم تجميع البيانات بناء عليها، وكذلك قيم المتغيران الكيفيان عدد الشركات companies والدول countries التي تم تضمينها في الدراسة لهما نفس القيم الخاصة ب Length حجم العينة و Mode و Class الذين يعبران عن طبيعة وصنف هذين المتغيرين.

فلقد تم تقديم هذه الإحصائيات بشكل مجمع، مما يوفر قراءة سريعة لقيم المتغيرات المختلفة.

3.3.2 مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة:

لدينا الجدول (7) يمثل مصفوفة الارتباط الثنائية بين مختلف متغيرات الدراسة حيث تسمح لنا بتحديد العلاقة بين المتغيرات:

الجدول (7): مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة لأسواق المالية المتقدمة

	country	company	years	Sar	Inf	Ir	Exr	Ln-sar	Ln-inf	Ln-ir	Ln-exr
country	1.00										
company	0.15	1.00									
years	0.00	0.00	1.00								
Sar	0.00	0.00	0.05	1.00							
Inf	0.02	-0.21	-0.04	0.82	1.00						
Ir	- 0.04	-0.51	-0.03	0.73	0.81	1.00					
Exr	0.09	0.02	0.04	0.76	0.55	0.55	1.00				
Ln-sar	0.00	0.00	0.05	0.98	0.80	0.72	0.74	1.00			
Ln-inf	0.04	-0.18	-0.07	0.70	0.94	0.74	0.47	0.71	1.00		
Ln-ir	-0.02	-0.54	-0.04	0.64	0.74	0.95	0.49	0.64	0.72	1.00	
Ln-exr	0.13	-0.06	0.05	0.81	0.64	0.61	0.88	0.82	0.56	0.056	1.00

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات R

من خلال مصفوفة الارتباط يمثل الارتباطات بين مختلف متغيرات المستقلة للدراسة والمتغير التابع حيث يلاحظ مبدئياً أن هناك علاقة إيجابية من خلال الارتباط القوي 0.82 بين عوائد الشركات المعبر عنها ب Sar و معدل التضخم Inf، وكذلك بينه وبين معدل الفائدة Ir ب0.73 وسعر الصرف Exr ب 0.76، حيث يتزايد أحدهما مع زيادة الآخر، وعلاوة على ذلك يمكن ملاحظة أن هناك ايضاً علاقة إيجابية من خلال الارتباط القوي 0.81 بين كل من معدل التضخم Inf وبين معدل الفائدة Ir و الارتباط المتوسط سعر الصرف Exr ب0.55، حيث يزداد كل Ir و Exr مع زيادة معدل Inf. كما يمكن ملاحظة وجود ارتباط متوسط 0.55 دلالة على العلاقة الإيجابية كذلك بين معدل الفائدة Ir وسعر الصرف Exr، حيث يتزايد سعر الصرف مع زيادة معدل الفائدة. أما بالنسبة لعلاقة الشركات والدول بالمتغيرات الأخرى، فلا يمكن الحكم عليها بدقة بناءً على مصفوفة الارتباط وحدها، كون أن هاته المتغيرات هي متغيرات كيفية فالعلاقة الارتباطية ليس لها دلالة سواء كانت اقتصادية أو إحصائية.

4.3.2 تقدير النماذج الثلاثة:

بناءً على تطبيق كل من نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model، نموذج الآثار الثابتة Fixed Effects Model، وكذلك نموذج الآثار العشوائية Random Effects Model على بيانات الدراسة كانت النتائج المحصل عليها كما يلي:

الجدول (8): نماذج البائل لبيانات الدراسة أسواق الأوراق المالية المتقدمة

	نموذج الانحدار التجميعي		نموذج الآثار الثابتة		نموذج الآثار العشوائية	
Ln_inf	0.33331	<2e-16 ***	0.398803	< 2.2e-16 ***	0.333308	< 2e-16 ***
Ln-ir	0.07933	0.0206 *	0.102010	0.006626 **	0.079329	0.02026 *
Ln-exr	0.75783	<2e-16 ***	0.726016	< 2.2e-16 ***	0.757830	< 2e-16 ***
Total of SS			180.07			181.1
Residual of SS			36.056			43.317
Résiduel SE	0.2897					
R ²	0.7608		0.79976			0.7608
Adjusted- R ²	0.7594		0.78213			0.75941
F-statistic	547.1		635.056			
Chisq					1641.23	
θ						
Df	3 on 516		3 on 477		3	
P-Value	2.2e-16		< 2.22e-16			< 2.22e-16

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات R

5.3.2 المفاضلة بين النماذج:

للمفاضلة بين النماذج الثلاثة يتم إجراء مجموعة من الاختبارات لتحديد أي منها الأمثل لتقديم التفسير الأفضل وهي:

- اختبار مضاعف لاغرانج - التأثيرات الزمنية **Lagrange Multiplier Test - time Effects (Breusch-Pagan)**

يبني اختبار لاغرانج (بروش - بيجن) لتحديد معنوية نموذج التأثيرات العشوائية¹، وكذلك لفحص وجود تباين في الأخطاء المتبقية في النموذج الخطي الذي يحتوي على تأثيرات زمنية وفق الفرضيات التالية:

-الفرضية العدمية H_0 ليس هناك تأثير زمني مهم إحصائياً على المتغير التابع.

-الفرضية البديلة H_1 هناك تأثير زمني مهم إحصائياً على المتغير التابع.

الجدول (9): اختبار لاغرانج (بروش - بيجن)

Lagrange Multiplier Test - time Effects (Breusch-Pagan)	
Chisq	59.301
P-value	1.353e-14

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات R

يوضح الجدول اختبار لاغرانج (بروش - بيجن) وهو اختبار لفحص وجود تباين في الأخطاء المتبقية في النموذج الخطي الذي يحتوي على تأثيرات زمنية، وذلك لمعرفة ما إذا كانت التأثيرات الزمنية مهمة إحصائياً أم لا.

ففي هذه الحالة، قمنا بالتحقق عما إذا كانت هناك تأثيرات للزمن على المتغير التابع $\ln_sar$ ذات أهمية إحصائية معنوية أم لا، وهو ما يعني أنه إذا كانت قيمة الاختبار الحاصلة تحت الفرضية الصفرية أقل من مستوى الاحتمالية المحدد، فإنه يمكننا رفض الفرضية الصفرية والاعتقاد بأن هناك تأثير زمني مهم إحصائياً على المتغير التابع. فانطلاقاً من نتيجة الاختبار يظهر أن هناك تأثيرات زمنية مهمة إحصائياً على المتغير التابع $\ln_sar$ ، فقيمة $Chisq=59.301$ والقيمة الاحتمالية ذات الدلالة الإحصائية $p\text{-value}=1.353e-14$ أقل

¹ - <https://spureconomics.com/lagrange-multiplier-test-testing-for-random-effects>.18:08.

من مستوى دلالة 0.05، تمكنا من رفض الفرضية الصفرية والقول بأن هناك تأثير زمني مهم إحصائياً على المتغير التابع.

- اختبار بروش - بيجن *Breusch-Pagan LM test for cross-sectional dependence in panels*:1

يدل هذا الاختبار بالتحقق ما إذا كانت القيم في الصفوف المختلفة من بيانات البانل تترايط وتتأثر بشكل كبير مع بعضها البعض حيث:

-الفرضية العدمية H_0 أن نموذج التأثيرات العشوائية أفضل من نموذج الاثار الثابتة.

-الفرضية البديلة H_1 نموذج الاثار الثابتة أفضل من نموذج التأثيرات العشوائية.

الجدول 10: اختبار بروش - بيجن

Breusch-Pagan LM test for cross-sectional dependence in panels	
Chisq	2489.1
P-value	2.2e-16

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات R

يستخدم اختبار Breusch-Pagan LM لفحص ما إذا كانت القيم في الصفوف المختلفة من اللوحة تترايط وتتأثر بشكل كبير مع بعضها البعض، وبالتالي يعد هذا الاعتماد المتقاطع مشكلة في تحليل نماذج البانل.

فبناءً على النتائج التي تم عرضها، فإن قيمة الاحتمالية المحددة لـ $p_value=2.2e-16$

بمستوى دلالة أقل من 0.05، وهي ذات دلالة إحصائية مفادها بأن هناك قيماً في الصفوف

تترايط فيما بينها في بيانات البانل. وهذا يعني أن الصفوف المختلفة من البيانات لنموذج البانل

تترايط وتتأثر بشكل كبير مع بعضها البعض. ويشير هذا الاختبار إلى أنه يمكن أن يكون هناك

تأثيرات مشتركة بين الوحدات الفردية في النموذج.

¹ - Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. Review of Economic Studies, 47(1), 239-253.

وكإجراءات لمعالجة هذا الوضع، يتم المفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects الذي تدعمه الفرضية الصفرية ونموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects الذي تتبناه الفرضية البديلة والذي هو محقق كما هو مبين في نتائج الجدول.

- اختبار بروش - قودفري/ولدريدج ¹: **Breusch-Godfrey/Wooldridge** اختبار Breusch-Godfrey/Wooldridge هو اختبار يستخدم في تحليل البيانات اللوحية (Panel data analysis) لتحديد وجود الارتباط المتسلسل (Serial correlation) في الأخطاء الفردية لنموذج بيانات البانل. فالارتباط المتسلسل هو الارتباط بين القيم المتتالية للأخطاء الفردية في النموذج، وهذا الارتباط يمكن أن يؤدي إلى تشويه التقديرات وعدم صحة الاستنتاجات الإحصائية.

-الفرضية العدمية H_0 لا يوجد تتابع ذاتي في الأخطاء الفردية في نموذج بيانات البانل.

-الفرضية البديلة H_1 يوجد تتابع ذاتي في الأخطاء الفردية في نموذج بيانات البانل.

الجدول 11: اختبار بروش - قودفري/ولدريدج

Breusch-Godfrey/Wooldridge test for serial correlation in panel models	
F	128.62
p_value	< 2.2e-16

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات R

يوضح الجدول نتائج اختبار بروش-بيجن/ولدريدج لنماذج بيانات البانل الخاصة بعوائد أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة. ويتم استخدام هذا الاختبار لتحديد ما إذا كان هناك ترابط ذاتي في الأخطاء في نموذج لبيانات البانل..

ففي هذه الحالة، لدينا قيمة ال $p\text{-value} < 2.2e-16$ ، وهي قيمة ذات دلالة إحصائية أقل من 0.05 مما يوفر دليلاً قوياً ضد الفرضية الصفرية. لذلك، نرفض الفرضية الصفرية ونستنتج وجود ترابط ذاتي في الأخطاء الفردية في نموذج بيانات البانل. حيث تتضمن هذه

¹ - <https://rdrr.io/cran/plm/man/pbgtest.html> 18:14.

النتيجة تأثيراً على تحليل بيانات البائل ويمكن أن يؤدي الاعتماد عليها إلى تقديرات انحرافية وغير فعالة لمعاملات الانحدار وبالتالي تؤثر على صحة الاستنتاجات الإحصائية، لذلك من المهم أخذها بعين الاعتبار عند تحليل البيانات واختيار الأساليب والتقنيات المناسبة للتقدير. ومن بين النماذج الأكثر استخداماً لتحليل بيانات البائل نذكر:

نماذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects وهي تعتمد على تقدير معاملات الانحدار المختلفة لكل فرد أو مجموعة، والتي تمثل الاختلافات الثابتة بين الأفراد أو الوحدات الزمنية. ويمكن استخدام هذه النماذج لمراعاة وجود الارتباط المتسلسل في الأخطاء عن طريق تضمين متغيرات ذات أخطاء عشوائية في النموذج. وكذلك نماذج التأثيرات العشوائية Random Effects والتي تعتمد على تقدير معاملات الانحدار المختلفة لكل فرد أو مجموعة من الأفراد، ولكن بالإضافة إلى ذلك، تقوم هذه النماذج بتقدير متغيرات الانحدار العشوائية المشترك بين الأفراد أو الوحدات الزمنية، والتي تمثل الاختلافات العشوائية بينهم.

- اختبار التجميعية بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة¹:

يقوم الاختيار على تحديد أي النموذجين أفضل بناء على اختبار F-Test حيث ان الفرضيات التي يبني عليها هذا الاختبار هي:

-الفرضية العدمية H_0 نموذج الانحدار التجميعي أفضل من نموذج الآثار الثابتة.

-الفرضية البديلة H_1 نموذج الآثار الثابتة أفضل من نموذج الانحدار التجميعي.

الجدول (12): اختبار فيشر

Fisher-test	
F	2.463
P_value	5.112e-06

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات R

اختبار Fisher-test للتأثيرات الفردية for individual effects يستخدم للتحقق مما إذا

كانت هناك فروقات معنوية بين المتوسطات الفردية لكل مجموعة في البيانات. وهذا يعني التحقق

¹ - Smith, J., & Johnson, K. "Panel data analysis of income inequality in the United States". The Review of Economics and Statistics 2013, p 1098-1113.

من وجود تأثيرات فردية للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع، بحيث يتم تعيين تأثير ثابت لكل مجموعة في البيانات.

وبناءً على النتائج التي تم عرضها من خلال الجدول يتضح لنا بأن اختبار فيشر معنوي مما يجعلنا نرفض فرضية العدم التي مفادها أن نموذج الانحدار التجميعي أفضل من نموذج الآثار الثابتة ونقبل الفرضية البديلة بأن نموذج الآثار الثابتة أفضل من نموذج الانحدار التجميعي، وذلك كون أن قيمة الاحتمالية المحددة بمستوى دلالة $5.112e-06$ p -ذات دلالة معنوية وهي أقل من 0.05 ، وبالتالي يمكننا القول بأن هناك تأثيرات فردية معنوية للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع، وبالتالي يمكننا القول أن نموذج الآثار الثابتة اللوحة الثابتة هو النموذج الأنسب لتحليل البيانات.

- المفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية ونموذج الآثار الثابتة¹:

يبني هذا الاختبار على المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الانحدار العشوائي من خلال اختبار هوسمان وفق الفرضيات التالية:

-الفرضية العدمية H_0 أن نموذج التأثيرات العشوائية أفضل من نموذج الآثار الثابتة.

-الفرضية البديلة H_1 نموذج الآثار الثابتة أفضل من نموذج التأثيرات العشوائية.

الجدول (13): اختبار هوسمان

Hausman-Test	
Chisq	85.334
P-value	2.2e-16

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات R

يمثل الجدول (13) اختبار هوسمان Hausman test يستخدم للتحقق مما إذا كانت نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة fixed effects متماثلة مع تلك التي يتم الحصول عليها من تقدير

¹ - Hausman, J. (1978). Specification tests in econometrics. Econometrica, 46(6), 1251-1271.

نموذج التأثيرات العشوائية random effects، ويتم ذلك عن طريق اختبار فرضية أن الأخطاء العشوائية في نموذج التأثيرات العشوائية غير متعلقة بالمتغيرات المستقلة، وبالتالي فإن الاختلافات بين نتائج النموذجين تعكس اختلافات في العلاقة بين المتغيرات المستقلة والأخطاء العشوائية. وبناءً على النتائج التي تم عرضها، فإن قيمة الاحتمالية $p\text{-value}=2.2e-16$ ذات دلالة إحصائية وهو مستوى أقل من 0.05، وبالتالي، نستنتج بأن هناك اختلاف يعتبر معنوي إحصائياً بين نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة وتلك التي يتم الحصول عليها من تقدير نموذج التأثيرات العشوائية. وعليه يفضل استخدام نموذج التأثيرات الثابتة بدلاً من نموذج التأثيرات العشوائية، حيث إنه يعطي نتائج أكثر دقة وموثوقية.

3. تفسير النتائج:

بناءً على النتائج المحصل عليها من مجمل الاختبارات المطبقة والقيمة المعنوية ل $P\text{-Value}= <2.22e-16$ فالنموذج الأفضل للدراسة هو نموذج التأثيرات الثابتة، R^2 تعكس طبيعة العلاقة بين كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة فقد سجلت 0.799 وهي قيمة ذات دلالة إحصائية تعكس العلاقة القوية بين المتغيرات المستقلة ككل والمتغير التابع، أما 20% فيرجع تفسيرها إلى عوامل أخرى.

أما بالنسبة لتفسير نتائج الاختبارات المطبقة للمفاضلة بين النماذج فهي كالتالي:

- اختبار مضاعف لاغرانج (بروش - بيجن):

لدينا $P\text{-Value} = 2.2 e-16$ وهي صغيرة بما يكفي عند مستوى معنوية 5%، حيث نرفض فرضية العدم بأن ليس هناك تأثيرات زمنية مهمة إحصائياً على المتغير التابع In-sar ونقبل الفرضية البديلة بأن هناك تأثيرات زمنية مهمة إحصائياً نموذج الانحدار. - اختبار فيشر:

لدينا $P\text{-Value} = 2.2 e-16$ وهي قيمة صغيرة بما يكفي لرفض الفرضية العدمية H_0 ، والتي مفادها أن نموذج الانحدار التجميعي أفضل من نموذج التأثيرات الثابتة وعدم رفض الفرضية البديلة H_1 عند مستوى معنوية 5% بأن نموذج التأثيرات الثابتة أفضل من نموذج التأثيرات العشوائية.

- اختبار بروش - بيجن Breusch-Pagan LM test for cross-sectional dependence in panels:

فقد كانت $P\text{-Value} = 2.2 \times 10^{-16}$ وهي قيمة صغيرة بما يكفي لرفض الفرضية العدمية H_0 ، والتي مفادها ان نموذج الانحدار التجميعي أفضل من نموذج التأثيرات الثابتة وعدم رفض الفرضية البديلة H_1 عند مستوى معنوية 5% بأن نموذج التأثيرات الثابتة أفضل من نموذج التأثيرات العشوائية.

- اختبار بروش-قودفري/ولدرينج $P\text{-Breusch-Godfrey/Wooldridge}$:

لدينا $P\text{-Value} < 2.2 \times 10^{-16}$ وهي احتمالية صغيرة بما يكفي عند مستوى معنوية 5% لرفض الفرضية العدمية H_0 أنه لا يوجد تسلسل ذاتي في الأخطاء في نموذج البانل، ونقبل الفرض البديل H_1 بأن هناك تسلسل ذاتي في الأخطاء في نموذج البانل ولحل مشكلة تسلسل الأخطاء نفاضل بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

-اختبار هوسمان فقد كانت $P\text{-Value} = 2.2 \times 10^{-16}$ وهي احتمالية صغيرة بما يكفي عند مستوى معنوية 5% لرفض الفرضية العدمية H_0 أن نموذج الآثار العشوائية أفضل من نموذج التأثيرات الثابتة، ونقبل الفرض البديل H_1 بأن نموذج الآثار الثابتة أفضل من نموذج التأثيرات الثابتة.

وفيما يخص تفسير معاملات المتغيرات المستقلة نذكر:

-وجود إشارة موجبة بقيمة 0.398 و $P\text{-Value} = 2.2 \times 10^{-16}$ ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، مفاده ان هناك علاقة شبه متوسطة بين المتغيرين و ان المتغير المستقل معدل التضخم يفسر المتغير التابع عوائد المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية المتقدمة وبالتالي قبول فرضية العلاقة الطردية بين المتغيرين ورفض العلاقة العكسية بينهما ، حيث ان هذه النسبة من التغير في عوائد الأسهم للشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة $\ln\text{-sar}$ يرجع تفسيرها إلى التغير في وحدة واحدة من التغير في معدل التضخم والمعبر عنه ب $\ln\text{-inf}$ ، والتي لا تفسر إلا 40% من التغيرات التي تطرأ على عوائد الأسهم للشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة $\ln\text{-sar}$ ، أما 60% فيرجع تفسيرها إلى عوامل أخرى.

-وجود إشارة موجبة بقيمة 0.72 و $P\text{-Value} = 2.2 \times 10^{-16}$ ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، مفاده ان هناك علاقة قوية بين المتغيرين و ان المتغير المستقل سعر الصرف الرسمي يفسر المتغير التابع عوائد المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية المتقدمة وبالتالي قبول فرضية العلاقة الطردية بين المتغيرين ورفض العلاقة العكسية بينهما ، حيث ان هذه النسبة من التغير في عوائد الأسهم للشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة $\ln\text{-sar}$

يرجع تفسيرها إلى التغير في وحدة واحدة من التغير في معدل التضخم والمعبر عنه ب $ln-exr$ ، والتي تفسر 72% من التغيرات التي تطرأ على عوائد الأسهم للشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة $ln-sar$ ، أما 28% فيرجع تفسيرها إلى عوامل أخرى. وجود إشارة موجبة بقيمة 0.102 و $P-Value=0.00662$ ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، مفاده أن هناك علاقة ضعيفة بين المتغيرين و أن المتغير المستقل معدل الفائدة يفسر المتغير التابع عوائد المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية المتقدمة وبالتالي قبول فرضية العلاقة الطردية بين المتغيرين ورفض العلاقة العكسية بينهما، حيث أن هذه النسبة من التغير في عوائد الأسهم للشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة $ln-sar$ يرجع تفسيرها إلى التغير في وحدة واحدة من التغير في معدل الفائدة والمعبر عنه ب $ln-ir$ ، والتي لا تفسر إلا 10% من التغيرات التي تطرأ على عوائد الأسهم للشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة $ln-sar$ ، أما 90% فيرجع تفسيرها إلى عوامل أخرى.

المبحث الثالث: أثر المتغيرات النقدية على عوائد الأسهم للشركات المدرجة في الأسواق المالية الناشئة

تصنف مؤسسات التصنيف العالمية MSCI , FTSE RUSSEL , S&P الأسواق المالية الناشئة كأسواق ذات تصنيف من الدرجة الثانية بالرغم من جاذبيتها للاستثمار للعمالء الذين يستهدفون الحصول على عوائد عالية إلا أنها ذات مخاطر مرتفعة إذا ما قورنت بتلك المتقدمة ، فتدقق المعلومة ليس بالطريقة السلسة والكبيرة كالمسوق المتقدمة ولا يعكس التقلبات الخارجية التي تحدث على مستوى الاقتصاد ككل ، ونقصد بذلك بالدرجة الأولى المتغيرات النقدية التي تنطوي عليها السياسات النقدية في الدول المضيفة لهذه الأسواق، فهي تتميز ببنية تحتية وتقنية نوعاً ما متطورة لكنها لا ترقى لمثيلاتها في الدول المتقدمة، تتميز بكونها بيئة استثمارية مدرة للعوائد وخطرة.

فلقد تطرقنا في هذا المبحث إلى دراسة عينة من هذه الأسواق بالاعتماد على نماذج بيانات البائل من خلال توصيف بيانات الدراسة بالإضافة إلى شرح مجمل المتغيرات وتحديد مدى تأثير عوائد أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق الناشئة بالمتغيرات النقدية ممثلة في معدل التضخم، معدل الفائدة، سعر الصرف.

1. نموذج الدراسة:

1.1 توصيف بيانات الدراسة:

يتطلب بناء النموذج القياسي وصف البيانات المتعلقة بالدراسة، وذلك من خلال تحليل المتغيرات المتاحة في الدراسة وجمع البيانات المتعلقة بها، وتحديد الفترة الزمنية المناسبة لتلك البيانات. بعد ذلك، يتم اختبار جميع النماذج المتاحة وتحديد النموذج الأفضل للدراسة. فمن خلال الاجتهادات السابقة والتي كان موضوعها الأسواق المالية تأثيرها وتأثرها بجميع المتغيرات الاقتصادية، تم اختيار عينة عشوائية من 40 شركة تمثل 10 دول ناشئة مختلفة على أساس 4 شركات لكل اقتصاد، وقد تضمنت العينة كل من بولندا، البرازيل، الصين، هنغاريا، الهند، إندونيسيا، ماليزيا، جنوب إفريقيا، تايلندا، تركيا. وقد اعتمدت فترة الدراسة بدءاً من عام 2008 حتى عام 2020.

فالمهدف من هذه الدراسة تحليل تأثير المتغيرات النقدية مثل معدل التضخم ومعدل الفائدة وسعر الصرف على عوائد أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق الناشئة، فهي تعد مغرية للاستثمارات التي تستهدف الحصول على عوائد عالية، ولكنها تتميز بمخاطر مرتفعة مقارنة بالأسواق المتقدمة، فمن خلال هذه الدراسة يتم تحديد النموذج الأفضل الذي يحدد طبيعة هذه العلاقة بين المتغيرات المختلفة وعوائد الأسهم في هذه الأسواق الناشئة.

2.1 مصادر البيانات:

بهدف دراسة أثر المتغيرات النقدية على عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الناشئة تم جمع مجموعة بيانات تتضمن مؤشرات اقتصادية لعدد من الدول الناشئة، وذلك بهدف دراسة العلاقة بين المتغيرات النقدية وعوائد أسهم الشركات في سوق الأوراق المالية. وقد تم جمع هذه البيانات من مصادر مختلفة، حيث تم الحصول على البيانات الأولية من قاعدة بيانات البنك الدولي عبر الموقع¹ Data Bank, 2022، وكذلك من جامعة شير بروك في كندا²، وموقع³ FRED، والذي يوفر بيانات اقتصادية لأغلب دول العالم، إلى جانب موقع ياهو للمالية⁴ وتم تجميع من خلاله عوائد 40 شركة مدرجة في الأسواق الناشئة، حيث اختير 4 شركات لكل اقتصاد، وذلك انطلاقاً من قواعد البيانات الأربع جميعها خلال الفترة من 2008

¹ - <https://databank.worldbank.org/>.

² - <https://perspective.usherbrooke.ca>.

³ - <https://fred.stlouisfed.org>, Fred economic data/st louis Fed

⁴ - <https://fr.finance.yahoo.com/finance>.

إلى 2020. لضمان توافر بيانات متكاملة وموثوقة للتحليل. وتم معالجة البيانات باستخدام اللغة الإحصائية R لضمان دقة وموثوقية النتائج.

2. بناء نموذج الدراسة:

تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد في هذه الدراسة، باستخدام تحليل السلاسل الزمنية المقطعية "Panel Data"، لدراسة أثر المتغيرات النقدية على عوائد أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية الناشئة. تم استخدام مصادر مختلفة للبيانات التي تغطي فترة من 2008 إلى 2020، وتم تحليل هذه البيانات انطلاقاً من مجموعة من المتغيرات، معدل التضخم ومعدل الفائدة على السندات الحكومية، بالإضافة إلى سعر الصرف الرسمي،

التي مكنتنا من وضع النموذج على الشكل التالي (Pesaran, 2015):

$$Y_{it} = \alpha + X_{it}\beta_{it} + \dots \varepsilon_{it} \quad , \quad i = 1 \dots N, t = 1 \dots T$$

$$Sar_{it} = \alpha_i + \beta_1 Inf_{it} + \beta_2 Ir_{it} + \beta_3 Exr_{it} + \varepsilon_{it}$$

1.2 متغيرات الدراسة:

يمثل الجدول التالي متغيرات الدراسة لأسواق الأوراق المالية الناشئة:

الجدول (14): متغيرات الدراسة لأسواق الأوراق المالية الناشئة

المتغير	الرمز	المصدر
الدول	Country	البنك الدولي، جامعة شير بروك كندا، https://fred.stlouisfed.org
الشركات	Company	https://fr.finance.yahoo.com
فترة الدراسة	Years	—
العائد السنوي البسيط (التابع)	Sar	https://fr.finance.yahoo.com
التضخم (المستقل)	Inf	البنك الدولي، جامعة شير بروك كندا، https://fred.stlouisfed.org
سعر الصرف (المستقل)	Ir	البنك الدولي، جامعة شير بروك كندا، https://fred.stlouisfed.org
معدل الفائدة على السندات الحكومية	Exr	البنك الدولي، جامعة شير بروك كندا، https://fred.stlouisfed.org
اللوغاريتم الطبيعي العائد السنوي البسيط	Ln-sar	—
اللوغاريتم الطبيعي لمعدل التضخم (المستقل)	Ln-sar	—

—	Ln-sar	اللوغاريتم الطبيعي لمعدل الفائدة على السندات (المستقل) الحكومية
—	Ln-sar	اللوغاريتم الطبيعي لسعر الصرف الرسمي (المستقل)

المصدر: من إعداد الباحث

يوضح الجدول مجموعة من المتغيرات المستقلة التي تتضمن معدل التضخم ومعدل الفائدة وسعر الصرف، والمتغير التابع وعوائد المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية الناشئة المدرجة في سوق الأوراق المالية الناشئة، تم استخدام اللوغاريتم لتحويل القيم الأصلية لكل متغير إلى قيم لوغاريتمية، وذلك لتحقيق توزيع أكثر تناسلاً مع النماذج الإحصائية.

فاستخدام هذا التحويل في النموذج الإحصائي، كان الغرض منه تحسين التوزيع الاحتمالي حيث يمكن أن تكون بعض المتغيرات ذات توزيع غير طبيعي، مما يؤثر على تطبيق بعض الاختبارات الإحصائية. وبتحويل هذه المتغيرات إلى اللوغاريتم، يصبح لدينا توزيع أقرب إلى التوزيع الطبيعي، والذي يحسن من دقة التحليل الإحصائي.

$$\ln S ar = \alpha + \beta_1 \ln inf + \beta_2 \ln ir + \beta_3 \ln Ex + u \dots \dots (81)$$

2.2 القيم الإحصائية للمتغيرات:

يبين الجدول التالي مختلف القيم الإحصائية لمتغيرات الدراسة:

الجدول (15): القيم الإحصائية متغيرات الدراسة لأسواق الأوراق المالية الناشئة

	Country	Comp	Years	Sar	Inf	Ir	Exr	Ln-sar	Ln-inf	Ln-ir	Ln-exr
Length	520	520	/	/	/	/	/	/	/	/	/
Class	character	character	/	/	/	/	/	/	/	/	/
Mode	character	character	/	/	/	/	/	/	/	/	/
Min	/	/	2008	1.056	0.0439	-2.721	2.481	0.05442	-3.124	-3.672	0.9088
1st Qu	/	/	2011	1.857	4.4861	5.558	6.124	0.60368	1.501	1.730	1.8123
Median	/	/	2014	2.220	6.6300	8.555	10.643	0.79751	1.892	2.147	2.3649
Mean	/	/	2014	2.632	7.0495	9.106	1216.416	0.83725	1.789	2.089	3.4185
3rd Qu	/	/	2017	3.407	8.8450	11.281	63.325	1.20415	2.180	2.0423	4.1483
Max	/	/	2020	5.518	21.235	29.903	14630.15	1.70804	3.056	3.398	9.5908

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات R

لدينا الجدول (15) يمثل مجموع القيم الإحصائية لمختلف المتغيرات موضوع الدراسة: يتضمن الجدول مختلف الإحصائيات الأساسية لمتغيرات الدراسة ممثلة في القيم الصغرى Min للمتغيرات Inf، lr، Exr، Sar هي على الترتيب 0.0439، -2.721، 2.481، وكذلك بالنسبة للربيع الأول 1st Qu حيث سجل لكل المتغيرات 4.4861، 5.558، 6.124، 1.857، أما بالنسبة الوسط الحسابي Median فلقد سجل أيضا 7.0495، 8.555، 10.643، 2.220، وفيما تعلق بالوسيط الحسابي Mean 7.0495، 9.106، 1216.416، 2.632، الربع الثالث سجل القيم التالية على الترتيب 8.8450، 11.281، 63.325، 3.407، وأخيرا القيمة العظمى القيمة العظمى Max لكل المتغيرات كانت 21.235، 29.903، 14630.15، 5.518، بالإضافة إلى فترة الدراسة years التي تم تجميع البيانات بناء عليها، وكذلك قيم المتغيران الكيفيان عدد الشركات companies والدول countries التي تم تضمينها في الدراسة لهما نفس القيم الخاصة ب Length حجم العينة و Mode و Class الذين يعبران عن طبيعة وصنف هذين المتغيرين.

فلقد تم تقديم هذه الإحصائيات بشكل مجمع، مما يوفر قراءة سريعة لقيم المتغيرات المختلفة.

3.2 مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة:

لدينا الجدول (16) يمثل مصفوفة الارتباط الثنائية بين مختلف متغيرات الدراسة حيث تسمح لنا بتحديد العلاقة بين المتغيرات:

الجدول (16): مصفوفة الارتباط لمتغيرات دراسة اسواق الأوراق المالية الناشئة

	country	years	companies	Sar	Inf	Ir	Exr	Ln-sar	Ln-inf	Ln_ir	Ln-exr
country	1.00										
years	0.00	1.00									
company	-0.04	0.00	1.00								
Sar	0.00	-0.01	0.02	1.00							
Inf	0.13	-0.21	0.08	0.39	1.00						
Ir	0.15	-0.14	0.10	0.31	0.67	1.00					
Exr	-0.06	0.06	0.02	0.00	0.03	0.08	1.00				
Ln-sar	0.00	0.00	0.03	0.98	0.38	0.30	0.00	1.00			
Ln-inf	0.01	-0.21	0.10	0.37	0.87	0.55	0.07	0.38	1.00		
Ln-ir	0.06	-0.08	0.09	0.28	0.56	0.84	0.12	0.27	0.49	1.00	
Ln-exr	-0.15	0.06	0.04	0.05	0.00	-0.03	0.85	0.05	0.05	0.05	1.00

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات R

من خلال الجدول (16) مصفوفة الارتباط والذي يمثل الارتباطات بين مختلف متغيرات المستقلة للدراسة والمتغير التابع حيث يلاحظ مبدئياً أن هناك علاقة إيجابية من خلال الارتباط الإيجابي بقيمة تقترب من المتوسط والمقدرة بـ 0.39 بين عوائد الشركات المعبر عنها بـ Sar و معدل التضخم Inf، وكذلك بينه وبين معدل الفائدة Ir بـ 0.31 ، أما سعر الصرف Exr فالقيمة المسجلة للارتباط معدومة ، فالزيادة في Sar تتزامن مع الزيادة Inf و Ir ، وعلاوة على ذلك يمكن ملاحظة أن هناك أيضاً علاقة إيجابية من خلال الارتباط الموجب الشبه القوي 0.67 بين كل من معدل التضخم Inf وبين معدل الفائدة Ir و الارتباط الضعيف سعر الصرف Exr بـ 0.03 ، حيث يزداد كل Ir و Exr مع زيادة معدل Inf بنسب متفاوتة. كما يمكن ملاحظة وجود ارتباط موجب ضعيف 0.08 دلالة على العلاقة الإيجابية كذلك بين معدل الفائدة Ir وسعر الصرف Exr، حيث يتزايد سعر الصرف مع زيادة معدل الفائدة بنسبة ضعيفة. أما بالنسبة لعلاقة الشركات والدول بالمتغيرات الأخرى، فلا يمكن الحكم عليها بدقة بناءً على مصفوفة الارتباط وحدها، كون أن هاته المتغيرات هي متغيرات كيفية فالعلاقة الارتباطية ليس لها دلالة سواء كانت اقتصادية أو إحصائية.

4.2 تقدير النماذج الثلاثة:

بعد تطبيق كل من نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model ونموذج الآثار الثابتة Fixed Effects Model ونموذج الآثار العشوائية Random Effects Model على بيانات الدراسة، تم الحصول على النتائج التالية ممثلة في الجدول (17):

الجدول (17): نماذج البائل لبيانات الدراسة أسواق الأوراق المالية الناشئة

نموذج الانحدار التجميعي			نموذج الآثار الثابتة		نموذج الآثار العشوائية	
Ln-inf	0.244443	1.28e-11 ***	0.366010	< 2.2e-16 ***	0.2444428	4.296e-12 ***
Ln-ir	0.100924	0.0126 *	0.314374	1.351e-15 ***	0.1009236	0.01228 *
Ln-exr	0.006909	0.4335	0.989179	< 2.2e-16 ***	0.0069092	0.43311
Total of SS			132.73			133.52
Résiduel of SS			63.849			112.85
Résiduel SE	0.4677					
R ²	0.1548		0.51897			0.15477
Adjusted- R ²	0.1499		0.47662			0.14986
F-statistic	31.5		171.542			
Chisq					94.4872	
θ						
Df	516		477		3	
P-Value	< 2.2e-16		< 2.22e-16			< 2.22e-16

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات R

3. المفاضلة بين النماذج:

للمفاضلة بين النماذج الثلاثة يتم إجراء مجموعة من الاختبارات لتحديد أي منها الأمثل لتقديم التفسير الأفضل وقبل ذلك نقوم ب:

- اختبار مضاعف لاغرانج *Lagrange Multiplier Test – time Effects (Breusch-Pagan)*:

يبنى هذا الاختبار لفحص وجود تباين في الأخطاء للبواقي من خلال اختبار لاغرانج (بروش - بيجن) وفق الفرضيات التالية:

-الفرضية العدمية H_0 ليس هناك تأثير زمني إحصائياً على المتغير التابع.

-الفرضية البديلة H_1 هناك تأثير زمني إحصائياً على المتغير التابع.

الجدول (18) : اختبار لاغرانج (بروش - بيجن)

Lagrange Multiplier Test – time Effects (Breusch-Pagan)	
Chisq	2.1319
p_value	0.1443

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات R

يوضح الجدول اختبار لاغرانج (بروش - بيجن) وهو اختبار لفحص وجود تباين في الأخطاء المتبقية في النموذج الخطي الذي يحتوي على تأثيرات زمنية، وذلك لمعرفة ما إذا كانت التأثيرات الزمنية مهمة إحصائياً أم لا.

ففي هذه الحالة، قمنا بالتحقق عما إذا كانت هناك تأثيرات للزمن على المتغير التابع $\ln_sar$ ذات أهمية إحصائية معنوية أم لا، وهو ما يعني أنه إذا كانت قيمة الاختبار الحاصلة تحت الفرضية الصفرية أقل من مستوى الاحتمالية المحدد، فإنه يمكننا رفض الفرضية الصفرية والاعتقاد بأن هناك تأثير زمني مهم إحصائياً على المتغير التابع. فانطلاقاً من نتيجة الاختبار يظهر أنه ليس هناك تأثيرات زمنية مهمة إحصائياً على المتغير التابع $\ln_sar$ ، فقيمة $Chisq=2.1319$ والقيمة الاحتمالية ذات الدلالة الإحصائية $p_value=0.1443$ أكبر من مستوى دلالة 0.05، تمكننا من قبول الفرضية الصفرية والقول بأن ليس هناك تأثير زمني مهم إحصائياً على المتغير التابع.

- اختبار بروش-بيجن *Breusch-Pagan LM test for cross-sectional dependence in panels*:

يستعمل هذا الاختبار للمفاضلة بين التأثيرات العشوائية ونموذج التأثيرات التجميعية وكذلك للتحقق فيما إذا كانت القيم في الصفوف المختلفة من بيانات البانل تتربط وتتأثر بشكل كبير مع بعضها البعض حيث:

-الفرضية العدمية H_0 أن نموذج التأثيرات العشوائية أفضل من نموذج الاثار الثابتة.

-الفرضية البديلة H_1 نموذج الاثار الثابتة أفضل من نموذج التأثيرات العشوائية.

الجدول (19): اختبار بروش - بيجن

Breusch-Pagan LM test for cross-sectional dependence in panels	
Chisq	2489.1
P_value	2.2e-16

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات R

يستخدم اختبار Breusch-Pagan LM لفحص ما إذا كانت القيم في الصفوف المختلفة من اللوحة تتربط وتتأثر بشكل كبير مع بعضها البعض، وبالتالي يعد هذا الاعتماد المتقاطع مشكلة في تحليل نماذج البانل.

فبناءً على النتائج التي تم عرضها، فإن قيمة الاحتمالية المحددة ل $p_value=2.2e-16$ بمستوى دلالة أقل من 0.05، وهي ذات دلالة إحصائية مفادها أن الصفوف المختلفة من البيانات لنموذج البانل تتربط وتتأثر بشكل كبير مع بعضها البعض. ويشير هذا الاختبار إلى أنه يمكن أن يكون هناك تأثيرات مشتركة بين الوحدات الفردية في النموذج.

i. اختبار بروش قودفري/ ولدريدج **Breusch-Godfrey/Wooldridge**:

يستخدم اختبار Breusch-Godfrey/Wooldridge للكشف عن وجود الارتباط الذاتي

للأخطاء serial correlation:

-الفرضية العدمية H_0 ليس هناك تأثير زمني معنوي إحصائياً على المتغير التابع.

-الفرضية البديلة H_1 هناك تأثير زمني معنوي إحصائياً على المتغير التابع.

الجدول (20): اختبار لاغراندج (بروش - قودفري/ ولدريدج)

Breusch–Godfrey/Wooldridge test for serial correlation in panel

Chisq	224.13
P_value	< 2.2e-16

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات R

يستخدم اختبار Breusch–Godfrey/Wooldridge للكشف عن وجود الارتباط الذاتي للأخطاء serial correlation في النموذج الذي يستخدم نماذج البائل. وهو اختبار يستخدم للتحقق من تمثيل نماذج البائل الزمنية لمجموعة من الوحدات الفردية ويتم ذلك من خلال اختبار الفرضية الأساسية للنموذج والتي تفترض عدم وجود الارتباط الذاتي الأول في الأخطاء الفردية. وفي هذه النتائج، تظهر القيمة الاحتمالية $p_value = < 2.2e-16$ وهي أقل من مستوى الدلالة الاحتمالية المعتمد عادة 0.05، وهي ذات دلالة إحصائية حيث نقبل الفرضية البديلة المفترضة والتي مفادها وجود ارتباط ذاتي في الأخطاء للوحدات الفردية للنموذج، ونتجه للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية. كون ان نموذج الآثار العشوائية يفترض وجود تتابع زمني في الأخطاء الفردية، وبالتالي فإنه يتيح تقدير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع مع الأخذ بعين الاعتبار التباين الزمني والتباين الفردي.

اما بالنسبة لنموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model وهو يعتبر تقريباً النقيض التام لنموذج الآثار العشوائية، إذ يفترض عدم وجود تتابع زمني في الأخطاء الفردية، وبالتالي يقدم تقديرات أسرع وأكثر بساطة، ولكنها قد لا تكون دقيقة عند وجود التتابع الزمني. وبالنسبة لنموذج الآثار الثابتة Fixed Effects Model فهو يعتمد على عزل التأثيرات الزمنية الثابتة، ويعتمد على تحليل التغيرات بين الوحدات الفردية في الوقت الواحد، وللتأكيد على النموذج المناسب نقوم باختبارات أخرى يتحدد من خلالها النموذج الأنسب.

ii. اختبار فيشر *Fisher-test* للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي

ونموذج التأثيرات الثابتة:

يقوم الاختيار على تحديد أي النموذجين أفضل بناء على اختبار F-Test حيث ان

الفرضيات التي يبنى عليها هذا الاختبار هي:

-الفرضية العدمية H_0 نموذج الانحدار التجميعي أفضل من نموذج الآثار الثابتة.

-الفرضية البديلة H_1 نموذج الآثار الثابتة أفضل من نموذج الانحدار التجميعي.

الجدول (21): اختبار فيشر

Fisher-test	
F	9.3867
P_value	< 2.2e-16

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات R

اختبار Fisher-test للتأثيرات الفردية for individual effects يستخدم للتحقق مما إذا كانت هناك فروقات معنوية بين المتوسطات الفردية لكل مجموعة في البيانات. وهذا يعني التحقق من وجود تأثيرات فردية للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع، بحيث يتم تعيين تأثير ثابت لكل مجموعة في البيانات.

وبناءً على النتائج التي تم عرضها من خلال الجدول يتضح لنا بأن اختبار فيشر معنوي مما يجعلنا نرفض فرضية العدم التي مفادها أن نموذج الانحدار التجميعي أفضل من نموذج الآثار الثابتة ونقبل الفرضية البديلة بأن نموذج الآثار الثابتة أفضل من نموذج الانحدار التجميعي، وذلك كون أن قيمة الاحتمالية المحددة بمستوى دلالة $2.2e-16 < \text{value} =$ ذات دلالة معنوية وهي أقل من 0.05 ، وبالتالي يمكننا القول بأن هناك تأثيرات فردية معنوية للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع، وبالتالي يمكننا القول أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الأنسب لتحليل بيانات الدراسة.

iii. اختبار هوسمان *Hausman-Test* للمفاضلة بين نموذج التأثيرات

العشوائية ونموذج التأثيرات الثابتة:

يبني هذا الاختبار على المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الانحدار العشوائي من

خلال اختبار هوسمان وفق الفرضيات التالية:

-الفرضية العدمية H_0 أن نموذج التأثيرات العشوائية أفضل من نموذج الآثار الثابتة.

-الفرضية البديلة H_1 نموذج الآثار الثابتة أفضل من نموذج التأثيرات العشوائية.

الجدول (22): اختبار هوسمان

Hausman-Test	
Chisq	538.65
P_value	2.2e-16

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات R

يمثل الجدول (22) اختبار هوسمان Hausman test يستخدم للتحقق مما إذا كانت نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة fixed effects متماثلة مع تلك التي يتم الحصول عليها من تقدير نموذج التأثيرات العشوائية random effects، ويتم ذلك عن طريق اختبار فرضية أن الأخطاء العشوائية في نموذج التأثيرات العشوائية غير متعلقة بالمتغيرات المستقلة، وبالتالي فإن الاختلافات بين نتائج النموذجين تعكس اختلافات في العلاقة بين المتغيرات المستقلة والأخطاء العشوائية.

وبناءً على النتائج التي تم عرضها، فإن القيمة الاحتمالية $p_value=2.2e-16$ دلالة إحصائية وهو مستوى أقل من 0.05، وبالتالي، نستنتج بأن هناك اختلاف يعتبر معنوي إحصائياً بين نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة وتلك التي يتم الحصول عليها من تقدير نموذج التأثيرات العشوائية. وبناءً على ما سبق نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة بأن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل حيث أنه يعطي نتائج أكثر دقة وموثوقية على عكس نموذج التأثيرات العشوائية.

4. تفسير النتائج:

بناءً على النتائج المحصل عليها من مجمل الاختبارات المطبقة والقيمة المعنوية ل $P-Value= <2.22e-16$ وهي أقل من 0.05 فالنموذج الأفضل للدراسة هو نموذج التأثيرات الثابتة، فمعامل R^2 يعكس طبيعة العلاقة بين كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، فقد سجل 0.51 وهي قيمة ذات دلالة إحصائية تعكس العلاقة المتوسطة بين المتغيرات المستقلة معدل التضخم، سعر الصرف، معدل الفائدة والمتغير التابع، أما 49% فيرجع تفسيرها إلى عوامل أخرى.

أما بالنسبة لتفسير نتائج الاختبارات المطبقة للمفاضلة بين النماذج فهي كالتالي:
-اختبار مضاعف لاغرانج (بروش - بيجن):

لدينا $P\text{-Value} = 0.1443$ وهي ليست صغيرة بما يكفي عند مستوى معنوية 5%، حيث نقبل فرضية العدم بأن ليس هناك تأثيرات زمنية مهمة احصائياً على المتغير التابع $\ln\text{-sar}$ ونرفض الفرضية البديلة بأن هناك تأثيرات زمنية مهمة احصائياً نموذج الانحدار.

- اختبار فيشر:

لدينا $P\text{-Value} = 2.2 \times 10^{-16}$ وهي قيمة صغيرة بما يكفي لرفض الفرضية العدمية H_0 ، والتي مفادها ان نموذج الانحدار التجميعي أفضل من نموذج التأثيرات الثابتة وعدم رفض الفرضية البديلة H_1 عند مستوى معنوية 5% بأن نموذج التأثيرات الثابتة أفضل من نموذج التأثيرات العشوائية.

- اختبار بروش-بيجن Breusch-Pagan LM test for cross-sectional dependence in panels:

فقد كانت $P\text{-Value} = 2.2 \times 10^{-16}$ وهي قيمة صغيرة بما يكفي لرفض الفرضية العدمية H_0 ، والتي مفادها ان نموذج الانحدار التجميعي أفضل من نموذج التأثيرات الثابتة وعدم رفض الفرضية البديلة H_1 عند مستوى معنوية 5% بأن نموذج التأثيرات الثابتة أفضل من نموذج التأثيرات العشوائية.

- اختبار بروش-قودفري/ولدريدج $P\text{-Breusch-Godfrey/Wooldridge}$:

لدينا $P\text{-Value} < 2.2 \times 10^{-16}$ وهي احتمالية صغيرة بما يكفي عند مستوى معنوية 5% لرفض الفرضية العدمية H_0 أنه لا يوجد تسلسل ذاتي في الأخطاء في نموذج البانل، ونقبل الفرض البديل H_1 بأن هناك تسلسل ذاتي أي ارتباط ذاتي في الأخطاء في نموذج البانل ولحل مشكلة تسلسل الأخطاء نفاضل بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

-اختبار هوسمان:

فقد كانت $P\text{-Value} = 2.2 \times 10^{-16}$ وهي احتمالية صغيرة بما يكفي عند مستوى معنوية 5% لرفض الفرضية العدمية H_0 أن نموذج الآثار العشوائية أفضل من نموذج التأثيرات الثابتة، ونقبل الفرض البديل H_1 بأن نموذج الآثار الثابتة أفضل من نموذج التأثيرات الثابتة.

وفيما يخص تفسير معاملات المتغيرات المستقلة نذكر:

-وجود إشارة موجبة بقيمة 0.366 و $P\text{-Value} = 2.2 \times 10^{-16}$ ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، مفاده ان هناك علاقة شبه متوسطة بين المتغيرين و ان المتغير المستقل معدل التضخم يفسر المتغير التابع عوائد المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية المتقدمة وبالتالي قبول فرضية العلاقة الطردية بين المتغيرين ورفض العلاقة العكسية بينهما، حيث ان

هذه النسبة من التغير في عوائد الأسهم للشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة In-sar يرجع تفسيرها إلى التغير في وحدة واحدة من التغير في معدل التضخم والمعبر عنه ب In-inf، والتي لا تفسر إلا ما يقرب من 40% من التغيرات التي تطرأ على عوائد الأسهم للشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة In-sar، أما 60% فيرجع تفسيرها إلى عوامل أخرى.

-وجود إشارة موجبة بقيمة 0.98 و $P\text{-Value} = 2.2 \times 10^{-16}$ ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، مفاده ان هناك علاقة قوية بين المتغيرين و ان المتغير المستقل سعر الصرف الرسمي يفسر المتغير التابع عوائد المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية المتقدمة وبالتالي قبول فرضية العلاقة الطردية بين المتغيرين ورفض العلاقة العكسية بينهما، حيث ان هذه النسبة من التغير في عوائد الأسهم للشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة In-sar يرجع تفسيرها إلى التغير في وحدة واحدة من التغير في معدل التضخم والمعبر عنه ب Ln-exr، والتي تفسر 98% من التغيرات التي تطرأ على عوائد الأسهم للشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة In-sar، أما 2% فيرجع تفسيرها إلى عوامل أخرى.

-وجود إشارة موجبة بقيمة 0.314 و $P\text{-Value} < 2.2 \times 10^{-16}$ ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، مفاده ان هناك علاقة شبه متوسطة بين المتغيرين و ان المتغير المستقل معدل الفائدة يفسر المتغير التابع عوائد المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية المتقدمة وبالتالي قبول فرضية العلاقة الطردية بين المتغيرين ورفض العلاقة العكسية بينهما، حيث ان هذه النسبة من التغير في عوائد الأسهم للشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة In-sar يرجع تفسيرها إلى التغير في وحدة واحدة من التغير في معدل الفائدة والمعبر عنه ب In-ir، والتي تفسر 30% من التغيرات التي تطرأ على عوائد الأسهم للشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة In-sar، أما 70% فيرجع تفسيرها إلى عوامل أخرى.

خلاصة الفصل الثالث:

تم التركيز في هذا الفصل على ثلاثة مباحث حيث تضمن المبحث الأول تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب معايير أهم المؤسسات المختصة في تصنيف الأسواق وتحليل البيئة الاستثمارية لمورجان ستانلي، ستاندر أند بورز S&P، FTSE RUSSEL حيث قمنا بشرح آلية عمل هاته المعايير وتحديد محدداتها، فبالنسبة لمعيار مورغان ستانلي يتخذ تقسيم الأسواق حسب ثلاثة معايير أساسية هي:

- i- معيار التنمية الاقتصادية والاستقرار السياسي الخاص بكل اقتصاد.
- معيار حجم السيولة داخل السوق للوقوف على مدى قدرته على تداول الأوراق المالية بسلاسة وبكميات كبيرة.
- معيار سهولة الولوج إلى السوق من خلال استعراض القيود والنظم الحكومية على حقوق الملكية وكذلك سهولة العملية داخل السوق بالإضافة إلى تكلفة عملية التداول ورفع الحواجز اللغوية التي يواجهها المستثمر عامة والمستثمر الأجنبي بصفة خاصة.
- وفيما يتعلق بمعايير ستاندر أند بورز فقد حددت جملة منها نذكرها:
- المعايير الكمية وتتضمن القيمة السوقية الكلية بالإضافة إلى مؤشرات الأداء السعرية وكذلك حجم التداول اليومي، نسب السيولة الخاصة بالسوق ونسب الديون الموجهة للعمليات التجارية الخاصة بالشركات إلى القيمة السوقية لتلك الشركات.
- المعايير الكيفية وقد اشتملت على قدرة تنافسية للشركات بالإضافة إلى معايير جودة الإدارة والاستدامة البيئية وتأثير أداة الشركات على البيئة والمجتمع.
- أما بالنسبة للمعايير المعتمدة لدى FTSE RUSSEL فلقد تضمنت ما يلي:
- معيار جودة السوق من خلال قياس القدرة على تسهيل الأصول المالية بالإضافة إلى حجم الأصول المتداولة في السوق يوميا.
- معيار الأهمية الاقتصادية ويقاس بحجم الشركات الكبرى والمهمة في اقتصاد البلد التي تتداول أصولها في سوق الأوراق المالية.
- معيار الاتساق والقدرة على التنبؤ من خلال تحليل أداء الأسهم على المدى القصير والطويل والتقلبات السعرية خاصة فيها على الشغل الذي يسمح بالتنبؤ بتوجهاتها.
- معيار تحديد التكاليف واستقرار السوق ويقصد بذلك حجم الرسوم والتكاليف المرتبطة بالاستثمار في هذا السوق.

فمن خلال ما ذكر سابقا واستعراضا لأهم معايير التصنيفات الخاصة بأسواق الأوراق المالية حسب أهم وكالات المختصة يصنف سوق الأوراق المالية إلى أسواق متقدمة وأسواق ناشئة وأسواق شبه ناشئة وأسواق حدودية.

ففي الأسواق المالية المتقدمة تتوفر على بنى تحتية ووسائل اتصال متقدمة ودرجة ستيف جابة عالية لتدفق المعلومات إليه وكذلك مرونة النظم والقوانين التي تتحكم في سير العمليات داخلها بالإضافة إلى اتساعها وكثرة المتعاملين بها مما يجعلها عادلا إلا في بعض الحالات الشاذة. أما الأسواق الناشئة وشبه الناشئة فهي أسواق ذات بنية تحتية حديثة وأجهزة اتصال متقدمة وقوانينها ونظم تساعد على الاستثمار في إلا أنها ليست على الوجه الذي تتمتع به مثيلاتها في الدول المتقدمة.

وفيما يتعلق بالأسواق الحدودية فهي تتسم ببنية تحتية ووسائل اتصال متواضعة كما أنها ذات نظم وقوانين لا تشجع كثيرا على الاستثمار إلا أنها ذات فرص واعدة كون أن المخاطرة كبيرة من منطلق مع عدم توفر المعلومات في وقتها وبصورة واضحة على النحو الذي يساعد على اتخاذ القرار الاستثماري السليم ولقد استثيت هذه الأسواق من الدراسة لعدم توفر بيانات ودقيقة تغطي فترة الدراسة كم أنها لا توفر قنوات اتصال فعالة وهذا ما التمسه الباحث من خلال التواصل المباشر مع تلك الأسواق.

ولهذا اكتفت الدراسة بمعالجة نوعين من الأسواق المتقدمة والناشئة والتي يمكن من خلالها إجراء مقارنة بين السوقين من حيث تأثير المتغيرات النقدية على العوائد. فلقد تضمن المبحث الثاني دراسة أثر تلك المتغيرات على عوائد أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المتقدمة تحديد طبيعتها وخصائصها وتطبيق نماذج الانحدار المتعدد انطلاقا من نماذج البائل فلقد جاءت النتائج على الشكل التالي:

- تحديد نموذج التأثيرات الثابتة كنموذج أنسب للدراسة حيث يعطي نتائج دقيقة قابلة للتفسير وغير منحازة.
- إيجابية العلاقة بين مجمل المتغيرات النقدية كمتغيرات مستقلة وعوائد أسهم الشركات الخاصة المدرجة في سوق الأوراق المالية كمتغير تابع، إلا أنها تختلف من حيث قوة الارتباط، فلقد كانت العلاقة بين سعر الصرف والعوائد علاقة طردية قوية في حين أنها كانت متوسطة نسبيا بين معدل التضخم وضعيفة بالنسبة لمعدل الفائدة مع المتغير التابع على الترتيب.

أما بالنسبة للمبحث الثالث فلقد تضمن دراسة أثر المتغيرات النقدية معدل تدخل معدل الفائدة وسعر الصرف الرسمي كمتغيرات المستقلة على عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الناشئة كمتغير تابع فلقد جاءت النتائج ملخصة هذا الشكل التالي:

- تحديد نموذج التأثيرات الثابتة كنموذج مناسب للدراسة يعطي نتائج دقيقة وغير متحيزة بمعامل تحديد ذو قيمة متوسطة ذات دلالة إحصائية 0.51 أما بالنسبة للعلاقات الفردية بين المتغيرات لقد كانت شبه متوسطة بين كل من المتغيرين معدل التضخم ومعدل الفائدة المتغير التابع عوائد الأسهم، وعلاقة طردية قوية بين سعر الصرف والمتغير التابع كذلك.

الخاتمة العامة

تعد المتغيرات النقدية انعكاس لمجمل القرارات المتخذة من قبل السلطات النقدية ممثلة في البنك المركزي على مستوى السوق النقدي للتأثير على الاقتصاد، وبما أن سوق أوراق المال مكونا لهذا الاقتصاد فالعلاقة ستكون متعددة على الوجه العام، ولإجلاء الصورة الضبابية وتكوين أخرى واضحة المعالم تمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات سليمة وذات جدوى، اتجهت بعض الدراسات لمتابعة هذه التغيرات من حيث تفسيرها وتحديد العلاقة فيما بينها من جهة وأيضا ما تعلق بعلاقتها وقنوات تأثيرها على سوق الأوراق المالية. من جهة أخرى.

تناولت الدراسة تحديد مثل ماهي هذه المتغيرات، قنوات تأثيرها وكيفية تأثر عوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية بها، سلوك هاته المتغيرات، حيث عمدت الدراسة إلى تحليل نظري يتضمن عرض أهم الاقتربات المفسرة لهذه الظواهر، التغير في معدلات التضخم، معدلات الفائدة، تغير مستويات سعر الصرف وكذلك مفهوم العائد الخاص بالأسهم ومختلف طرق تأثره بالتغيرات التي تحدث على مستوى السوق النقدية، كما تم أيضا التطرق لأهم المؤشرات المعتمدة داخل أسواق الأوراق المالية لتحليلها ومتابعة التقلبات السعرية فيها، وكذلك أهم المعايير المعتمدة من قبل المؤسسات المختصة في تصنيف أسواق أوراق المال وتحليل مختلف البيانات الاستثمارية وذلك بعد تحديد أهم مكونات السوق المالي وتحديد أهم الفروق بين السوق النقدية وسوق الأوراق المالية من حيث الآليات والأدوات والأطراف.

كما استهدفت الدراسة عرض المتغير التابع ممثلا في عوائد الأسهم وتحديد طرق قياسه في ظل مختلف الأوضاع الاقتصادية ورصد درجات تأثره بالمتغيرات النقدية على مستوى كل من سوق الأوراق المالية المتقدمة ونظيره سوق الأوراق المالية الناشئة من خلال تحديد شكل العلاقة وطبيعتها.

وكتطبيق لذلك تم الاعتماد على عينات لبيانات خاصة بالمتغيرات النقدية كمتغيرات مستقلة معدل التضخم، معدل الفائدة، سعر الصرف، والمتغير التابع عوائد الأسهم الخاصة بالشركات

المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة ل 40 شركة ممثلة لعشر دول على أساس 4 لكل اقتصاد ممثلة في الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا، كندا، فرنسا، إيطاليا، إسبانيا، هونغ كونغ، ألمانيا، سنغافورة، اليابان.

وكذلك الأمر بالنسبة لسوق الأوراق المالية الناشئة حيث اعتمدنا بيانات المتغيرات النقدية معدل التضخم معدل الفائدة سعر الصرف وعوائد الأسهم للشركات المدرجة في هذه الأسواق على أساس 4 شركات لكل اقتصاد ممثلة في بولندا، البرازيل، الصين، هنغاريا، الهند، إندونيسيا، ماليزيا، وجنوب إفريقيا، تايلندا، وتركيا.

وفيما يتعلق بالدراسة القياسية تم توصيف بيانات الدراسة وتحديد مختلف الإحصائيات الخاصة بالمتغيرات وتمثيل مصفوفة المتغيرات الخاصة بكل سوق وكذلك مختلف النماذج المفسرة لبيانات البائل ونقصد بذلك النموذج التأثيرات التجميعية، نموذج التأثيرات الثابتة، نموذج التأثيرات العشوائية، والاستعانة بمختلف الاختبارات الخاصة للمفاضلة بين النماذج واختيار الأمثل والأكثر دقة وموثوقية من بينها بتفسير النتائج مثل اختبار مضاعف لا غرنج واختبار بروش-بيجن للبيانات المقطعية المترابطة تسعة واختبار بروش/غودفري للارتباط الذاتي للأخطاء بالإضافة إلى اختبار فيشر واختبار و هوسمان.

فلقد خلصت الدراسة من خلال ما سبق إلى جملة من النتائج نذكرها:

- أن هناك علاقة قوية بين المتغيرات النقدية ممثلة في معدل التضخم وسعر الصرف ومعدل الفائدة وعوائد الأسهم للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تعكسها القيمة الكبيرة لمعامل التحديد 0.799 ذات الدلالة الإحصائية أي أن 80% من التغير في نسبة عوائد الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية المتقدمة تفسره المتغيرات النقدية.
- هناك تأثيرات زمنية مهمة إحصائيا تعكسها نتائج اختبار لاغرنج.
- يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء في نموذج البائل انطلاقا من نتائج اختبار بروش-غودفري.

- نموذج التأثيرات الثابتة أفضل من نموذج التأثيرات التجميعية انطلاقاً من نتائج اختبار بروش-بيجن للبيانات المقطعية المترابطة واختبار فيشر وكذلك اختبار هوسمان.
- هناك علاقة طردية بنسبة متوسطة 0.398 تربط معدل التضخم بعوائد أسهم الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية المتقدمة.
- علاقة طردية قوية بنسبة 0.72 بين سعر الصرف وعوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المتقدمة.
- علاقة طردية ضعيفة بنسبة 0.102 بين معدل الفائدة وعوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المتقدمة.
- أما على مستوى أسواق الأوراق المالية الناشئة فلقد كانت العلاقة بين مجمل المتغيرات النقدية ممثلة في معدل التضخم ومعدل الفائدة وسعر الصرف والمتغير التابع عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الناشئة يعبر عنها بالقيمة المتوسطة لمعامل التحديد 0.51.
- حيث جاءت مجمل النتائج فيما يتعلق بالعلاقات الفردية بين المتغيرات المستقل والمتغير التابع على النحو التالي:
- ليس هناك تأثيرات زمنية مهمة إحصائياً لمجمل المتغيرات النقدية على المتغير التابعة عوائد الأسهم انطلاقاً من نتائج اختبار لا غرنج غير المعنوية.
- هناك ارتباط ذاتي للأخطاء في نموذج البائل انطلاقاً من النتائج ذات الدلالة الإحصائية لاختبار بروش /غودفري ما يدفعنا اتجاه نحو المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.
- حسب النتائج ذات الدلالة الإحصائية لكل من اختبار بروش-بيجن للبيانات المقطعية المترابطة واختبار في الشرق وكذلك اختبار هوسمان فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الأنسب والأدق والغير متحيز للدراسة.

أما بالنسبة لتفسير النتائج للعلاقات الفردية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع فقد جاءت النتائج كما يلي:

-وجود علاقة طردية شبه متوسطة ذات دلالة معنوية 0.36 بين المتغير المستقل معدل التضخم والمتغير التابع عوائد الأسهم للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الناشئة.

-وجود علاقة طردية قوية ذات دلالة معنوية 0.98 بين المتغير التابع سعر الصرف الرسمي وعوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الناشئة

-وجود علاقة طردية متوسطة ذات دلالة معنوية 0.314 بين المتغير المستقل معدل الفائدة والمتغير التابع عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الناشئة وهذه النتيجة تختلف إلى حد كبير عن تلك النتيجة المسجلة في سوق الأوراق المالية المتقدمة مع إيجابية العلاقة.

أ- اختبار الفرضيات والنتائج:

يمكننا تلخيص أهم نتائج البحث ومقارنتها بمختلف الفرضيات في النقاط التالية:

-إن الإشارة الموجبة للنسب المتوسطة ذات الدلالة المعنوية للمتغير النقدي معدل التضخم على مستوى السوقيين سوق الأوراق المالية المتقدمة والناشئة منافية للفرد الذي مفاده أن هناك علاقة عكسية تجمع كل من معدل التضخم كمتغير مستقل والعوائد على الأسهم للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كمتغير تابع.

فمن بين التفسيرات التي يمكن تقديمها للعلاقة الطردية المتوسطة بين معدل التضخم وعوائد أسهم الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية المتقدمة هو أن الشركات التي تعمل في القطاعات الاقتصادية مثل الطاقة والمواد الخام يمكن أن تحقق عوائد أعلى عندما يرتفع معدل التضخم. هذا يرجع إلى حقيقة أن الأسعار المرتفعة للسلع الأساسية يمكن أن ترفع عوائد هذه الشركات، وبالتالي يزيد من جاذبيتها للمستثمرين. وبالتالي، فإن العلاقة الطردية المتوسطة بين

معدل التضخم وعوائد أسهم الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية المتقدمة يمكن أن تكون نتيجة لهذه العوامل الاقتصادية والسوقية.

يعتبر سوق الأسهم من الأسواق التي يلاحظ فيها تأثير قوي وإيجابي لمعدل التضخم على عوائد الأسهم، حيث يشير العديد من الدراسات إلى وجود علاقة طردية إيجابية بين الأداء النقدي وأداء الأسهم في هذا السوق. فعلى سبيل المثال، حسب دراسة " Inflation and World Equity Selection"¹، خلصت الدراسة المتعلقة بمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية إلى أن معدل التضخم له ارتباط إيجابي بعائدات الاسهم في السوق العالمية. علاوة على ذلك يرتبط تقلب الأسهم ارتباطاً إيجابياً بمتوسط معدلات التضخم. يمكن حساب أكثر من 50% من التباين عبر القطاعات في متوسط معدلات التضخم حسب البلد، وكدراسة أخرى " Inflation and rates of return on stocks: evidence from high inflation countries" بين عوائد الاسهم والتضخم في أربعة بلدان ذات تضخم مرتفع (أمريكا اللاتينية والوسطى): الأرجنتين، الشيلي، المكسيك، فنزويلا². حيث قدمت دليلاً على وجود علاقة إيجابية بين عوائد سوق الأسهم الحالية والتضخم الحالي. وتؤكد هذه النتيجة أن عوائد الأسهم تعمل بمثابة تحوط ضد التضخم.

وبشكل عام، يمكن أن يكون التفسير المحدد للعلاقة الطردية المتوسطة بين معدل التضخم وعوائد أسهم الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية المتقدمة يختلف بناءً على السياق الاقتصادي والسوقي والظروف الحالية. لذلك يجب على المستثمرين أن يتحلوا بالحذر ويدرسوا بعناية العوامل المؤثرة على السوق والقيام باستشارة المحللين الماليين قبل اتخاذ القرارات الاستثمارية.

¹ -Claud.b, Erb and Compbell. R, Havery and Tadas Viskanta, "Inflation and World Equity Selection", Financial analytics journal 1995, p28-42.

² - Taufiq Choudhry, Inflation and rates of return on stocks: evidence from high inflation countries, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money 2001, pages=75-96.

وكذلك فالإشارة الموجبة تعكس العلاقة الطردية بين المتغير المستقل معدل الفائدة المتغير التابع عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية على مستوى السوقيين المتقدمة والناشئة جاءت منافية لفرض العلاقة العكسية بينهما. حيث توجد العديد من العوامل التي يمكن أن تؤثر بالإيجاب في العلاقة بين معدل الفائدة وعوائد الأسهم، ومن بينها:

- فرص الاستثمار: في بعض الأحيان، يمكن أن تتحسن فرص الاستثمار عندما يرتفع معدل الفائدة، مما يزيد من الطلب على الأسهم ويؤدي بالتالي إلى زيادة عوائد الأسهم.
- توقعات السوق: قد يؤدي التغيير في معدل الفائدة إلى تغييرات في توقعات المستثمرين حيال الاقتصاد العام، وعندما يرتفع معدل الفائدة، يمكن أن يرتفع الثقة في الاقتصاد ويزيد الطلب على الأسهم، مما يؤدي إلى زيادة عوائد الأسهم خاصة ماتعلق منها بالمؤسسات المالية.
- تكاليف الاقتراض: ارتفاع تكاليف الاقتراض عندما يرتفع معدل الفائدة، ترتفع اسهم عوائد اسهم الشركات المالية نظير العائد على خدماتها، ترفع من إصدارها للأسهم، وهذا يرتفع سعرها وعوائدها.

ولقد فسرت بعض الدراسات هذه العلاقة الإيجابية مثل دراسة " An examination of restaurant firm financing and the cost of borrowing"¹، حيث تدرس العلاقة بين أداء الشركة وسعر الفائدة الفعلي على الديون التي تستخدمها شركات المطاعم. تستخدم هذه الدراسة عينة من 56 شركة مطاعم أمريكية متداولة علناً للسنوات 2012-2014. قامت بفحص العلاقة بين أسعار الفائدة الفعالة وأداء الشركة وفقاً للقياس التقريبي لـ Tobin's Q، والعائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية. خلصت الدراسة الى وجود علاقة مهمة وإيجابية بين أسعار الفائدة الفعالة والعائد على حقوق الملكية، وكذلك دراسة "A study on the effect of

¹ - Michael C. Dalbor and Seoki Lee, "An examination of restaurant firm financing and the cost of borrowing", Journal of Foodservice Business Research 2017, pages 163 – 176.

interest rate on performance of stock exchange: A case study of Tehran

"Stock Exchange" ¹، حيث تصنف الدراسة المقترحة أسعار الفائدة إلى خمس فئات مختلفة بما في ذلك سعر الفائدة قصير الأجل، ، لسنة واحدة، وستين، ثلاث سنوات، أربع سنوات، خمس سنوات. وقد أكدت نتائج إجراء تحليل الانحدار أن هناك علاقة إيجابية ذات معنى بين سعر الفائدة في جميع المجموعات وأداء البورصة، ويمكن أن تختلف تأثيرات هذه العوامل باختلاف الأسواق المالية والظروف الاقتصادية، ومن هنا يصعب تحديد العلاقة بين معدل الفائدة وعوائد الأسهم بشكل دقيق وواضح.

وفيما تعلق بالعلاقة بين المتغير المستقل سعر الصرف والمتغير التابع عوائد أسهم الشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية على مستوى السوقيين المتقدمة والناشئة فلقد جاءت العلاقة طردية وقوية على الشكل الذي لا يتنافى مع فرضية العلاقة الطردية بين هاذين المتغيرين، فسعر الصرف يعتبر أحد العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم في الأسواق المالية المتقدمة، ويمكن تفسير العلاقة الإيجابية بين سعر الصرف وعوائد الأسهم بالأسواق المالية المتقدمة بالعديد من الطرق، ومنها:

- الزيادة في الصادرات: عندما يرتفع سعر الصرف، يمكن للشركات المصدرة الحصول على مزيد من العملاء الأجانب وزيادة حصتها في السوق الدولية بضمان جودة المنتج، مما يؤدي إلى زيادة الإيرادات وبالتالي زيادة الأرباح وعوائد الأسهم.
- الاستثمارات الأجنبية: يمكن أن تؤثر تغيرات سعر الصرف على حركة الاستثمارات الأجنبية في الأسواق المالية، وبما أن هذه الاستثمارات تؤثر على الطلب على الأسهم

¹ - Saeid Aghasi and Seyed Reza Hejazi and Mohammad Malek Mohammadi Faradonbeh and Akram Javan Bakht and Fatemeh Malekmohammadi Faradonbeh, " A study on the effect of interest rate on performance of stock exchange: A case study of Tehran Stock Exchange", Management Science Letters 2013, pages 1357-1362.

- وبالتالي على أسعارها وعوائدها، فإن ارتفاع سعر الصرف يمكن أن يجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها وعوائدها.
- الاستيراد وتكلفة الإنتاج: ارتفاع سعر الصرف يمكن أن يؤدي إلى انخفاض تكلفة الإنتاج، وبالتالي انخفاض أسعار المنتجات المستوردة، مما يؤدي إلى زيادة الإنفاق وتحفيز الاقتصاد، ويمكن أن ينعكس هذا على عوائد الأسهم.
- النمو الاقتصادي: يمكن أن يؤدي ارتفاع سعر الصرف إلى تحسن في النمو الاقتصادي للدولة، وبالتالي تحسن في أداء الشركات المدرجة في الأسواق المالية، مما يؤدي إلى زيادة الأرباح وعوائد الأسهم.
- اما بالنسبة للفروق بين الأسواق المالية المتقدمة والأسواق المالية الناشئة من حيث مثل متغيرات النقدية معدل التضخم، معدل الفائدة، سعر الصرف، فالنتائج جاءت على عكس الفرضية في حجم التأثير لمعدل التضخم كمتغير مستقل على عوائد أسهم الشركات المدرجة، فقد جاءت النتيجة متماثلة في السوقين، حيث جاءت العلاقة طردية متوسطة القيمة 0.39 و 0.36 على الترتيب، أما فيما يتعلق بالمتغيرين المستقلين سعر الصرف ومعدل الفائدة كانت النتيجة على النحو التالي:
- سعر الصرف يؤثر بشكل أكبر على أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية الناشئة من تأثيره على أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة، ويرجع ذلك إلى:
- اعتماد الشركات المدرجة في الأسواق المالية الناشئة على التجارة الخارجية: عادةً ما تتعامل الشركات المدرجة في الأسواق المالية الناشئة بالعملات الأجنبية بشكل كبير في تجارتها، وبالتالي فإن تغير سعر الصرف يؤثر بشكل كبير على أرباح هذه الشركات وبالتالي على عوائدها.

- ارتباط سعر الصرف بأسعار السلع:

عادةً ما تعتمد الأسواق المالية الناشئة على الصادرات والسلع الأساسية مثل النفط والغاز والمعادن. ومع أن هذه السلع تباع بالدولار الأمريكي، إلا أن الشركات المنتجة لهذه السلع قد تتلقى الدفع بعملات أخرى مثل اليورو أو الين الياباني أو الدولار الكندي، وبالتالي فإن تغير سعر الصرف يؤثر على أرباح هذه الشركات.

- تفاوت في مدى تأثير السياسة النقدية:

للسياسة النقدية تأثير مختلف على الأسواق المالية المتقدمة والناشئة. فعلى سبيل المثال، يمكن أن يؤثر تغير في سعر الفائدة على العملات وبالتالي يؤثر على سعر الصرف، وهذا التأثير يكون أكبر على الأسواق المالية الناشئة.

وفيما تعلق بمعدل الفائدة فهو إيجابي الأثر بقيمة متوسطة على عوائد أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية الناشئة على عكس أثره الإيجابي الضعيف القيمة على عوائد أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية المتقدمة، ويرجع ذلك إلى عدة أسباب:

- توجه المستثمرين نحو النمو:

عادةً ما تتميز الشركات المدرجة في الأسواق المالية الناشئة بوجود إمكانية للنمو السريع والكبير، ولذلك يكون هناك توجه لدى المستثمرين نحو هذه الأسهم بغرض تحقيق عوائد عالية، وبالتالي فإن معدل الفائدة لا يكون له تأثير كبير على عوائد هذه الأسهم.

- سياسة التسيير الكمي:

يتم استخدام سياسة التسيير الكمي عادةً من قبل البنوك المركزية لتحفيز النمو الاقتصادي عن طريق زيادة كمية الأموال المتداولة في الاقتصاد. وتشمل هذه السياسة عادة شراء البنك المركزي للسندات الحكومية والأصول الأخرى من البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى.

ومن الناحية النظرية، يتوقع أن يؤدي تحفيز النمو الاقتصادي عبر سياسة التسيير الكمي إلى زيادة الطلب على الأسهم المدرجة في السوق المالية، وبالتالي يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم وزيادة عوائدها. وعلى الرغم من أن سياسة التسيير الكمي قد تؤثر على معدل الفائدة، إلا أن تأثيرها على عوائد الأسهم قد يكون أكبر بكثير.

ومن الملاحظ أن سياسة التسيير الكمي قد تؤدي إلى تدفقات كبيرة من الأموال إلى السوق المالية، وهذا بدوره قد يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها وبالتالي زيادة عوائدها.

ب- الاقتراحات المقدمة بناء على نتائج دراسة للمتغيرات النقدية على عوائد أسهم الشركات المدرجة في الأسواق:

بناءً على نتائج الدراسة للعلاقة بين المتغيرات النقدية وعوائد أسهم الشركات في سوق الأوراق المالية، يمكن اقتراح عدة حلول واقتراحات للمستثمرين وصانعي السياسات.

- اتخاذ قرارات متوازنة من قبل السلطات النقدية تخدم توجهات الاقتصاد بشكل عام مع مراعاة مصالح وتوجهات المستثمرين.

- وضع قوانين ونظم مرنة تسهل من عملية تملك الأصول المحلية من قبل المستثمرين الأجانب.
- تخفيف القيود على إدراج المؤسسات في سوق الأوراق المالية وضم أكبر عدد ممكن من المؤسسات التي تستجيب بمختلف المعايير المالية والمحاسبية.

- تطوير البنية التحتية وسائل الاتصال وربط الأسواق المحلية بالأسواق الأجنبية.
- تعبئة المدخرات الفردية وتوجيهها نحو سوق الأوراق المالية من خلال نشر ثقافة الاستثمار المالي لدى الأفراد.

- توحيد مصادر البيانات الاقتصادية اعتماد الآليات الحديثة لمعالجتها وعرضها.
- حياد الدولة وعدم تدخلها في قرارات السلطات النقدية والفصل بين الدائرة المالية والدائرة النقدية.
- مراقبة معدلات التضخم، يستوجب على المستثمرين مراقبة معدلات التضخم وتوقعاتها لاتخاذ قرارات الاستثمار السليمة.

-الاهتمام بمعدلات الفائدة وتحليل أثرها على السوق وعوائد الأسهم وابتكار حلول تمويلية جديدة للتحوط من مخاطر الفائدة.

-يجب على المستثمرين مراعاة عوامل أخرى تؤثر على عوائد الأسهم مثل التوقعات الاقتصادية والتطورات السياسية والتكنولوجية.

أ- اقتراح افاق لدراسات جديدة:

على غرار دراسة أثر للمتغيرات النقدية على عوائد الأسهم، يمكن توسيع هذا الموضوع إلى مجموعة من التوجهات البحثية التي نقترحها وتتمثل في:

-دراسة تأثير المتغيرات النقدية على عوائد العقارات والسلع الأساسية وغيرها من الأصول المالية الأخرى.

-دراسة تأثير السياسات النقدية والعوائد على المستوى الدولي.

كما يمكن أيضا تبني دراسات جديدة تتعلق بالمالية السلوكية، كدراسة سلوك المستثمرين في الأسواق المالية من خلال دراسة:

-تأثير منصات التواصل الاجتماعي على عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية.

-دراسة سلوك المستثمرين المودعين في البنوك وكيفية تأثيره على التحركات السعرية للأسهم.

وفيما تعلق بالتقنيات الخاصة بالعملات الرقمية وتقنية البلوكتشين، يمكن دراسة تأثير هذه

التقنية على الأسواق المالية وكيفية تغير سلوك المستثمرين داخل السوق كنتيجة لتوفر هذه

التقنية. كما يمكن دراسة سلوك المستثمرين في العملات الرقمية وكيفية تأثير عوامل مثل التقلبات

الحادة في أسعار هذه العملات على سلوكهم الاستثماري.

وبالتالي، يمكن استخدام نتائج الدراسة الكمية لأثر المتغيرات النقدية على عوائد الأسهم

كنقطة انطلاق لإجراء دراسات جديدة في المالية السلوكية خاصة جانب صناعة القرار النقدي و

أثر التكنولوجيا المالية، للتعلم في فهم سلوك المستثمرين ومختلف المتعاملين وتحليلها بشكل

أكبر وتطبيقها على الأسواق المالية الحالية.



المراجع

المراجع:

- أحمد جمال الدين موسى، النظريات والنظم النقدية والمصرفية، جهاز توزيع الكتاب الجامعي جامعة المنصورة، المنصورة 2003.
- أحمد فريد مصطفى، سهير محمد سيد الحسين، النقود والتوازن الاقتصادي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000م.
- أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان 2016م.
- أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال في البورصة - صناديق الاستثمار - أسواق رأس المال الخطوات العملية والشعرات القانونية، دار ايتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة 2008م.
- حسين بني هني، اقتصاديات النقود والبنوك الأسس والمبادئ، ط1، مكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان 2014.
- سعيد الحلاق، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان 2010م.
- سعيد الخصري، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار النهضة، القاهرة 1994م.
- سعيد سامي العجلوني، محمد محمود الحلاق، النقود والبنوك والعمليات المصرفية دار اليازوري للنشر والتوزيع عمان 2010.
- صالح خصاونة، مبادئ الاقتصاد الكلي، ط1، دار وائل للنشر، عمان 2000.
- صفاء عبد الجبار الموسوي، طه مهدي محمود، التضخم الاقتصادي والتنمية السياحية، عمان، دار الأيام للنشر والتوزيع 2014م.
- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان 2010م.

- علي كنعان، النقود والصيرفة والسياسة النقدية، جامعة دمشق، دمشق 2010م.
- غازي حسين عناية، التضخم المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية 2000م.
- غازي حسين عناية، التضخم المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية 2000م.
- فاروق بن صالح الخطيب، النقود والسياسات النقدية، ط1، جامعة الملك عبد العزيز، جدة 2014م.
- فاروق بن صالح الخطيب، عبد العزيز بن احمد دياب، دراسات متقدمة في النظرية الاقتصادية، جامعة الملك عبد العزيز 1435هـ.
- فلاح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب الحديث، عمان 2006م.
- مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية 2000م.
- محمد عبد الحميد شهاب، التحليل الاقتصادي الكلي، مكتبة الملك فهد الوطنية، الطائف 2015م.
- محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء 2013م.
- محمد فرح عبد العليم، الأسواق المالية والبورصات، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء 2013م.
- محمود عزت اللحام، مصطفى يوسف كافي، النقود والمصارف، ط1، دار الإعمار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
- مروان عطوان، النظرية النقدية، دار البحث للطباعة والنشر، الجزائر، 1989م.
- منير إبراهيم هنيدي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية 1993.

- نبيل مهدي الجنابي، التوقعات العقلانية المدخل الحديث لنظرية الاقتصاد الكلي، ط1، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان 2016م.

المجلات:

- إبتسام سماري، قياس أثر تداول المشتقات المالية على أداء الأسواق المالية حالة السوق الأوروبي 2002-2016م، دراسات اقتصادية 2018م.
- إبراهيم مزدود، خديجة بلحياي، اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية على المستوى الضعيف باستخدام طريقة الأنماط الطارئة RUN TEST حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال 2000-2015م، مجلة معارف 2017م.
- أحمد بديار، كفاءة الأسواق المالية وتأثيرها على جذب الاستثمارات، مجلة الحكمة للدراسات الاقتصادية 2015م.
- أحمد حسين البتال، سراب عبد الكريم مطر، أثر التضخم على عوائد أسهم قطاعات سوق العراق للأوراق المالية احليل نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاءات الموزعة للمدة 2005-2015م، مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والادارية 2017م.
- أحمد رجراج، المنتجات المالية في سوق الأوراق المالية، Revue d'économie et de statistique appliquée 2012.
- أحمد قندوز عبد الكريم، اقتصاديات جانب العرض أثر لا فر ومبدأ "الضريبة تقتل الضريبة" دخل للإصلاحات الضريبية بالدول العربية، موجز السياسات، العدد 22 ديسمبر 2021 صندوق النقد العربي.
- أحمد، رجراج، المنتجات المالية في سوق الأوراق المالية، Revue d'économie et de statistique appliquée 2012.

- أسامة وجدي، كفاءة الأسواق المالية دراسة تطبيقية على بورصة نيويورك للأوراق المالية،
المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية 2012م.
- أسماء بن زيادي، دور عناصر نظام المعلومات في تفعيل إدارة المعرفة واقع المؤسسة
الاقتصادية الجزائرية 2006م، Revue d'économie et de management 2016.
- الطاهر العماري، الطاهر مولاي، دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق
المالية، مجلة آفاق للبحوث والدراسات 2018م.
- إلياس الأزهر بن دحان، دور تكامل أسواق الأوراق المالية في رفع معدلات النمو
الاقتصادي- دراسة حالة الأسواق المالية العربية، مجلة الاقتصاد الدولي والعولمة 2020م.
- أمال بوسمينة، وسام موسى، شهرزاد سويكي، دور المشتقات المالية في أزمة الرهن
العقاري-دراسة تحليلية، مجلة جديد الاقتصاد 2020م.
- أمال موساوي، مصطفى جاب الله، أثر سعر الفائدة على التضخم كهدف للسياسة النقدية في
الجزائر خلال 1980-2017م، مجلة العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية، 2019م.
- آمنة العصامي، توظيف المشتقات المالية في تغطية السوق المالي دراسة تحريرية للعقود
المستقبلية خلال الفترة 2010-2020م، مجلة الآفاق للدراسات الاقتصادية 2021م.
- أمينة بودريوة، محمد مالكي، أثر التضخم على عوائد الأسهم في بورصة الجزائر خلال
الفترة 2008-2018، مجلة مجاميع المعرفة 2019م.
- بدر الدين براحلية، عقود المشتقات المالية، مجلة التواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون
2015م.
- بغداد زيان، تغيرات سعر صرف اليورو والدولار وأثرها على المبادلات التجارية الخارجية
الجزائرية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المالية الدولية، جامعة
وهران 2012/2013م.

- جبار محفوظ، استجابة الأسواق المالية للمعلومات المحاسبية دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2004م، مجلة العلوم الإنسانية 2012م.
- جميلة الجوزي، صفية العمري، تأثير استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال على كفاءة الأسواق المالية الخليجية دراسة حالة بورصة الإمارات السعودية، الكويت، مجلة الاقتصاد الجديد 2017م.
- خانم نوري كاكه حمه العطار، تأثير أسعار أسهم المصارف في حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية دراسة تحليلية في القطاع المصرفي، مجلة دراسات اقتصادية، 2020م.
- خضر عقبة، اختبار كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية عند المستوى الضعيف خلال الفترة 2013-2017م، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة 2019م.
- دلال بن ياسمينه، جهاد بوضياف، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة 2015 2014م مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، 2017م.
- رشيد بوكساني، نسيم أوكيل، قراءة في تطورات أدوات السياسة النقدية للدور المغاربية خلال سنة 2017م، المجلة الدولية للأداء الاقتصادي 2019.
- رشيدة فريجة، السوق النقدي كألية لتسيير فائض السيولة النقدية، revue économique et statistique appliquée، 2014م.
- زهرة دريش، علاء الدين قادري، محمد الخطيب نمر، دراسة قياسية لأثر تقلبات سعر الصرف على الأسواق المالية ماليزيا نمودجا 2013-2019م، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية 2019م.
- زهير غراية، محمد ترفو، التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر داو جونز الصناعي، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية 2013م.

- زيد جابر، سهام عيساوي، انعكاسات استخدام المشتقات المالية وإدارتها، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية 2021م.
- ساعد غنية، سحنون جمال الدين، الأسواق الحدودية الخطوة التمهيدية لدخول نادي الأسواق الناشئة دراسة حالة بورصة الكويت، مجلة الاستراتيجية والتنمية 2018م.
- سليم قط، صالح مفتاح، المشتقات المالية من منظور إسلامي كبديل للمشتقات المالية الوضعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية دراسات اقتصادية 2008م.
- سليم مصطفى، عبد الناصر بوثلجة، الأرباح المحاسبية وعوائد اسم دراسة قياسية لعدد من الشركات في بورصات مصر، الكويت، قطر، أبو ظبي، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي 2017م.
- سليمان بخمة، ربحان الشريف، مؤشرات فعالية أسواق الأوراق المالية العربية دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية السعودية للفترة 2007-2016م، مجلة العلوم التجارية والتسيير.
- سميرة جمعي، نور الدين مناقر، قارة إبراهيم، دراسة قياسية لاستقرار دالة الطلب على النقود في الجزائر خير الفترة 1970-2014م، Revue Finance & marches 2016.
- سميرة حسيبة، إصلاح أسواق المشتقات المرية غير المنظمات ضرورة حتمية اجتتاب الأزمات المالية المستقبلية، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية 2014م.
- سهام عيساوي، سليمان زواري فرحات، زيد جابر، المشتقات المالية في التمويل الإسلامي، مجلة الدراسات الأكاديمية 2019م.
- سهام عيساوي، فطوم حوحو، تداول المشتقات المالية في الأسواق المالية الناشئة، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة 2017م.

-
- سهام عيساوي، مرغاد لخضر، استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية 2014م.
- صفية صديقي، هوارى سويسي، محمد زرقون، بناء محفظة الأوراق الاوراق المالية في ظل المالية السلوكية بالتطبيق على الشركات المدرجة في مؤشر cac 40 لبورصة باريس للفترة 2007-2011، مجلة رؤى إقتصادية 2015م.
- سورية شواحي، ناصر المهدي، دور سوق الأوراق المالية في جذب الادخار واقع وآفاق بورصة الجزائر، مجلة الاقتصاد الجديد 2017م.
- عادل جاب الله، المشتقات المالية ودورها في تكريس الأزمات المالية العالمية، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية 2016م.
- عادل طلبة، اختبار بورصة عمان للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية دراسات اقتصادية 2009م.
- عادل مختاري، محمد بن البار، أثر تغيرات أسعار الفائدة وحجم الكتلة النقدية على سعر الصرف في الجزائر خلال 1980-2018، مجلة التنظيم والعمل 2021م.
- عائشة عميش، فاطمة دحماني، أثر التضخم على أداء السوق المالي لدول مجلس التعاون الخليجي دراسة قياسية باستخدام نماذج PANEL خلال الفترة 1996-2014م، مجلة معهد العلوم الاقتصادية 2022م.
- عبد الجليل بوداح، إيمان خياري، الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة ما بين عملية تصنيف المؤشر وتوجهات المستثمرين، مجلة جامعة الأمير عبد القادر 2016م.
- عبد الحفيظ خزان، الأسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية، دراسة من 1994-2016م، مجلة الاقتصاد الصناعي 2017م.

- عبد الرحمن بن سانية، صلاح الدين نعاس، وعلي بن الضب، الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق راس المال، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة 2017م.
- عبد السلام بلبالي، حسين بن العارية، القيمة العادلة للأسهم العادية واختيار المحفظة الاستثمارية المثلى لها دراسة تطبيقية للأسهم المدرجة ببورصة الجزائر 2013-2016م، مجلة المؤشر للدراسات الاقتصادية 2017.
- عبد القادر السبع، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأسهم الإسلامية دراسة مؤشر فاينانشال تايمز الإسلامي لبورصة ماليزيا، مجلة الباحث، 2019.
- عبد القادر بسبع، مليكة صديقي، تحليل مؤشرات تنمية واستقرار أسواق الاوراق المالية الناشئة، مجلة شعار للدراسات الاقتصادية 2017م.
- عبد القادر روتال، جودة مخرجات نظام المعلومات المحاسبي وأثرها على كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية دراسات اقتصادية 2015م.
- عبد القادر زملاوي، فيصل بشر، مؤشرات الأسواق المالية كوسيلة للوقاية من الأزمات المالية التنبؤ بحركة مؤشر داو جونز الصناعي باستخدام منهجية box Jenkins في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة 2017م.
- علي بوعبد الله، شريف قسبة، الأسواق المالية الناشئة وعوامل جذب المستثمرين، مجلة أرصاد الدراسات الاقتصادية والإدارية 2018م.
- علي عبد الغني اللاليد، علي عبد الله القاضي، طلال مزيد العرادة، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية دراسة تطبيقية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية 2016م.

- عمار زودة، عبد الغاني بن علي، آمال بوسمينه، نموذج تسعير الاصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية، مجلة دراسات وأبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة 2020م.
- فاتح صالح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة البحث 2009م.
- فارس هباش، ريمة مناع، أثر المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية 2018م.
- فاروق فخاري، نورة زبيري، أهمية استخدام المالية السلوكية في تفسير التشوهات السعرية للأصول المالية، مجلة العلوم الإدارية والمالية 2019.
- فاروق فخاري، نورة زبيري، أهمية استخدام المالية السلوكية في تفسير التشوهات السعرية للأصول المالية، مجلة العلوم الإدارية والمالية 2019.
- فاطمة الزهراء خبازي، إشكالية عدم الاستقرار في سعر الصرف ودور السياسات الاقتصادية الكلية في علاجها، مجلة الاقتصاد الجديد 2016م.
- فاطمة الزهراء لعنروس، بحيج عبد القادر، دور بنك الجزائر في ضبط السيولة النقدية خلال الفترة 2000-2018، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا 2021م.
- فالي بوحنية، كريمة حبيب، أهمية أدوات السياسة النقدية في التأثير على السيولة في الجزائر دراسة تحليلية للفترة 2009-2020م، مجلة التمويل والاستثمار والتنمية المستدامة 2022م.
- فتيحة بنابي، علاقة معدل الفائدة بالآزمات المالية، مجلة معارف 2016م.
- فريد بن عبيد، تقييم السوق النقدية الجزائرية كأداة لإعادة التمويل، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية 2013م.

- فطيمة عlish، حنان حاقة، العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم السوقية في كل من
سوقي السعودية ومصر خلال الفترة 2005-2015م باستخدام نماذج الارتباط السببية ardl،
مجلة المنهل الاقتصادي 2022م.
- فيصل بشر، عبد القادر زملاوي، مؤشرات الأسواق المالية كوسيلة للوقاية من الأزمات،
مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة 2017م.
- قاسم محمد فؤاد، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي لمجموعة من دول الـ
"Mena" باستعمال معطيات Panel وتقنية شعاع الانحدار الذاتي، مجلة أداء المؤسسات
الجزائرية 2013م.
- قايد خيمسي، عبد القادر الحسين، دراسة تحريرية لتطور استخدام المشتقات المالية في
الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق حالة الدول الصناعية العشر، المجلة الجزائرية
للعولمة والسياسات الاقتصادية 2015م.
- كمال عامر، إسهامات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في الأسواق المالية وتحسين
أدائها، مجلة الاتصال الجديد 2017م.
- ليندة بلقاسم، أثر تقلبات سعر الصرف على التجارة الخارجية حالة الاقتصاد الجزائري خلال
الفترة 1998-2010م، مجلة دراسات اقتصادية 2010م.
- محفوظ بصيري، المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية وأثرها على التنمية
الاقتصادية دراسة حالة بورصة الجزائر 2001-2015م، مجلة معارف 2016م.
- محمد براق، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية 2006م.
- محمد عبد الحفيظي، عادل سلمان، كيفية تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات في سوق
رأس المال، مجلة البديل الاقتصادي 2014م.

- محمد عبد الحي أبو يونس، نسيم حسن أبو جامع، مدى كفاءة سوق دبي، مجلة اكاديميا 2017م.
- محمد فرحي، أشواق بن قدور، أثر التقلبات الاقتصادية على عوائد الأسهم دراسة قياسية لسوق نيويورك للأوراق المالية، مجلة الحقيقة، العدد 29.
- محمد قايد نعمان التبع، علي عبد الله، أثر كفاءة المعلومات على فعالية صنع واتخاذ القرارات دراسة حالة والبنك المركزي اليمني، مجلة معهد العلوم الاقتصادية 2020م.
- مريم بوثلجة، السعيد بريكة، أثر بعض المتغيرات الاقتصادية على عوائد أسهم بورصة عمان خلال الفترة 2000-2016م، مجلة العلوم الإنسانية.
- مصطفى عبد اللطيف، عبد الله عنيشل، العلاقة بين العائد والمخاطر النظامية في بورصة الدار البيضاء في المغرب، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية 2017م.
- مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث 2010م.
- منال عفان، محددات الطلب على النقود واستقراره في الدول النامية، دراسة حالة مصر، مجلة النهضة 2014م.
- ميلود تومي، خالد فراح، استخدام نظام المعلومات التسويقية في اتخاذ قرار سياسة المنتج دراسة حالة اتصالات الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية 2013م.
- نبال محمود قسبة، دور المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية 2011م.
- نسيمة أوكيل، أحمد دبش، أحمد يحيوي، الرقابة على أسواق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بعض الأسواق المالية العربية، Revue des reformes Économique et Integration dans l'économie Mondiale، 2013م.

- نعيمة العربي، الاتجاهات الحديثة لوظيفة البنوك والمؤسسات المالية وعلاقتها بالأزمة المالية العالمية لعام 2008م، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، دراسات اقتصادية، 2012م.
- نعيمة برودي، الأسواق واستراتيجية الاستثمار في الأسهم والسندات، revue d'économie et de management، 2011م.
- نور الدين بو الكور، أثر المستوى العام للأسعار والأرصدة النقدية على سعر صرف الدينار الجزائري 1990-2013م، حولية جامعة جيل ما للعلوم الاجتماعية والإنسانية، 2015م.
- الجزائر 1996/1997م.
- عبد الرحمن علي الجيلاني، أنظمة أسعار الصرف وعلاقته بالتعويم، مجلة التنظيم والعمل، 2015م.
- الرسائل:
- إلياس الأزهر بن دحان، السياسة المالية والنقدية في تطوير بورصات الأوراق المالية العربية دراسة حالة الدول العربية للمشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي الفترة 2005-2015م، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2017/2018.
- أمينة بن عيسى، العلاقة بين النقود والأسعار دراسة قياسية الجزائر، تونس، المغرب، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية 2015/2016م.
- بغداد زيان، تغيرات سعر صرف اليورو والدولار وأثرها على المبادلات التجارية الخارجية الجزائرية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المالية الدولية، جامعة وهران 2012/2013م.
- بن يوسف نوة، تأثير التضخم على المتغيرات الاقتصادية الكلية، دراسة اقتصادية حالة الجزائر 1970-2012م، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة محمد خيضر، 2016م.

- بوعلام بوحركات، أثر تغيرات أسعار صرف العملات الرئيسية على الإيرادات البترولية في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه اتصال تنمية، جامعة جيلالي يابس، 2019-2020م.
- جهرة شنافة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1980-2016م، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة فرحات عباس 2017/2018م.
- خضر عقبة، أهمية التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الاستثماري للأسهم في سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق قطر للأوراق عملية خلال الفترة 2014-2017م، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر 2019/2020م.
- رشيد بوكاساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2005/2006م.
- رضا زروت، درجة تأثر مؤشرات الأسواق المالية العربية بالمتغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والأجنبية دراسة تحليلية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة البليدة 2014/2015م.
- رقية شطبي، تحليل المخاطر المالية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية في ظل النظام المحاسبي المالي الجديد دراسة ميدانية للشركة الوطنية للنقل بالسكك الحديدية ناحية قسنطينة 2010-2017م، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي 2018/2019م.

- سعاد يحيى، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية وأفاق تطويرها دراسة حالة مجلس التعاون الخليجي 2008-2015، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في المالية جامعة محمد خيضر بسكرة، 2018/2019.
- سعيد هتهات، النماذج القياسية لظاهرة التضخم في الجزائر باستخدام نماذج Arch للفترة 1990-2020م، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة تخصص دراسات اقتصادية، جامعة قاصدي مرباح 2020/2021م.
- سليمة بوادي، محاولة نمذجة سلوك سعر الصرف الدولار/ الأورو دراسة قياسية 2000-2010م. مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص اقتصاد كمي، جامعة الجزائر 3، 2012/2013م.
- سميرة جمعي، محددات الطلب على النقود في الجزائر دراسة قياسية باستخدام نماذج الانحدار الذاتي خلال الفترة 1970-2016، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد 2017/2018.
- صالح سراج، دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية دراسة عينة من أسواق المال العربية المغرب، الأردن، مصر، أطروحة مقدمة لنيل لشهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة محمد بوضياف، 2016-2017م.
- عبد القادر بن مصطفى، إدارة سعر الصرف ونظرية تعادل القدرة الشرائية دراسة قياسية حالة الجزائر، تونس، المغرب، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد 2009-2010م.
- عطاء الله بن طيرش، أثر تغير سعر الصرف على تحرير التجارة الخارجية دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تجارة دولية، المركز الجامعي غرداية 2010-2011م.

- عمار جعفري، إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية حالة الجزائر 1990-2010م، مذكرة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر 2012/2013م.
- فاتح لقوقي، استخدام نماذج arch في دراسة تقلبات أسعار الأسهم لقطاع الاتصالات في السوق المالي السعودي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير تخصص أساليب كمية، جامعة محمد خيضر 2018/2019م.
- فتحي بن يشو، سعر الصرف والأداء الاقتصادي في الجزائر دراسة قياسية 1980-2016م، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد 2017/2018م.
- فريدة همال، دراسة سلوك أهم مؤشرات الأسواق المالية المتطورة 1991-2015م، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3 2016/2017م.
- قاسم محمد فؤاد، منظمة سعر الصرف وأثرها على النمو الاقتصادي دراسة حالة مجموعة MENA الجزائر، المغرب، تونس، ليبيا، مصر، المملكة السعودية، الكويت، باستعمال نماذج PANEL، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد 2009/2010م.
- ليلي قطاف، أثر الحوكمة على أداء الصناديق والسيادية في الأسواق المالية دراسة مقارنة بين صندوق المعاشات الحكومي في النرويج وصندوق ضبط الموارد في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعتي فرحات عباس و 2018
- ليندة بلقاسم، أثر تقلبات سعر الصرف على التجارة الخارجية حالة الجزائر 1998-2010م، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3 2012/2013م.

- محمد بلوافي، أثر السياسة النقدية والمالية على النمو الاقتصادي حالة الجزائر 1970-2011م، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد 2012/2013.
- محمد طلحة، قياس أثر التضخم على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية (سعر الصرف، النمو الاقتصادي) في الجزائر للفترة 1970-2017م، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة أبي بكر بالقائد 2018/2019م.
- مونية سلطان، الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني دراسة حالة بورصة ماليزيا، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه نقود وبنوك وأسواق مالية، جامعة محمد خيضر 2014/2015م.
- نبيل بن موسى، دور الأسواق المالية في الأزمة المالية العالمية دراسة مقارنة بين الدول الناشئة والدول المتقدمة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس 2012/2013م.
- نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية غزة 2007م.
- وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية الواقع والأفاق، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3 2005/2006م.
- يوسف خروبي، السياسة النقدية على تكامل الأسواق المالية الأوروبية وكفاءتها دراسة حالة منطقة اليورو خلال الفترة 2002-2014، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في المالية جامعة يحي فارس المدية 2015/2016.

- يوسف عبد الباقي، دور سعر الصرف في تعديل ميزان المدفوعات في الدول النامية دراسة

الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3،

2001م.

المواقع:

- عبد الحسين الغالبي، التحليل الاقتصادي لكفاءة الأسواق المالية دليل تجريبي لبعض الأسواق

العربية، <https://www.researchgate.net/publication/330650582>

.2022/11/28.

الكتب الأجنبية:

-Michael C. Dalbor and Seoki Lee, "An examination of restaurant firm financing and the cost of borrowing", Journal of Foodservice Business Research 2017.

-Murphy, David. Understanding risk: the theory and practice of financial risk management. CRC Press, New York 2008.

-Nasser Saidi, Aathira Prasad, and Vineeth Naik, from frontier to emerging: does market reclassification matter? Economic Note no. 19, difc Dubai 2012.

-Saeid Aghasi and Seyed Reza Hejazi and Mohammad Malek Mohammadi Faradonbeh and Akram Javan Bakht and Fatemeh Malekmohammadi Faradonbeh, " A study on the effect of interest rate on performance of stock exchange: A case study of Tehran Stock Exchange", Management Science Letters 2013.

-Taufiq Choudhry, Inflation and rates of return on stocks: evidence from high inflation countries, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money 2001.

- Boukeltoum Omar, benaichouch Mohamed, the validity of fama and French three factor model in an emergent market evidence from Qatar Qstock exchange, Journal of the New Economy 2020.
- Howard Chitimira, Menelisi Ncube, The Regulatory Nexus between Corporate and Financial Markets Law in Promoting Economic Growth and Viable Financial Markets in Zimbabwe, Interdisciplinary Journal of Economics and Business Law, 2021.
- Mark.j. Flannery, Christopher James, Effect of interest rate changes on the common stock return of financial institutions
- Obonye Galebotswe and Jonah b tlhalefang, monetary policy and the stock return reaction "evidence from police Botswana, "article" department of Economics, University of Botswana.
- Rene Coppe, Taufiq Choudry, Stock returns under high inflation and interest rates "Evidence from Brazilian market, Emerging Markets Finance and Trade, Volume 50, 2014.
- Yutaka Kurihara, The relationship between exchange rate and the stock prices during the quantitative easing policy in Japan, international journal business, 11(4) , 2006.
- Frederick déléze, Timo Korkeamaki, Interest rate risk management with a debit issue "evidence from Europe, Journal of Financial Stability (36) 2018.
- Alder .M and Dumas. B "exposure to currency Risk: definition and measurement", Financial management 1984.
- ANON-singular peaked Laffer curve debunking the traditional Laffer curve, Uriel spiegel and Joseph Templeman, American economist VOL48, 2004.

- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. *Review of Economic Studies*, 47(1).
- Campbell, John Y., Tuomo Vuolteenaho. 2004. Inflation illusion and stock prices. *American Economic Review* 94.
- Claud.b, Erb and Compbell. R, Havery and Tadas Viskanta, "Inflation and World Equity Selection", *Financial analytics journal* 1995.
- Clifford Asness, fight the fed model, *the journal of portfolio management*, vol 30 2003.
- Dominique Labarthe, *analyze monétaire*, Edition Dunod, France 1980.
- Dornbusch and Fisher, Exchange rate and the current account, *The American economic review* 1980.
- Eugene F. Fama, stock market returns real activity, inflation, and money, *American economic review*, september 1981.
- Fama.E. F, "stock returns, real activity, inflation and money" ,*the American economic review* 1981.
- Hausman, J. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46(6).
- Irving fisher, *the theory of interest*, the Macmillan company, New York 1930.
- Jan. louisot, P. Naim, risk, L. condamin *quantification management, diagnosis and hedging*, john Wiley, London 2007.
- John Muth, rational expectation, and the Theory of price movements, *Econometrica*, 1961.
- Knut wicksell *interest and prices*, royal economic society, New York 1936.

- Knut wicksell, lecture in political economy, vol2, Fairfield New Jersey,1977.
- Lucy brilliant, money and balancing in J Jean Baptist says economic thought, harmattan, cahier d'économie politique, Routledge, londres,2013.
- M. Pesaran, Hachem, Time Series and Panel Data Econometrics, Oxford University Press, New York 2015, Oxford University Press.
- M.G. Kindell and Brad ford Hill, the analysis of economic time series part1-prices, journal of royal statistical society 1953.
- Macroeconomic Theory dynamic general equilibrium approach, Michael Wickens, Princeton university press, New Jersey, 2008.
- Martin Feldstein, inflation and stock markets, city Chicago press, Chicago 1983.
- Milton Friedman, studies in the quantity of theory of money, Chicago university 1956.
- Richard Thon, théorie monétaire, contribution hé à la pensée contemporaine, Edition. Dunod, Paris.
- Robert m dunnjr-.and john, h. Muth, Routledge, London 2004.
- Smith. J & Johnson, K."Panel data analysis of income inequality in the United States. "The Review of Economics and Statistics 2013.
- Supply side economics growth versus income distribution, Kenneth p. Jameson, Tyler and Francis. Ltd 1980.
- Takenaga, S. (2009). Theory of Money of David Ricardo: Quantity Theory and Theory of Value. Lecturas De Economía, 2009.
- Thorsten beck, stock markets, banks, and economic development theory and evidence, EIB papers, Luxenberg vol8.
- V. Canto, d. Jones, q. laffer, supply side economic theory and evidence, London academic press 1983.

المجلات الأجنبية:
الملتقيات:

-lyu, s, Risk measurement Research under behavioral finance.
Conference on Social Science and Natural Science (SSN2020) (p.
University of Queensland). University of Queensland.

المواقع:

- Dow jones indices 2022 country classification
<https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/index> .26/01/2023.
- <https://rdrr.io/cran/plm/man/pbgtest.html> 18:14.
- <https://www.aptech.com/blog/introduction-to-the-fundamentals-of-panel-data> 2023/04/10 .
- <https://cran.r-project.org/web/packages>
- <https://history.state.gov/milestones/1969-1976/Nixon-shock>,
23/09/2022, 8:00.
- <https://research.ftserussell.com/products/downloads/FTSE-Country-Classification-Update-2022.pdf>,02/01/2023 21:00h.
- <https://www.spureconomics.com/lagrange-multiplier-test-testing-for-random-effects> 15/04/2023.18 :08.
- https://www.tutorialspoint.com/r/r_packages.htm
- MSCI market classification Framework, June 2022,
<https://www.msci.com/documents/1296102> 27/01/2023..
- Safia Mohamed, hé régime de change, le chemin vers la flexibilité
2007 <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/4085>.
- www.investopedia.com/terms/d/drivatives 06/10/2022, 00:25.

الملاحق

الملاحق:

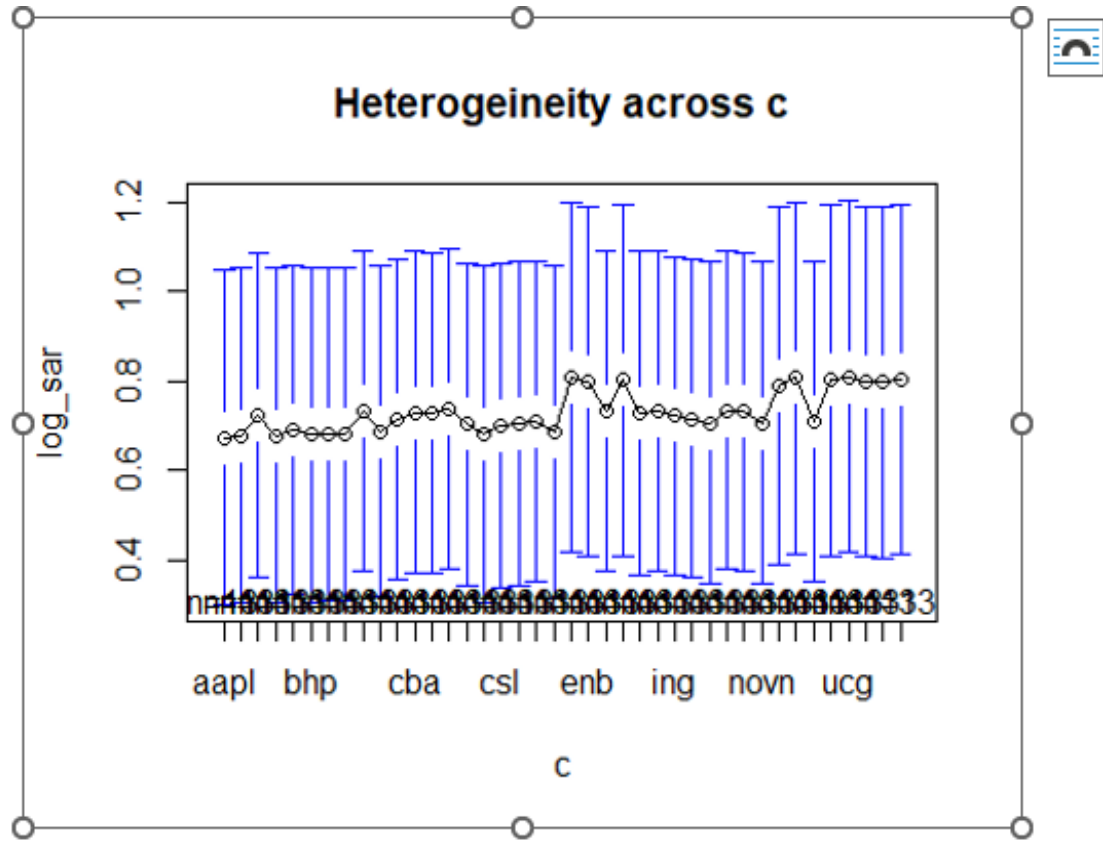
الأسواق المالية المتقدمة

رمز الشركة	الدولة
AAPL GOOG KO PEP	الولايات المتحدة الأمريكية
BHP CBA CSL FMG	أستراليا
AZN BP DGE ULV	بريطانيا
BMO CNQ CNR ENB	كندا
CA CDI DGF EDF	فرنسا
BMW MBG SAP SIE	ألمانيا
CSGN NESN NOVN ZURN	سويسرا
ADSA ASML ING WKL	هولندا
E ENEL ISP UCG	إيطاليا
BBVA IBE CABK SAN	إسبانيا

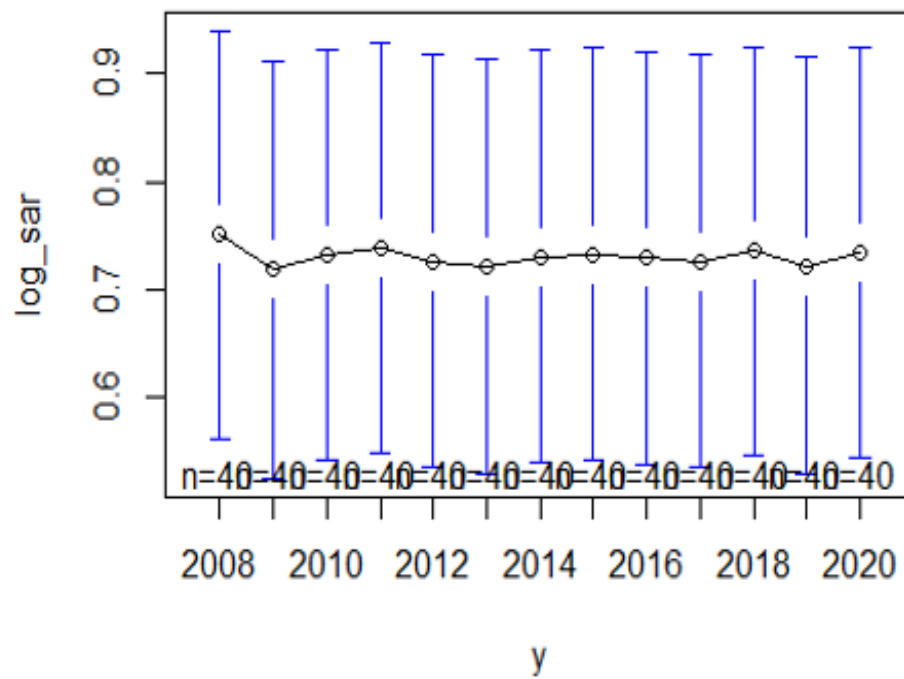
جدول: توصيف بيانات الأسواق المتقدمة

## country	years	companies	sar
## Length:520	Min. :2008	Length:520	Min. :1.013
## Class :character	1st Qu.:2011	Class :character	1st Qu.:1.369
## Mode :character	Median :2014	Mode :character	Median :1.872
##	Mean :2014		Mean :2.506
##	3rd Qu.:2017		3rd Qu.:2.955
##	Max. :2020		Max. :5.431
## inf	ir	exr	ln_sar
## Min.: -0.05705	Min.: 0.563	Min.: -3.191	Min.:0.01264
## 1st Qu.:2.46806	1st Qu.:2.983	1st Qu.:2.480	1st Qu.:0.30899
## Median: 3.53486	Median: 4.412	Median: 3.070	Median :0.62109
## Mean: 3.93996	Mean: 4.703	Mean:3.768	Mean:0.73110
## 3rd Qu.: 5.31497	3rd Qu.: 6.200	3rd Qu.:6.023	3rd Qu.:1.00635
## Max.:10.49256	Max.:11.124	Max.:17.860	Max. :1.69208
## ln_inf	ln_ir	ln_exr	
## Min. : -1.0189	Min. : -0.5744	Min. : -1.2625	
## 1st Qu.: 0.9118	1st Qu.: 1.0929	1st Qu.: 0.9126	
## Median : 1.2627	Median : 1.4844	Median : 1.1395	
## Mean : 1.2269	Mean : 1.4138	Mean : 1.2405	
## 3rd Qu.: 1.6705	3rd Qu.: 1.8245	3rd Qu.: 1.7955	
## Max. : 2.3507	Max. : 2.4091	Max. : 2.8825	

جدول: عدم تجانس العوائد بالنسبة للشركات للأسواق المتقدمة



جدول: عدم تجانس العوائد بالنسبة للسنوات للأسواق المتقدمة



جدول: التأثيرات التجميعية

```
plm_dfmr <- plm(ln_sar~ln_inf+ln_ir+ln_exr, data=pd.dfmvr)
summary(ols_dfmr)

##
## Call:
## lm(formula = ln_sar ~ ln_inf + ln_ir + ln_exr, data = pd.dfmvr)
##
## Residuals:
##      Min       1Q   Median       3Q      Max
## -1.34983 -0.15316  0.02325  0.18094  1.51393
##
## Coefficients:
##              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
## (Intercept) -0.73009    0.03983  -18.329  <2e-16 ***
## ln_inf       0.33331    0.03289   10.134  <2e-16 ***
## ln_ir        0.07933    0.03417    2.321   0.0206 *
## ln_exr       0.75783    0.03460   21.901  <2e-16 ***
## ---
## Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
##
## Residual standard error: 0.2897 on 516 degrees of freedom
## Multiple R-squared:  0.7608, Adjusted R-squared:  0.7594
## F-statistic: 547.1 on 3 and 516 DF, p-value: < 2.2e-16
```

جدول: نموذج التأثيرات الثابتة

```
fe_dfmr <- plm(ln_sar~ln_inf+ln_ir+ln_exr, data=pd. dfmvr,
model="within")
summary(fe_dfmr)

## Oneway (individual) effect Within Model
##
## Call:
## plm (formula = ln_sar ~ ln_inf + ln_ir + ln_exr, data = pd. dfmvr,
##      model = "within")
##
## Balanced Panel: n = 40, T = 13, N = 520
##
## Residuals:
##      Min.    1st Qu.    Median    3rd Qu.    Max.
## -1.033425 -0.152711  0.020232  0.164861  1.548806
##
## Coefficients:
##              Estimate Std. Error t-value Pr(>|t|)
## ln_inf  0.398803    0.034379  11.600 < 2.2e-16 ***
## ln_ir   0.102010    0.037407   2.727  0.006626 **
## ln_exr  0.726016    0.034814  20.854 < 2.2e-16 ***
## ---
## Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
##
## Total Sum of Squares:    180.07
## Residual Sum of Squares: 36.056
## R-Squared:              0.79976
## Adj. R-Squared: 0.78213
## F-statistic: 635.056 on 3 and 477 DF, p-value: < 2.22e-16
```

جدول: نموذج التأثيرات العشوائية

```
re_dfmr<- plm (ln_sar ~ ln_inf + ln_ir+ ln_exr, data=pd. dfmvr, index =
c("c","y"), model="random")
summary(re_dfmr)

## Oneway (individual) effect Random Effect Model
## (Swamy-Arora's transformation)
##
## Call:
## plm(formula = log_sar ~ log_inf + log_ir + log_exr, data = pd.dfmvr,
## model = "random", index = c("c", "y"))
##
## Balanced Panel: n = 40, T = 13, N = 520
##
## Effects:
##               var std.dev share
## idiosyncratic 0.07559 0.27494    1
## individual    0.00000 0.00000    0
## theta: 0
##
## Residuals:
##      Min. 1st Qu.  Median 3rd Qu.    Max.
## -1.34983 -0.15316  0.02325  0.18094  1.51393
##
## Coefficients:
##              Estimate Std. Error z-value Pr(>|z|) |
## (Intercept) -0.730094   0.039833 -18.3287 < 2e-16 ***
## ln_inf       0.333308   0.032890  10.1340 < 2e-16 ***
## ln_ir        0.079329   0.034172   2.3215 0.02026 *
## ln_exr       0.757830   0.034603  21.9005 < 2e-16 ***
## ---
## Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
##
## Total Sum of Squares:    181.1
## Residual Sum of Squares: 43.317
## R-Squared:              0.7608
## Adj. R-Squared: 0.75941
## Chisq: 1641.23 on 3 DF, p-value: < 2.22e-16
```

جدول: اختبار فيشر

```
pFtest(fe_dfmr, ols_dfmr)

##
## F test for individual effects
##
## data: ln_sar ~ ln_inf + ln_ir + ln_exr
## F = 2.463, df1 = 39, df2 = 477, p-value = 5.112e-06
## alternative hypothesis: significant effects
```

جدول: اختبار مضاعف لاغرانج

```
plmtest(fe_dfmr, c("time"), type = ("bp"))

##
## Lagrange Multiplier Test - time effects (Breusch-Pagan) for balanced
## panels
##
## data: ln_sar ~ ln_inf + ln_ir + ln_exr
## chisq = 59.301, df = 1, p-value = 1.353e-14
## alternative hypothesis: significant effects
```

جدول: اختبار بروش-غودفراي

```
pbgtest(fe_dfmr)

##
## Breusch-Godfrey/Wooldridge test for serial correlation in panel
models
##
## data: ln_sar ~ ln_inf + ln_ir + ln_exr
## chisq = 128.62, df = 13, p-value < 2.2e-16
## alternative hypothesis: serial correlation in idiosyncratic errors
```

جدول: اختبار هوسمان

```
phtest(fe_dfmr, re_dfmr)

##
## Hausman Test
##
## data: ln_sar ~ ln_inf + ln_ir + ln_exr
## chisq = 85.334, df = 3, p-value < 2.2e-16
## alternative hypothesis: one model is inconsistent
```

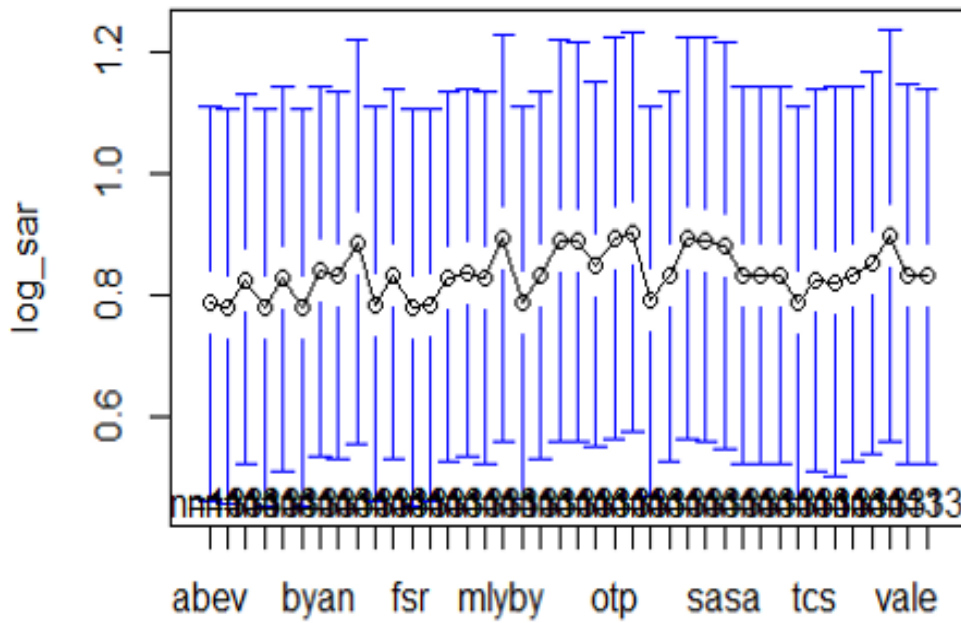
الاسواق المالية الناشئة

رمز الشركة	الدولة
PEO PKN PKO SPL	بولندا
ABEV ITUB PBR VALE	البرازيل
TCOM CICHF NTES BIDU	الصين
MOLBD OPUS OTP ZWAK	هنغاريا
HBD INFY RELIANCE TCS	الهند
BBCA BYAN TYPIA TLK	أندونيسيا
BIMB EXCL MLYBY TNABY	ماليزيا
FSR MTN NPSNY SBK	جنوب إفريقيا
ADVANC AOT CPALL SCC	تايلاند
ENKAI KCHOL SASA THYAO	تركيا

جدول: توصيف بيانات الأسواق الناشئة

##	country	years	companies	Sar
##	Length:520	Min. :2008	Length:520	Min. :1.056
##	Class :character	1st Qu.:2011	Class :character	1st Qu.:1.857
##	Mode :character	Median :2014	Mode :character	Median :2.220
##		Mean :2014		Mean :2.632
##		3rd Qu.:2017		3rd Qu.:3.407
##		Max. :2020		Max. :5.518
##	inf	ir	exr	ln_sar
##	Min.: 0.04396	Min.: -2.721	Min.: 2.481	Min:0.05442
##	1st Qu.: 4.48613	1st Qu.: 5.558	1st Qu.: 6.124	1st Qu.:0.60368
##	Median: 6.63001	Median: 8.555	Median: 10.643	Median :0.79751
##	Mean: 7.04957	Mean: 9.106	Mean :1216.416	Mean :0.83725
##	3rd Qu.: 8.84504	3rd Qu.:11.281	3rd Qu.:63.325	3rd Qu.:1.20415
##	Max. :21.23585	Max. :29.903	Max. :14630.155	Max. :1.70804
##	ln_inf	ln_ir	ln_exr	
##	Min. : -3.124	Min. : -3.672	Min. :0.9088	
##	1st Qu.: 1.501	1st Qu.: 1.730	1st Qu.:1.8123	
##	Median : 1.892	Median : 2.147	Median :2.3649	
##	Mean : 1.789	Mean : 2.089	Mean :3.4185	
##	3rd Qu.: 2.180	3rd Qu.: 2.423	3rd Qu.:4.1483	
##	Max. : 3.056	Max. : 3.398	Max. :9.5908	

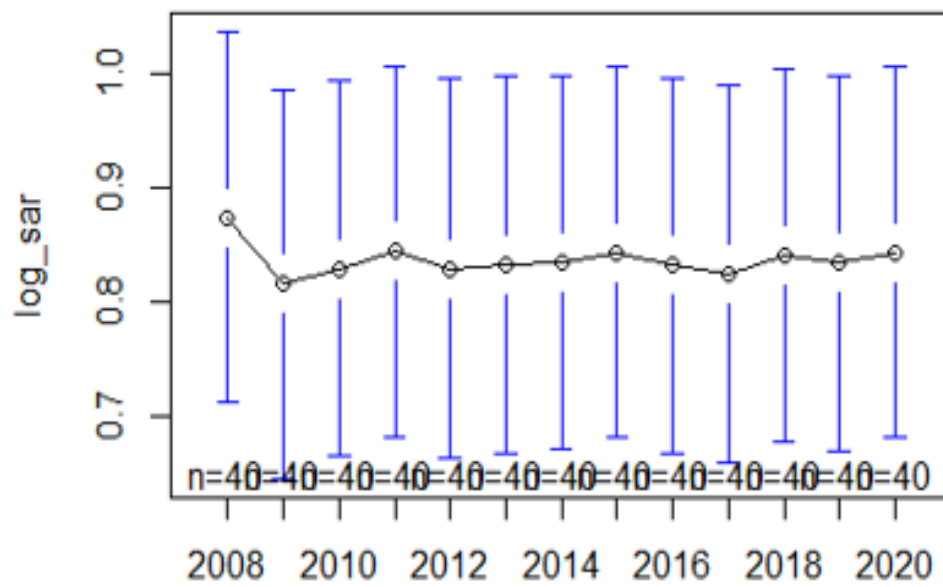
جدول: عدم تجانس العوائد بالنسبة للشركات



c

جدول: عدم تجانس العوائد بالنسبة للسنوات للاسواق الناشئة

Heterogeineity across y



y

جدول: التأثيرات التجميعية

```
ols_dfelogr1 <- lm(log_sar~ln_inf+ln_ir+ln_exr, data=elogr1)
summary(ols_dfelogr1)

##
## Call:
## lm(formula = log_sar ~ log_inf + log_ir + log_exr, data = elogr1)
##
## Residuals:
##      Min       1Q   Median       3Q      Max
## -1.01506 -0.28340 -0.03802  0.42008  0.86919
##
## Coefficients:
##              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
## (Intercept)  0.165422   0.083600   1.979   0.0484 *
## ln_inf       0.244443   0.035288   6.927 1.28e-11 ***
## ln_ir        0.100924   0.040307   2.504   0.0126 *
## ln_exr       0.006909   0.008814   0.784   0.4335
## ---
## Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
##
## Residual standard error: 0.4677 on 516 degrees of freedom
## Multiple R-squared:  0.1548, Adjusted R-squared:  0.1499
## F-statistic: 31.5 on 3 and 516 DF, p-value: < 2.2e-16
```

جدول: التأثيرات الثابتة

```
fe_dfelogr1 <- plm (ln_sar~ln_inf+ln_ir+ln_exr, data=elogr1, index =
c("c","y"), model="within")
summary(fe_dfelogr1)

## Oneway (individual) effect Within Model
##
## Call:
## plm (formula = ln_sar ~ ln_inf + ln_ir + ln_exr, data = elogr1,
##      model = "within", index = c ("c", "y"))
##
## Balanced Panel: n = 40, T = 13, N = 520
##
## Residuals:
##      Min.      1st Qu.      Median      3rd Qu.      Max.
## -1.1209296 -0.1991489  0.0026422 | 0.2333086  1.6791678
##
## Coefficients:
##              Estimate Std. Error t-value Pr(>|t|)
## ln_inf  0.366010      0.031403 11.6551 < 2.2e-16 ***
## ln_ir   0.314374      0.038017  8.2693 1.351e-15 ***
## ln_exr  0.989179      0.070381 14.0545 < 2.2e-16 ***
## ---
## Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
##
## Total Sum of Squares:    132.73
## Residual Sum of Squares: 63.849
## R-Squared:              0.51897
## Adj. R-Squared:         0.47662
## F-statistic: 171.542 on 3 and 477 DF, p-value: < 2.22e-16
```

جدول: التأثيرات العشوائية

```
re_dfelogr1<- plm (ln_sar~ln_inf+ln_ir+ln_exr, data=elogr1, index =
c("c","y"), model="random")
summary(re_dfelogr1)

## Oneway (individual) effect Random Effect Model
## (Swamy-Arora's transformation)
##
## Call:
## plm(formula = ln_sar ~ ln_inf + ln_ir + ln_exr, data = elogr1,
##      model = "random", index = c("c", "y"))
##
## Balanced Panel: n = 40, T = 13, N = 520
##
## Effects:
##              var std.dev share
## idiosyncratic 0.1339  0.3659    1
## individual    0.0000  0.0000    0
## theta: 0
##
## Residuals:
##      Min.   1st Qu.   Median   3rd Qu.   Max.
## -1.015064 -0.283396 -0.038022  0.420076  0.869186 |
##
## Coefficients:
##              Estimate Std. Error z-value Pr(>|z|)
## (Intercept)  0.1654222  0.0835997  1.9787  0.04785 *
## ln_inf       0.2444428  0.0352880  6.9271 4.296e-12 ***
## ln_ir        0.1009236  0.0403073  2.5039  0.01228 *
## ln_exr       0.0069092  0.0088140  0.7839  0.43311
## ---
## Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1
##
## Total Sum of Squares:    133.52
## Residual Sum of Squares: 112.85
## R-Squared:              0.15477
## Adj. R-Squared: 0.14986
## Chisq: 94.4872 on 3 DF, p-value: < 2.22e-16
```

جدول: اختبار فيشر

```
pFtest(fe_dfelogr1, ols_dfelogr1)

##
## F test for individual effects
##
## data: log_sar ~ log_inf + log_ir + log_exr
## F = 9.3867, df1 = 39, df2 = 477, p-value < 2.2e-16
## alternative hypothesis: significant effects
```

جدول: اختبار مضاعف لاغرنج

```
plmtest(fe_dfelogr1, c("time"), type = ("bp"))

##
## Lagrange Multiplier Test - time effects (Breusch-Pagan) for
balanced
## panels
##
## data: log_sar ~ log_inf + log_ir + log_exr
## chisq = 2.1319, df = 1, p-value = 0.1443
## alternative hypothesis: significant effects
```

جدول: اختبار بروش-بيجن

```
pcdtest(fe_dfelogr1, test = ("lm"))

##
## Breusch-Pagan LM test for cross-sectional dependence in panels
##
## data: log_sar ~ log_inf + log_ir + log_exr
## chisq = 1983.1, df = 780, p-value < 2.2e-16
## alternative hypothesis: cross-sectional dependence
```

جدول: اختبار بروش - غودفري

```
pbgtest(fe_dfelogr1)

##
## Breusch-Godfrey/Wooldridge test for serial correlation in panel
models
##
## data: log_sar ~ log_inf + log_ir + log_exr
## chisq = 224.13, df = 13, p-value < 2.2e-16
## alternative hypothesis: serial correlation in idiosyncratic errors
```

جدول: اختبار هوسمان

```
phtest(fe_dfelogr1, re_dfelogr1)

##
## Hausman Test
##
## data: log_sar ~ log_inf + log_ir + log_exr
## chisq = 538.65, df = 3, p-value < 2.2e-16
## alternative hypothesis: one model is inconsistent
```