

تأثير السياسة النقدية في أداء أسواق رأس المال في مجموعة
من الدول العربية
للفترة
١٩٩٤ - ٢٠٠١

رسالة تقدمت بها
إيمان عبد المطلب حسن محمد المولى

إلى

مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة الموصل
في
اختصاص العلوم المالية والمصرفية
وهي جزء من متطلبات شهادة الماجستير

بإشراف

الأستاذ المساعد الدكتور طلال محمود كداوي المولى

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

((نَرْفَعُ دَرَجَاتٍ مَّن نَّشَاءُ وَفَوْقَ كُلِّ ذِي عِلْمٍ عَلِيمٌ))

صدق الله العظيم

سورة يوسف

(الآية ٧٦)

فهرست المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
أ	الملخص
ب-د	فهرست المحتويات
هـ-و	فهرست الجداول .
ي	فهرست الاشكال .
١ - ٩	المقدمة .
١٠ - ٢٤	الفصل الاول : أسواق رأس المال ومؤشرات قياس الأداء .
١١ - ١٣	المبحث الأول: مفهوم سوق رأس المال ومهامه .
١٤ - ٢٤	المبحث الثاني: مؤشرات قياس أداء أسواق رأس المال .
١٤ - ٢٣	اولا: المؤشر العام لاسعار الاسهم .
٢٣	ثانيا: القيمة السوقية .
٢٣ - ٢٤	ثالثا: حجم التداول .
٢٤	رابعا: معدل الدوران .
٢٤	خامسا: عدد الشركات .
٢٥ - ٤٥	الفصل الثاني : السياسة النقدية وبيئة الاستثمار .
٢٦ - ٢٧	المبحث الأول: السياسة النقدية، مفهومها وأهدافها .
٢٦	اولا: المفهوم .
٢٦ - ٢٧	ثانيا: الأهداف .
٢٨ - ٣٣	المبحث الثاني: مجالات تأثير السياسة النقدية في الاستثمار في الاوراق المالية.
٢٨ - ٣٠	اولا: عمليات السوق المفتوحة .
٣٠ - ٣١	ثانيا: معدل الخصم .
٣١ - ٣٢	ثالثا: نسبة الاحتياطي القانوني .
٣٢ - ٣٣	رابعا: التداول بالهامش .

رقم الصفحة	الموضوع
------------	---------

٤٥ - ٣٤	المبحث الثالث:تأثير متغيرات السياسة النقدية في أداء أسواق رأس المال .
٣٩ - ٣٦	اولا: عرض النقد .
٤١ - ٣٩	ثانيا: سعر الفائدة .
٤٢ - ٤١	ثالثا: سعر الصرف .
٤٥ - ٤٣	رابعا:معدل التضخم .
٧٢ - ٤٦	الفصل الثالث: تقييم أداء أسواق رأس المال العربية .
٦٩ - ٤٧	المبحث الأول: تطور أداء أسواق رأس المال العربية .
٥١ - ٤٧	اولا: الهيئة العامة لسوق المال بمصر .
٥٤ - ٥١	ثانيا: بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء .
٥٧ - ٥٤	ثالثا: بورصة عمان .
٦٠ - ٥٧	رابعا: سوق الكويت للاوراق المالية .
٦٣ - ٦٠	خامساً: سوق الاسهم السعودي .
٦٦ - ٦٣	سادسا: بورصة الاوراق المالية بتونس .
٧٢ - ٧٠	المبحث الثاني: تقييم أداء أسواق رأس المال العربية .
٩٩ - ٧٣	الفصل الرابع:تحليل واختبار العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشرات أداء أسواق رأس المال لدول عربية .
٧٧ - ٧٤	المبحث الأول: توصيف النموذج القياسي .
٧٦ - ٧٤	اولا: هيكل النموذج .
٧٧ - ٧٦	ثانيا:افتراضات النموذج .
٧٧	ثالثا:تقويم النموذج .
٧٧	رابعا: تقدير النموذج .
٩٩ - ٧٨	المبحث الثاني: عرض نتائج النموذج القياسي وتحليلها .
٨١ - ٧٨	اولا:مصر الهيئة العامة لسوق المال بمصر .
٨٥ - ٨٢	ثانيا: المغرب: بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء .

رقم الصفحة	الموضوع
٨٩ - ٨٥	ثالثا: الاردن:بورصة عمان . ج

٨٩ - ٩٢	رابعاً: الكويت:سوق الكويت للاوراق المالية .
٩٢ - ٩٥	خامساً:السعودية:سوق الأسهم السعودي .
٩٥ - ٩٨	سادساً: تونس:بورصة الأوراق المالية بتونس .
١٠٠ - ١٠٣	النتائج والمقترحات .
١٠٠ - ١٠٢	اولاً:النتائج .
١٠٣	ثانياً:المقترحات .
١٠٤ - ١١٣	المصادر.
١٠٤ - ١١١	اولاً:المصادر العربية .
١١١ - ١١٣	ثانياً:المصادر الاجنبية .
١١٤ - ١١٧	الملاحق .
	الملخص باللغة الانكليزية .

فهرست الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
٤٩	تطور مؤشرات أداء الهيئة العامة لسوق المال بمصر للمدة ١٩٩٤ (الربع الرابع)-٢٠٠١(الربع الرابع) .	(١)
٥٢	تطور مؤشرات أداء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء للمدة ١٩٩٤ (الربع الرابع)-٢٠٠١(الربع الرابع) .	(٢)
٥٥	تطور مؤشرات أداء بورصة عمان للمدة ١٩٩٤ (الربع الرابع)-٢٠٠١(الربع الرابع) .	(٣)
٥٨	تطور مؤشرات أداء سوق الكويت للاوراق المالية للمدة ١٩٩٤ (الربع الرابع)-٢٠٠١(الربع الرابع) .	(٤)
٦١	تطور مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي للمدة ١٩٩٤ (الربع الرابع)-٢٠٠١(الربع الرابع) .	(٥)
٦٤	تطور مؤشرات أداء بورصة الاوراق المالية بتونس للمدة ١٩٩٤ (الربع الرابع)-٢٠٠١(الربع الرابع) .	(٦)
٧٠	تطور مؤشرات أداء أسواق رأس المال العربية .	(٧)
٧٨	النموذج (١) نتائج تقدير المؤشر العام لأسعار أسهم الهيئة العامة لسوق المال بمصر .	(٨)
٨٠	النموذج (٢) نتائج تقدير القيمة السوقية لاسهم الهيئة العامة لسوق المال بمصر .	(٩)
٨١	النموذج(٣) نتائج تقدير حجم التداول لأسهم الهيئة العامة لسوق المال بمصر.	(١٠)
٨٢	النموذج (١) نتائج تقدير المؤشر العام لأسعار أسهم بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء .	(١١)
٨٤	النموذج (٢) نتائج تقدير القيمة السوقية لأسهم بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء .	(١٢)

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
٨٥	النموذج (٣) نتائج تقدير حجم التداول لأسهم القيم المنقولة بالدار البيضاء .	(١٣)
٨٦	النموذج (١) نتائج تقدير المؤشر العام لأسعار اسهم بورصة عمان .	(١٤)
٨٨	النموذج (٢) نتائج تقدير القيمة السوقية لاسهم بورصة عمان .	(١٥)
٨٩	النموذج (٣) نتائج تقدير حجم التداول لأسهم بورصة عمان .	(١٦)
٩٠	النموذج(١) نتائج تقدير المؤشر العام لأسعار أسهم سوق الكويت للاوراق المالية .	(١٧)
٩١	النموذج (٢) نتائج تقدير القيمة السوقية لاسهم سوق الكويت للاوراق المالية .	(١٨)
٩٢	النموذج (٣) نتائج تقدير حجم التداول لأسهم سوق الكويت للاوراق المالية .	(١٩)
٩٣	النموذج(١) نتائج تقدير المؤشر العام لأسعار أسهم سوق الاسهم السعودي .	(٢٠)
٩٤	النموذج (٢) نتائج تقدير القيمة السوقية لاسهم سوق الاسهم السعودي.	(٢١)
٩٥	النموذج (٣) نتائج تقدير حجم التداول لأسهم سوق الاسهم السعودي.	(٢٢)
٩٦	النموذج(١) نتائج تقدير المؤشر العام لأسعار أسهم بورصة الأوراق المالية بتونس .	(٢٣)
٩٨	النموذج (٢) نتائج تقدير القيمة السوقية لاسهم بورصة الاوراق المالية بتونس .	(٢٤)
٩٩	النموذج (٣) نتائج تقدير حجم التداول لأسهم بورصة الاوراق المالية بتونس .	(٢٥)

فهرست الاشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
١٢	آلية تدفق الاموال عبر سوق رأس المال .	(١)
١٥	حركة الأسعار واتجاهات السوق .	(٢)
١٥	سوق صاعد .	(٢-أ)
١٥	سوق ساكنة .	(٢-ب)
١٥	سوق نازل .	(٢-ج)
٧٥	متغيرات السياسة النقدية المؤثرة في مؤشرات أداء أسواق رأس المال .	(٣)

شكر وتقدير

بدء اشكر الله تعالى إذ يسر لي إتمام هذا البحث والصلاة والسلام على سيد المرسلين محمد صلى الله عليه وسلم . وبعد فأن واجب الوفاء والعرفان بالجميل يستلزم أن أتقدم بفائق الشكر وعظيم الامتنان إلى الأستاذ الدكتور طلال محمود الكداوي على موافقته على الإشراف على هذه الرسالة وعلى ما أبداه من توجيهات سديدة وملاحظات قيمة كان لها أثر عميق في إنجاز هذه الرسالة وتذليل الصعوبات التي واجهتني في أثناء الدراسة. وفقه الله وجزاه عني كل خير.

كما تقتضي الأمانة أن أتقدم بجزيل امتناني إلى السيد عميد الكلية الاستاذ الدكتور قبيس سعيد الديواه جي ورئيس قسم العلوم المالية والمصرفية الأستاذ الدكتور سرمد كوكب الجميل والى الهيئة التدريسية في قسم العلوم المالية والمصرفية والى الزميلات والزملاء في دورة الماجستير جزيل شكري وتقديري. وأتقدم بشكري لأعضاء لجنة المناقشة الأفاضل لتفضلهم بقبول مناقشة هذه الرسالة . واخيرا لابد من تسجيل الشكر والامتنان إلى منتسبات مكتبة الإدارة والاقتصاد جامعة الموصل وأخص منهم الأنسة نجلاء درويش والسيدة سناء ياسين على ما بذلتاه من عون ومساعدة . للجميع مني كل الاحترام ووافر التقدير واتضرع إلى الله القدير أن يجزيهم بكل ما هو خير .

الباحثة

المخلص

تناول البحث أسواق رأس المال في ست دول عربية وهي أسواق: مصر للاوراق المالية ، القيم المنقولة بالدار البيضاء ، عمان للاوراق المالية ، الكويت للاوراق المالية ، الأسهم السعودي، تونس للاوراق المالية . وهدف البحث إلى تشخيص أهم المؤشرات المعبرة عن أداء أسواق رأس المال العربية، وتحديد متغيرات السياسة النقدية ذات العلاقة بأداء أسواق رأس المال، فضلا عن الكشف عن الآثار التي تتركها متغيرات السياسة النقدية (عرض النقد ، سعر الفائدة، سعر الصرف، معدل التضخم) بوصفها متغيرات مستقلة في أهم مؤشرات أداء أسواق رأس المال (المؤشر العام لأسعار الأسهم، القيمة السوقية، حجم التداول) بوصفها متغيرات معتمدة وذلك باستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد. وأعتمد التحليل على البيانات الفصلية خلال المدة ١٩٩٤ (الربع الرابع)-٢٠٠١ (الربع الرابع).

وجاءت الدراسة بفصول رئيسية أربعة تناول الأول منها أسواق رأس المال ومؤشرات قياس الأداء وتضمن مبحثين رئيسيين، أما الثاني فقد تناول السياسة النقدية وبيئة الاستثمار وتضمن ثلاثة مباحث رئيسية ، في حين احتوى الفصل الثالث على تقييم أداء أسواق رأس المال العربية واشتمل على مبحثين رئيسيين ، فيما تناول الفصل الرابع تحليل واختبار العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشرات أداء أسواق المال لدول عربية وتضمن مبحثين رئيسيين. وقد خرجت الدراسة بجملة من النتائج والمقترحات.

مقدمة

أخذت أسواق راس المال تؤدي دورا متزايد الأهمية في الحياة الاقتصادية للدول العربية، فأصبحت الخيار الواقعي في رفع درجات رؤوس الأموال واتساع خطط التمويل وخاصة بعد النمو المطرد الذي حققته هذه الأسواق خلال عقد التسعينات في مؤشراتنا والتطورات النوعية التي طالت العديد من المجالات في الأسواق، مما زاد من أهميتها بوصفها إحدى القنوات الرئيسية لتعبئة وتوجيه الموارد المالية بين المدخرين والمستثمرين، فضلا عن كونها مرآة للوضع الاقتصادي العام في الدولة. ونتيجة للروابط القوية بين أسواق راس المال والاقتصاد، عد استقرار أسواق راس المال مقياسا لمدى نجاح السياسات الاقتصادية العامة للدولة، وعدت مؤشرات هذه الأسواق من المؤشرات الاقتصادية المفيدة لاتجاهات النشاط الاقتصادي ولتقييم أداء أسواق راس المال للكشف عن التطورات التي حققتها مقارنة بغيرها من الأسواق، أن أسواق راس المال العربية كغيرها من الأسواق العالمية تتأثر بتنوع العوامل والأحداث من داخل السوق وخارجها التي يكون عدد منها ذا تأثير إيجابي في أداء السوق ويكون عدد آخر ذا تأثير سلبي، مما يسبب التقلبات في مؤشراتنا، وقد أصبح لمجموعة من العوامل تأثير كبير جدا يزيد عن العوامل الأخرى، وللحد من التقلبات في مؤشرات السوق ينبغي التعرف على العوامل المسببة لهذه التقلبات، وعلى هذا الأساس اخذ موضوع السياسة النقدية يحظى بأهمية كبيرة بين محلي أسواق راس المال بوصفها أحد العوامل الخارجية المؤثرة في أداء أسواق راس المال. وقد تبين من الأدبيات الاقتصادية النقدية التي جرت مراجعتها والتي تناولت موضوع السياسة النقدية أن التأكيد الأساس بشأنها يتركز على النواحي الاقتصادية والمالية التي تشمل تفاصيل هذه السياسة وتأثيرها في النشاط الاقتصادي العام من دون أن يكون هناك تجسيد كاف لتأثيرها في أسواق راس المال على نحو خاص. لذلك فان المدخل المنشود في هذه الدراسة لإيراد منه الدخول في تفاصيل السياسة النقدية وإنما الاهتمام ببلورة تأثير السياسة النقدية في أحد من أهم المجالات المالية المعاصرة وهو أداء أسواق راس المال. فالتحليل الذي تعتمده الدراسة سوف يربط بين انعكاسات مؤشرات السياسة النقدية على مؤشرات أداء عدد من أسواق راس المال العربية، وهذا بدوره سيساعد على التعرف إلى مدى استجابة أسواق راس المال العربية للتغيرات الحاصلة في السياسة النقدية.

أهمية البحث :

تعد السياسة النقدية إحدى أهم أدوات السياسات الاقتصادية التي تؤثر في النشاط الاقتصادي، وبما أن أسواق رأس المال تعد جزءاً مهماً ومكملاً للنشاط الاقتصادي كان لابد من دراسة أسواق رأس المال وتطور أدائها عبر مجموعة من المؤشرات ذات الصلة المباشرة بعمل تلك الأسواق والتعرف إلى ما تولده متغيرات السياسة النقدية من تأثيرات وانعكاسات على مؤشرات أداء أسواق رأس المال بالقدر الذي يسهم في طرح معلومات جديدة ومهمة لعدد من الجهات المعنية بأسواق رأس المال ، من أجهزة حكومية ومستثمرين وباحثين في هذا المجال .

مشكلة البحث :

إن التغيرات الحاصلة في السياسة النقدية تؤدي إلى التأثير في مؤشرات أداء أسواق رأس المال مما يترتب على ذلك عدم استقرارها

فرضية البحث :

أن التأثيرات التي تتركها السياسة النقدية في أداء أسواق رأس المال تتباين بحسب نوع المؤشر فارتفاع كل من عرض النقد ومعدل التضخم وسعر الصرف يتوقع أن يؤدي إلى ارتفاع أداء أسواق رأس المال ، في حين يتوقع أن يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى انخفاض أداء أسواق رأس المال.

هدف البحث :

يسعى البحث إلى تحقيق جملة من الأهداف منها :

- ١- تشخيص أهم المؤشرات المعبرة عن أداء أسواق رأس المال العربية .
- ٢- تحديد متغيرات السياسة النقدية ذات العلاقة بأداء أسواق رأس المال.
- ٣- الكشف عن الآثار التي تتركها مؤشرات السياسة النقدية على الأداء في أسواق رأس المال بالمدى الذي يحدده دور السياسة النقدية في الاقتصاد .

منهجية البحث :

تعتمد الدراسة منهجاً يهدف إلى الربط بين الأسس النظرية والتجريبية وستركن إلى الأسلوب التحليلي لتقويم نتائج العمل التجريبي ، وبذلك فهي دراسة وصفية-تجريبية في آن واحد

فمن جهة تحاول تحديد أهم المتغيرات المتصلة بالسياسة النقدية وصفا وتأثيرا بهدف استخلاص مؤشرات ، وتحديد أهم مؤشرات أداء أسواق راس المال وصفا وتأثراً ، ومن جهة تحاول الاسترشاد بهذه المؤشرات في بناء نماذج تيسر مهمة الاختبار التجريبي وتفسر نتائج الاختبارات، واستخدمت الدراسة وهي بصدد الوصول إلى غايتها ، تحليل الانحدار الخطي المتعدد بهدف الكشف عن طبيعة العلاقة بين المتغيرات المراد قياسها. ومع ذلك فإن الدراسة لن تغفل الجانب الوصفي في تحليل العلاقات .

المدة الزمنية للبحث :

اعتمدت الدراسة على البيانات الفصلية لمدة امتدت من الربع الرابع لعام ١٩٩٤ حتى الربع الرابع لعام ٢٠٠١ وذلك لجميع أسواق راس المال العربية موضوع عينة البحث ، ولقد تم تحديد هذه المدة ، نظراً لكون البيانات المتاحة الخاصة بالدول العربية لا تمثل قاعدة عامة . فعلى الرغم من ان عدداً من الدول العربية فيها اسواق مالية منذ مدة طويلة مثل مصر والمغرب فان توفير اية احصاءات وبيانات بشأن تلك الاسواق وغيرها من الاسواق العربية قد قام بتسجيلها وعلى نحو منتظم صندوق النقد العربي منذ عام ١٩٩٤ .

عينة البحث :

تحقيقاً لهدف البحث واختبار فرضياته ، فقد وقع الاختيار على عدد من الاسواق المالية العربية المشاركة في قاعدة بيانات اسواق الاوراق المالية بصندوق النقد العربي بوصفها عينة يعتمد عليها لاغراض التحليل والدراسة وهي كل من :

١-مصر : الهيئة العامة لسوق المال بمصر .

٢-المغرب : بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء .

٣-السعودية : سوق الاسهم السعودي .

٤-الكويت : سوق الكويت للاوراق المالية .

٥-الاردن : بورصة عمان .

٦-تونس : بورصة الاوراق المالية بتونس .

علماً بأنه لم يتم الاستعانة بسوق بغداد للاوراق المالية كاحد عينات البحث نظراً لعدم امكان حصول الباحثة على البيانات فيما يتعلق بمتغيرات السياسة النقدية .

مصادر البحث :

ركزت الدراسة النظرية لهذا الموضوع على الكتب العربية والأجنبية واعتمدت على نحو مكثف على البحوث والدراسات المنشورة في الدوريات، فضلا عن جملة من أوراق عمل عدد من المؤتمرات الخاصة بالموضوع وحسب ما سترد الإشارة إليه في متن الدراسة ، يضاف إلى ذلك دعم الدراسة بمجموعة من البحوث والمقالات العربية والأجنبية المنشورة على شبكة الاتصال العالمية (الانترنت).

أما بخصوص البيانات، فقد اعتمدنا في بيانات السلسلة لعرض النقد وأسعار الفائدة وأسعار الصرف ومعدلات التضخم على بيانات الكتاب السنوي لإحصائيات المالية العالمية (Financial Statistics Year Book , 1997,1999,2002) والصادر عن صندوق النقد الدولي (International Monetary Found) . وأما فيما يتعلق بالبيانات الخاصة بالمؤشر العام لأسعار الأسهم والقيمة السوقية وحجم التداول فقد تم الاعتماد على النشرات الفصلية لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية الصادرة عن صندوق النقد العربي والمتوفرة في الدوريات وللعوام ، ١٩٩٩، ١٩٩٨، ١٩٩٧، ١٩٩٦، ٢٠٠٠ . فضلا عن النشرات الفصلية لعامي ٢٠٠١ و ٢٠٠٢ التي تم الحصول عليها من شبكة الاتصال العالمية (الانترنت) .

الدراسات السابقة :

سوف نتعرض لاهم الدراسات النظرية والتطبيقية العربية والاجنبية التي اهتمت بتاثير السياسية النقدية والمؤشرات النقدية في اداء اسواق راس المال ومن ابرز تلك الدراسات :

الدراسات العربية :

اولاً : دراسة (العامري ، ١٩٩٦)

جاءت هذه الدراسة بوصفها استشرافا لإبعاد الدور المستقبلي الذي يمكن أن تؤديه السياسات المالية والنقدية في مجال الاستثمارات المالية المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية. وقد أكدت هذه الدراسة على أهمية هذا الدور من خلال إطارها التجميعي والتحليلي للأدوات الكمية (عمليات السوق المفتوحة-نسبة الاحتياطي القانوني-نسبة إعادة الخصم- التداول بالهامش) التي يمكن للسياسة النقدية أن تسهم بموجبها في تغيير الاستثمار بالأوراق المالية في اتجاه التوسع فيه أو التراجع وبحسب ما تمليه متطلبات الاستقرار والنمو الاقتصادي، وقد استنتجت هذه الدراسة أن السياسة النقدية تسهم في زيادة عرض الأموال أو الحد منه في السوق المالية، وان التطبيق العلمي الجاد لمبادئ السياسة المالية والنقدية في الاقتصاد الوطني يسهم في تجنب السوق والاستثمارات المالية المتداولة لمخاطر الأزمات والاضطرابات المالية، فحدوث

مثل تلك المخاطر ليس من السهولة معالجتها، فضلا عن الآثار والانطباعات غير الحسنة التي تتركها على نشاط السوق واستثماراتها المالية.

ثانياً: دراسة (البازعي، ١٩٩٧)

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة سوق الأسهم السعودي فيما يخص السياسة النقدية، وقسمت التوقعات بشأن هذه السياسة على جزء متوقع وآخر غير متوقع باستخدام طريقتي الإبطاء كثيرة الحدود الموزعة (الإبطاء) وبوكس-جينكز (ARMA).

كما تم تحليل الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة وتبين أنها ساكنة في الفروق وتبدو نتائج هذه الدراسة حساسة نوعاً ما لكل من تعريف عرض النقد وأسلوب التوقعات فوفقاً لأسلوب الإبطاء وتعريف M1 و M2 وجد أن السياسة النقدية بشقيها المتوقع وغير المتوقع تؤثر في عائد السوق. في حين يؤثر الجزء غير المتوقع من السياسة النقدية فقط عند استخدام تعريف M3 وأسلوب الإبطاء وتعريف M2 وأسلوب (ARMA).

أما على المستوى القطاعي للسوق فقد تم التوصل إلى نتائج متباينة تعتمد على التعريف المستخدم للنقد وطريقة توليد التوقعات، وبناء على هذه النتائج يتضح عدم إمكان الجزم بالكفاءة المعلوماتية لسوق الأسهم السعودي في حين يبدو أن الكفاءة متحققة على مستوى عدد من القطاعات وتحديدًا قطاع البنوك والصناعة.

ثالثاً: دراسة (البدرى، والخوري، ١٩٩٧) :

بحثت الدراسة العلاقة بين التغير في أسعار الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي، والتغير غير المتوقع في العوامل الاقتصادية الكلية (عرض النقد بمعناه الضيق، سعر الفائدة، سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار، الرقم القياسي لأسعار المستهلك، والرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي) باستخدام نموذجين قياسييين، الأول انحدار أسعار الأسهم (ونسب تغيرها) على التغيرات غير المتوقعة في المتغيرات الاقتصادية. والثاني انحدار أسعار

الأسهم على قيم المتغيرات الاقتصادية في المدد السابقة والحالية والمستقبلية واعتمد التحليل على بيانات فصلية خلال المدة ١٩٧٨-١٩٩٤. وأوضحت التقديرات القياسية لنماذج الدراسة أن أهم متغيرين مؤثرين في المؤشر العام لأسعار الأسهم هما: الرقم القياسي لأسعار المستهلك، والرقم القياسي لكمية الإنتاج في حين لم تجد هذه الدراسة تأثيراً يذكر لمتغيرات (عرض النقد، أسعار الفائدة، وسعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار) وفسرت الدراسة ضعف العلاقة بين هذه المتغيرات وأسعار الأسهم بقيام السلطة النقدية الأردنية بتضييق التذبذبات في عرض النقد وتثبيت أسعار الفائدة لمدد طويلة من الزمن، والتخفيض الرئيسي في سعر الصرف

للدينار الأردني سنة ١٩٨٩، فضلا عن قيام السلطة النقدية الأردنية بالمحافظة على سعر صرف مستقر للدينار الأردني مقابل الدولار.

رابعاً: دراسة (الزغبى، ٢٠٠٠)

تناولت هذه الدراسة معرفة اثر المتغيرات الاقتصادية الكلية (كالنمو في الناتج المحلي الإجمالي، والنمو في عرض النقد، وسعر الفائدة، وسعر الصرف وإبطاء مؤشر السوق لمدة سابقة) في مؤشر أسعار الأسهم في سوق عمان المالي، وقد تم استخدام نموذج قياسي تم تقديره باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، وتميزت هذه الدراسة باختبار دالة مؤشر سوق عمان المالي خلال المديتين ١٩٧٧-١٩٨٩، ١٩٨٨-١٩٩٨ لمعرفة تأثير الأزمة النقدية التي مر بها الاقتصاد الأردني في مؤشر سوق عمان المالي، وذلك باستخدام (chow)، وكان أهم ما توصلت إليه هذه الدراسة من نتائج هو وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات الاقتصادية مجتمعة والمؤشر العام لسوق عمان المالي، فضلا عن عدم وجود دلالة إحصائية بين كل متغير من المتغيرات الاقتصادية على حدة ومؤشر أسعار الأسهم إلا في حالة إبطاء المؤشر العام للسوق المالي، وتبين أن قيمة ما تفسره العوامل الاقتصادية الكلية من المؤشر العام لأسعار الأسهم بلغت ٨٤%، أما العوامل الأخرى التي قد تؤثر في المؤشر العام لأسعار الأسهم فقد ترجع إلى العوامل السياسية وما شهدته مدة الدراسة من أحداث وتقلبات، وكذلك ترتبط العوامل النفسية ارتباطا وثيقا بسلوك المستثمرين، كما أشارت النتائج إلى أن دالة مؤشر سوق عمان المالي تتمتع بالاستقرار خلال المدة ١٩٧٨-١٩٩٨.

الدراسات الأجنبية

خامساً: دراسة (singh، Talwar، 1982)

استهدفت هذه الدراسة بحث العلاقة بين السياسات النقدية والمالية وأسعار الأسهم في سوق أسهم تورنتو في كندا وقد اختبرت العلاقة بين عرض النقد وأسعار الأسهم، فضلا عن العلاقة بين نسبة الفائدة وأسعار الأسهم، وكذلك اختبار السببية بين السياسات النقدية والمالية وأسعار الأسهم، مستخدما في ذلك نموذج (granger) إذ يمتلك هذا النموذج تحديد اتجاه السببية، وكانت مدة الدراسة ١٩٥٦-١٩٧٧. ومن أهم ما توصلت إليه هذه الدراسة هو أن السياسات المالية والنقدية تؤثر في حركة أسعار الأسهم، وإن أسواق الأسهم تسهم كذلك في أحداث تغييرات

في النشاط الاقتصادي المتسبب بالتغيرات في السياسات النقدية والمالية وليس هذا فحسب بل أن سوق الأسهم يسهم كذلك في جمع المعلومات المفيدة التي تتضمن التغيرات في السياسة النقدية، لذلك فإن المعلومات بشأن التغيرات في عرض النقد لا يمكن استخدامها لكسب أكثر من العائد الاعتيادي عبر الاستثمارات في سوق الأسهم.

سادسا: دراسة (Auerbach و1982)

ركزت هذه الدراسة على بحث العلاقة بين عرض النقد وقيمة الأسهم. وتم اختبار العلاقة باستخدام أداة الارتباط اعتمادا على البيانات الشهرية للمدة ١٩٤٧-١٩٧٠، وقد تم اختبار الارتباط بين سعر السهم الحالي ومتغير عرض النقد الحالي، فضلا عن اختبار الارتباط بين سعر السهم الحالي ومتغير عرض النقد في المدد السابقة، كذلك اختبار ما إذا كانت أسعار الأسهم قد قادت إلى عرض النقد، واحتساب الارتباط بين متغير عرض النقد الحالي وأسعار الأسهم في المدد السابقة، وقد فسرت النتائج التي وصلت إليها الدراسة على أن العلاقة بين تغيرات أسعار الأسهم السابقة والمتزامنة والنسب الحالية للتغير في عرض النقد هي نتيجة للإجراءات التي يتخذها البنك المركزي .

سابعا: دراسة (El-khouri & Civelek و١٩٩١)

بحثت هذه الدراسة العلاقة بين التذبذب في أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية (كعرض النقد والرقم القياسي للإنتاج الصناعي وأسعار الفائدة على حوالات الخزينة، وعلى سندات القرض للشركات في سوق عمان المالي، وخلصت الدراسة إلى عدم إمكان تفسير التغيرات في أسعار اسهم سوق عمان المالي باستخدام المتغيرات الاقتصادية المذكورة، وان هناك عدة عوامل يحتمل أنها أسهمت في الوصول إلى هذه النتيجة وهي :

- ١- من الممكن أن تكون المعلومات التي استخدمت غير دقيقة .
- ٢- أن المعلومات الاقتصادية المستخدمة بشأن عرض النقد وأسعار الفائدة قد لا تعكس قوى السوق تحركاتها بدرجة كافية، نظرا لان هذه المتغيرات تسيطر عليها السلطة النقدية بشدة.
- ٣- مشكلة حذف مجموعة من المتغيرات غير الاقتصادية ذات الأهمية في التغير في أسعار الأسهم.
- ٤- عدم اعتماد المستثمرين على الأسس العلمية للاستثمار .

ثامنا: دراسة (habibull ah & Baharumshah و1996)

حملت هذه الدراسة عنوان (النقود والنتاج المحلي الإجمالي وأسعار الأسهم في ماليزيا) وكان الغرض منها تحديد ما إذا كان في الإمكان استخدام عدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية (كعرض النقد والنتاج المحلي الإجمالي) ،للتنبؤ بأسعار الأسهم في ماليزيا ،وكذلك اختبار فرضية السوق الكفوء معلوماتيا، وتم استخدام نموذج التكامل المشترك لاختبار الفرضية واستخدام ١٧٧ مشاهدة شهرية بشأن بيانات أسعار الأسهم وعرض النقد والنتاج المحلي الإجمالي التي امتدت مدتها ١٩٧٨-١٩٩٢ والنتيجة التي توصلت إليها هذه الدراسة هي أن سوق ماليزيا غير كفوء ويمكن للمستثمر أن يحصل على أرباح غير اعتيادية باستمرار عبر استخدام معلومات خاصة بالتغيرات في عرض النقد والنتاج المحلي الإجمالي.

تاسعا: (AL-Bassam&AL-Juhani,1997)

ربطت هذه الدراسة بين التغيرات في مؤشر أسعار سوق الأسهم السعودي ومؤشر أسعار أسهم قطاعات هذا السوق بعدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل(النتاج المحلي الإجمالي ،سعر الفائدة ،التوقعات) ولاختبار ذلك قياسيا تم بناء نموذج قياسي لهذا الغرض، وكانت مدة الدراسة ١٩٨٥-١٩٩٤ وتوصلت الدراسة إلى :
على مستوى السوق: يمكن رفض فرضية العدم التي تقترض أن المتغيرات الاقتصادية الكلية ليس لها تأثير في المؤشر العام لأسعار سوق الأسهم السعودي ،بل أن للمتغيرات الاقتصادية المقترحة تأثير معنوي نسبي في المؤشر العام لأسعار سوق الأسهم.
أما فيما يتعلق بكل قطاع من قطاعات السوق، فقد أظهرت النتائج اختلافا في تأثير هذه المتغيرات في مؤشر أسعار أسهم هذه القطاعات، إذ بينت النتائج التجريبية أن مؤشر أسعار القطاع المصرفي يتأثر بالتغيرات التي تحدث في الناتج المحلي الإجمالي فضلا عن الاستقرار السياسي، أما فيما يخص مؤشر أسعار أسهم قطاعات الخدمات والصناعة فقد وجد انه أكثر تأثرا بالتغيرات التي تحدث في أسعار الفائدة، أما مؤشرات أسعار أسهم قطاعات السمنت والكهرباء فأنها لا تتأثر معنويا بهذه المتغيرات.
بينت النتائج كذلك أن لآمن المنطقة والتوقعات قصيرة الأجل تأثيرا مهما في مؤشر أسعار سوق الأسهم السعودي.

عاشرا : (Habibullah&Baharumsh ,2000)

جاءت هذه الدراسة تحت عنوان (سوق الأسهم والنشاط الاقتصادي) وكان الغرض منها تحديد ما إذا كانت أسعار الأسهم مؤشرا قياديا للنشاط الاقتصادي المستقبلي في ماليزيا ،وكذلك

تحديد سيطرة ومدى ضعف العلاقات بين أسعار سوق الأسهم في ماليزيا والمتغيرات الاقتصادية الكلية (عرض النقد ، سعر الفائدة، سعر الصرف، معدل التضخم والناتج المحلي الإجمالي). ولاختبار ذلك تم استخدام نموذج (GRANGR) للسببية للمدة من ١٩٨١-١٩٩٤ ، ومن استخدام النموذج تم استنتاج ما يأتي:

١-يميل عرض النقد نحو قيادة أسعار الأسهم.

٢-تميل أسعار الأسهم نحو قيادة الناتج المحلي الإجمالي.

٣-تميل أسعار الأسهم نحو قيادة معدلات التضخم.

٤-تميل معدلات الفائدة نحو قيادة أسعار الأسهم.

٥-تميل أسعار الأسهم نحو قيادة سعر الصرف.

وتظهر النتائج فضلا عن ذلك أن هناك دورا أساسيا لعرض النقد لكي يمكن استخدامه هدفا وسيطا من اجل حركة السياسة النقدية في ماليزيا. يظهر مما تقدم أن ما تتميز به دراستنا على الرغم من وجود عدد من الدراسات التي تطرقت بطريقة أو بأخرى إلى اثر مجموعة من المتغيرات الاقتصادية (كعرض النقد، سعر الفائدة، سعر الصرف ومعدل التضخم) في المؤشر العام لأسعار الأسهم والخروج من هذه الدراسات بنتائج متباينة هو الأخذ بنظر الاعتبار المؤشرات الأخرى المعبرة عن أداء أسواق راس المال والمتمثلة بـ(القيمة السوقية وحجم التداول) فضلا عن المؤشر العام لأسعار الأسهم ومدى تأثرها بمتغيرات السياسة النقدية.

الفصل الأول

أسواق رأس المال ومؤشرات قياس الأداء

تمهيد :

تعد أسواق رأس المال جزءا مهما ومكملا لاقتصاديات العديد من الدول ولاسيما بعد قدوم التقنيات المتطورة إذ يجد المستثمرون سبلا سهلة إلى أسواق رأس المال في مختلف أنحاء العالم ، فالمرور عبر هذه الأسواق أصبح أمرا ضروريا لا يمكن تفاديه لدى عدد من المنشآت والشركات من اجل جمع رؤوس الأموال اللازمة للاستثمار المطلوب أو لتوسيع عملية استثمارية قائمة أصلا ، وقد حفزت حقيقة أن أداء أسواق رأس المال يشير إلى صحة اقتصاد البلد هذه الأهمية المتزايدة لسوق رأس المال نحو تخصيص هذا الفصل للتعرف على أسواق رأس المال ومؤشرات قياس الأداء . ولهذا سوف يتم تناول هذا الفصل في مبحثين:

المبحث الأول: مفهوم سوق رأس المال ومهامه.

المبحث الثاني: مؤشرات قياس أداء أسواق رأس المال .

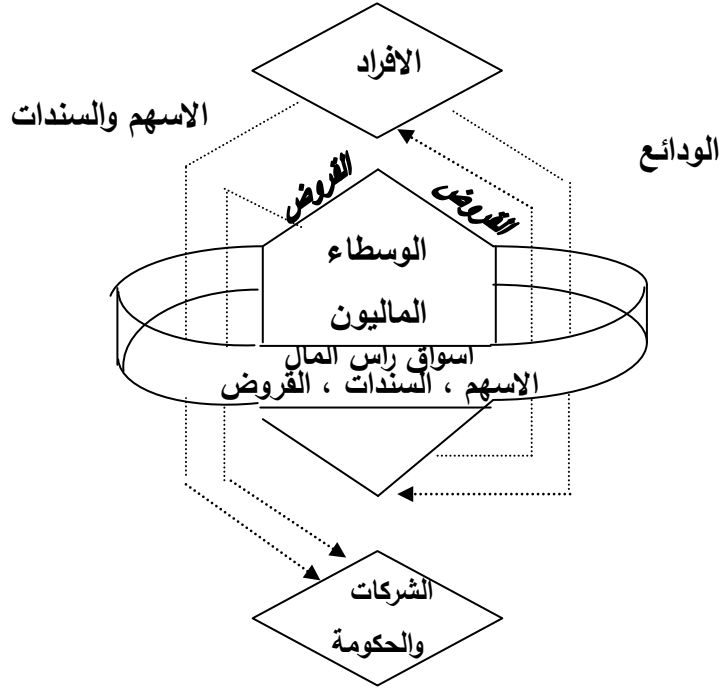
المبحث الأول

مفهوم سوق رأس المال ومهامه

يطلق على سوق رأس المال سوق الأوراق المالية، إذ يتم فيها التداول بالأوراق المالية من أسهم وسندات (الجميل، ١٤٨، ٢٠٠٢). وينظر إلى سوق رأس المال على أنها المكان الذي يتلاقى فيه المستثمرون والسماسرة والوسطاء لإجراء تداول الأسهم والسندات وفيها يتم الاتصال بين المشترين والبائعين، إما مباشرة، وإما عن طريق الوسطاء، وتشرف إدارة السوق على تنظيم التداول والوسطاء، وعمليات تحويل ملكية الأسهم والسندات (الهاشمي، ٢٥٧، ٢٠٠٢). وهناك من أشار إلى أن سوق رأس المال هي السوق التي تيسر تجميع الأموال وتشكيلها من خلال استقطاب المدخرات المحلية وتحقيق التدفقات الأجنبية وتحريكها نحو الاستثمار في الأدوات المالية الصادرة عن الشركات والمؤسسات والهيئات والحكومات، لتمويل مشاريعها تمويلا متوسطا وطويل الأجل (الدليمي، ٢٠٠٢، ٢٧٤). ويرى آخرون أن سوق رأس المال مؤسسة تتوفر من خلالها الأرضية للشركات التي تحتاج إلى زيادة الأموال عبر بيع الأوراق المالية الجديدة وإعادة بيعها من المشترين، أي أنها توفر أرضية للترتيبات والمعاملات لكل من المجهزين للأموال طويلة الأجل، والذين هم بحاجة إليها (الامام، والتميمي، ٢٨٦، ٢٠٠٢). وينظر إلى سوق رأس المال كذلك على أنها الوسيلة التي يمكن أن تتحقق بواسطتها سهولة تسويق الاستثمارات ومساعدة الأفراد على التخلص منها في أي وقت (السامرائي، ٣٥٣، ٢٠٠٢).

وبناء على التعريفات الأنفة الذكر تميل الباحثة الى أن سوق رأس المال هي الإطار الذي يوفر للمستثمرين امتلاك أي من الأوراق المالية (الأسهم أو سندات) عبر آلية للتداول تتسم بالكفاءة وعده الوسيلة التي يتم من خلالها استقطاب المدخرات المحلية والأجنبية وإيجاد قناة لتمويلها بوصفها رؤوس أموال في خدمة المشاريع التي تستلزم رؤوس أموال كبيرة وطويلة الأجل فضلا عن كونها وسيطا بين مجهزي الأموال الذين هم بحاجة إليها وتتيح السيولة اللازمة للمستثمرين الراغبين في بيع استثماراتهم في أي وقت.

وفي هذا السياق تبرز المهام الأساسية لسوق رأس المال في الآتي:
 ١-تسهل تدفق مدخرات الأفراد إلى الشركات والحكومة، ويمكن توضيح آلية تدفق الأموال نحو سوق رأس المال من خلال الشكل الآتي :



الشكل (١) آلية تدفق الأموال عبر سوق رأس المال

Source : Michael Parkn & Others , 1997 , Economic , 3thed , Associated Companies , England . 396 .

يبين الشكل (١) تدفقات الأموال عبر سوق رأس المال، فالأفراد يدخرون جزءاً من دخولهم ويعرضون ادخارهم في سوق رأس المال ، وفي الوقت نفسه تطلب الشركات والحكومة رأس المال لتستخدمه في شراء بضائع (سلع حقيقية) ، ويسهل الوسطاء الماليون هذه المعاملات في سوق رأس المال ، وتوضح الخطوط المتقطعة في الشكل المعاملات المالية، إذ يستخدم الأفراد مدخراتهم للاستثمار في الأنشطة المختلفة ومنها شراء الاسهم والسندات التي تصدرها الشركات والحكومة فضلاً عن تقديم الودائع من خلال الوسطاء الماليين ، ويقدم الوسطاء الماليون القروض للأفراد والشركات والحكومة.

٢-تسهل عمل القطاعات المختلفة في الاقتصاد تلبية للاحتياجات التمويلية عبر تقديم أدوات ومعلومات بشأن الإمكانيات الاستثمارية، ولهذا فأنها تساعد في تحريك الاستثمار داخل الاقتصاد (Seifrt & Others,2000,62) .

٣-تمويل التنمية ، عبر مؤازرة نمو الشركات وزيادة رؤوس أموالها ،بما تمنحه سوق رأس المال من إمكان التمويل المباشر بعيدا عن هيمنة الإقراض البنكي مما يخفض من هذه الضغوط على الشركة ويقوى قدراتها التفاوضية ، فسوق رأس المال تشكل منفسا ومخرجا مهما لتنمية فعالية الشركات وتعظيم إنتاجها.

٤-إيجاد سيولة مستمرة للاسهم ، بما تمنحه للبائع من إمكان تسييل ثروته في كل لحظة لغرض المتاجرة ولأسباب أخرى، كما تفسح للمستثمر مجالا واسعا للاستثمار واختيار أحسن الأوقات وفضل الشركات على مدار اليوم.

٥-تقييم أداء الشركة بما تمنحه من تحكيم فوري لأعمالها ونتائجها واستشراف مستقبلها، وهي تعطي صورة حية لمشاريع الشركة وقراراتها وإطار منتوجاتها والقطاع التابع لها. فيعبر صعود السهم أو هبوطه عن تأكيد ثقة المتعاملين أو انفلاتها وانتكاستها وعلى الرغم ان مؤشرات أخرى يمكن أن تحدد مقدرة الشركة وكفاءتها فإن سوق رأس المال تتفوق بفقورية قراراتها وسرعته في التنبيه على أولى العوامل المحددة في ازدهار الشركة أو انكماش نشاطها،مما يجعل القيمة السوقية لأسهمها تمثل غالبا القيمة الصحيحة التي تعكس حقيقة أعمال الشركة ونتائجها عند المحللين والمتعاملين على السواء .

٦-تقييم أداء الاقتصاد المحلي، بما تمنحه من نظرة إجمالية عامة عن ميول المستثمرين واتجاهات الاستثمار في أية لحظة من لحظات مساره ، وبما تعطيه من مؤشرات عامة وخاصة لاقتصاد القطاعات وتوجهاتها، مما يعكس قوة اقتصاد البلد أو ضعفه. كما تتجاوز مؤشرات بعض أسواق رأس المال الإطار المحلي، لتعطي توجهها ومعلومة ذات صبغة عالمية (الطراولي،٢،٢٠٠٣).

المبحث الثاني

مؤشرات قياس أداء أسواق رأس المال

يعد الأداء من المصطلحات الجذابة التي تحمل بين طياتها نكهة العمل وحركته والجهد الهادف. ويعرف الأداء عامة على أنه القيام بتنفيذ جزء من العمل أو كله وتحقيق النجاح فيه (الحسيني، والدوري، ٢٠٠٠، ٢٢١). ولأسواق رأس المال مجموعة من المؤشرات التي تعبر عن وتعكس مستويات أدائها في الوقت نفسه وتعد هذه المؤشرات أحد أهم الوسائل التي يسترشد بها المستثمرون في أسواق رأس المال في توقيت قراراتهم الاستثمارية ، كما أنها تستخدم وعلى نحو متزايد في تقييم أداء الأسواق ومعرفة اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق ، فضلا عن المعلومات التي توفرها هذه المؤشرات والتي تستخدم في قياس مدى تحقيق الأسواق لأهدافها (الجفري، وآخرون، ١٩٨٩، ٥٣).

وفيما يأتي عرض لهذه المؤشرات :

أولاً: المؤشر العام لأسعار الأسهم

١- مفهوم المؤشر العام لأسعار الأسهم

هو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له (الشبلي، ١٩٨٠، ٢٠٠٠) ، ويعد أيضاً كمقياس للحركة العامة لسوق رأس المال يتألف من مجموعة من الأوراق المالية يعتقد أنها تعكس حالة السوق بكامله ويفترض أن هذا المؤشر عندما يرتفع فإن السوق ككل يرتفع وعندما ينخفض فإن السوق ككل ينخفض (الخضراوي، ١٩٨٨، ٢٤).

فالمعلومات عن ارتفاع المؤشر العام للأسعار الاسهم وانخفاضه تنشر يوميا في صدر الصحف الكبرى المحلية او الدولية ولاسيما الاقتصادية منها وذلك لقياس التطورات التي تطرأ على أسعار الأسهم في مختلف الأسواق (WWW.alborsa.com.2002) وإعطاء المستثمرين صورة واضحة عن أوضاع استثماراتهم، وزيادة مقدرتهم على توجيه أموالهم نحو الأسواق الأكثر كفاءة واستقرارا (العاني، ٢٠٠٢، ٥٨) .

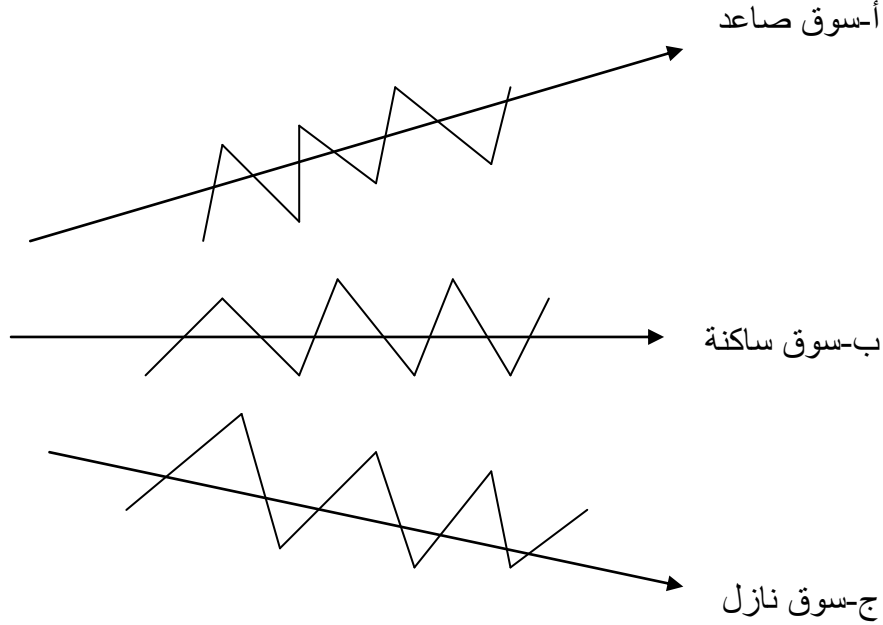
٢- أهمية المؤشر العام لأسعار الأسهم

أن لمؤشر أسعار الأسهم أهمية كبيرة تبرز من خلال استخداماته التي تهم جميع الأطراف المتعاملة في السوق وهي :

أ- استخدام المؤشر العام لأسعار الأسهم لقياس تحركات الأسعار واتجاهات السوق (WWW.alborsa.com.2002) .

يقصد بالاتجاه ميل السوق إلى التحرك في ناحية معينة عبر خط مستقيم تخيلي لمدة معينة من الوقت، وقد يمكث الاتجاه عدة دقائق أو عدة سنوات. ويبقى هذا الاتجاه قائماً إلى أن يتغير. وعندما تشكل تحركات هذا المؤشر سلسلة تصاعدية من الارتفاعات والانخفاضات التي

يمكن الوصل بينها بخط يشير إلى أعلى، يكون اتجاه السوق إلى الأعلى ويدعى عندئذ سوق صاعد (Bull Market) إذ تزيد حركة الشراء على حركة البيع كما في الشكل (أ-٢) أما إذا كانت تحركات المؤشر في اتجاه أفقي فإن السوق تكون ساكنة (A static Market). كما في الشكل (ب-٢). أما إذا كانت تحركات المؤشر تشكل سلسلة تنازلية من الارتفاعات والانخفاضات يمكن الوصل بينها بخط يشير إلى اسفل ، فإن اتجاه السوق يكون إلى الأسفل ويدعى عندئذ سوق نازل (A bear Market) كما في الشكل (ج-٢). (الخضراوي، ٢٦، ١٩٨٨)



الشكل (٢)

حركة الأسعار واتجاهات السوق

ب- يوفر المؤشر معلومات مفيدة لصانعي السياسات الاقتصادية بطريقتين :

١- من خلال استخدامه بوصفه أداة للتنبؤ بالنشاط الاقتصادي (Hoenig, 2000, 7).

إن مؤشر أسعار الأسهم يمكن أن يعطي تنبيه مسبق بحدوث انتعاش أو انكماش اقتصادي ، أي انه يتجه نحو التغير (الارتفاع أو الانخفاض) قبل حدوث تغير في النشاط الاقتصادي بعدة شهور (مصطفى، ٥١، ١٩٩٧). وبعد عندئذ من المؤشرات القيادية التي تساعد رجال الأعمال والاقتصاديين على التنبؤ بالنشاط الاقتصادي (الجفري ، واخرون ، ٥٣، ١٩٨٩) . وهناك عدد من وجهات النظر التي تحاول تبرير استخدام المؤشر العام

لأسعار الأسهم بوصفه قائدا للتغيرات الحاصلة في النشاط الاقتصادي . تعتمد وجهة النظر الأولى على النموذج التقليدي لتحديد سعر السهم بوصفه القيمة الحالية للتدفقات النقدية، فكلما ارتفعت توقعات الأرباح ارتفعت أسعار الأسهم. كما أن الانخفاض في الأسعار يمكن أن يحدث حتى لو لم يوجد توقع بانخفاض الأرباح، ليغدو من الممكن لسوق رأس المال في هذه الحالة أن يبعث بإشارات خاطئة عن مستقبل الوضع الاقتصادي العام.

أما وجهة النظر الثانية لتسوية اعتماد أسعار الأسهم بوصفها قائدا للوضع الاقتصادي تعكس حالة الوضع العام فتركز حول التأثيرات النفسية لتغيرات أسعار الأسهم، إذ ترى أن أسعار الأسهم تتذبذب مع حالات التفاؤل والتشاؤم ، ذلك أن أسعار الأسهم تبدأ بالارتفاع عندما يشعر الأفراد بأن الوضع الاقتصادي في حالة انتعاش ، مما يزيد من رغبتهم في الاستثمارات ذات المخاطر العالية كالأسهم. وبذلك تصبح الموثوقية وليس أرباح الشركة هي المحرك الأساس لأسعار الأسهم وبما أن توقعات الأرباح تتحدد كذلك بوضعية الثقة في السوق، فإن النموذج التقليدي يضم في تحليله كذلك الوضعية النفسية للمستثمرين (البديري، والخوري، ٢١٥، ١٩٩٧-٢١٦)

٢- من خلال استخدامه في قياس المخاطرة (Hoenig,2000,7) يمكن استخدام المؤشر في قياس المخاطر المنتظمة وهي مخاطر لها صفة العموم تصيب عوائد جميع الأوراق المالية نظرا لأن مصدرها هو الظروف العامة سواء كانت اقتصادية أو سياسية . ولا يمكن تجنب هذه المخاطر أو تخفيضها بتنويع محفظة الأوراق المالية (WWW.alborsa.com.2002) .

ج- إعطاء فكرة سريعة عن أداء محفظة الأوراق المالية :

أن حركة الأسعار في السوق تسير في اتجاه واحد مما يدل على وجود علاقة طردية بين التغير في سعر سهم ما والتغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار التي تعكس حركة أسعار جميع الأسهم المتداولة في السوق. ليتمكن للمستثمر بعد ذلك أن يعطي فكرة سريعة عن التغير في عائد محفظة الأوراق المالية التي يمتلكها إيجابيا أو سلبيا بمجرد مقارنته بالتغير الذي حدث بمؤشر السوق .

د- الحكم على أداء المديرين المحترفين :

أن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في تنويع محفظة الأوراق المالية التي دائما ما تكون بقيمة تمكنه من ذلك يتوقع منه تحقيق عائد أعلى من متوسط عائد السوق. ويمكن للمستثمر والجهة التي أسندت للمدير المحترف إدارة محفظتها أن تستخدم عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة بوصفه أساسا للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققته

المحفظة. وينبغي أن لا تتركز المقارنة على العائد فحسب بل على المخاطرة كذلك التي يتعرض لها عائد المحفظة مقارنة بمخاطرة السوق التي يعكسها التقلب في عائد المؤشر (هندي، ٢٤٧، ١٩٩٩)

هـ- التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق :

يقوم المحللون بدراسة طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية والتغيرات التي تصيب المؤشرات للتنبؤ مقدما بما ستكون عليه حالة السوق مستقبلا مما يؤدي إلى اتخاذ القرار الاستثماري السليم في التوقيت المناسب ، كما أن المحللين الفنيين يقومون باكتشاف أنماط للتغيرات التي تصيب المؤشرات من خلال تحليل حركتها تاريخيا . وبمعرفة نمط حركة الماضي يمكن التنبؤ بالحركة المستقبلية التي في ضوءها تتخذ قرارات الاستثمار (WWW.alborsa.com.2002) .

و-يساعد المؤشر العام لأسعار الأسهم على توجيه الدراسات والأبحاث وتطبيق مختلف النظريات العلمية في مجال التمويل والاستثمار ، وذلك عن طريق تزويد المتعاملين في السوق بمصادر معلومات عن تحركات السوق واتجاهاتها (الجفري ، وآخرون ، ٥٤، ١٩٨٩).

٣- أنواع مؤشرات أسعار الأسهم

لكل سوق رأس مالي مؤشر خاص به تتولى إدارة السوق احتسابه ونشره وتنقسم المؤشرات المعروفة عالميا إلى نوعين (الجميل، ١٧٦، ١٩٩٦-١٧٨) :-

النوع الأول : المؤشر المرجح (Value Weight Index)

يعد هذا المؤشر مثاليا وخاصة في حالة وجود تباين كبير بين أحجام الشركات المدّرجة في السوق وأسعارها ذلك لأنه يعتمد في حسابه على حجم الشركة مقاسا بعدد الأسهم المصدرة.

من أشهر المؤشرات التي تستخدم هذا النوع مؤشر سوق نيويورك للاسهم الذي يحسب بالمعادلة الآتية:

$$ص_t = \frac{\begin{matrix} \text{مجن} \\ \text{س} \\ \text{ع} \\ \text{أ} \\ \text{أ} \end{matrix}}{\begin{matrix} \text{مجن} \\ \text{س} \\ \text{ع} \\ \text{أ} \\ \text{أ} \end{matrix}} \times 100$$

إذ أن:

ص_t = قيمة المؤشر في يوم ت

$$\text{س} = \text{سعر سهم الشركة أ في يوم ت}$$

$$\text{ع} = \text{عدد أسهم الشركة أ في يوم ت}$$

$$\text{ن} = \text{عدد الشركات المدرجة في حساب المؤشر}$$

$$\text{س} = \text{سعر السهم للشركة أ في يوم الأساس ب}$$

$$\text{ع} = \text{عدد الاسهم للشركة أ في يوم الاساس ب}$$

$$\text{مجم} = \text{مجموع ما يليه من أ= ١ إلى أ=ن}$$

$$\text{أ=١}$$

النوع الثاني : المؤشر متساوي الوزن (Equally Weight Index)

ينقسم هذا المؤشر حسب طريقة احتسابه الى نوعين وكالاتي:

الحسابي (Arithmetic) ويتم حسابه بالطريقة الآتية :

$$\text{صت} = \frac{100 \times \begin{matrix} \text{مجن} \\ \text{س} \\ \text{أ=1} \\ \text{أت} \end{matrix}}{\begin{matrix} \text{مجن} \\ \text{س} \\ \text{أ=1} \\ \text{أب} \end{matrix}}$$

إذ أن:

صت = قيمة المؤشر الحسابي المتساوي الوزن في يوم ت .

أبتق = سعر سهم الشركة أ في يوم ت (يوم المقارنة)

س = سعر سهم الشركة أ في يوم ب (يوم الأساس)
أب

ن = عدد الشركات المدرجة في المؤشر

مجن = مجموع ما يليه من أ=1 إلى أ=ن

أ=1

ويعد مؤشر (Dowjones) ومؤشر (Nikkei) من المؤشرات التي تستخدم هذه

الطريقة في حسابها

ب-الهندسي (Geometric) ويتم حسابه بالطريقة الآتية :

$$\text{صت} = \frac{100 \times \begin{matrix} \text{صن} \\ \text{س} \\ \text{أ=1} \\ \text{أت} \end{matrix}}{\begin{matrix} \text{صن} \\ \text{س} \\ \text{أ=1} \\ \text{أب} \end{matrix}}$$

إذ أن:

صت = قيمة المؤشر الهندسي المتساوي الوزن في يوم ت .

س = سعر سهم الشركة أ في يوم ت

أت

س = سعر سهم الشركة أ في يوم الأساس ب.
أب

$$n = \text{عدد الشركات المدرجة في المؤشر}$$

$$ص_n = \text{حاصل ضرب أسعار الشركات من } n=1 \text{ إلى } n$$

$$أ=1$$

أما فيما يخص مؤشرات أسعار الأسهم لأسواق رأس المال العربية فإن استخراج المؤشر لهذه الأسواق يحيط به العديد من المشاكل التي من أهمها (جابر، ٢٠٠٣، ١٩٨٩) :-
صعوبة إيجاد شركات قوية وراسخة تمثل السوق ككل على نحو عادل.
لا يتم في كثير من الأحيان تداول الأسهم في المؤشر لجلسات طويلة ، لذلك فإن الأسعار القديمة قد لا تكون ممثلة للأسعار بصدق في حالة حصول تداول جديد .
وعلى العموم هناك مؤشرات لأسواق رأس المال العربية هي :
أولاً: مؤشر أسعار محلي تعده السلطات المحلية في كل سوق

ثانياً: المؤشر المركب: مؤشر أسعار يعده صندوق النقد العربي لاثني عشر سوقاً في كل من (الأردن، البحرين، تونس، السعودية، عُمان، الكويت، لبنان، مصر، المغرب، ابوظبي، دبي، قطر) ويعد المؤشر المركب على وفق منهج موحد ، وتاريخ الأساس لهذا المؤشر هو ديسمبر عام ١٩٩٤ ، ومنذ ذلك الحين ينشر الصندوق على أساس شهري التغيرات في تلك المؤشرات في النشرة الفصلية (الشراح، ٢٠٠١، ٢٨) . ويتضمن المؤشر المركب الأسهم نشطة التداول التي تشكل مجمل قيمتها السوقية ٦٠% في الأقل من إجمالي القيمة السوقية في الأسواق المالية الأثني عشرة ، ويتم احتساب المؤشر المركب بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملة المحلية (الهاشمي، ٢٠٠٢، ٢٦٢)

يتم ترجيح مؤشر صندوق النقد العربي بالقيمة السوقية ، ويتم قياس التغير في قيمة المكونات معدلة لاستيعاب التغيرات في القيمة السوقية الناتجة عن إضافة الأسهم إلى المؤشر أو حذفها منه . وتستخدم الصيغة الرياضية في حساب مؤشر الصندوق على رقم باش القياسي المتسلسل والصيغة العامة للمؤشر (صندوق النقد العربي، ١٩٩٠، ٢٠٠٢-١٠٠) هي:

$$\text{عندما تكون } i > 1$$

$$B_i = B_{i-1} * \frac{M_i}{M_i}$$

$$\text{عندما تكون } i = 1$$

$$X_i = 100$$

$$B_i = M_i$$

إذ :

$$X_i = \text{المؤشر عند المدة } i$$

$$B_i = \text{القيمة السوقية عند مدة الاساس، أي عندما تكون } i=1 \text{ (المدة الاولى)}$$

$$M_i = \text{القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند المدة } i$$

$$\bar{M}_i = \text{القيمة السوقية المعدلة}$$

$$\text{القيمة السوقية (M)} = \text{مجموع القيمة السوقية لجميع الأسهم المدرجة في المؤشر .}$$

$$\text{القيمة السوقية لكل سهم} = p_i * n_i$$

إذ :

$$p_i = \text{آخر سعر تم تداول السهم به في المدة } i$$

$$n_i = \text{عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية المدة } i$$

$$\bar{M}_i = \text{القيمة السوقية المعدلة}$$

يتم تحديد القيمة السوقية المعدلة عن المدة i بموجب الصيغة الآتية :

$$\bar{M}_i = (M_i - I_i - R_i - N_i + "Q_i - I")$$

إذ :

$$I_i = \text{القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من الأسهم للمدة } i. \text{ وتعامل الأسهم الناتجة عن تحويل}$$

الأوراق المالية الأخرى معاملة الإصدارات الجديدة

$$R_i = \text{القيمة لحقوق الإصدارات عن المدة } i, \text{ ويتم احتسابها على وفق سعر السوق لكل سهم}$$

مضروباً بعدد الأسهم

$$N_i = \text{القيمة السوقية لأية أسهم جديدة قد تم إضافتها إلى المؤشر خلال المدة } i.$$

$$Q_{i-1} = \text{القيمة السوقية لأية أسهم في المؤشر في المدة السابقة تلك التي تتم حذفها خلال المدة } i$$

ويمكن حذف الأسهم من المؤشر ، من خلال دمج الشركات أو إخراجها من قائمة الشركات

المدرجة في السوق .

٤-متطلبات بناء مؤشر أسعار الأسهم

يقوم المؤشر العام لأسعار الأسهم على كافة الأسهم المتداولة في السوق، أو يستخرج

من عينة مختارة من الأسهم التي تتداول في السوق، وفي هذه الحالة يفترض أن يتم اختيار

العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها السوق الذي يستهدف المؤشر قياسه (هندي، ٢٤١، ١٩٩٩). ويبنى استخراج المؤشر على أسس معينة هي:

١- عينة ملائمة وممثلة : ويقصد بها مجموع الأوراق المالية التي تستخدم في حساب المؤشر فكلما زاد عدد الأوراق التي يتضمنها المؤشر كان أكثر تمثيلاً للسوق . على أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق (WWW.alborsa.com.2002) .

٢- الوزن : يجب أن تأخذ عناصر العينة أوزاناً متناسبة مع حجم تأثيرها في المجتمع عينة البحث (Francis,1988,250) . فيجب أن يكون هناك أسلوب محدد لتحديد الوزن النسبي لعناصر العينة، التي يقصد بها القيمة النسبية للسهم داخل العينة. وهناك ثلاثة مداخل لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل العينة وهذه المداخل هي (هندي، ١٣٤، ١٩٩٩-١٤١):

أ- مدخل الوزن على أساس السعر: يتحدد وزن كل سهم في هذا المدخل اليا على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر ، طالما يوجد سهم واحد لكل شركة مختارة لبناء المؤشر .

ب- مدخل الأوزان المتساوية: يعطي هذا المدخل قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر ، فإذا كان لمستثمر ما محفظة أوراق مالية فان تطبيق مدخل الأوزان المتساوية يعني تساوي إجمالي المبلغ المستثمر في كل نوع من الأسهم .

ج-مدخل الأوزان حسب القيمة: يعطي هذا المدخل وزناً للسهم بحسب القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر . فالشركات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة .

٣- وحدات قياس واضحة: أن قيمة المؤشر المحتسب يجب أن تتم بوحدات قياس سهلة الفهم وقادرة على التعبير عن طبيعة الحركة الحاصلة في السوق (Francis,1989,250) فهناك مؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية، وهناك مؤشرات تحسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر. ويحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي أو على أساس المتوسط الهندسي . وعلى المستثمر أن يتعرف على طريقة حساب قيمة المؤشر. فالمؤشر المحسوب على أساس المتوسط الحسابي، يسفر عنه معدل عائد يختلف عن العائد من مؤشر مماثل محسوب على أساس المتوسط الهندسي . كما أن عائد المؤشر المحسوب على أساس الأرقام القياسية يختلف عن عائد المؤشر المحسوب على أساس المتوسطات (هندي، ١٤٠، ١٩٩٩-١٤١) .

ثانيا: القيمة السوقية

ويقصد بالقيمة السوقية رسملة السوق المالية (Capitalization) وهي عبارة عن مجموع الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، أو أنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في السوق تبعا لأسعار سوق رأس المال (العاني، ٢٠٠٢، ٦٠-٦١). وتعد القيمة السوقية مؤشرا على قياس حجم أسواق الأسهم من خلال أخذ نسبته إلى الناتج المحلي الاجمالي، كما تستخدم القيمة السوقية من قبل العديد من المراقبين للأسواق بوصفها مؤشرا لتطور نشاط السوق (Levine & Zervos, 1996, 7-8). فكلما ارتفعت القيمة السوقية دل ذلك على ارتفاع مستوى نشاط السوق ، سواء من حيث زيادة عدد الأسهم المدرجة في السوق وزيادة عدد الشركات المدرجة فيها، أو ارتفاع أسعار السوق الذي قد يكون انعكاسا لاتساع حجم المعاملات المالية في السوق أو كليهما معا (العاني، ٢٠٠٢، ٦١) .

ثالثا: حجم التداول

يقاس حجم التداول بعدد الأسهم التي يتم تداولها في سوق رأس المال (جابر، ٢٢٩، ١٩٨٩). أو بقيمة الأسهم التي يتم تداولها في قاعة السوق بمختلف الأسعار خلال مدة معينة (صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات اسواق الاوراق المالية العربية، الربع الثالث ، ٢٠٠٢، ٣). ويعد حجم التداول مؤشرا جيدا على مستوى نشاط السوق ، ودرجة سيولتها من خلال أخذ نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي (العاني، ٢٠٠٢، ٦٧). إذ أن حجم التداول يعطي تلميحات مهمة عن قوة السوق واحتمالات صعوده أو هبوطه في المستقبل (جابر، ٢٢٩، ٢٠٠٢). فعمليات البيع والشراء الكثيفة للأسهم في مدة معينة تولد حجم تداول كثيفا وينتج عن ذلك زيادة في الطلب الكلي على الأسهم في المدة نفسها (Kaizoj, 2000, 497) وبالتالي احتمال صعود الأسعار هي الخطوة التالية، ويعني ذلك تفاؤل المستثمرين وان تلك الاحتمالات هي التي تدفع المزيد من المستثمرين إلى الدخول إلى السوق ورفع الأسعار. أما إذا لم يكن هناك تداول كبير بالأسهم ، فإن ذلك يؤدي إلى قلق المستثمرين الذين يندفعون نحو تصفية مراكزهم الاستثمارية مما يسبب ضغطا على الأسعار وانخفاضها. وبذلك يمكن القول أن الطلب على الأسهم ليس هو الشيء الوحيد الذي يؤدي إلى زيادة الأسعار ، بل أن كثافة التداول وزيادة الأسعار هي التي تولد الطلب. ثم إحداث زيادات جديدة في الأسعار (جابر، ٢٢٩، ١٩٨٩-٢٣٠)

رابعاً: معدل دوران الأسهم

وهو يعادل القيمة الكلية للأسهم المحلية المتداولة خلال مدة معينة كنسبة مئوية من القيمة السوقية لتلك المدة (ضو، ١٨٩، ٢٠٠٠). ويعد معدل الدوران من المؤشرات المهمة التي تقيس سيولة سوق رأس المال ، ويستخدم معدل الدوران العالي في أغلب الأحيان بوصفه مؤشرا على أن كلف إتمام المعاملات المالية منخفضة. ومن المهم أن أسواق الأسهم الكبيرة الحجم لا تعد بالضرورة أسواقا ذات سيولة مالية كبيرة، فالأسواق الكبيرة ولكن غير الكفوءة سوف يكون لها قيمة سوقية كبيرة ومعدل دوران صغير (Levine&Zervos,1996,8)

خامساً: عدد الشركات

ويقصد بذلك عدد الشركات المدرجة في سوق رأس المال التي تتداول أوراقها المالية في السوق (صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات اسواق الاوراق المالية العربية ، الربع الثالث ، ٢٠٠٢، ٣).

مما سبق يمكن القول أن أداء أسواق رأس المال هو عبارة عن مجموعة من المؤشرات تقيس حالة السوق أو نشاطه وتعد معيارا لنجاح إدارة أي سوق أو فشلها ، ويمكن في الوقت نفسه استخدامها للمقارنة بين أسواق رأس المال.

الفصل الثاني

السياسة النقدية وبيئة الاستثمار

تمهيد

تعد السياسة النقدية إحدى أهم أدوات السياسات الاقتصادية ، تستخدمها الدول للتأثير في النشاط الاقتصادي بما يتلاءم وتحقيق أهدافها. ولما كان نشاط أسواق رأس المال يمثل جزءا مهما وكبيرا من النشاط الاقتصادي ، فإن المستثمرين والمحللين الماليين يأخذون بنظر الاعتبار السياسة النقدية عند تحليلهم العوامل المؤثرة في أسواق رأس المال ، بوصفها أحد العوامل الخارجية المؤثرة في أداء أسواق رأس المال ، وذلك من خلال مجموعة من الأدوات والمتغيرات . وسوف يتم تحليل هذا التأثير من خلال المباحث الآتية:

المبحث الأول: السياسة النقدية، مفهومها وأهدافها.

المبحث الثاني: مجالات تأثير السياسة النقدية في الاستثمار في الأوراق المالية .

المبحث الثالث: تأثير متغيرات السياسة النقدية في أداء أسواق رأس المال .

المبحث الأول

السياسة النقدية، مفهوماً وأهدافها

أولاً : المفهوم

تعرف السياسة النقدية على أنها السياسة التي تشمل جميع القرارات والإجراءات النقدية بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، وكذلك جميع الإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي. (السيد علي، ٣٦٨، ١٩٨٤)

ويعج الأدب النقدي بالعديد من المفاهيم للسياسة النقدية فهناك من يرى بأنها مجموعة من القواعد والوسائل والأساليب والإجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتحكم في عرض النقد بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية معينة خلال مدة زمنية معينة (عبد الحميد، ٢٨٤، ١٩٩٧) وعرفها آخر على أنها تنظيم كمية النقود المتوفرة في المجتمع لغرض تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية المتمثلة في تحقيق التنمية الاقتصادية، والقضاء على البطالة، وتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات، والمحافظة على استقرار المستوى العام للأسعار. (مجيد، ١٧٣، ١٩٩٨) ويرى آخرون أن للسياسة النقدية معنيين واسعاً وضيقاً. ويقصد بالسياسة النقدية بالمعنى الواسع أنها موقف السلطة السياسية تجاه النظام النقدي للمجتمع الذي تحكمه ، أما بالمعنى الضيق فهي إدارة النظام النقدي من أجل الوصول إلى أهداف معينة تحقق رفاهية الشعب ككل (العبادي، وآخرون، ١٧٣، ٢٠٠٠) .

ثانياً: الأهداف

تأسيساً على التعاريف الأنفة الذكر للسياسة النقدية ، فأنها تسعى عموماً إلى تحقيق جملة من الأهداف منها:

١- تحقيق الاستقرار في الأسعار: يتفق الاقتصاديون على أن الهدف المنطقي والأفضل للسياسة النقدية هو تحقيق استقرار الأسعار في سبيل خلق مناخ جاذب للاستثمارات المباشرة وغير المباشرة. (حبيقة، ١، ٢٠٠٣) فالبنك المركزي لا يتدخل مباشرة لرفع النشاط الاقتصادي أو لجذب الاستثمار الوطني والأجنبي، ولكنه يسعى إلى الحفاظ على استقرار الأسعار مما قد يسهم وعلى نحو أساس في تخفيز النمو الاقتصادي وجذب الاستثمارات (طوقان، ٢، ٢٠٠٢).

٢- المساهمة في تحقيق هدف التشغيل : وتشترك في ذلك مع السياسة المالية وتقوم على زيادة عرض النقد في حالة البطالة والكساد لتزيد من الطلب الفعال، فيزداد الاستثمار والتشغيل في الاقتصاد القومي.

- ٣- المساهمة في تحقيق توازن ميزان المدفوعات: يمكن أن تسهم السياسة النقدية في معالجة العجز في ميزان المدفوعات عن طريق قيام البنك المركزي برفع سعر إعادة الخصم فيؤدي هذا بدوره إلى قيام المصارف التجارية برفع أسعار الفائدة على القروض مما يؤدي إلى تقليل حجم الائتمان والطلب المحلي على السلع والخدمات مما يخفض من حدة ارتفاع المستوى العام للأسعار داخل الدولة، ويؤدي خفض مستويات الأسعار الداخلية إلى تشجيع صادرات الدولة والى تقليل إقبال المواطنين على شراء السلع الأجنبية ، ومن جهة أخرى يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة داخليا إلى إقبال الأجانب على إيداع أموالهم في المصارف الوطنية ثم إلى دخول مزيد من رؤوس الأموال إلى الدولة مما يساعد على تقليل العجز في ميزان المدفوعات . (عبد الحميد ١٩٩٧ ، ٢٨٨) .
- ٤- تحقيق الاستقرار في أسعار الصرف. أن في إمكان السياسة النقدية الاحتفاظ باستقرار أسعار الصرف بواسطة محاولة تحقيق الاستقرار في مستوى الأسعار الداخلية وفي مستوى الإنتاج والاستخدام . (الجاسم، ١٠، ١٩٨١)
- ٥- تحقيق معدلات نمو اقتصادية مناسبة في القطاعات الاقتصادية المختلفة بما يحقق زيادة في حجم الدخل القومي ونمو الناتج المحلي الإجمالي.
- ٦- المساهمة في تسريع عملية التنمية الاقتصادية وذلك بتوفير المناخ المناسب لتنفيذ المشاريع وبرامج التنمية الاقتصادية والاجتماعية في البلدان النامية . (الشمري، ٢٩٧، ١٩٨٨)

المبحث الثاني

مجالات تأثير السياسة النقدية في الاستثمار في الأوراق المالية

إن في إمكان السياسة النقدية التأثير في الاستثمار في الأوراق المالية في أسواق رأس المال من خلال استخدامها للأدوات الكمية غير المباشرة، لأن استخدامها للأدوات المباشرة قد يكون مفيدا لنشاط السوق (العاني، ٣٣، ٢٠٠٢) فضلا عن أن استخدامها للأدوات الكمية يُساعد على تطوير الوساطة المالية وتعميق السوق المالي مما يؤدي بدوره إلى تحسين كفاءة تعبئة الادخارات وتوجيه الاستثمارات (السيد علي، ٢٣، ٢٠٠١). وفيما يأتي الأدوات التي تستخدمها السلطة النقدية للتأثير في الاستثمار في الأوراق المالية :

أولاً: عمليات السوق المفتوحة

وهي عبارة عن قيام البنك المركزي بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية الحكومية ذات الأجل المتفاوتة في السوق المالي وتسمى هذه المحفظة عادة بـ(المحفظة الاستثمارية) (عبد الرحمن، وعريقات، ٢٣٨، ١٩٩٩) . ويقوم البنك المركزي بهذه العملية بهدف التأثير في سيولة المصارف واحتياطياتها ثم قدرته على توفير النقود من خلال الإقراض (عبد الفتاح، ٣٣، ١٩٩٨) فإذا كان هدف البنك المركزي زيادة عرض النقد ، فسيقوم بعمليات شراء السندات الحكومية من السوق المالي، ويدفع ثمن هذه السندات نقداً أو بصكوك مسحوبة على البنك المركزي تودع في المصارف التجارية مما يؤدي إلى زيادة حجم الأرصدة النقدية لدى المصارف التجارية والأفراد بما يدفع بالمصارف التجارية إلى التوسع في الائتمان فيزيداد عرض النقد ، وكذلك السيولة المحلية الإجمالية للاقتصاد الوطني.

على العكس من ذلك إذا كان هدف البنك المركزي هو إنقاص عرض النقد ، إذ سيقوم ببيع السندات الحكومية، ويدفع المشترون ثمن هذه السندات نقداً أو بصكوك مسحوبة على المصارف التجارية مما يقلل من حجم الأرصدة النقدية لدى المصارف التجارية والأفراد بما يحد من قدرة المصارف على منح الائتمان وتوفير النقود، وذلك سيقص من عرض النقد ومن السيولة المحلية الإجمالية للاقتصاد الوطني (عبد الحميد، ٣٠٣، ١٩٩٧)

تعد هذه الأداة أداة فاعلة ومهمة عندما تكون هناك سوق مالية متطورة وكفاءة فهي أكثر الأدوات فعالية في الدول المتقدمة التي تمتلك سوقاً مالياً متطوراً (الرفاعي، والوزني، ١٧١، ١٩٩٦).

أما في الدول النامية فتكون هذه الأداة ذات فعالية متواضعة، لان هذه الدول مازالت تفتقد إلى أسواق نقدية وأسواق راس مال متطورة وان وجدت فأنها تتسم بالمحدودية في نشاطها وضيق تداول الأوراق المالية الخاصة بهذا السوق (عبد الرحمن، وعريقات، ٢٣٩، ١٩٩٩). ويمكن من خلال القيام بعمليات السوق المفتوحة أن يصل تأثير السياسة النقدية إلى نشاط الاستثمار بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) ومن خلال القنوات الآتية:

١- سعر الفائدة :

إن اتباع البنك المركزي سياسة نقدية انكماشية بواسطة عمليات السوق المفتوحة يؤدي إلى زيادة المعروض من الأوراق المالية الحكومية، والى انخفاض أسعار السندات مما يؤدي بدوره إلى ارتفاع في أسعار الفائدة، ويصحب الانخفاض في أسعار السندات انخفاض في أسعار الأسهم وارتفاع في نسبة مقسوم الأرباح/الأسعار، وذلك لان نسبة مقسوم الأرباح إلى السعر هي إيراد مماثل في كثير من النواحي لإيراد الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، وعندما يزداد مردود السندات نسبة إلى مردود الأسهم فإن المستثمرين سيتحولون من الأسهم إلى السندات، لينجم عن ذلك انخفاض في أسعار الأسهم وارتفاع في إيراداتها إلى أن تصبح إيرادات الأسهم في خط مع إيرادات السندات. وفي مدة ارتفاع أسعار الفائدة تزداد توقعات المستثمرين عن الأرباح في المستقبل وفي مثل هذه الحالة تعوض التوقعات اثر ارتفاع أسعار الفائدة في أسعار الأسهم، وهكذا فان أسعار الفائدة المرتفعة تجعل أسعار الأسهم منخفضة. (الجاسم، ١٩٨١، ١٩٠) أما في حالة اتباع البنك المركزي سياسة نقدية توسعية بواسطة عمليات السوق المفتوحة، فإن الطلب على الأوراق المالية الحكومية سيزداد مؤدياً إلى ارتفاع أسعارها. وبما أن العلاقة عكسية بين أسعار السندات وأسعار الفائدة، إذ يؤدي ارتفاع أسعار السندات إلى انخفاض أسعار الفائدة، مما يتسبب في انخفاض كلفة الائتمان المصرفي، الأمر الذي يساعد الأفراد والمستثمرين على زيادة طلبهم على الائتمان والتوجه في التعامل نحو السوق المالية واقتنائهم الأوراق المالية بأشكالها المختلفة مما سيؤدي بدوره إلى حصول ارتفاع في مؤشرات أسعار السوق.

٢- الاحتياطات النقدية:

عند قيام البنك المركزي بشراء السندات من الأفراد والشركات ودفع قيمتها في صورة صكوك مسحوبة عليه، يقوم البائعون بإيداعها في حسابهم لدى المصارف التجارية. ويعمل قيام البنك المركزي بشراء السندات من المصارف التجارية على زيادة الاحتياطات النقدية لدى المصارف التجارية. وفي كلتا الحالتين سوف تزداد السيولة لدى المصارف التجارية، مما يزيد

من قدرتها على منح الائتمان وبكلفة منخفضة، وهكذا يتجه الأفراد والمستثمرون إلى الاقتراض من المصارف التجارية والتوجه بالأموال نحو الاستثمار في الأوراق المالية (الأسهم والسندات) وبذلك يزداد نشاط السوق. (العاني، ٢٠٠٢، ٣٩).

ثانياً: معدل الخصم

يعد سعر إعادة الخصم من اقدم الوسائل التي استخدمتها البنوك المركزية في القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين، غير أنها أصبحت قليلة الأهمية في العصر الحديث وخاصة في البلدان النامية، لأن اداة سعر إعادة الخصم تستوجب وجود سوق نقدية متطورة يكون فيها التعامل نشطاً بالأوراق التجارية وبقية أدوات الائتمان المصرفي القصيرة الأجل، ولا توجد مثل هذه السوق في البلدان النامية، ولهذا فان اداة سعر إعادة الخصم تكون ذات أهمية متواضعة في البلدان النامية، (عبد الرحمن، وعريقات، ٢٣٧، ١٩٩٩).

أن سعر إعادة الخصم يعني: الفائدة التي يتقاضاها البنك المركزي من المصارف التجارية في مقابل ما يعيد خصمه من أوراق تجارية أو ما يعطيها من قروض بضمان أوراق مالية معينة (فايز، ١، ٢٠٠٢). ويستخدم البنك المركزي سعر إعادة الخصم في إدارة سياسته النقدية للحفاظ على هيكل أسعار فائدة ملائم، فضلاً عن الحفاظ على مستويات مربحة من الاحتياطات بالعملات الأجنبية (طوقان، ٤، ٢٠٠٢)، والتأثير في المتغيرات النقدية. فعندما يهدف البنك المركزي إلى اتباع سياسة نقدية توسعية فانه يخفض من سعر إعادة الخصم مما يشجع المصارف التجارية على الاقتراض منه وزيادة احتياطياتها النقدية، فتزداد قدرتها على منح الائتمان وزيادة عرض النقد، وانخفاض سعر الفائدة، ودفع عملية التنمية في البلاد خاصة إذا وجهت تلك الأموال إلى أفراد يزمعون إنشاء مشاريع صناعية وتنموية مما يجنب الاقتصاد حالة الركود (الرفاعي، والوزني، ١٧٣، ١٩٩٦). ومن ذلك يلاحظ أن هناك علاقة قوية بين سعر إعادة الخصم وسعر الفائدة على القروض التي تمنحها المصارف لعملائها، إذ تستطيع المصارف أن تقوم بإقراض أموالها وتحقق هامش ربح معقولاً، لأنها تقترض من البنك المركزي نظير الأوراق التجارية التي تحصل عليها من العملاء (عبد الحميد، ٣٠٥، ١٩٩٧). أن استخدام السياسة النقدية لأداة سعر إعادة الخصم تأثير في الاستثمار في الأوراق المالية ويمتد أثره على النحو الآتي:

بما أن اداة سعر إعادة الخصم تعد أداة مهمة للسيطرة على التوسع والانكماش بالأموال، فهي أما أن تشجع على زيادة الائتمان أو على الحد منه، ويترتب على ذلك انخفاض الأموال المتاحة للاستثمار بالأوراق المالية أو زيادتها من خلال هيكل أسعار

الفائدة(العامري،٢٩،١٩٩٦). فإذا قامت السلطة النقدية برفع سعر إعادة الخصم فسينتج عنه رفع سعر الفائدة على الودائع والقروض في المصارف التجارية، وينتقل اثر ذلك الى الاستثمار في أسواق راس المال. أن رفع سعر الفائدة على الودائع في المصارف التجارية (السوق النقدية) سيؤدي إلى جذب رؤوس الأموال وانتقالها من سوق راس المال إلى السوق النقدية وسيكون هناك تحول صاف من الاستثمار الطويل الأجل إلى الاستثمار القصير الأجل بسبب اختلاف العوائد الناتجة عن الاستثمار. وسوف يسبب ذلك ارتفاع أسعار الفائدة الطويلة الأجل في السوق الرأسمالي، مما يؤدي إلى الانخفاض في أسعار الأسهم والسندات في السوق الرأسمالي. وعلى العكس من ذلك سوف يؤدي خفض سعر الفائدة على الودائع المصرفية، إلى انتقال رؤوس الأموال من السوق النقدية إلى سوق راس المال، وبذلك ينخفض سعر الفائدة الطويلة الأجل في سوق راس المال، فترتفع أسعار الأسهم والسندات (العاني،٣٧،٢٠٠٢). أما فيما يخص سعر الفائدة على القروض، فعندما يقوم البنك المركزي برفع سعر إعادة الخصم، فأما أن تضطر المصارف التجارية إلى دفع معدلات عالية عند الحاجة إلى الاقتراض (وذلك بخصم الأوراق التجارية لدى البنك المركزي) التي بدورها ترفع معدلات الفائدة على عملائها من اجل المحافظة على هامش ربح معين مما يؤدي إلى خفض الطلب على القروض لغرض الاستثمار بالأوراق المالية. (العامري،٢٩،١٩٩٦) أو أن تحجم المصارف عن ما تمتلكه من تلك الأوراق، فتتخفف سيولة المصارف التجارية، فتتجه إلى السوق المالي لغرض تداول ما تمتلكه من أوراق مالية، إذ تقوم بممارسة أعمالها في السوق المالية بوصفها وسيطا ماليا ومستثمرا مما ينعكس ذلك على أداء السوق المالي. (العاني،٣٧،٢٠٠٢)

ثالثا: نسبة الاحتياطي القانوني

تعتبر نسبة الاحتياطي القانوني عن أرصدة سائلة تمثل نسبة معينة من الودائع الإجمالية التي تحتفظ بها المصارف التجارية لدى البنك المركزي بدون أن يحصل عليها أي فوائد (سلمان واخرون،٢٧٦،٢٠٠٠) تعد هذه الأداة من أهم الأدوات وأكثرها استخداما في الاقتصاديات النامية لعدم وجود سوق مالي حقيقي ومتطور في تلك الاقتصاديات تمكن البنك المركزي من اتباع سياسة السوق المفتوحة أو سعر إعادة الخصم (الوزني، والرفاعي،١٧٤،١٩٩٦) أن الغرض الرئيس من استخدام هذه الأداة هو توفير حد أدنى من السيولة للمصرف، وحد أدنى من الضمان للمودعين (السيد علي،٣٩٥،١٩٨٤) فضلا عن تأثير السلطة النقدية في حجم الائتمان بالزيادة أو النقصان. ويؤثر التغير في نسبة الاحتياطي القانوني في الاستثمار في الأوراق المالية. فإذا عمد البنك المركزي إلى تخفيض نسبة

الاحتياطي القانوني، فان ذلك يقود إلى زيادة الاحتياطي النقدي لدى المصارف التجارية، الأمر الذي يعني زيادة السيولة في تلك المصارف وزيادة قدرتها على الإقراض، مما يتيح الفرصة للمصارف التجارية لاستثمار تلك الأموال في السوق المالية في مجال الإقراض والتداول، ويزيد ذلك الطلب على الأوراق المالية ويرفع من أسعارها مما ينعكس أثره على نشاط السوق المالية (العاني، ٢٠٠٢، ٤٠). أما إذا عمد البنك المركزي إلى زيادة نسبة الاحتياطي القانوني، فان ذلك سيتسبب في تخفيض نسبة الاحتياطي النقدي لدى المصارف التجارية، ويحد من قدرتها الإقراضية، ولما كانت المصارف التجارية هي المتعامل الرئيس في السوق المالي، فسوف يضطر إلى تصفية استثماراته بالأوراق المالية بهدف توفير أموال تكفي لمواجهة الزيادة المطلوبة من الاحتياطي القانوني، فيزداد المعروض من الأوراق المالية مما يؤدي إلى الانخفاض في أسعارها لينعكس ذلك على نشاط السوق مسببا الانخفاض في مؤشر أسعار السوق (العامري، ٢٠٠٨، ١٩٩٦).

رابعاً: التداول بالهامش:

نظرا لان السياسة النقدية عامة كثيرا ما تمتلك تأثيرا كبيرا في سوق الأسهم، فقد تم توسيع افق السياسة النقدية لتضم اكثر من مجرد عرض النقد وحده، فوضعت متطلبات هامشية على عملية شراء الأسهم وعدها البنك المركزي أداة يستخدمها للتحكم في عملية بيع الأسهم وشرائها وأطلق عليها التداول بالهامش (Pitter&Silber, 1980, 416). ويقصد بالتداول بالهامش: اقتراض جزء من المبالغ التي يحتاج إليها المستثمر من مؤسسات الوساطة المالية لشراء الاستثمارات المالية ولاسيما الأسهم العادية (العامري، ١٩٩٦، ٣٠). فمثلا إذا كانت نسبة الهامش ١٠٠% فيجب تقديم نقد بنسبة ١٠٠% ولا يسمح بحدوث أي اقتراض. وإذا كانت نسبة الهامش ٨٠% فيجب وضع ذلك المقدار من مال المرء عند شراء الأسهم، ويمكن تحويل ٢٠% المتبقية لا اكثر عن طريق الاقتراض من مصرف أو سمسار (Ritter&Silber, 1980, 416). يستخدم البنك المركزي هذه الأداة بوصفها وسيلة مالية لتنظيم الائتمان وضبط حركة السوق المالي، وعادة ما يحدد البنك المركزي نسبة الهامش (العامري، ١٩٩٦، ٣٠) وهي أعلى نسبة مسموح بها من الاقتراض إلى مجموع قيمة الأسهم المشتراة (الشماع، ١٩٩٢، ٥٩١)، ويقوم البنك المركزي برفع هذه النسبة وخفضها تبعا للحالة التي يراها مناسبة للاستثمار في السوق المالية، وبموجب هذه السياسة يتمكن المستثمر من شراء كميات كبيرة من الأسهم في الوقت الذي لا يملك فيه كامل مبلغ الاستثمار (العامري، ١٩٩٦، ٣٠). إذا فان التداول بالهامش هو بمثابة القروض ويطلق عليها

القروض التي يمكن استدعاؤها وذلك على أساس أن المصرف يمكنه المطالبة باسترداد قيمة القروض في أي وقت يشاء فيدفع المستثمر للمصرف معدل فائدة يساوي تقريبا معدل الفائدة فيما بين المصارف.

أن لاستخدام البنك المركزي لهذه الأداة تأثيرا في الاستثمار في الأوراق المالية. فعندما ترتفع مستويات أسعار الأسهم وتزداد المضاربات، يعمد البنك المركزي إلى رفع نسبة الهامش مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على القروض المستخدمة في تمويل شراء الأسهم، وتقليل إمكانيات المستثمرين في شراء مزيد من الأسهم، وضعف السيولة في السوق، مما يضع حداً للمضاربة ويزيل الآثار التي قد تركتها على مستويات الأسعار (هندي، ٩٧، ١٩٩٤-٩٨). ففي عام ١٩٩٨ قرر البنك المركزي الكويتي إيقاف التداول بالهامش للحد من نشاط المضاربة في ذلك الحين وهو ما ظهرت نتائجه في انكماش حجم التعامل في ذلك العام وانعكس على مؤشر أسعار السوق. (الشراح، ٣٤، ٢٠٠١) أما عندما يكون السوق في حالة ركود وذا سيولة ضعيفة، فإن البنك المركزي يعمد إلى زيادة السيولة عن طريق تخفيض الهامش فتزداد الأموال المتاحة للمستثمرين لتوظيفها في الاستثمارات المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع الطلب على الاستثمارات المالية وارتفاع أسعارها وانتعاش السوق (العامري، ٣١، ١٩٩٦). و أخيرا يمكن القول أن التأثير الكلي للسياسة النقدية في أسعار الأسهم لا ينشأ من قوة البنك المركزي على وضع المتطلبات الهامشية بقدر ما ينشأ من تأثيره في عرض النقد والمدى الكلي لنسب الفائدة والأسواق المالية. (Ritter&Silber,1980,416)

المبحث الثالث

تأثير متغيرات السياسة النقدية في أداء أسواق راس المال

إن أداء أسواق راس المال هو نتاج مباشر لسياسات اقتصادية تتبعها الدول وحكوماتها (شبيكي، ١، ٢٠٠١). وتعد حركة هذه الأسواق مؤشرا على أدائها (الامام ، والتميمي، ٢٨٧، ٢٠٠٢) ولتحديد حركة الأسواق المستقبلية يستخدم المستثمرون والمضاربون والمحللون الماليون طرائق مختلفة ويعتمدون على متغيرات مهمة لها علاقة بحركة أسواق راس المال، وتعد المتغيرات النقدية واحدة من أهم الأدوات التي تستخدم لمعرفة اتجاه أسواق راس المال بما يساعد المستثمر على اتخاذ القرار المناسب وفي الوقت الملائم.

(جابر، ٢٢٨، ١٩٨٩). وقد أكدت الدراسات التي تناولت العلاقة بين السياسة النقدية وأسواق راس المال، أن فهم هذه العلاقة يتطلب فتح الستار أولاً على الفرضية التي نالت دعماً واسعاً من علماء الاقتصاد والمتخصصين في ميدان التمويل وهي فرضية السوق الكفوء، ثم تناول مؤشرات السياسة النقدية وأثرها في أداء أسواق راس المال (Auerbach, 1982, 162).

فرضية السوق الكفوء

إن فرضية السوق الكفوء تفسر شيئاً كثيراً مما يدور حول الأسواق المنظمة للأوراق المالية (الأسهم والسندات) التي يجب أن يدركها المرء (Auerbach, 1982, 160). ومضمون هذه الفرضية أن قيمة الأسهم في سوق راس المال تتذبذب بين الحين والآخر بسبب تغير الأسعار الناتج عن وصول المعلومات الجديدة إلى السوق وفي كل مرة يتم فيها الحصول على معلومات جديدة يعيد المستثمرون تقييم قيم الأسهم على وفق تلك المعلومات (Ross, others, 1996, 264) ومن ثمة فإن الأسعار الحالية للأسهم في سوق راس المال الكفوء سوف تعكس بالكامل المعلومات المتاحة للمتعاملين فيه، واستناداً إلى تلك المعلومات المتاحة، لا يوجد سبب يجعل السعر الحالي للسهم مرتفعاً أو منخفضاً أكثر مما يجب. وتتساوى في هذه السوق القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية. ولا بد من التمييز بين ثلاثة أشكال من كفاءة السوق فهي أما أن تكون كفوءة على نحو (ضعيفة الكفاءة)، أو كفوءة على نحو (نصف قوية الكفاءة)، أو كفوءة على نحو (قوية الكفاءة) (<http://marciniak.waw>). ويرتبط الفرق بين هذه الأشكال بالمعلومات المنعكسة في الأسعار وكالاتي (مطر، ١٤٥، ١٩٩٩، ١٤٦):

أ- السوق ضعيفة الكفاءة: لا تعكس أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق إلا أسعارها التاريخية حسب، ويستطيع المستثمر أن يجني أرباح غير عادية إذا حصل على معلومات غير منشورة وليست متاحة لغيره أو إذا قام بتحليل البيانات المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيره.

ب- السوق الكفوءة على نحو (نصف قوية الكفاءة): تعكس أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق المعلومات التاريخية عن الأسعار فضلاً عن المعلومات العامة المنشورة مثل المعلومات عن الحالة الاقتصادية وغير ذلك من المعلومات، ويستطيع المستثمر أن يحصل على أرباح غير عادية إذا قام بالحصول على معلومات غير منشورة وتحليلها بكيفية تحققه المجال في كسب أرباح غير عادية.

ج- السوق الكفوءة على نحو (قوية الكفاءة): تعكس أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق المعلومات العامة والخاصة، أي المعلومات المتاحة للجمهور بما في ذلك المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم فضلاً عن المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة مثل

المعلومات المتاحة لإدارة الشركة وكبار العاملين فيها والمعلومات التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل وخبرة ومهارة. ولا يستطيع المستثمر في هذا المستوى تحقيق أرباح غير عادية على غيره لان المعلومات متاحة للعامّة من المتعاملين في السوق وفي الوقت نفسه. وبما أن فرضية السوق الكفوء تفسر أمور كثيرة بشأن أسواق راس المال ومادما بصدد السياسة النقدية، فان السياسة النقدية إذا كانت لا تمتلك تأثيراً قويا في سوق المال فمعنى ذلك أن سوق راس المال خامد معلوماتيا (أي غير كفوء) من حيث المعلومات مثل السياسة النقدية، مما يعني أن ذلك يمتلك تضمينات مهمة على المستويين الجزئي والكلّي (Habibullah&baharumshah,1996,123)

-على المستوى الجزئي: يستطيع الفرد المستثمر الاستمرار في تحقيق ارباح غير اعتيادية من سوق راس المال عبر استخدام معلومات عن تغيرات في السياسة النقدية .
-على المستوى الكلّي: تثير الشكوك بشأن قدرة السوق على اداء دوره الاساس في توجيه الأموال نحو اكثر قطاعات الاقتصاد إنتاجية.
وبعد أن تناولنا فرضية السوق الكفوء ننتقل إلى متغيرات السياسة النقدية وأثرها في أداء أسواق راس المال حسب الآتي:

أولا : عرض النقد

يرمز لعرض النقد بالرمز (M) وينسحب مفهوم عرض النقد إلى:
-(M1) يعبر عن مجموع العملة في التداول خارج الجهاز المصرفي زائدا الودائع الجارية تحت الطلب مما يملكه القطاع الخاص اللامصرفي لدى المصارف التجارية، ويطلق عليه(عرض النقد بمعناه الضيق).
-(M2) يعبر عن عرض النقد بمعناه الضيق(M1) زائدا الودائع الادخارية والثابتة الخاصة لدى المصارف التجارية، ويطلق عليه(عرض النقد بمعناه الواسع) (Habibullah&baharumshah,1996,125)
-(M3) يعبر عن عرض النقد بمعناه الواسع (M2) زائدا الودائع الجارية وغير الجارية الحكومية، ويطلق عليه إجمالي السيولة المحلية التي يتمتع بها الاقتصاد القومي .
-(M4) : يعبر عن(M3) فضلا عن الأصول والخصوم النقدية لدى المصارف المتخصصة (عبد الحميد، ٢٩٠، ١٩٩٧).

يعد البنك المركزي المسؤول الوحيد عن عرض النقد فهو يؤثر ويتحكم فيه بما يتلاءم مع تطور النشاط الاقتصادي (عبد الحميد، ٢٩٣، ١٩٩٧). ولما كان نشاط اسواق راس المال

جزءا مهما من النشاط الاقتصادي فان أي تغير في عرض النقد سيكون له تأثير في أداء هذه الأسواق. لقد نالت العلاقة بين عرض النقد وأسواق راس المال اهتماما كبيرا من لدن الباحثين والكتاب وقدمت فيها مجموعة من الدراسات، إذ توصل (sprinkel) في عام ١٩٦٤ إلى أن هناك علاقة قوية بين اسواق راس المال وعرض النقد في الولايات المتحدة، ومنذ ذلك الحين اختبرت العلاقة بين عرض النقد وسوق راس المال لمختلف الاقتصاديات (Habibullah&baharumshah,1996,21) بسبب الاعتقاد القائل أن تغيرات عرض النقد لها تأثيرات مباشرة مهمة عبر تغيرات أسعار الأوراق المالية، وتأثيرات غير مباشرة عبر تأثيراتها في النشاط الاقتصادي الحقيقي الذي يظهر في المقابل على انه على انه من المحددات الرئيسية لأسعار الأسهم (Habibullah&baharumshah,2000,413). فالنذنبذبات الحاصلة في عرض النقد تؤدي إلى التذبذبات في أسعار الأسهم مستندة في ذلك إلى سلسلة من فرضية السبب والنتيجة وهذه الفرضية بشكلها المبسط هي: (أن التغير في عرض النقد يسبب التغير في أسعار الأسهم على نحو مباشر أو غير مباشر عبر سوق السندات ونسبة العائد أو عبر التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي). أن التغير المباشر يحصل من خلال قيام البنك المركزي بزيادة عرض النقد بنسبة أسرع من المعتاد، إذ يجد الأفراد أنفسهم أمام سيولة أكثر مما يحتاجون إليها لأغراض المعاملات المالية، فينفقون بعضا من هذه الأموال الزائدة في شراء الأوراق المالية ومنها الأسهم، فطالما أن عرض النقد ثابت وخاصة على المدى القصير، فان الطلب الزائد على الأسهم يولد حجم تداول كثيفا ويؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم وقيمتها. في حين تأتي النتائج متشابهة مع أن الانتقال غير المباشر عبر سوق السندات ونسبة العائد كان أكثر تعقيدا إلى حد ما (Ritter&Silber,1980,413). ويحصل ذلك عندما يقوم البنك المركزي بزيادة عرض النقد مما يؤدي إلى الانخفاض في أسعار الفائدة وبما ان العلاقة عكسية بين أسعار الفائدة والسندات، فان انخفاض أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع أسعار السندات (العاني، ٢٠٠٢، ٣٥) ويعمل ارتفاع أسعار السندات على نحو مباشر على انخفاض عوائدها (جابر، ٢٣٠، ١٩٨٩) ولكون العائد على السندات اقل فمن المحتمل أن ينخفض الإقبال على شراء السندات، ويتحول مشتري السندات إلى سوق الأسهم لان بديلاتها من السندات قد أصبحت أكثر غلاء واكل عائدا ونتيجة لتوسع الطلب على الأسهم يزداد حجم تداول الأسهم وترتفع أسعارها وقيمتها. في حين يحصل الانتقال عبر الناتج المحلي الإجمالي لان الزيادة في عرض النقد تقود إلى انخفاض نسبة الفائدة، وإنفاق استثماري أكثر، وأنفاق استهلاكي أكثر، ونسبة من الناتج المحلي الإجمالي أعلى إلى جانب أرباح موزعة على المساهمين اكبر نتيجة لزيادة الإنتاج التي عادة ما تنعكس على مستوى الطلب على منتجات الشركة، وتحفز الأرباح الموزعة على المساهمين الأعلى شراء

الأسهم مما يؤدي بدوره إلى زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار الأسهم وقيمتها (Ritter&Silber,1980,413) أن النتيجة في الحالات الثلاثة السابقة سواء كانت سلسلة السبب مباشرة من عرض النقد إلى أسعار الأسهم أو غير مباشرة عبر سوق السندات ونسبة العائد أو عبر الناتج المحلي الإجمالي هي نفسها وتتمثل في أن الزيادة في عرض النقد تقود إلى زيادة الطلب على الأسهم ثم إلى ارتفاع مؤشرات أداء سوق راس المال^(١). (Ritter&Silber,1980,414).

إن الزيادة في عرض النقد قد يظهر لها أحيانا اثر سلبي^(٢). مثلما يكون لها اثر إيجابي في أسعار الأسهم ويتمثل ذلك الأثر السلبي في حجم الإصدارات الجديدة، إذ قد يذهب جزء من الزيادة في عرض النقد على شكل إصدارات جديدة من الأسهم والسندات مما يؤدي إلى امتصاص جزء لا بأس به من السيولة المتاحة ثم إلى انخفاض أسعار الأسهم (الزغبى، ٣٢٤، ٢٠٠٠). كما أن للزيادة في المعروض النقدي تأثيرا سلبيا مثلما أن لها اثر إيجابيا في أرباح الشركات، ويتمثل ذلك الأثر السلبي في احتمال حدوث تضخم، يؤدي في النهاية إلى زيادة الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمرون. وبما أن القيمة السوقية للشركة ثم القيمة السوقية للسهم العادي الذي تصدره تتحدد في ضوء حجم التدفقات النقدية المتوقعة والحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار فيمكن القول أن النتيجة النهائية لتأثير عرض النقد في أسعار الأسهم يتوقف على حجم تأثير كل من هذين المتغيرين (هندي، ١٦٥، ١٩٩٩).

ومثلما تؤثر الزيادة في عرض النقد في أسعار الأسهم فإن التناقص في عرض النقد سيكون له تأثير في أسعار الأسهم أيضا.

(١) من الشواهد التاريخية التي تثبت ذلك ما حصل في نيويورك من أواسط ١٩٢٧ إلى أواسط ١٩٢٨ إذ ازداد عرض النقد بنسبة ١٦% ومن أواسط ١٩٢٨ إلى أواسط ١٩٢٩ ازداد بنسبة ١٢% وقد تضاعف سوق الأسهم في تلك الأثناء ولكن في السنتين التاليتين من أواسط ١٩٢٩ إلى أواسط ١٩٣١ تقلص عرض النقد بحوالي ٥% كل سنة، فكان تفاعل سوق الأسهم مع عرض النقد أكبر تفاعل فائق في التاريخ، وبسبب انخفاض المعروض النقدي خسرت السوق جميع الأرباح التي حققها في السنتين السابقتين .
(٢) ففي نيويورك وفي عام ١٩٤٠ تحديدا انخفض مؤشر أسعار الأسهم ١٥% على الرغم من أن عرض النقد كان يرتفع بنسبة ١٥%، وفي عام ١٩٧٣-١٩٧٤ انخفض مؤشر الأسعار للسوق أكثر من ١٥% على الرغم من زيادة عرض النقد بمقدار ١١% خلال تلك المدة .

فالتناقص في عرض النقد بنسبة إبطا مما هو من الضروري توفيره لحاجات المعاملات المالية، سيولد نقصا في التمويل وتكون النتيجة انخفاضا في شراء الأسهم مما سوف يتسبب في انخفاض في حجم التداول، ويكون ذلك أما :

-على نحو مباشر إذ يؤدي الانخفاض في عرض النقد إلى الانخفاض في أسعار الأسهم وقيمتها

-أو غير مباشر بسبب كون السندات عمليات شرائية أكثر جاذبية نتيجة لان عوائد السندات المتمثلة بالفوائد أعلى من عوائد الأسهم فيتحول المستثمرون من سوق الأسهم إلى سوق السندات بما يؤدي إلى الانخفاض في أسعار الأسهم وقيمتها. أو بسبب انخفاض الأرباح الموزعة على المساهمين لدى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي موديا ذلك إلى انخفاض الطلب على الأسهم ثم إلى انخفاض حجم التداول للأسهم وانخفاض أسعارها وقيمتها. (Ritter,Silber,1980,414).

مما سبق يتضح أن هناك علاقة طردية بين عرض النقد وأسعار الأسهم، فالزيادة في عرض النقد تقود إلى شراء الأسهم ثم إلى ارتفاع حجم التداول بالأسهم وارتفاع أسعارها وقيمتها إلا في بعض الحالات التي تم ذكرها سابقا إذ قد تؤدي الزيادة في عرض النقد إلى الانخفاض في أسعار الأسهم. على العكس من ذلك يقود الانخفاض في عرض النقد إلى الانخفاض في شراء الأسهم ثم إلى الانخفاض في حجم التداول للأسهم والانخفاض في أسعارها وقيمتها.

ثانيا :سعر الفائدة

يمثل سعر الفائدة ثمن التخلي عن النقود أو راس المال (Lanyi&Saracoglu,1983,10) تستخدمه الدولة أداة لضبط الأسواق وتوجيه النشاط الاقتصادي، فأى تغير ولو طفيف يطرأ عليه يؤثر في حركة الأموال في المجتمع وتوجهات الاستثمار سواء أكان مباشرا على شكل مشروعات أم غير مباشر في الأوراق المالية(إبراهيم، ٢٠٠٢، ١).

وفيما يتعلق بتأثير سعر الفائدة في أسواق راس المال فيبرز تحت أشكال متعددة وكالاتي:
أولا : يعد سعر الفائدة عنصرا مهما في نفقات المشروعات وذلك لان المشروعات عادة ما تلجا إلى الاقتراض في ظل غياب مواردها الذاتية المتاحة من الاحتياطات والأرباح المتراكمة وما تحوزه من أصول نقدية سائلة.

ثانياً: أن أسعار الأوراق المالية في أسواق راس المال تمثل القيمة الحالية لمال المستقبل فالقيمة المباشرة تتوقف على سعر الخصم أو العائد المتوقع، وهذا السعر هو سعر الفائدة السائد في اللحظة نفسها والمتعلق بالتوظيف للمدة ذاتها. (السامرائي، ٣٦٠، ٢٠٠٢-٣٦١)

ثالثاً: يؤثر سعر الفائدة في الاستثمارات الخاصة في شركات الأعمال وبهذا فهي تؤثر في الإنفاق الكلي والأرباح الموزعة على المساهمين وأسعار الأسهم.

رابعاً: يؤثر سعر الفائدة في تخصيص الأموال بين أسواق الأسهم والسندات فهي بذلك تؤثر في الطلب على الأسهم والسندات وفي أسعارهما. (Singh&Talwar,1982,76)

ولما كان سعر الفائدة من أهم العوامل الاقتصادية التي يأخذها المستثمر بنظر الاعتبار في التحليل، فإنه بالطبع سيكون عاملاً مؤثراً مهماً في الأوراق المالية المتداولة في أسواق راس المال والتمثلة بالأسهم والسندات. فإن في الإمكان اعتبار أسعار الفائدة والأسهم والسندات على أنهما وجهان للعملة نفسها. فنسبة العائدات المستحصلة من سهم هي القسط المدفوع للسهم، أما نسبة العائدات المستحصلة من سند فهي تسديد قسط السند (Parkin&Others,1997,402) ومن الممكن بحث هذه العلاقة حسب الآتي.

١- تأثير سعر الفائدة في الأسهم:

أن حركة سعر الفائدة هي أحد العوامل الرئيسية التي تسبب حدوث التغيرات في أسعار الأسهم. وتعكس الثقل الذي يضعه المستثمرون على الدخل المستقبلي للأسهم عند تحديدهم قيمة الأسهم (Balke,Waher,2001,21). ويعد سعر الفائدة بمثابة كلفة فرصة الاستثمار في سوق الأسهم، ويؤثر ارتفاعه في مؤشر أسعار الأسهم بطريقة سلبية (Al-Bassam& Al-Juhani,1997,21). فالزيادة في نسبة الفائدة تميل إلى أن تكون هناك أخبار سيئة لسوق الأسهم على افتراض أن يرى المستثمرون الأسهم بوصفها بدائل (Pearce&roley,1985,52). وفي هذا المنظار، فإن العديد من المستثمرين يميلون إلى تصفية مراكزهم الاستثمارية عندما ترتفع معدلات الفائدة بهدف إيداع الأموال بشكل ودائع مصرفية بأسعار عالية وإذا ما اتجه كثير من هؤلاء لبيع أسهمهم فإن ذلك ينتج عنه عرض كثيف للأسهم ثم احتمال انخفاض حجم التداول للأسهم وانخفاض أسعارها وقيمتها وهي الخطوة الأكيدة (جابر، ٢٢٨، ١٩٨٩).

وعلى العكس من ذلك ما يحدث في حالة انخفاض أسعار الفائدة، فعند ما تنخفض أسعار الفائدة فإن المستثمرين قد يجدون من الأفضل لهم أن يستخدموا الائتمان لانخفاض كلفتهم لزيادة أسهمهم، فالموارد المالية الرخيصة تميل إلى تفضيل الاستثمارات ذات رؤوس الأموال الكثيفة ونتيجة لاستخدام الائتمان والتوجه نحو أسواق الأسهم، يزداد الطلب مؤدياً ذلك إلى

ارتفاع أسعار الأسهم وقيمتها (Economic and Social Commission for western Asia) (1999,27)

ومن ذلك يتضح أن هناك علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم، فارتفاع أسعار الفائدة سيكون له تأثير سلبي في أداء سوق الأسهم، والعكس يحصل في حالة انخفاض أسعار الفائدة إذ سيكون لها تأثير إيجابي في أداء السوق .

٢- تأثير سعر الفائدة في السندات

هناك علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وأسعار السندات فانخفاض أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض كلفة الائتمان ثم زيادة الطلب على الائتمان عن طريق المصارف، الأمر الذي يقود إلى انخفاض توجه الأفراد والمستثمرين نحو السوق المالية لطلب التمويل ، أي قيام المقترضين بإحلال جهة الإقراض من السوق المالية (بواسطة إصدار السندات) إلى المصارف التجارية، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض في عرض السندات ثم ارتفاع أسعارها. كذلك تستمد علاقة سعر الفائدة بأسعار السندات قوتها عن طريق طلب المضاربين على السندات.(العاني،٣٤،٢٠٠٢) .

فالمضاربة على السندات تتطلب التنبؤ بنسبة الفائدة لأن التنبؤ بنسب الفائدة يؤثر على نحو مباشر في التنبؤ بالعائدات في سوق السندات (Bodie&Others,1998,332) ويعتمد التنبؤ بأسعار الفائدة في المستقبل على المقارنة بين سعر الفائدة العادي وسعر الفائدة الجاري، ويتم ذلك في ظل نظرية التوقعات (Expectation Theory) .

فحينما يكون سعر الفائدة الجاري أعلى من سعر الفائدة العادي، فإن المضاربين سيتوقعون انخفاضا في سعر الفائدة الجاري في المستقبل وعودته إلى مستواه العادي وعندئذ سيزداد طلب المضاربين على السندات، وترتفع أسعارها في المستقبل، ويحصل المضاربون على مكاسب رأسمالية جراء المضاربة بالسندات في السوق المالية. والعكس يحصل في حالة انخفاض سعر الفائدة الجاري عن مستواه العادي (العاني، ٣٥، ٢٠٠٢).

ثالثا: سعر الصرف

يمثل سعر الصرف نسبة مبادلة العملة المحلية بالعملات الأخرى (الشماع، والعمرى،٦،٢٠٠٢) كما يمكن تعريفه بأنه الوحدة من النقد الأجنبي معبرا عنها بوحدات من العملة الوطنية (الشلي،١٣٤،٢٠٠٠) .

أن التغيرات في أسعار الصرف تؤثر في مستويات الأسعار الداخلية وفي المنافسة بين الشركات (Pritamani&Others,2001,1). فعادة ما تكون الشركات معرضة للمخاطر الناشئة عن التغيرات في أسعار الصرف إذا كان لديها صافي أصول أو صافي التزامات بعملة أجنبية. فإذا ارتفعت قيمة العملة الأجنبية وكانت صافي أصول الشركة تزيد عن التزاماتها

مقومة بالعملة الأجنبية فإن الشركة في هذه الحالة سوف تستفيد وعندما تزيد الالتزامات عن الأصول مقومة بالعملة الأجنبية ، فإن الشركة سوف تكسب إذا انخفضت قيمة العملة الأجنبية (ويستون، وبرجام، ١٩٩٣، ٦٢٧) .

وفي جميع الأحوال سيؤثر ذلك في إيرادات الشركات ونفقاتها وهذا من شأنه أن يحدث التأثير في أسعار الأوراق المالية للشركات والتأثير في عائد المستثمر في هذه الشركات (الشبلي، ١٣٤، ٢٠٠٠) . كذلك فإن قيمة العملة التي يدفعها المشتري عن ورقة مالية أو يتقاضاه عند بيعها أو عندما يحصل على عائد لها أثر مهم في وضع السوق المالي. فانخفاض العملة مثلا يتوقف أثره على طبيعة الأصل المالي فيما إذا كان اسهما أو سندات (السامرائي، ٣٦٢، ٢٠٠٢) ويمكن ملاحظة ذلك في الحالات الآتية:

أولاً: ما يخص الأوراق المالية ذات العائد المتغير : أن انخفاض قيمة العملة الوطنية سيدفع الأفراد إلى التخلص من احتياطياتهم واستبدال غيرها بها كالأسهم، ويولد شراء الأسهم على نحو كثيف ارتفاعا في حجم التداول ثم ارتفاعا في أسعار الأسهم وقيمتها (الزغبى، ٣٢٤، ٢٠٠٠).

ثانياً: ما يخص الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات : عند انخفاض قيمة العملة يتحول حاملو السندات التي يتم دفع كوبوناتها بالعملة المنخفضة عنها، لان انخفاض قيمة العملة يؤدي لى شراء أوراق مالية تدر عائدا بعملة ذات قيمة مرتفعة في مقابل العملة الوطنية المنخفضة للسندات التي تم بيعها وهي السندات ذات العائد بالعملة الوطنية التي سوف يزداد عائدها وتمثل قيمة استردادها إغراء لمالكها (السامرائي، ٣٦٢، ٢٠٠٢).

ويمكن القول أن تأثير سعر الصرف في أسواق رأس المال يكون سلبيا للدول التي تنخفض أسعار عملتها، وإيجابيا للدول التي ترتفع أسعار عملتها (السامرائي، ٣٦٣، ٢٠٠٢). فالعملة القوية تشير إلى اقتصاد داخلي قوي (Pritamani&Others,2001,24) وعادة تسعى الدول إلى تحقيق عدد من الانجازات الاقتصادية لتقوية عملاتها، فمثلا قد يلجأ البنك المركزي إلى تعديل سعر إعادة الخصم بهدف التحكم في أسعار الفائدة، إذ يؤدي ارتفاع معدل الخصم إلى ارتفاع سعر الفائدة (الطويلة والقصيرة الأجل) وقد يمتد أثر تغير سعر إعادة الخصم في أسعار الفائدة إلى المستوى الدولي، فعند ما يكون سعر الفائدة في السوق المالي المحلي مرتفعا نظير أقرانها في الأسواق المالية الدولية، ولما كان المستثمرون يبحثون عن عائد أعلى (العاني، ٣٨، ٢٠٠٢) فسينتج عن ذلك جذبا للأموال الأجنبية وخاصة إذا كان السوق المالي يتمتع بدرجة عالية من الكفاءة والتحرر والانفتاح، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على عملة الدولة ثم زيادة قيمة العملة لدى تلك الدولة (خريوش، ٢٠٦، ١٩٩٩) ولما كان تدفق الأموال الأجنبية

أحد الموارد المهمة في أسواق رأس المال، فإن تدفق هذه الأموال سيؤدي إلى زيادة السيولة في سوق رأس المال المحلي، وذلك يعني أن العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الصرف تبدو قوية للغاية (شادلر، ١٩٨٤، ٧).

وهكذا يبدو أن لتحركات الأسعار في سوق الصرف تأثيرا في أسواق رأس المال وان تطوير سعر الصرف يعد مطلبا أساسيا لتطوير هذه الأسواق (السامرائي، ٢٠٠٢، ٣٦٣).

رابعاً: معدل التضخم

أن التضخم يعني الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار نتيجة للانخفاض في القوة الشرائية للعملة المحلية. (التونسي، ١٩٩٨، ٢٠٢) ويعد التضخم من أهم مؤشرات السياسة النقدية يسترشد به عند اتخاذ القرارات المتعلقة بسياسة الأسعار وسعر الصرف. ويعبر عن مؤشر التضخم (بالتغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك) (عبد العزيز، ١٩٤، ٢٠٠٢)

أن المستثمر الذي يقوم باتخاذ قراره بشأن الحصول على الأوراق المالية لابد وان يأخذ بنظر الاعتبار معدل التضخم باعتباره أحد العوامل المؤثرة في الاستثمار في الأوراق المالية في أسواق رأس المال (التونسي، ١٩٩٨، ٢٠٢) فقد ورد رأي في كتاب (عبد الباسط وفا محمد، ١٩٩٦، ٧٢-٧٣) مفاده أن ظاهرة التضخم تصاحبها زيادة في الاستثمار في أسواق رأس المال مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها استنادا إلى أنها تحقق حماية من التضخم بوصفها تمثل جزءا من الخدمة المالية للشركات التي تتكون في مجموعها من أموال مادية ومعنوية، فضلا عن أن ناتج أنشطتها يميل إلى الارتفاع مع اتجاه التضخم (السامرائي، ٢٠٠٢، ٣٥٨) ويسند هذا الرأي رأي آخر يقول: أنه إذا كان هناك تضخم فإن ذلك يعني ارتفاع أسعار الأصول المالية كافة المتداولة في السوق وتعد الأسهم والأوراق المالية الأخرى ضمن هذه الأصول وهكذا فان قوى التضخم لها تأثير عليها (التونسي، ١٩٩٨، ٢٠٢) ولمعرفة تأثير التضخم في أسواق رأس المال يجب التمييز بين الأسهم والسندات نظرا لتفاوت نسبة تأثير التضخم في كل منهما.

أولاً: ما يخص الأسهم

يعد الاستثمار بالأسهم وقاية فعالة من التضخم، طالما مثلت الأسهم ملكية رأس مال مادي قيمته الحقيقية مستقلة عن نسبة التضخم، لذلك يجب أن تزداد قيمة الأسهم الاسمية بمستوى السعر نفسه، بأي تغير في نسبة التضخم يجب أن يكون مصحوبا بتغير مساوي في القيمة الاسمية للسهم (Kanniai, 1982, 459) ويتحقق الاستثمار بالأسهم في أوقات التضخم من خلال هدفين أساسيين هما :

١- أن السهم ينصب على موجودات الشركة التي تتغير قيمتها في اتجاه التضخم نفسه
٢- أن العائد الحقيقي لا يتأثر كثيرا بالتضخم، نظرا لازدهار العائد النقدي والمتمثل
(بالأرباح الموزعة على المساهمين) برفع أسعار المنتجات.(السامرائي،٣٥٩،٢٠٠٢)
فالارتفاع في المستوى العام للأسعار يصاحبه ارتفاع في أسعار منتجات الشركة المصدرة
للأسهم، ويترتب على ذلك زيادة حجم أرباح الشركة و ثم زيادة حجم الربح الموزع للأسهم
العادية، وتؤدي الزيادة في حجم الأرباح الموزعة للأسهم إلى زيادة الطلب على أسهم تلك
الشركة ، وينتج عن زيادة شراء الأسهم ارتفاع حجم التداول للأسهم وارتفاع أسعارها وقيمتها
السوقية وينعكس ذلك إيجابيا على أداء الشركات و ثم على الأداء الكلي
للسوق(الشبلي،١٤٣،٢٠٠٠) .

ومن ثمة فإن أسعار الأسهم تستجيب غالبا للظروف التضخمية فترتفع هي الأخرى على
نحو يتناسب مع مستوى الأسعار للحفاظ على نسبة ثابتة لأسعار الأسهم مع العائدات الحقيقية،
لكن ذلك يحصل عندما تكون نسبة التضخم العالية ثابتة (Eldstein,1980,839). ويحصل
العكس عندما تكون هناك زيادة غير متوقعة في معدل التضخم، فتسبب الزيادة غير المتوقعة في
نسبة التضخم انخفاضا في أسعار الأسهم وينعكس ذلك سلبيا على أداء سوق رأس المال
(Pearce&Roley,1985,52) وذلك لسببين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر
أما السبب المباشر فيتمثل في أن التقارير عن معدل التضخم تحمل في طياتها توقع مزيد من
الزيادة في ذلك المعدل وهو ما يعني ارتفاعا في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في
الأسهم، وانخفاضا في قيمتها السوقية بالتبعية (هندي،١٥٦،١٩٩٩)
وأما السبب غير المباشر فيرتبط بمسألتين:

الأولى ترجع إلى النظام الضريبي الذي تتم في ظلّه المحاسبة على أساس التكلفة
التاريخية للأصول بدلا من تكلفة احلالها، إذ يتوقع أن تسفر عن مدد التضخم انخفاض في القيمة
الحقيقية لأرباح الشركة، وانخفاض في القيمة السوقية لأسهمها، وذلك لأن قيمة قسط الإهلاك
ستكون أقل مما ينبغي أن تكون عليه، مما يزيد من حجم الوعاء الضريبي ويؤدي إلى تحصيل
ضرائب على أرباح صورية .

والثانية قد يسود اعتقاد بين المتعاملين بأن زيادة معدل التضخم قد تدفع بالبنك المركزي
إلى الحد من عرض النقد، وقد يسبب ذلك انخفاضا في الطلب على منتجات الشركات مما
يترتب عليه انخفاض في التدفقات النقدية ، يؤدي إلى الانخفاض في شراء أسهم تلك الشركات
ثم الانخفاض في حجم التداول للأسهم والانخفاض في أسعارها وقيمتها السوقية. وحتى أن لم يتم
البنك المركزي بالحد من عرض النقد ، ففي الوقت الذي تصاحب فيه التضخم زيادة في طلب

الشركات لمزيد من الأموال قد تحدث منافسة بين الشركات للحصول على الأموال مما يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفوائد على السندات، وتوجه الأفراد نحو شراء السندات وبذلك يقل الطلب على الأسهم بما يؤدي إلى انخفاض أسعارها وانخفاض قيمتها السوقية (هندي، ١٦٦، ١٩٩٩) وهذا يتناسب مع المقولة التي تذهب إلى (أن أسعار الأسهم تنخفض لأن التضخم يزيد من نسبة الفائدة التي يمكن استحصالتها عن طريق الاستثمار في السندات) (Eldstein,1980,840) وقد تقترن الزيادة غير المتوقعة (المفاجئة) في معدل التضخم ولأي سبب من الأسباب اقترانا سلبيا بمؤشر أسعار الأسهم مما ينعكس بدوره سلبيا على أداء سوق رأس المال (Pearce &Roley,1985,52)

ثانيا: ما يخص السندات

أن الاستثمار في الأوراق المالية ذات العائد الثابت كالسندات يحمل في طياته مخاطر كبيرة في أوقات التضخم، وذلك لأن معدل الخصم سيرتفع عند ارتفاع معدل التضخم فتتخفض القيمة الحقيقية للاستثمار لانخفاض قيمته الحالية (مطر، ٤٨، ١٩٩٩). وينصح دائما بعدم الاستثمار في السندات في أوقات التضخم، إذ يلحق بها خطر تغير قيمة النقد، ويرجع السبب في ذلك إلى ثبات العائد المتحقق من السند(السامرائي، ٣٦٠، ٢٠٠٢) ومن أجل حماية المستثمرين بالسندات من مخاطر التضخم، فقد استحدثت الأسواق المالية في بداية الثمانينات السندات ذات الفائدة المتغيرة وذلك لمواجهة موجات التضخم التي تؤدي إلى رفع أسعار الفائدة بمستويات عالية، مما يؤدي إلى انخفاض حاد في الأقيام السوقية للسندات (الشماع، ٦١٧، ١٩٩٢) .

يوضح النقاش السابق مدى العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية وأداء أسواق رأس المال . لذلك يجب على المستثمرين أن يكونوا على إلمام تام بالمعلومات الخاصة بالسياسة النقدية وتوقعات المستقبل حتى يتم اختيار الوقت المناسب لشراء الأسهم وبيعها .

الفصل الثالث

تقييم أداء أسواق رأس المال العربية

تمهيد

تتمايز الأسواق المالية ولاسيما أسواق رأس المال في مستويات أدائها تبعاً لتباين البيئة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والقانونية لكل سوق واختلافها من حيث تنظيمها ومدى انفتاحها ، فضلا عن السياسات الاقتصادية التي تتبعها كل دولة بما يتلاءم مع متطلبات النشاط الاقتصادي وقد شهدت أسواق رأس المال العربية على امتداد السنوات الأخيرة تطورا ملحوظا في مستويات أدائها، وكان ذلك نتيجة للإصلاحات التي شهدتها الأسواق، فضلا عن عدد من السياسات المعتمدة في برامج الإصلاح الاقتصادي التي تبنتها معظم الدول العربية .

وأمام طروحات كهذه يسعى هذا الفصل إلى تحليل مؤشرات أداء أسواق رأس المال العربية وعلى نحو أكثر تحديدا تقييم تطور أسواق رأس المال العربية مقاسة بمؤشرات أداء تلك الأسواق وعلى هذا الأساس قسم هذا الفصل على المبحثين الآتيين:

المبحث الأول: تطور أداء أسواق رأس المال العربية

المبحث الثاني: تقييم أداء أسواق رأس المال العربية

المبحث الأول

تطور أداء أسواق رأس المال العربية

تؤدي أسواق رأس المال في مختلف بلدان العالم دورا أساسيا في الاقتصاد الوطني من خلال جذب المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في الأنشطة الاقتصادية المختلفة، وقد حدثت فجوة كبيرة بين واقع أسواق رأس المال وطبيعتها ومستوى أدائها في كل البلدان النامية ومنها البلدان العربية ومثيلاتها في البلدان المتقدمة، وذلك بسبب عدم تكافؤ الفرص والإمكانات المادية والتقنية وحجم النشاط في كل منهما (جركس، ٢٦١، ٢٠٠٢) .

ومن غير الإنصاف المقارنة بين أداء أسواق رأس المال العربية وأداء أسواق رأس المال في الدول المتقدمة، لانسامها بضعف الأداء وذلك للتباينات المعروفة بين الاقتصاديات العربية والاقتصاديات المتقدمة، (رضا، ٤٠٩، ٢٠٠٢) . وهكذا فأنا سنتناول في هذا المبحث تطور مستوى أداء كل سوق مال عربي قيد البحث للمدة موضوع الدراسة

أولاً: الهيئة العامة لسوق المال بمصر

تعد سوق المال في مصر من أقدم الأسواق المالية في الشرق الأوسط فقد أنشئت أول سوق للأوراق المالية فيها في الإسكندرية عام ١٨٨٣، وأنشئت أكبر سوق للأوراق المالية في القاهرة عام ١٨٩٠ لكي تتعامل في الأوراق المالية (السيسي، ٤٤٣، ١٩٩٦)، وقد أعلن عن سوقي القاهرة والإسكندرية بوصفهما من الأسواق المنظمة عام ١٩٠٣. وقد انتاب نشاط هذه الأسواق فترات ركود منذ قرارات التأمين عام ١٩٦١ غير أنها بدأت تعود إلى نشاطها من جديد نظرا لانتهاج الدولة سياسة الانفتاح الاقتصادي وتشجيع رأس المال العربي والأجنبي في المساهمة في مشروعات التنمية الاقتصادية للدولة وما استتبع ذلك من تأسيس شركات مشتركة والسماح بقبول قيد أسهم هذه الشركات وتداولها في البورصات المصرية (حنفي، وقرياقص، ٢٨٧، ٢٠٠٠، ٢٨٨) . وقد بدأت التطورات الفعلية في سوق الأوراق المالية بمصر بعد صدور القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال ، إذ أزال هذا القانون كثيرا من العقبات في سوق التداول، وأتاح كثيرا من الحريات المنظمة للتعامل في الأوراق المالية ، وأوجد للمصارف دورا متميزا بما يمكنها من أن تؤدي دورا فعالا وحاسما في تنشيط السوق وحفزه وخاصة بعد تأسيس صناديق الاستثمار التي ستدير من خلالها جزءا من محفظة أوراقها المالية، وكان لصدور القانون ٩٥ لعام ١٩٩٢ أثر كبير في كفاءة أداء البورصة المصرية، ولاسيما أن صدوره تزامن مع تطبيق برامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية مما

أدى إلى حالة نشاط كانت متوقعة خاصة أن المدخرين والمستثمرين لديهم وعي استثماري عال ظهر عبر الإقبال على شراء أسهم الشركات المعروضة (قاسم، ١٢٧، ١٩٩٧) . وقد شهدت بورصة مصر في عام ١٩٩٧ العديد من الإجراءات لتطوير أعمال البورصة وحماية المستثمرين ومن أهمها إصدار التعليمات بشأن الأحكام المنظمة لإدارة بورصة القاهرة والإسكندرية وشؤونها المالية، واستخدام نظام التداول الآلي ونشر المعلومات عن حركة التداول على نحو منتظم وعلى أساس يومي مع ربط البورصة المصرية بكبرى شركات الاتصال في العالم كما تم انضمام بورصة مصر إلى قاعدة معلومات أسواق المال العربية (عبد العزيز، ١١١، ٢٠٠٢-١١٢) . ولعل التطور الذي تم إحرازه في مجال بورصة مصر أدى إلى حدوث تطور في مؤشرات أدائها وكما يكشف الجدول (١)

الجدول (١)

تطور مؤشرات أداء الهيئة العامة لسوق المال بمصر للمدة ١٩٩٤ - ٢٠٠١ (الربع الرابع)

عدد الشركات	معدل الدوران (%)	عدد الاسهم المتداولة (مليون سهم)	قيمة التداول (مليون \$)	القيمة السوقية (مليون \$)	المؤشر العام لاسعار الاسهم	الفترة
700	2.38	27.27	101.45	4258.8	238.4	1994.4
700	3.34	41.39	142.9	4276.2	235.65	1995.1
680	4.29	45.16	184.35	4293.5	232.9	1995.2
676	5.24	48.93	225.8	4310.8	230.15	1995.3
676	5.8	46.25	468.55	8074.2	213.21	1995.4
714	7.05	50.68	574.48	8149.7	216.41	1996.1
589	2.52	55.11	221.28	8768.7	219.61	1996.2
610	7.79	58.88	846.96	10877.8	234.31	1996.3
748	7.14	55	1012.37	14184.8	296.68	1996.4
754	9.88	57	1756.27	17780.6	380.61	1997.1
772	6.98	63.51	1265.68	18142.4	348.14	1997.2
664	7.25	66.07	1526.93	21056	362.25	1997.3
650	8.28	94	1728.32	20875.7	359.85	1997.4
668	6.08	65.8	1290.93	21246.2	388.5	1998.1
700	5.57	77.1	1165.5	20906.5	363.94	1998.2
770	5.21	93.76	1252.11	24046.6	365.19	1998.3
861	6.8	174.03	1668.8	24525.2	382.77	1998.4
906	8.52	171.28	2323.24	27283.5	453.37	1999.1
954	7.65	187.77	2113.58	27634.5	480.3	1999.2
1004	7.72	240.64	2168.18	28071.3	512.51	1999.3
1033	9.45	246.4	3120.66	33038.6	624.51	1999.4
1051	12.29	274.74	4917.51	40027.7	673.38	2000.1
1036	8.4	232.11	2895.97	34483.6	615.16	2000.2
1052	6.35	192.89	2090.22	32907.1	597.99	2000.3
1071	6.15	252.92	1894.95	30791.3	626.16	2000.4
1071	4.31	315.79	1232.6	28604.4	596.66	2001.1
1071	5.17	326.6	1487.74	28792.2	602.64	2001.2
1082	5.34	317.34	1417.85	26528.2	608.85	2001.3
1110	7.3	310.17	1774.7	24308.6	613	2001.4

المصدر : صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات اسواق الاوراق المالية العربية ، ابو ظبي ، اعداد متفرقة في الجدول (١٩٩٤) أن المؤشر المحلي لأسعار الأسهم قد ارتفع خلال ١٩٩٤-٢٠٠١ من ٢٣٨,٤ إلى ٦١٣ نقطة بنسبة زيادة قدرها ١٥٧% وبلغ المؤشر أعلى نقطة ٦٧٣,٣٨ وذلك

في الربع الأول من عام ٢٠٠٠ في مقابل أدنى نقطة في الربع الرابع من عام ١٩٩٥ إذ بلغت نحو ٢١٣,٢١ .

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد بلغت نسبة الزيادة خلال ١٩٩٤-٢٠٠١، ٤٧١،٠%، وسجلت أكبر قيمة سوقية في الربع الأول من عام ٢٠٠٠ إذ بلغت ٤٠٠٢٧,٦٩ مليون دولار في مقابل أدنى قيمة بلغت ٤٢٥٨,٨٢ مليون دولار في الربع الرابع من عام ١٩٩٤ .

أما فيما يخص قيمة التداول فشهدت هي الأخرى ارتفاعا إذ بلغت نسبة الزيادة في قيمة التداول خلال ١٩٩٤-٢٠٠١، ١٦٤٩،٠% وبلغت أكبر قيمة تداول ٤٩١٧,٥١ مليون دولار وذلك في الربع الأول من عام ٢٠٠٠ في مقابل أدنى قيمة تداول بلغت ١٠١,٤٥ مليون دولار وذلك في الربع الرابع من عام ١٩٩٤ .

وأما فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة فقد ارتفع خلال ١٩٩٤-٢٠٠١ من ٢٧,٢٧ إلى ٣١٠,١٧ مليون سهم وبنسبة قدرها ١٠٣٧,٤% وبلغ أكبر عدد للأسهم ٣٢٦,٦٠ مليون سهم خلال الربع الثاني من عام ٢٠٠١ مقارنة بأدنى عدد وهو ٢٧,٢٧ مليون سهم في الربع الرابع من عام ١٩٩٤ .

كما ارتفع معدل الدوران بنسبة ٢٠٦,٧% خلال المدة ١٩٩٤-٢٠٠١ وبلغ أكبر معدل للدوران نحو ١٢,٢٩% وذلك في الربع الأول من عام ٢٠٠٠ مقارنة بأدنى معدل دوران ٢,٣٨% في الربع الرابع من عام ١٩٩٤ .

وأما من حيث عدد الشركات فقد ارتفع من ٧٠٠ إلى ١١١٠ شركة خلال ١٩٩٤-٢٠٠١ أي بنسبة ٥٨,٦% وبلغ أكبر عدد للشركات نحو ١١١٠ شركة في الربع الرابع من عام ٢٠٠١ مقارنة بأدنى عدد وهو ٥٨٩ شركة وذلك في الربع الثاني من عام ١٩٩٦ .

ومن خلال التطور في المؤشرات يمكن القول أن سوق مصر للأوراق المالية حقق تطورا كبيرا خلال المدة موضوع الدراسة فكان أداءه جيدا، كما يتوقع أن تشهد المدة القادمة تطورا أكبر في أداء السوق، مما سيؤدي إلى تكامل سوق مصر للأوراق المالية وتنشيطها في المرحلة المقبلة.

ثانيا: بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء

تأسست بورصة القيم المنقولة في عام ١٩٢٩ بمبادرة من القطاع الخاص المصرفي الذي نظم جلسات تبادل دورية تم فيها تبادل أسهم شركات خاصة. وفي عام ١٩٦٧ صدر مرسوم يؤكد على الجانب التنظيمي والقانوني والتقني للسوق. وفي عام ١٩٩٣ صدر مرسوم

ملكي تم بموجبه استحداث شركة مساهمة تخول الامتياز في إدارة السوق المالي وبموجب القانون عام ١٩٩٣ أصبحت بورصة القيم المنقولة سوقا منظمة (الحسيني، ٤٣، ٢٠٠٣). وانطلاقا من ذلك العام شرعت المغرب بسلطاتها المختصة بإجراء إصلاح جذري لسوق رأس المال عبر وضع إطار قانوني يتطور ويستجيب لكل متطلبات الشفافية (عبد العزيز، ١٦٣، ٢٠٠٢). فكان التوجه نحو إصلاح أسواق الأسهم والسندات مع التأكيد على الأسهم إذ عدت العنصر البارز في إصلاح القطاع المالي، فكان التوجه نحو تحديث واستكمال التشريعات الخاصة بسوق الأسهم ونقل البورصة إلى القطاع الخاص كما سعت المغرب نحو تطوير سوق السندات وأعدت تصميم الأوراق المالية الحكومية معززة ذلك بالإطار التشريعي ومعتمدة النظم الارتكازية والرقابة المصرفية بوصفها أمرا أساسيا لنجاح الأنشطة المالية. وخلال عقد التسعينات شهدت بورصة القيم المنقولة زيادة في حركة الأسهم والسندات، ويرد نشاط بورصة القيم المنقولة ذلك إلى برامج الخصخصة وإصدار سندات الخصخصة وإدخال شركات مالية خاصة إلى بورصة القيم فضلا عن الإجراءات التقنية التي تم اتخاذها في إطار التشريع الجديد. كما قامت بورصة القيم المنقولة بفتح باب الاستثمار أمام الأجانب فلم تضع سقفا للملكية ولا حدودا لتحويل الأرباح الاستثمارية (عبد العزيز، ١٦٣، ٢٠٠٢-١٨٠).

وتشير البيانات المتاحة عن بورصة القيم المنقولة حدوث تطور في مؤشرات أدائها وكما في الجدول (٢)

الجدول (٢)

تطور مؤشرات أداء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء للمدة ١٩٩٤

(الربع الرابع) - ٢٠٠١ (الربع الرابع)

الفترة	المؤشر العام لاسعار الأسهم	القيمة السوقية (مليون \$)	قيمة التداول (مليون \$)	عدد الاسهم المتداولة (مليون سهم)	معدل الدوران (%)	عدد الشركات

الفصل الثالث : تقييم أداء أسواق رأس المال العربية

61	4.77	2.8	212.29	4446.1	342.33	1994.4
58	2.95	1.99	159.14	5388.1	350.07	1995.1
52	1	0.59	52.3	5219.8	343.78	1995.2
52	0.71	0.4	34.97	4956.6	329.09	1995.3
44	0.74	0.5	44.3	5970.7	342.39	1995.4
45	0.3	1.6	18.74	6282.5	355.3	1996.1
45	0.61	1.7	49.76	8107.6	368.21	1996.2
46	2.46	2.5	199.05	8107.6	427.73	1996.3
48	2.26	2.57	193.24	8554.9	447.13	1996.4
48	3.22	3.99	383.12	11915	628.2	1997.1
48	2.92	2.97	346.23	11874.1	636.58	1997.2
48	0.63	1.95	76.89	12224	650.75	1997.3
49	1.2	1.24	146.65	12248.8	667.52	1997.4
48	1.57	1.61	205.5	13078.1	724.05	1998.1
48	2.62	2.5	394.12	15069.9	821.43	1998.2
51	2.51	2.92	423.05	16830.8	858.54	1998.3
53	2.43	2.37	379.07	15610.4	803.68	1998.4
53	4.03	3.5	589.4	14614.6	792.16	1999.1
56	5.82	4.99	823.88	14164.3	783.26	1999.2
56	4.62	3.9	676.4	14643.5	806.08	1999.3
54	3.18	3.08	435.09	13701.7	777.08	1999.4
54	2.02	3.72	248.58	12314.4	737.47	2000.1
53	3.98	5.61	475.39	11955.2	724.15	2000.2
54	2.08	3.86	242.17	11634.3	724.38	2000.3
54	2.25	3.26	244.76	10875.8	658.43	2000.4
55	1.67	3.7	183.35	10948.2	687.84	2001.1
55	2.05	2.86	189.8	9263.5	640.4	2001.2
55	2.13	2.64	195.15	9165.4	616.42	2001.3
55	3.02	5.44	272.45	9030.8	609.74	2001.4

المصدر : صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات اسواق الاوراق المالية العربية ، ابو ظبي ، اعداد متفرقة ، ١٩٩٦ ، ١٩٩٧ ، ١٩٩٨ ، ١٩٩٩ ، ٢٠٠٠ ، ٢٠٠١ ، ٢٠٠٢ .

من الجدول (٢) يظهر أن المؤشر المحلي لأسعار الأسهم ارتفع خلال الربع الرابع من عام ٢٠٠١ بنسبة ٧٨,١% ليبلغ ٦٠٩,٧٤ نقطة مقارنة بـ ٣٤٢,٣٣ نقطة وذلك في الربع الرابع من عام ١٩٩٤ . وشهد الربع الثالث من عام ١٩٩٨ تسجيل أعلى نقطة للمؤشر وبلغ نحو ٨٥٨,٥٤ مقارنة بأدنى نقطة للمؤشر ٣٢٩,٠٩ وذلك خلال الربع الثالث من عام ١٩٩٥ .

أما فيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد ارتفعت خلال ١٩٩٤-٢٠٠١ من ٤٤٤٦,١ إلى ٩٠٣٠,٨ مليون دولار أي بنسبة زيادة قدرها ١٠٣,١% ، وسجلت أكبر قيمة سوقية وهي ١٦٨٣٠,٧٥ مليون دولار خلال الربع الثالث من عام ١٩٩٨ مقارنة بأدنى قيمة سوقية هي ٤٤٤٦,١ مليون دولار وذلك خلال الربع الرابع من عام ١٩٩٤. كما ارتفعت قيمة التداول بنسبة قدرها ٢٨,٣% خلال ١٩٩٤-٢٠٠١ وبلغت أكبر قيمة للتداول ٨٢٣,٨٨ مليون دولار خلال الربع الثاني من عام ١٩٩٩ مقارنة مع أدنى قيمة للتداول وبلغت ١٨,٧٤ مليون دولار وذلك في الربع الأول من عام ١٩٩٦ .

وأما فيما يخص عدد الأسهم المتداولة فقد ارتفع خلال الربع الرابع من عام ٢٠٠١ بنسبة ٩٤,٣% ليبلغ ٥,٤٤ مليون سهم مقارنة بـ ٢,٨٠ مليون سهم خلال الربع الرابع من عام ١٩٩٤ وشهد الربع الثاني من عام ٢٠٠٠ أكبر عدد للأسهم المتداولة إذ بلغ نحو ٥,٦١ مليون سهم مقارنة بأدنى عدد للأسهم وهو ٠,٤٠ مليون سهم خلال الربع الثالث من عام ١٩٩٥ .

وأما معدل الدوران فقد انخفض من ٤,٧٧% إلى ٣,٠٢% خلال ١٩٩٤-٢٠٠١ وبنسبة قدرها ٣٦,٧- وبلغ أكبر معدل دوران ٥,٨٢% خلال الربع الثاني من عام ١٩٩٩ في مقابل أدنى معدل دوران وهو ٠,٣% خلال الربع الأول من عام ١٩٩٦ .

وأما عدد الشركات فقد انخفض من ٦١ إلى ٥٥ شركة خلال ١٩٩٤-٢٠٠١ بنسبة قدرها ٩,٨% وبلغ أكبر عدد للشركات ٦١ شركة خلال الربع الرابع من عام ١٩٩٤ مقارنة بأدنى عدد وهو ٤٤ شركة خلال الربع الرابع من العام ١٩٩٥ .

ومن خلال التطور في المؤشرات يمكن القول أن بورصة القيم المنقولة حققت تطورا خلال المدة موضوع الدراسة فكان أداؤها جيدا عموما على الرغم من الانخفاض الحاصل خلال المدة في معدل الدوران وعدد الشركات .

ثالثا: بورصة عمان

تأسست بورصة عمان عام ١٩٧٦ بالتعاون بين البنك المركزي الأردني والمؤسسة الدولية للتمويل، وتعد واحدة من البورصات القليلة في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا النشطة في

المؤشر الاستثماري للبورصات الناشئة عن مؤسسة التمويل الدولية (WWW.Jordan)

(invesment.com) . وقد تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة لبورصة عمان وذلك

تعزيزا لنمو القطاع الأهلي وتوسيع قاعدة الاقتصاد الأردني وتنويعها وسعيا نحو

الارتقاء إلى المعايير الدولية في مجال تنظيم سوق الأوراق المالية (www.ase.com.jo/arabic/majornew-arabic.htm) ففي عام ١٩٩٤ تم وضع عدد من المعايير والضوابط التي تهدف إلى زيادة عدد الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية، وذلك في إطار تحديث بورصة عمان وخلق أدوات استثمارية جديدة، لما فيه مصلحة المتعاملين في البورصة (السياسي، ١٩٩٦، ٤٤٧). وكان صدور قانون الأوراق المالية ٢٣ لسنة ١٩٩٧ من أهم معالم التطور فهو يعد نقلة نوعية ونقطة تحول مهمة في بورصة عمان إذ يهدف هذا القانون إلى إزالة جميع معوقات الاستثمار ورفع سقف الملكية الأجنبية وإعادة هيكلة وتنظيم بورصة عمان واستكمال بنيتها التحتية بما يتفق والمعايير الدولية تحقيقاً لهدف الشفافية وسلامة التعامل بالأوراق المالية وبما يتناسب مع التوجه نحو العولمة والانفتاح على العالم الخارجي، وفصل الدور الرقابي والتشريعي عن الدور التنفيذي إذ تتولى هيئة الأوراق المالية الدور الرقابي والتشريعي ، وتتولى بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية الدور التنفيذي (www.ase.com.jo/arabic/majornew-arabic.htm) وقد شهدت بورصة عمان كغيرها من الأسواق تحسناً في مستويات أدائها وهذا ما يكشف عنه الجدول (٣).

الجدول (٣)

تطور مؤشرات أداء بورصة عمان للمدة ١٩٩٤

(الربع الرابع) - ٢٠٠١ (الربع الرابع)

الفترة	المؤشر العام لاسعار الاسهم	القيمة السوقية (مليون \$)	قيمة التداول (مليون \$)	عدد الاسهم المتداولة (مليون سهم)	معدل الدوران (%)	عدد الشركات
1994.4	143.6	4600.28	101.45	24	2.21	95
1995.1	141.77	4640.03	102.15	23.05	2.2	95
1995.2	158.88	4629.62	236.43	47.69	5.11	96

95	2.12	27.98	96.16	4525.35	159.67	1995.3
97	1.81	26.37	84.62	4676.16	158.64	1995.4
97	5.22	28.75	224.53	4301.35	162.46	1996.1
98	3.82	32.43	160.76	4203.14	163.21	1996.2
98	1.64	28.57	72.01	4378.59	147.95	1996.3
98	2.15	28.23	98.16	4562.84	153.46	1996.4
97	1.25	16.89	56.13	4506.2	151.78	1997.1
137	2.35	48.02	118.37	5032.63	158.66	1997.2
137	1.28	66.92	70.63	5526.3	161.02	1997.3
139	2.82	55.7	154.02	5456.15	169.24	1997.4
147	2.28	57.14	127.81	5595.66	165.77	1998.1
148	2.09	48.25	122.73	5869.59	174.63	1998.2
150	2.62	51.05	152.19	5800.28	171.25	1998.3
150	4.3	92.12	251.89	5862.66	170.13	1998.4
151	2.63	56.14	161.9	6164.51	180.45	1999.1
150	2.69	93.79	156.35	5815.9	168.32	1999.2
151	2.58	63.15	139.78	5412.1	157.94	1999.3
152	1.56	50.53	91.3	5834.74	167.35	1999.4
157	2.22	54.64	120.5	5426.98	153.57	2000.1
161	2.22	53.74	115	5168.74	143.17	2000.2
163	1.88	34.34	91.82	4876.18	132.65	2000.3
163	1.59	35.6	78.59	4943.16	133.05	2000.4
163	1.75	47.09	89.21	5103.73	138.48	2001.1
163	3.44	43.44	180.59	5248.57	140.8	2001.2
163	6.5	118.6	370.1	5697.55	154.7	2001.3
161	4.66	100.11	294.49	6314.16	172.72	2001.4

المصدر : صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات اسواق الاوراق المالية العربية ، ابو ظبي ، اعداد

متفرقة ، ١٩٩٦ ، ١٩٩٧ ، ١٩٩٨ ، ١٩٩٩ ، ٢٠٠٠ ، ٢٠٠١ ، ٢٠٠٢ .

يبين الجدول (٣) في أعلاه أن المؤشر المحلي لاسعار الأسهم اظهر ارتفاعا في نهاية الربع الرابع من عام ٢٠٠١ بلغت نسبته ٣،٢٠% ليبلغ ١٧٢,٧٢ نقطة مقارنة بـ ١٤٣,٦ نقطة في نهاية الربع الرابع من عام ١٩٩٤ وكانت أعلى نقطة للمؤشر في الربع الأول من عام ١٩٩٩ إذ بلغت ١٨٠,٤٥ نقطة مقارنة بأدنى نقطة ١٣٢,٦٥ ذلك في الربع الثالث من عام ٢٠٠٠.

أما فيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد ارتفعت خلال ١٩٩٤-٢٠٠١ بنسبة قدرها ٣٧,٣% وبلغت أعلى قيمة خلال المدة وقدرها ٦٣١٤,١٦ مليون دولار وذلك في الربع الرابع من عام ٢٠٠١ مقارنة بأدنى قيمة وقدرها ٤٢٠٣,١٤ مليون دولار في الربع الثاني من عام ١٩٩٦. ومن جانب آخر فقد ارتفعت قيمة التداول بنسبة ١٩٠,٣% لتبلغ ٢٩٤,٤٩ مليون دولار خلال الربع الرابع من عام ٢٠٠١ مقارنة بـ ١٠١,٤٥ مليون دولار خلال الربع الرابع من عام ١٩٩٤. وشهد الربع الثالث من عام ٢٠٠١ أكبر قيمة تداول إذ بلغت ٣٧٠,١ مليون دولار في مقابل أدنى قيمة تداول وهي ٥٦,١٣ مليون دولار وذلك خلال الربع الأول من عام ١٩٩٧. كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة من ٢٤ إلى ١٠٠,١١ مليون سهم خلال المدة ١٩٩٤-٢٠٠١ أي بنسبة ارتفاع قدرها ٣١٧.١% وبلغ أعلى عدد للأسهم ١١٨,٦٠ مليون سهم في الربع الثالث من عام ٢٠٠١ مقارنة بأدنى عدد وهو ١٦,٨٩ مليون سهم وذلك في الربع الأول من عام ١٩٩٧.

وارتفع معدل الدوران من ٢,٢١% إلى ٤,٦٦% خلال المدة ١٩٩٤-٢٠٠١ وبنسبة قدرها ١١٠,٩% وبلغ أعلى معدل للدوران نحو ٦,٥% في الربع الثالث من عام ٢٠٠١ مقارنة بأدنى معدل للدوران بلغ ١,٢٥% في الربع الأول من عام ١٩٩٧. وأما فيما يخص عدد الشركات فقد ارتفع بنسبة ١٦٩,٥% ليبلغ ١٦١ شركة في الربع الرابع من عام ٢٠٠١ مقارنة مع ٩٥ شركة في الربع الرابع من عام ١٩٩٤، وبلغ أكبر عدد للشركات في الربع الثالث والرابع من عام ٢٠٠٠ والربع الأول والثاني والثالث من عام ٢٠٠١ نحو ١٦٣ شركة مقارنة بأدنى عدد وهو ٩٥ شركة وذلك خلال الربع الرابع من عام ١٩٩٤ والربع الأول والثالث من عام ١٩٩٥.

ومن خلال التطورات في المؤشرات يمكن القول أن بورصة عمان حققت تطورا إيجابيا خلال المدة موضوع الدراسة فكان أداؤها جيدا وخاصة في عامي ١٩٩٩ و٢٠٠١.

رابعاً: سوق الكويت للأوراق المالية

تم تنظيم الإصدار والاكتتاب بالأوراق المالية في الكويت بموجب القانون ذي الرقم ١٥ لسنة ١٩٦٠. تلاه القانون ذو الرقم ٣٢ لسنة ١٩٧٠ بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية. وتم افتتاح أول مقر لسوق الكويت في عام ١٩٧٧، وقد تم الإعلان عن إنشاء سوق الكويت للأوراق المالية بوصفها سوقا اعتباريا مستقلا في عام ١٩٨٣ وذلك بعد أزمة سوق المناخ. Economic (and social commission for western asia, 1990, 41). وتعد سوق الكويت حتى حرب الخليج من انشط الأسواق المالية العربية ومن انشط الأسواق الناشئة بالعالم كما أنها من الأسواق التي تدار بالأسلوب المشترك بين القطاعين العام والخاص

(الركيبي، ٢، ١٩٩٩). وحصل في عقد التسعينات العديد من التطورات ذات العلاقة بسوق الأوراق المالية الكويتية منها إعلان الحكومة عن قانون لتنظيم الاستثمار الأجنبي المباشر عام ١٩٩٨ الذي يجيز للأجانب تملك نسبة قدرها ١٠٠% من رأس مال الشركات الكويتية المرخص لها، وتمنح المشروعات إعفاءات ضريبية مدة عشر سنوات إلى جانب الإعفاءات الجمركية. وفضلا عن ذلك استحدثت السوق ضوابط تعالج ظاهرة استخدام المعلومات الداخلية على نحو يؤدي إلى الإضرار بالسوق وتحقيق مكاسب شخصية، كما ألزم المستثمرون بالإفصاح عن عمليات الشراء التي تجعل ملكيتهم في أية شركة تتجاوز ٥% من إجمالي عدد الأسهم (الشراح، ٣٢، ٢٠٠١-٣٣). وقد سجلت سوق الكويت للأوراق المالية تطورا في مؤشرات أدائها وهذا ما يجسده الجدول (٤).

الجدول (٤)

تطور مؤشرات أداء سوق الكويت للأوراق المالية للمدة ١٩٩٤
(الربع الرابع) - ٢٠٠١ (الربع الرابع)

الفترة	المؤشر العام لاسعار الاسهم	القيمة السوقية (مليون \$)	قيمة التداول (مليون \$)	عدد الاسهم المتداولة (مليون سهم)	معدل الدوران (%)	عدد الشركات
1994.4	979	10504.8	436.84	597	4.16	48
1995.1	999	9741.4	664.9	899.8	6.83	48
1995.2	1065	10881.7	1309.4	1969.9	12.03	49
1995.3	1281	13021.2	2498.3	3816.3	19.19	50

50	13.93	2372.7	1920.6	13782.7	1365.7	1995.4
53	6.67	2413.9	967.6	14510.3	1376.68	1996.1
56	18.49	2441.8	2788	15076	1385.61	1996.2
56	44.24	8908.8	7858.8	17763.5	1735.8	1996.3
60	39.09	10276.5	8239.9	21078.1	1905.6	1996.4
61	35.27	8836.4	8004.4	22695.8	2206	1997.1
69	41.43	11679.7	10884.9	26271.3	2401.9	1997.2
72	10.73	11689.1	2770.3	25825.2	2413.33	1997.3
74	32.66	7025.4	8898.4	27244.6	2651.8	1997.4
75	9.91	2423.7	2539.2	25622.4	2332.5	1998.1
76	12.94	3372.7	3034.2	23445.1	2125.3	1998.2
76	17.73	5887.9	3871	21836.3	2159.5	1998.3
78	8	2232.7	1473.8	18423.9	1582.7	1998.4
78	8.62	1939.5	1558.9	18083.3	1520.6	1999.1
80	12.65	4565	2470.5	19529.6	1570.3	1999.2
83	5.96	1720.8	1219.7	20451.3	1489.5	1999.3
85	3.84	1270.6	751.9	19598.7	1442	1999.4
85	2.97	1144.7	555.7	18694.1	1378.2	2000.1
85	9.15	2887.3	1785.3	19516.1	1416.5	2000.2
86	6.03	1865.2	1212.7	20109	1444.2	2000.3
86	3.3	861.1	654.7	19848	1348.1	2000.4
86	8.86	2606.5	1962.3	22145.5	1453.8	2001.1
86	11.78	1304.1	3027.4	25699	1685.1	2001.2
86	17.63	5876.2	4704.6	26682.5	1599.9	2001.3
88	7.56	7413	2016.8	26661.7	1709.4	2001.4

المصدر : صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات اسواق الاوراق المالية العربية ، ابو ظبي ، اعداد متفرقة ، ١٩٩٦ ، ١٩٩٧ ، ١٩٩٨ ، ١٩٩٩ ، ٢٠٠٠ ، ٢٠٠١ ،
يبيّن الجدول (٤) أن المؤشر المحلي لاسعار الأسهم اظهر ارتفاعا خلال الربع الرابع من عام ٢٠٠١ بلغت نسبته ٧٤,٦% ليبلغ ١٧٠٩,٤ نقطة مقارنة ب ٩٧٩ نقطة في الربع الرابع من عام ١٩٩٤ وسجل المؤشر أعلى نقطة خلال الربع الرابع من عام ١٩٩٧ اذ بلغت ٢٦٥١,٨ نقطة مقارنة بأدنى نقطة ٩٧٩ وذلك في الربع الرابع من عام ١٩٩٤ .
أما فيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد ارتفعت بنسبة ١٥٣,٨% خلال ١٩٩٤-٢٠٠١ وسجلت أعلى قيمة سوقية في الربع الرابع من عام ١٩٩٧ إذ بلغت ٢٧٢٤٤,٥٦ مليون دولار مقارنة بأدنى قيمة وهي ٩٧٤١,٣٧ مليون دولار وذلك في الربع الأول من عام ١٩٩٥ .

وأما في ما يخص قيمة التداول فقد ارتفعت خلال ١٩٩٤-٢٠٠١ من ٤٣٦,٨٤ مليون دولار إلى ٢٠١٦,٨٣ مليون دولار أي بنسبة قدرها ٣٦١,٧%. وبلغت أكبر قيمة للتداول نحو ١٠٨٨٤,٨٦ مليون دولار وذلك في الربع الثاني من عام ١٩٩٧ في مقابل أدنى قيمة لتداول وهي ٤٣٦,٨٤ مليون دولار خلال الربع الرابع من عام ١٩٩٤. كما ارتفعت عدد الأسهم المتداولة خلال الربع الرابع من عام ٢٠٠١ بما نسبته ١١٤١,٧ ليبلغ حوالي ٧٤١٣,٠٤ مليون سهم مقارنة ب ٥٩٧ مليون سهم خلال الربع الرابع من عام ١٩٩٤ وبلغ أكبر عدد للأسهم نحو ١١٦٧٩,٦٩ مليون سهم وذلك في الربع الثاني من عام ١٩٩٧ مقارنة بأدنى عدد وهو ٥٩٧ مليون سهم وذلك في الربع الرابع من عام ١٩٩٤.

وفي ما يخص معدل الدوران فقد ارتفع من ٤,١٦ إلى ٧,٥٦% خلال ١٩٩٤-٢٠٠١ وبنسبة ٨١,٧% وبلغ أعلى معدل للدوران في الربع الثالث من عام ١٩٩٦ نحو ٤٤,٢٤% مقارنة بأدنى معدل وهو ٢,٩٧% في الربع الأول من عام ٢٠٠٠.

ومن جانب آخر ارتفع عدد الشركات ليلبلغ ٨٨ شركة في الربع الرابع من عام ٢٠٠١ وكان أكبر عدد للشركات قد تحقق خلال ذلك الربع مقارنة بأدنى عدد للشركات ٤٨ شركة وذلك خلال الربع الرابع والأول من أعوام ١٩٩٤،١٩٩٥ على التوالي. وبلغت نسبة الارتفاع في عدد الشركات خلال ١٩٩٤-٢٠٠١ ٨٣,٣%.

ومن خلال التطورات في المؤشرات يمكن القول أن سوق الكويت للأوراق المالية حققت تطورا في مؤشرات أدائها وكان أفضل أداء لها خلال العام ١٩٩٧.

خامسا : سوق الأسهم السعودي

بدأ تداول الأسهم بالمملكة العربية السعودية في عام ١٩٣٥. وكان للنشاط الاقتصادي الكبير الذي شهدته المملكة العربية السعودية والذي أعقب زيادة دخل الدولة من النفط في منتصف السبعينات اثر في حفز الوفورات الكبيرة لدى القطاع الخاص في اللجوء إلى سوق الإصدار الأولي لجذب المدخرات الأهلية وتوظيفها في نشاطات اقتصادية مجدية، تساعد دعم القاعدة الإنتاجية للاقتصاد، فشهد سوق الإصدارات الجديدة توسعا كبيرا مما تطلب الأمر إصدار تعليمات تساعد على تنظيم عمليات التداول في سوق الأسهم الثانوية (السويلم، والحافظ، ٣٢٧، ١٩٩٦، ٣٢٨). وفي عام ١٩٨٥ تشكلت شركة تسجيل الأسهم السعودية ومثلت هذه الشركة تسجيلا مركزيا متكاملًا للأسهم كافة التي يتم المتاجرة بها في سوق السعودية (Al-bassam&al-Juhani, 1997, 14) وحتى عام ١٩٩٤ لم توجد في السعودية سوق رسمية منظمة، بل تم تطوير آلية لتداول الأسهم عبر شبكة كومبيوتر بين المصارف ومؤسسة النقد السعودية ووزارة التجارة. وقد بدأ العمل على إنشاء هيئة عامة للاستثمار على

وفق قوانين جديدة جاذبة للاستثمار الأجنبي عام ١٩٩٩. وكان التطور الأهم قد حصل في مجال الاستثمار المحفظي إذ تم إقرار قانون في عام ٢٠٠٠ يسمح للمستثمر الأجنبي بامتلاك الأسهم في صندوق الاستثمار السعودي "سيف" بالتدرج لتجنب أية صدمات غير متوقعة بسبب تدفق الأموال الأجنبية للبنك السعودي الأمريكي بما تحمله من مخاطر عدم استقرار (السامرائي، ٢٠٠٢، ٣٢٨). هذا وتعد سوق الأسهم السعودية الأكبر والأكثر نمواً بين أسواق المنطقة العربية، فهي سوق مثالية للاستثمار نظراً لما تتمتع به المملكة العربية السعودية من استقرار سياسي ولوزنها الكبير بوصفها أكبر منتج للنفط ولديها أكبر احتياطي منه وغير ذلك من العوامل الإيجابية الأخرى (الشراح، ٢٠٠١، ٣٥). وقد شهدت سوق الأسهم السعودية تطوراً كبيراً ولاسيما في خلال المدة ١٩٩٤-٢٠٠١ ويمكن الاستدلال على ذلك من خلال الجدول (٥).

الجدول (٥)

تطور مؤشرات أداء سوق الاسهم السعودي للمدة ١٩٩٤

(الربع الرابع) - ٢٠٠١ (الربع الرابع)

الفترة	المؤشر العام لاسعار الاسهم	القيمة السوقية (مليون \$)	قيمة التداول (مليون \$)	عدد الاسهم المتداولة (مليون سهم)	معدل الدوران (%)	عدد الشركات
1994.4	1282.9	38693.3	663.23	152.1	1.7141	٥
1995.1	1299	38694.7	661.53	145.67	1.7096	62
1995.2	1315.1	38696.1	659.83	139.24	1.7052	62
1995.3	1331.2	38697.5	658.13	132.81	1.7007	69
1995.4	1367.6	40904	619.39	116.6	1.5143	69
1996.1	1396.2	39234	1444.96	110.09	3.6829	69

70	3.998	103.58	1577	39444.9	1424.8	1996.2
70	3.7002	30.93	1526.64	41258.8	1358.2	1996.3
70	6.0697	53.6	2783.3	45855.8	1531	1996.4
70	6.4247	83.29	3216.11	50058.9	1651.9	1997.1
70	5.0895	43.05	2458.64	48308	1611.4	1997.2
71	3.9049	54.7	2243.66	57457.1	1890	1997.3
71	8.6577	82.14	5140.77	59378.3	1957.8	1997.4
71	8.1096	62.2	4107.45	50649.3	1678	1998.1
72	9.5034	109.34	4970.49	52302.4	1736.9	1998.2
73	4.339	51.61	2130.58	49102.6	1630.1	1998.3
74	5.9498	71.82	2536.42	42630.6	1413.1	1998.4
73	4.9842	55.14	2176.11	43660.2	1455.2	1999.1
73	6.4928	75.5	2872.45	44240.4	1474.7	1999.2
72	7.8407	143.1	3966.46	50588.1	1680	1999.3
72	9.9614	253.77	6071.77	60952.9	2028.53	1999.4
73	6.3757	139.22	3818.17	59886.8	1988.14	2000.1
74	5.7628	118.14	3609.9	62641.6	2079.5	2000.2
74	8.2834	165.29	5912.93	71383.1	2369.7	2000.3
75	5.9144	129.42	3972.45	67166	2229.91	2000.4
75	5.7795	111.19	3927.67	67958.2	2256.07	2001.1
76	9.7863	129.19	7191.49	73485.6	2439.56	2001.2
76	10.5594	234.02	7351.57	69620.9	2311.44	2001.3
76	5.1266	94.89	3752.72	73201.4	2430.11	2001.4

المصدر : صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات اسواق الاوراق المالية العربية ، ابو ظبي ،

اعداد متفرقة ، ١٩٩٦ ، ١٩٩٧ ، ١٩٩٨ ، ١٩٩٩ ، ٢٠٠٠ ، ٢٠٠١ ، ٢٠٠٢ .

يتضح من الجدول (٥) أن المؤشر المحلي لاسعار الأسهم قد ارتفع بنسبة ٨٩,٤٢ خلال المدة ١٩٩٤-٢٠٠١ وبلغت أعلى نقطة للمؤشر ٢٤٣٩,٥٦ وذلك في الربع الثاني من عام ٢٠٠١ مقارنة بأدنى نقطة وهي ١٢٨٢,٩ في الربع الرابع من عام ١٩٩٤ . كما ارتفعت القيمة السوقية خلال ١٩٩٤-٢٠٠١ من ٣٨٦٩٣,٣٣ مليون دولار إلى ٧٣٢٠١,٣٥ مليون دولار وبنسبة زيادة ٨٩,٢% وبلغت أعلى قيمة ٧٣٤٨٥,٦٤ مليون دولار في الربع الثاني من عام ٢٠٠١ في مقابل أدنى قيمة وهي ٣٨٦٩٣,٣٣ مليون دولار في الربع الرابع من عام ١٩٩٤ .

أما فيما يخص قيمة التداول فقد ارتفعت بنسبة ٤٦٥,٨% خلال ١٩٩٤-٢٠٠١ وبلغت أكبر قيمة تداول ٦٠٧١,٧٧ مليون دولار في الربع الرابع من عام ١٩٩٩ مقارنة بأدنى قيمة وهي ٦١٩,٣٩ مليون دولار في الربع الرابع من عام ١٩٩٥ .

وأما فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة فقد انخفض في الربع الرابع من عام ٢٠٠١ بنسبة ٣٧,٦% ليبلغ حوالي ٩٤,٨٩ مليون سهم مقارنة ب ١٥٢,١٠ مليون سهم في الربع الرابع من عام ١٩٩٤ وبلغ أكبر عدد للأسهم نحو ٢٥٣,٧٧ مليون سهم وذلك في الربع الرابع من عام ١٩٩٩ في مقابل أدنى عدد للأسهم وهو ٣٠,٩٣ مليون سهم خلال الربع الثالث من عام ١٩٩٦ .

كما ارتفع معدل الدوران بنسبة ٢٠٠% خلال المدة ١٩٩٤-٢٠٠١ وبلغ أعلى معدل للدوران نحو ١٠,٥٦% في الربع الثالث من عام ٢٠٠١ مقارنة بأدنى معدل للدوران وهو نحو ١,٥١% وذلك خلال الربع الرابع من عام ١٩٩٥ .

ومن جانب آخر ارتفع عدد الشركات ليبلغ ٧٦ شركة في الربع الرابع من عام ٢٠٠١ مقارنة ب ٦٢ شركة وذلك في الربع الرابع من عام ١٩٩٤ أي بنسبة ارتفاع قدرها ٢٢,٦% وشهد الأرباع الثاني والثالث والرابع من عام ٢٠٠١ أكبر عدد للشركات وبلغت نحو ٧٦ شركة مقارنة بأدنى عدد وهو ٦٢ شركة خلال الأرباع الرابع والأول والثاني من أعوام ١٩٩٤، ١٩٩٥، على التوالي.

من خلال التطورات في المؤشرات يمكن القول أن سوق الأسهم السعودي قد حقق تطورا إيجابيا خلال المدة موضوع الدراسة فكان أدائه جيدا وخاصة في عامي ١٩٩٩-٢٠٠١ .

سادسا : بورصة الأوراق المالية بتونس

بدا التعامل الرسمي بالأوراق المالية في تونس عام ١٩٣٧، إذ تم إنشاء غرفة المقاصة لتسهيل للمصرف العقاري عملية بيع السندات واستمر العمل على هذا المنوال حتى حل الديوان التونسي للقيم المنقولة في عام ١٩٤٥. وفي عام ١٩٨٩ تم افتتاح بورصة الأوراق المالية بتونس (الحسيني، ٢٠٠٣، ٤٤). وتعد تونس من الدول الخمسة (الأردن، تونس، لبنان، مصر، المغرب) التي طورت أطرا قانونية وتشريعية متكاملة نسبيا. فقامت بأقلمة الأطر القانونية لديها لدعم دور البورصات المحلية في تنفيذ عمليات التخصيص واجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار المحفظي (ابي السرور، ١٠٣، ١٩٩٣). هذا ويمكن ملاحظة التطورات التي حققتها بورصة الأوراق المالية بتونس في أدائها كما في الجدول (٦).

الجدول (٦)

تطور مؤشرات أداء بورصة الاوراق المالية بتونس للمدة ١٩٩٤
(الربع الرابع) - ٢٠٠١ (الربع الرابع)

عدد الشركات	معدل الدوران (%)	عدد الاسهم المتداولة (مليون سهم)	قيمة التداول (\$ مليون)	القيمة السوقية (\$ مليون)	المؤشر العام لاسعار الاسهم	الفترة
21	5.7	6.81	145.91	2559.29	507.22	1994.4
21	5.26	6.12	173.13	3294.04	576.68	1995.1
23	4.47	4.34	158.52	3547.2	624.69	1995.2
25	3.49	3.11	132.62	3802.38	639.97	1995.3
26	3.61	4.08	139.82	3868.54	634.71	1995.4
28	1.21	4.05	47.36	3912.27	637.96	1996.1
28	0.4	4.02	14.83	3746.46	638.66	1996.2
30	1.36	1.77	56.62	4152.11	602.67	1996.3
30	1.8	4.96	69.42	3851.56	570.64	1996.4

31	1.68	2.15	55.7	3306.4	523.69	1997.1
31	2.12	2.2	52.88	2491.53	454.31	1997.2
31	0.82	2.25	18.34	2230.4	445.32	1997.3
34	2.54	4.99	58.84	2315.68	455.64	1997.4
34	1.4	2.08	31.73	2271.94	465.77	1998.1
37	1.95	2.73	42.49	2180.17	457.54	1998.2
38	1.45	1.95	33	2276.81	462.13	1998.3
39	2.57	4.3	57.28	2229.09	464.56	1998.4
39	3.38	5.51	85.34	2528.22	576.11	1999.1
40	2.87	4.16	67.77	2362.62	586.87	1999.2
43	4.94	6.83	126.76	2567.12	712.41	1999.3
44	6.72	10.98	117.39	2638.43	810.24	1999.4
44	7.18	9.31	205.36	2860.01	1065.54	2000.1
44	6.16	6.42	169.35	2747.65	1185.43	2000.2
44	6.31	6.8	172.84	2740.5	1389.6	2000.3
44	4.96	6.36	139.23	2809.12	1424.91	2000.4
44	4.2	5.96	106.35	2530.93	1247.76	2001.1
44	6.32	3.51	145.78	2305.03	1111.53	2001.2
45	2.39	3.62	55.64	2324.98	1042.49	2001.3
45	3.73	5.28	83.14	2229.57	996.09	2001.4

المصدر : صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات اسواق الاوراق المالية العربية ، ابو ظبي ، اعداد متفرقة ، ١٩٩٦ ، ١٩٩٧ ، ١٩٩٨ ، ١٩٩٩ ، ٢٠٠٠ ، ٢٠٠١ ، ٢٠٠٢ .
يظهر من الجدول (٦) أن المؤشر المحلي لاسعار الأسهم قد ارتفع خلال الربع الرابع من عام ٢٠٠١ بنسبة قدرها ٩٦,٤ % ليبلغ ٩٩٦,٠٩ نقطة مقارنة ب ٥٠٧,٢٢ نقطة خلال الربع الرابع من عام ١٩٩٤ . وشهد الربع الرابع من عام ٢٠٠٠ اكبر نقطة للمؤشر وبلغ نحو ١٤٢٤,٩١ مقارنة بأدنى نقطة للمؤشر وهي ٤٤٥,٣٢ وذلك خلال الربع الثالث من عام ١٩٩٧ .

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد انخفضت من ٢٥٥٩,٢٩ إلى ٢٢٢٩,٥٧ مليون دولار خلال ١٩٩٤-٢٠٠١ وبنسبة -١٢,٩ % وبلغت اكبر قيمة سوقية نحو ٤١٥٢,١١ مليون دولار خلال الربع الثالث من عام ١٩٩٦ مقارنة بأدنى قيمة سوقية وهي ٢١٨٠,١٧ مليون دولار وذلك في الربع الثاني من عام ١٩٩٨ . أما فيما يخص قيمة التداول فقد انخفضت خلال المدة ١٩٩٤-٢٠٠١ بنسبة -٤٣ % وبلغت اكبر قيمة تداول ٢٠٥,٣٦ مليون دولار خلال الربع الأول من عام ٢٠٠٠ مقارنة بأدنى قيمة تداول وهي ٣١,٧٣ مليون دولار خلال الربع الأول من عام ١٩٩٨ .

كما انخفض عدد الأسهم المتداولة خلال الربع الرابع من عام ٢٠٠١ بنسبة ٢٢,٥% ليبلغ ٥,٢٨ مليون سهم مقارنة بـ ٦,٨١ مليون سهم في الربع الرابع من عام ١٩٩٤. وشهد الربع الرابع من عام ١٩٩٩ أكبر عدد للأسهم المتداولة إذ بلغ نحو ١٠,٩٨ مليون سهم في مقارنة بـ ١,٧٧ مليون سهم خلال الربع الثالث من عام ١٩٩٦.

وأما من حيث معدل الدوران فقد انخفض من ٥,٧% إلى ٣,٧٣% خلال ١٩٩٤-٢٠٠١ وبنسبة ٣٤,٦% وبلغ أعلى معدل دوران ٧,١٨% خلال الربع الأول من عام ٢٠٠٠ مقارنة بأدنى معدل ٠,٨٢% خلال الربع الثالث من عام ١٩٩٧.

وأما فيما يتعلق بعدد الشركات فقد ارتفع خلال الربع الرابع من عام ٢٠٠١ ليبلغ ٤٥ شركة مقارنة بـ ٢١ شركة خلال الربع الرابع من ١٩٩٤ وبنسبة ارتفاع قدرها ١١٤,٣% وشهد الربع الثالث والرابع من عام ٢٠٠١ أكبر عدد شركات وبلغ نحو ٤٥ شركة مقارنة بأدنى عدد للشركات ٢١ شركة وذلك خلال الربعين الرابع والأول من أعوام ١٩٩٤، ١٩٩٥ على التوالي.

مما سبق يمكن القول: أن مؤشرات أداء بورصة الأوراق المالية بتونس لم تكن بالمستوى المطلوب مثل بقية الأسواق فعلى الرغم من المؤشر العام لأسعار الأسهم وعدد الشركات قد حققا تطورا إيجابيا خلال المدة موضوع الدراسة فإن القيمة السوقية وقيمة التداول وعدد الأسهم المتداولة ومعدل الدوران سجلت انخفاضا خلال المدة المذكورة.

استنادا إلى التحليل المقدم يظهران هناك تطور ملحوظا في جميع مؤشرات أداء أسواق راس المال قيد الدراسة على الرغم من تباين سنوات نشأة تلك الأسواق. ويمكن أن يقرن ذلك بتظافر جملة من الإصلاحات شهدتها تلك الأسواق على امتداد عقد التسعينات وكان الهدف منها:

- ١- تحسين مناخ الاستثمار وتصحيح الإطار التشريعي لنشاط تلك الأسواق.
- ٢- تيسير عملية التمويل للمشاريع الجديدة وتوزيع مخاطر الاستثمار طويل الأجل.
- ٣- توسيع رقعة ملكية الشركات المساهمة من خلال التوزيع العريض لتملك الأسهم وتداولها بين الجمهور (ابي السرور، ١٩٩٣، ٩٨).
- ٤- زيادة كفاءة هذه الأسواق في حشد المدخرات المحلية للاستفادة من فرص الاستثمار بالأسهم والسندات في القطاعين العام والخاص، وتعزيز قدرتها التنافسية في اجتذاب الاستثمارات الأجنبية (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ١٦٣، ٢٠٠١).

وشملت الإصلاحات التي شهدتها أسواق راس المال العربية النواحي المهمة الآتية:

١- الشفافية والإفصاح المالي

أن المستثمر من الناحية النظرية في الأقل لا يتاجر الا بناءً على المعلومات التي لها انعكاسات واضحة على الشركات المدرجة في السوق أو الأسهم، وإذا كانت هذه المعلومات تنتشر بين الحين والآخر على نحو مختلف المصدقية غير صادقة المعنى بما تحتويه من تدليس أو يظهر فيها من تباين فان ذلك سينعكس سلبيا على أداء الأسواق(مجلة الرياض الاقتصادي، ٢٠٠٢، ١). وعلى هذا الأساس أولت أسواق رأس المال العربية اهتماما كبيرا بزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ١٦٣، ٢٠٠١). إذ قامت الجهات التشريعية باستحداث قوانين جديدة شاملة لأسواقها المالية وأدخلت تعديلات تشريعية واسعة على قوانينها القائمة، وكان أحد أهم الأهداف لهذه التعديلات رفع مصداقية السوق لتوفير مزيد من الثقة والحماية للمستثمرين وتحديدًا من خلال تعزيز الشفافية في البيانات والمعلومات التي يتوجب على الأسواق المالية الإفصاح عنها مثل المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء أعضاء السوق، بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة حركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية وغير ذلك من المعلومات (قارة، ١٦٩، ٢٠٠٠).

٢- أنظمة التداول

تم في هذا المجال إدخال نظام المكننة لأنشطة التداول في أسواق رأس المال إذ توجد في عدد منها أنظمة تداول آلي متطور (محمد، ١٤٩، ٢٠٠٢) كان الهدف منها رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين. فأخذت مجموعة من الأسواق على إدخال أنظمة للتداول عن بعد مثل (مصر، الأردن، الكويت) إذ يستطيع الوسطاء القيام بنشاطاتهم عبر تداول الأوراق المالية المدرجة في أماكن تواجدهم من دون الحاجة إلى التواجد داخل القاعة (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ١٦٣، ٢٠٠١).

٣- أنظمة التسوية والحفظ المركزي

شهدت أنظمة التسوية والحفظ المركزي هي الأخرى تحديثًا وتطويرًا وذلك بتأسيس مراكز الإيداع والتحويل للأوراق المالية في عدد من الأسواق المالية العربية (محمد، ١٥٤، ٢٠٠٢) وتتمتع هذه المراكز بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري ولا تهدف إلى الربح، كما لا يجوز لها القيام بالأعمال التجارية أو أن يكون لها منفعة خاصة أو علاقة بأي مشروع كما لا يسمح لها بشراء أو امتلاك أية أوراق مالية وهي تخضع لرقابة

وأشرف هيئات البورصات (الشمري، واخرون، ١٣٥، ١٩٩٩). وتقوم مراكز الإيداع والتحويل بالمهام الآتية (طوقان، ٣١، ١٩٩٤):

- أ- تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية.
- ب- حماية حقوق المساهمين والمتعاملين في السوق والإسراع في إجراءات التسوية وتحويل ملكية الأسهم.

٤- الإشراف والرقابة

شهدت الأسواق كذلك إصلاحا على صعيد بنيتها المؤسسية ويتمثل ذلك بفصل الدور التشريعي والرقابي عن الدور التنفيذي في إدارة البورصة ، وقد ظهرت الحاجة إلى ذلك نظرا للتطور الهيكلي الذي شهدته مجموعة من الأسواق وتعدد المسؤوليات فيها بين عدة جهات ، فوجدت هيئة مستقلة تقوم بدور التشريع والرقابة والإشراف تعمل على حماية العملية الاستثمارية وتخضع لها البورصة وشركات الوساطة والخدمات المالية والشركات المساهمة المصدرة للأوراق المالية وتضطلع البورصة في المقابل بمسؤولية الإشراف على سير العمليات وإجراءات تداول الأوراق المالية وتسويتها ونشر المعلومات والأسعار، وتنفيذ سياسات هيئة الرقابة ومن الدول التي قامت بفصل الدور التشريعي والرقابي عن الدور التنفيذي عمان والمغرب وتونس (قارة، ١٧٠، ٢٠٠١) .

فضلا عن الإصلاحات التي شهدتها أسواق المال العربية والتي كان لها أثر في حدوث تطورات ملحوظة في هذه الأسواق حتى انعكست تلك التطورات وعلى نحو إيجابي على مؤشرات أدائها فقد أسهمت عدد من سياسات الإصلاح الاقتصادي التي انتهجتها معظم الدول العربية في توفير المناخ الملائم لنمو هذه الأسواق وتطورها (صقر، ٢٠٠٠-١١٧، ٢٠٠١) .
ومن هذه السياسات هي

- ١- سياسة الخصخصة : التي اصبح تنشيط أسواق رأس المال وتطويرها أحد الأهداف الرئيسية التي تسعى إلى تحقيقها (عثمان، ٤٢٣، ٢٠٠٠) لقد أدت أسواق راس المال دورا مهما في نجاح عملية الخصخصة ، فأصبحت هي الآلية المناسبة لتنفيذ معظم برامج التخصيص (الركيبي، ٣، ١٩٩٩) أي الأداة التي يمكن من خلالها تحويل أسهم المؤسسات العامة إلى القطاع الخاص من أفراد ومؤسسات اقتصادية (الحمادي، ٢٧، ١٩٩٤) . وقد ساعد اتباع العديد من الدول العربية لبرامج التخصيص على نمو أسواق رأس المال وتطورها (صقر، ٢٠٠٠-٢٠٠١، ١٢٠) .

٢- سياسة الاستثمار: تأتي سياسة الاستثمار في جنابات برامج الإصلاح الاقتصادي وخاصة فيما يتعلق بتشجيع الانفتاح على الاستثمار الأجنبي وتحريره من القيود (عبد الحميد، ١٩٩٧، ٤١٩). فقد اتخذت عدد من الدول العربية خطوات على صعيد تعزيز الانفتاح على الاستثمار الأجنبي وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها ولاسيما منذ عام ١٩٩٤ (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٠١، ١٢٠) ذلك لأن الاستثمار الأجنبي يمثل مصدرا مهما من مصادر التمويل ونقل التكنولوجيا والكفاءة في الإدارة والتنظيم والتسويق (المولى، ١٩٩٩، ٦٦) فكانت هناك حاجة فعلية لتنمية الاستثمارات الأجنبية في الأسواق المالية العربية، ووضع استراتيجية واضحة لجذبها حتى تساعد على استقطاب القطاعات المطلوب تنميتها سواء على هيئة تمويل أو تكنولوجيا مع توفير بيئة الاستثمار والسياسة الاقتصادية السليمة لتحقيق هذا الهدف (العالي، ١، ٢٠٠١). وقد تراوح موقف الدول العربية تجاه الاستثمار الأجنبي بين الانفتاح الكلي (أي عدم فرض أية قيود على الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية) مثل موقف كل من مصر والأردن والمغرب ولبنان وعمان والكويت، والانفتاح الجزئي (أي فرض مجموعة من القيود وبنسب متفاوتة على الاستثمار الأجنبي) مثل موقف كل من السعودية وتونس والبحرين والجزائر وقطر وسوريا والإمارات والسودان وفلسطين (السامرائي، ٣٢٦، ٢٠٠٢-٣٢٧).

المبحث الثاني

تقييم أداء أسواق رأس المال العربية

بعد استعراض التطور الذي شهده أداء أسواق رأس المال العربية يمكن إجراء المقارنة بين الأسواق وترتيبها حسب التطور في مؤشرات الأداء خلال المدة موضوع الدراسة وكما مبين في الجدول (٧)

الجدول (٧)

تطور مؤشرات أداء أسواق رأس المال العربية*

الأسواق	المؤشر المحلي لأسعار الأسهم %	القيمة السوقية %	قيمة التداول %	عدد الأسهم المتداولة %	معدل الدوران %	عدد الشركات %
الهيئة العامة لسوق المال بمصر	١٥٧	٤٧١	١٦٤٩	١٠٣٧	٢٠٦,٧	٥٨,٦
بورصة القيم المنقولة	٧٨	١٠٣	٢٨	٩٤	٣٦,٧-	٩,٨-

• ٢٠٠١ (الربع الرابع) - ١٩٩٤ (الربع الرابع)

١٠٠ ×

١٩٩٤ (الربع الرابع)

١٦٩,٥	١١٠,٩	٣١٧	١٩٠	٣٧	٢٠	بورصة عمان
٨٣	٨١,٧	١١٤١,٧	٣٦١,٧	١٥٣,٨	٧٤,٦	سوق الكويت للأوراق المالية
٢٢,٦	٢٠٠	٣٧,٦-	٤٦٥,٨	٨٩	٨٩	سوق الأسهم السعودي
١١٤	٣٤,٦-	٢٢,٥-	٤٣-	١٢,٩-	٩٦	بورصة الأوراق المالية بتونس

المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على :

صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات اسواق الاوراق المالية العربية ، ابو ظبي ، ١٩٩٦

، ٢٠٠٢ .

من الملاحظ في الجدول (٧) ارتفاع المؤشر المحلي لأسعار الأسهم في جميع أسواق رأس المال العربية خلال المدة المذكورة في أعلاه وبمعدلات متباينة. فقد سجلت الهيئة العامة لسوق المال بمصر أعلى ارتفاع في المؤشر المحلي لاسعار الأسهم إذ بلغت ١٥٧% . تلتها بورصة تونس وبنسبة بلغت ٩٦% ثم سوق الأسهم السعودي وبنسبة ٨٩% ثم بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بنسبة ٧٨% وأتت سوق الكويت للأوراق المالية بالمرتبة الخامسة بنسبة ارتفاع في المؤشر المحلي لأسعار الأسهم نحو ٧٤,٦% وتشغل بورصة عمان المرتبة الأخيرة وبنسبة ٢٠% .

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية لأسواق رأس المال العربية فقد ارتفعت هي الأخرى خلال المدة موضوع الدراسة باستثناء القيمة السوقية لبورصة تونس إذ سجلت نسبة انخفاض بلغت - ١٢,٩% في حين سجلت القيمة السوقية في سوق مصر للأوراق المالية أعلى ارتفاع وذلك بنسبة ٤٧١% وشغلت سوق الكويت للأوراق المالية المرتبة الثانية بنسبة ارتفاع في القيمة السوقية ١٥٣,٨% تلتها بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بنسبة ١٠٣% ثم سوق الأسهم السعودي إذ بلغت نسبة الارتفاع ٨٩% . لتأتي بورصة عمان بنسبة ارتفاع ٣٧% .

أما فيما يتعلق بقيمة التداول ، فيلاحظ أن أسواق رأس المال العربية قد سجلت خلال المدة موضوع الدراسة ارتفاعا في مؤشر قيمة التداول، باستثناء بورصة تونس التي سجلت انخفاضا بلغت نسبته - ٤٣% . في حين كان أعلى ارتفاع من نصيب سوق مصر للأوراق المالية ، فقد ارتفعت قيمة التداول بنسبة % 1649 تلتها سوق الاسهم السعودية بنسبة 456.8% . ثم سوق الكويت الاوراق المالية وبنسبة ٣٦١,٧% . وأتت بورصة عمان بالمرتبة

الرابعة من حيث نسبة ارتفاع قيمة التداول وبلغت نحو ١٩٠% ثم بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء إذ بلغت نسبة الارتفاع نحو ٢٨%.

وأما فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة فهناك ارتفاع ملحوظ في عدد الأسهم المتداولة في أسواق رأس المال العربية خلال المدة موضوع الدراسة باستثناء السعودية وتونس. إذ سجلت بورصة تونس أعلى انخفاض خلال المدة بلغ نحو -٢٢,٥%. وجاءت سوق الأسهم السعودية لتتبع المرتبة الثانية في نسبة انخفاض بلغت -٣٧,٦% في حين سجلت سوق الكويت للأوراق المالية أعلى ارتفاع خلال المدة المذكورة بنسبة 1141.7% ثم الهيئة العامة لسوق المال بمصر بنسبة 1037% وجاءت بورصة عمان لتحتل المرتبة الثالثة بنسبة ارتفاع نحو 317% ، وأخيرا بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء إذ بلغت نسبة الارتفاع نحو ٩٤%.

وفيما يخص معدل الدوران خلال المدة موضوع الدراسة . فقد سجلت سوق مصر للأوراق المالية أعلى نسبة ارتفاع في معدل الدوران إذ بلغت نحو ٢٠٦,٧% . وجاءت سوق الأسهم السعودي بالمرتبة التالية بنسبة ٢٠٠%. وتلتها بورصة عمان بنسبة ١١٠,٩% ثم سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة ارتفاع بلغت نحو ٨١,٧%. في حين سجلت بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء خلال هذه المدة أعلى انخفاض بنسبة -٣٦,٧% تلتها بورصة تونس بنسبة انخفاض بلغت نحو -٣٤,٦% .

أما من حيث عدد الشركات المدرجة حتى نهاية الربع الرابع من عام ٢٠٠١ فتعد الهيئة العامة لسوق المال بمصر الأكثر عددا من ناحية عدد الشركات، وتأتي بورصة عمان بالمرتبة الثانية ، تليها سوق الكويت للأوراق المالية، ثم سوق الأسهم السعودي ، وتأتي بورصة القيم المنقولة بالمرتبة الخامسة ، وأخيرا بورصة تونس وأما من حيث التطور في عدد الشركات للمدة موضوع الدراسة فقد سجلت أسواق رأس المال العربية تطورا في عدد الشركات باستثناء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء فقد سجلت انخفاضا في عدد الشركات بلغت نسبته -٩,٨% . في حين سجلت بورصة عمان أعلى ارتفاع في عدد الشركات خلال المدة المذكورة بلغت نسبته ١٦٩,٥%. وأتت بورصة تونس بالمرتبة الثانية بنسبة ارتفاع ١١٤%. تلتها سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة ارتفاع ٨٣%. ثم الهيئة العامة لسوق المال بمصر التي سجلت ارتفاعا بلغت نسبته نحو ٥٨,٦%. وسجلت سوق الأسهم السعودي المرتبة الأخيرة من حيث نسبة الارتفاع في عدد الشركات فبلغت ٢٢,٦%.

وهكذا ومن خلال المؤشرات المحتسبة يتضح أن هناك تطورات إيجابية في أداء أسواق رأس المال العربية عموما ويتوقع أن يتطور هذا الأداء نحو الأفضل في المستقبل ، وأن

الفصل الثالث : تقييم أداء أسواق رأس المال العربية

تؤدي النتائج الإيجابية التي حققتها أسواق رأس المال العربية إلى تعزيز ثقة المستثمرين بالمنطقة العربية.

الفصل الرابع

تحليل واختبار العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشرات أداء أسواق رأس المال لدول عربية

تمهيد

تناولنا في الفصول السابقة أهم المؤشرات المعبرة عن أداء أسواق رأس المال، وتم تحليل هذه المؤشرات لمجموعة من الدول العربية (عينة البحث) والمقارنة بين هذه الدول من خلال نسبة النمو في مؤشرات الأداء. كما تم كذلك تحديد مؤشرات السياسة النقدية . وحاولنا من خلال التحليل النظري دراسة الأثر الذي تتركه التغيرات في مؤشرات السياسة النقدية في مؤشرات أداء أسواق رأس المال. وقد وجدنا من المناسب تعزيز الجانب النظري للدراسة بالجانب الكمي. ولهذا سيتم تركيزنا في هذا الفصل على الجزء الأهم وهو تحليل العلاقة واختبارها كميًا بين تلك المؤشرات من خلال استخدام نموذج اقتصادي قياسي، بوصفه أسلوبًا من أساليب التحليل الاقتصادي يهتم بالتقدير الكمي للعلاقات بين المتغيرات الاقتصادية معتمداً في ذلك على النظرية الاقتصادية والإحصاء للوصول إلى هدفه الخاص باختبار الفروض والتقدير. وتم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين :

المبحث الأول: توصيف النموذج القياسي

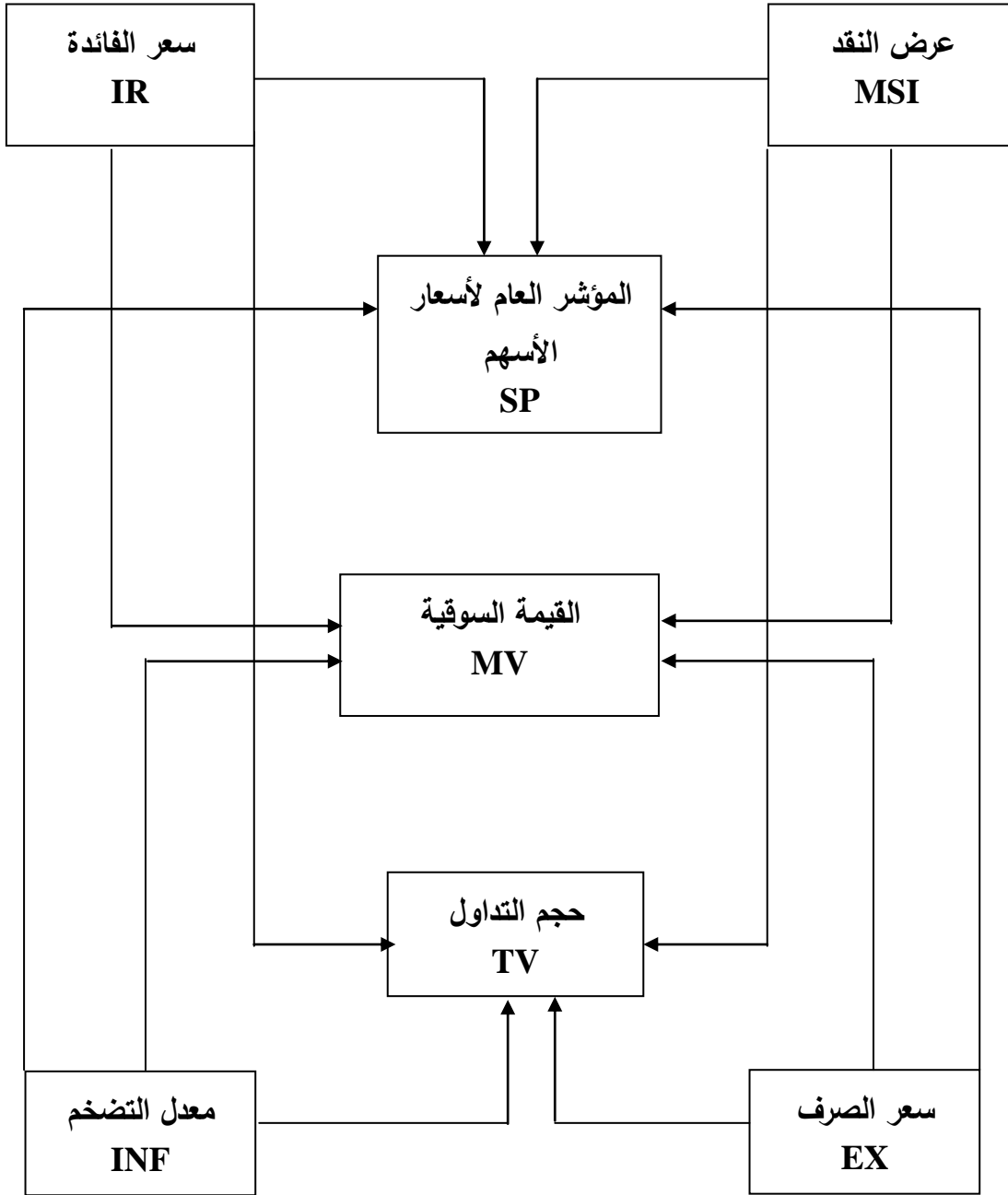
المبحث الثاني: عرض نتائج النموذج القياسي وتحليلها.

المبحث الأول توصيف النموذج القياسي

إن الغرض الرئيس من هذا المبحث هو بناء نموذج لتعيين متغيرات السياسة النقدية وتشخيص مدى تأثيرها في مؤشرات أداء أسواق رأس المال العربية .
فمن الأهمية أن يكون هيكل النموذج منسجما في علاقاته مع الفرضيات التي تعرضنا لها سابقا. وان تكون المعايير المستخدمة للحكم عليه وتقويم صلاحيته التجريبية منسجمة مع غرضه. علما أن النموذج القياسي المقترح قد تم توصيفه بناء على الدراسات النظرية والتجريبية.

أولا: هيكل النموذج

إذا اعتبرنا أن أداء أسواق رأس المال يتأثر بالعديد من العوامل التي منها ما هو داخلي وما هو خارجي ، فإن ذلك يستلزم أن تؤخذ جميع العوامل المؤثرة في أداء أسواق رأس المال بنظر الاعتبار عند اتخاذ قرار الاستثمار.
ولما كانت السياسة النقدية تعد أحد العوامل الخارجية المؤثرة في الأداء، فإن من المتوقع أن يكون لمتغيرات السياسة النقدية (عرض النقد، سعر الفائدة، سعر الصرف، معدل التضخم) دور في اتخاذ القرار الاستثماري، ثم في التأثير في مؤشرات أداء أسواق رأس المال (المؤشر العام لأسعار الأسهم، القيمة السوقية، حجم التداول) . ويمكن عرض هذه المتغيرات والمؤشرات كما في الشكل (٣) . إذ تعبر عن الهيكل العام للنماذج .



الشكل (٣)

متغيرات السياسة النقدية المؤثرة في مؤشرات أداء أسواق رأس المال

المصدر : من إعداد الباحثة

إن مؤشرات أداء أسواق رأس المال والمتمثلة بـ(المتغيرات المعتمدة) كما يعبر عنها

الشكل (٣) هي:

- ١- المؤشر العام لأسعار الأسهم (SP) :تم الاستعانة بالمؤشر المحلي لأسعار الأسهم الذي تقوم إدارة كل سوق باحتسابه.
 - ٢- القيمة السوقية (MV) .
 - ٣- حجم التداول (TV) : استخدم في هذا النموذج عدد الأسهم المتداولة للتعبير عن حجم التداول الذي يمكن تفسيره بمتغيرات السياسة النقدية.
- كما يلاحظ من النماذج في الشكل أعلاه ، أن المتغيرات المعبرة عن السياسة النقدية تتمثل بالمتغيرات المستقلة التي تكون في جميع النماذج كالآتي:
- ١- عرض النقد (MS1): ويتضمن (النقد المتداول+الودائع تحت الطلب)
 - ٢- سعر الفائدة (IR) : تمت الاستعانة بسعر الفائدة على الودائع لجميع الدول عينة البحث باستثناء المغرب وتونس فقد تمت الاستعانة بسعر الفائدة في سوق النقد، نظرا لعدم توفر البيانات على نحو كامل عن مدة البحث لهاتين الدولتين فيما يخص سعر الفائدة على الودائع
 - ٣- سعر الصرف (EX) : تم الأخذ بسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملة المحلية (نهاية المدة) بوصفه إحدى العملات المطلوبة والمتداولة على نحو رئيسي في جميع الدول عينة البحث.
 - ٤- معدل التضخم (INF): ويستخرج من التغير في الأرقام القياسية بأسعار المستهلك وبالطريقة الآتية(سعيد،١٩٨،٢٠٠٠)

$$\text{معدل التضخم} = \frac{\text{الرقم القياسي لأسعار المستهلك للمدة الحالية}}{\text{الرقم القياسي لأسعار المستهلك لمدة سابقة}} - ١$$

ثانيا: افتراضات النموذج

يفترض النموذج أن زيادة عرض النقد عن حاجة النشاط الاقتصادي تؤدي إلى الزيادة في الانفاق ثم الزيادة في الطلب على السلع والى زيادة الأرباح مما ينعكس إيجابيا على مؤشرات أداء أسواق رأس المال .

ويفترض وجود علاقة سلبية بين سعر الفائدة ومؤشرات أداء أسواق رأس المال ، لأن المستثمر يقوم دوما بالمقارنة بين العوائد التي يحصل عليها من الأوراق المالية التي يملكها ومعدل الفائدة السائد في السوق. وأن ارتفاع وانخفاض سعر الفائدة يؤدي إلى قيام المستثمر بتعديل تقييمه الأوراق المالية التي يملكها. وبموجب ذلك فإن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض مؤشرات أداء أسواق رأس المال .

طالما تم الأخذ بسعر صرف الدولار مقابل العملة المحلية، فمن المتوقع أن يكون لارتفاع قيمة العملة الأجنبية وما يقابلها من انخفاض في قيمة العملة المحلية دافع للأفراد إلى التخلص من احتياطياتهم منها وان يستبدلوا بها غيرها كالأسهم مثلا. وبذلك فان من المفترض أن تكون العلاقة موجبة بين سعر الصرف ومؤشرات أداء أسواق رأس المال .

كما يفترض أن يكون تأثير التضخم موجبا مع مؤشرات أداء أسواق رأس المال . على اعتبار أن الأسهم تعد حقوقا على الموجودات الحقيقية التي ينبغي أن تزداد قيمتها مع تضخم الأسعار، فضلا عن أن الارتفاع في المستوى العام للأسعار يصاحبه ارتفاع في أسعار منتجات الشركات المصدرة للأسهم ثم زيادة العائد النقدي للأسهم الذي يكون دافعا للمستثمرين نحو اقتناء الأسهم ثم ارتفاع مؤشرات أداء أسواق رأس المال.

ثالثا: تقويم النموذج

طالما أن غرضنا الرئيس من النموذج هو تحليل فرضية أو اختبارها وليس التنبؤ، فان تقويم صلاحيته التجريبية يجب أن يستند إلى المعلمات الهيكلية المنفردة اختبار (t) . وبعد احتساب قيمة (t) تقارن بقيمتها الجدولية عند مستوى معنوية 5% ودرجة حرية (n-1)، ثم تقييم معلمات النموذج المقدر. فضلا عن معامل التحديد (R²) الذي يوضح نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في تفسير التغير الحاصل في المتغير المعتمد. كما يجب أن تعطى أهمية أكثر لعدم تحيز المعلمات وليس لكفاءتها. وعلى الرغم من أن محور تركيزنا سينصب على اختبار (R², t)، فأنا لن نهمل الاختبارات الأخرى (d, w, F، الخطأ المعياري).

رابعا: تقدير النموذج

بعد أن تمت تهيئة البيانات باستخدام برنامج Minitab الجاهز على الحاسوب الآلي تم الاعتماد على أسلوب الانحدار الخطي المتعدد نظرا لوجود أكثر من متغير مستقل، وتم تقدير قيم المعلمات للنموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (ols) ذلك لأنها تقي بفرضيات هذه الطريقة، وفي الوقت نفسه تمتاز بإعطائها أفضل التقديرات عند مستوى معنوية 5%. علما أن كل المشاهدات خزنت في قرص وهي جاهزة تحت الطلب.

المبحث الثاني

عرض نتائج النموذج القياسي وتحليلها

تمهيد

أن هناك فروق كبيرة عموماً بين الدول فيما يتعلق بمتغيرات السياسة النقدية ومؤشرات أداء أسواق راس المال العربية، الأمر الذي يعكس مدى التباين الاقتصادي والمالي بين الدول العربية. وفي هذا المبحث سوف يتم عرض نتائج النموذج القياسي المستخدم وتحليلها ومناقشتها لكل سوق من الأسواق التي شملها البحث وذلك لبيان أهم المتغيرات النقدية التي تؤثر في مؤشرات الأداء في كل سوق راس مال عربية وذلك لمعرفة مدى التشابه أو الاختلاف في المتغيرات النقدية التي تؤثر في اتجاه مؤشرات الأداء بين الأسواق. ومن أجل عرض النتائج فأنا نورد جداول بالنتائج لكل سوق.

أولاً: مصر: الهيئة العامة لسوق المال بمصر

الجدول (٨)

النموذج (١) نتائج تقدير المؤشر العام لأسعار اسهم الهيئة العامة لسوق المال بمصر

المتغير المستقل Ind.var	المعامل Coef.	قيمة (t)	الخطأ المعياري Stdev
Const	-2137.0	-2.49	857.2
MS1	0.025651	6.10	0.004203
IR	51.76	1.30	39.92
EX	2708	2.45	1105
INF	1.129	0.97	1.169
R2=90.5%	R2(adj)=88.9%	F=57.30	D.W=1.18

المصدر : من اعداد الباحثة

يبين الجدول (٨) النموذج (١) الخاص بعرض النتائج القياسية لتأثير متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم. وتشير نتائج التقدير المعروضة في الجدول إلى أن الملاءمة التجريبية على نحو عام وللمتغيرات كافة قوية مما يضيف على النموذج قدرة تفسيرية عالية. ويلاحظ من النتائج أن إشارة المعلمات ومعنوياتها الإحصائية متناسقة إلى حد كبير مع الفرضيات عدا حالتين:

الأولى: المتعلقة بالمتغير سعر الفائدة، إذ ظهر بعلاقة موجبة وذات معنوية منخفضة مع المؤشر العام لأسعار الأسهم فقد اثر عموماً على نحو مخالف لافتراضنا. ويمكن رد هذه النتيجة إلى تفسير مفاده أن الاستثمار بالأسهم يكون مسوغاً عندما تسعر الأسهم لتعطي عائداً متوقعاً

عاليا بدرجة كافية فوق سعر الفائدة حسب،ولهذا فمهما ارتفع سعر الفائدة فانه لا يلقى استجابة من المستثمر المصري.

الثانية: المتعلقة بمعدل التضخم إذ ظهر بعلاقة طردية مع المؤشر العام لأسعار الأسهم وحسب ما هو متوقع ولكن بمعنوية منخفضة، ولربما يرجع السبب في ذلك إلى تقلب المؤشر العام لأسعار الأسهم لأسباب أخرى تتعدى التقلب في معدلات التضخم. حتى أن كل درجة زيادة في معدل التضخم يتزامن معها ارتفاع في المؤشر العام لأسعار الأسهم بـ ١,١٢٩ .

أما المتغيرات الأخرى، فهي ذات معاملات وإشارات ومعنويات مقبولة بدرجة كبيرة. فقد اتضح وجود علاقة إيجابية ومعنوية مرتفعة بين عرض النقد والمؤشر العام لأسعار الأسهم. إذ تسبب زيادة عرض النقد بوحدة واحدة زيادة في المؤشر العام لأسعار الأسهم بـ ٠,٠٢٦، مما يعني أن عرض النقد كلما ارتفع رافقه ارتفاع في المؤشر العام لأسعار الأسهم والعكس صحيح. ويلاحظ أن لسعر الصرف الأجنبي تأثيرا معنويا مرتفعا في المؤشر العام لأسعار الأسهم. إذ ظهر أن زيادة نقطة واحدة في سعر الصرف الأجنبي ترتب زيادة في المؤشر العام لأسعار الأسهم بـ ٢٧٠٨.

كما تظهر النتائج أن قيمة (R2) بلغت ٩٠,٥% وهي قيمة عالية الأمر الذي يعني أن ٩٠,٥% من التغيرات التي تصيب المؤشر العام لأسعار الأسهم تفسر من خلال متغيرات السياسة النقدية، وما تبقى يعود إلى متغيرات أخرى غير محسوبة في النموذج والبالغة قيمتها ٩,٥%.

نخلص مما سبق، إلى أن العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية والمؤشر العام لأسعار أسهم سوق مصر للأوراق المالية علاقة قوية خلال مدة الدراسة. وبناء على ذلك يمكن اعتبار متغيرات السياسة النقدية محددات أساسية لمؤشر أسعار أسهم سوق مصر للأوراق المالية.

الجدول (٩)

النموذج (٢) نتائج تقدير القيمة السوقية لأسهم الهيئة العامة لسوق المال بمصر

المتغير المستقل Ind.var	المعامل Coef.	قيمة (t)	الخطأ المعياري Stdev
Const	-122644	-2.76	44448

MS1	1.4504	6.66	0.2179
IR	17.12	0.83	20.70
EX	309299	5.40	57286
INF	52.22	0.86	60.64
R2=94.0%	R2(adj)=93.0%	F=94.63	D.W=1.55

المصدر: من إعداد الباحثة

يبين الجدول (٩) النموذج (٢) الخاص بتقدير النتائج القياسية لتأثير متغيرات السياسة النقدية في القيمة السوقية لأسهم الهيئة العامة لسوق المال بمصر.

يتضح من الجدول أن هناك متغيرين من بين أربعة متغيرات يعدان معنويين وبدرجة كبيرة. الأول منها عرض النقد وهو بحسب افتراضا يؤثر إيجابيا في القيمة السوقية، إذ أن زيادة وحدة واحدة في عرض النقد ترتب زيادة في القيمة السوقية بمقدار ١,٤٥٠. والثاني هو سعر الصرف الذي ظهر بعلاقة موجبة وحسب ما هو متوقع فزيادة نقطة في سعر الصرف تتزامن معها زيادة في القيمة السوقية بمقدار ٣٠٩٢٩٩. أما فيما يتعلق بمتغيري سعر الفائدة ومعدل التضخم فلم يظهر لهما دور معنوي في التأثير في القيمة السوقية. فقد أشر سعر الفائدة وجود علاقة إيجابية مع القيمة السوقية، وظهر معدل التضخم بعلاقة إيجابية مع القيمة السوقية.

ويتضح من الجدول (٩) أن متغيرات السياسة النقدية تفسر نسبة عالية من التغيرات في القيمة السوقية (R2) وهي في حدود ٩٤%، أما ما تبقى من النسبة والبالغ ٦% فيعود إلى متغيرات أخرى غير محسوبة في النموذج.

نخلص مما سبق إلى أن متغيرات السياسة النقدية تعد محددات أساسية للقيمة السوقية للأسهم في سوق مصر للأوراق المالية. وظهر في نطاق تقويم الأهمية النسبية للمتغيرات بحسب نسبة التأثير أن المتغيرات الرئيسة المؤثرة في القيمة السوقية هي (عرض النقد وسعر الصرف).

الجدول (١٠)

النموذج (٣) نتائج تقدير حجم التداول لأسهم الهيئة العامة لسوق المال بمصر

المتغير المستقل Ind.var	المعامل Coef.	قيمة (t)	الخطأ المعياري Stdev
Const	-1536.1	-3.03	507.6

MS1	0.01718	6.90	0.002489
IR	62.59	2.65	23.64
EX	747.1	1.14	654.2
INF	0.1264	0.18	0.6926
R2=92.3%	R2(adj)=91.0%	F=71.81	D.W=1.48

المصدر: من اعداد الباحثة

يبين الجدول (١٠) النموذج (٣) الخاص بتقدير النتائج القياسية لتأثير متغيرات

السياسة النقدية في حجم التداول لأسهم الهيئة العامة لسوق المال بمصر

يتضح من الجدول أن أهم متغيرين مؤثرين على وفق هذا النموذج هما: عرض النقد

وسعر الفائدة. فقد ظهر عرض النقد بعلاقة موجبة ومعنوية مرتفعة مع حجم التداول وحسب

افتراضنا. وظهر سعر الفائدة بعلاقة موجبة ومعنوية كذلك مع حجم التداول وجاءت إشارته على

نحو مخالف لافتراضنا. مما يعني أن التغيرات في عرض النقد وسعر الفائدة نحو الزيادة تؤدي

إلى ارتفاع حجم التداول، لأنها تخلق توقعات جديدة بتحسن الوضع الاقتصادي العام.

ويلاحظ أن المتغيرين سعر الصرف الأجنبي ومعدل التضخم ظهرا بعلاقة إيجابية مع

حجم التداول وكما هو متوقع ولكنها غير معنوية، مما يشير إلى قلة أهمية التغيرات في سعر

الصرف ومعدل التضخم في تفسير التغيرات في حجم التداول. مما يعني أن كل نقطة زيادة في

سعر الصرف تتزامن معها زيادة في حجم التداول بـ ٧٤٧,١ وكل درجة زيادة في معدل

التضخم ترافقها زياد في حجم التداول بـ ٠,١٢٦٤. كما يلاحظ من قيمة (R2) أن متغيرات

السياسة النقدية تفسر ما نسبته ٩٢,٣% من التغير الحاصل في حجم التداول وما تبقى يعود إلى

متغيرات أخرى غير محسوبة في النموذج.

ثانيا: المغرب: بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء.

الجدول (١١)

النموذج (١) نتائج تقدير المؤشر العام لأسعار اسهم بورصة القيم المنقولة بالدار

البيضاء

n=29

n=29

المتغير المستقل Ind.var	المعامل Coef.	قيمة (t)	الخطأ المعياري Stdev
Const	2915.5	-3.33	876.4
MS1	-0.003310	-1.85	0.001793
IR	-53.54	-2.12	25.24
EX	-13188	-2.22	5929
INF	-6.115	-1.27	4.820
R2=55.4%	R2(adj)=47.9%	F=7.44	D.W=1.54

المصدر: من اعداد الباحثة

يبين الجدول (١١) النموذج (١) الخاص بتقدير النتائج القياسية لتأثير متغيرات السياسة النقدية على المؤشر العام لأسعار أسهم بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء. يتضح من الجدول أن هناك ثلاثة متغيرات من بين أربعة متغيرات تعد معنوية الأول منها عرض النقد، الذي ظهر بعلاقة سلبية مع المؤشر العام لأسعار الأسهم، وجاءت إشارة العلاقة على نحو مخالف لافتراضنا. ومن ملاحظة قيم عرض النقد والمؤشر العام لأسعار الأسهم يظهر أن في المدة نفسها التي يرتفع فيها عرض النقد ينخفض فيها المؤشر العام لأسعار الأسهم. ويمكن تفسير ذلك بأن الزيادة في عرض النقد يتزامن معها إصدارات جديدة من الأسهم مما يؤدي إلى امتصاص جزء لا بأس به من السيولة المتاحة ثم انخفاض المؤشر العام لأسعار الأسهم.

الثاني سعر الفائدة وقد ظهر بعلاقة عكسية مع المؤشر العام لأسعار الأسهم وحسب ما هو متوقع إذ أن كل نقطة زيادة في سعر الفائدة ترتب انخفاضا في المؤشر العام لأسعار الأسهم بـ ٥٣,٥٤. أما الثالث فهو سعر الصرف الأجنبي الذي ظهر معامله بالسالب على عكس افتراضنا، ويمكن تفسير تلك النتيجة بأن ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل الدرهم المغربي قد يكون دافعا للأفراد نحو استبدال احتياطياتهم من العملة المحلية المنخفضة بموجودات أخرى كالدور والأراضي والذهب والسيارات بدلا من الأسهم، لان حيازة تلك الموجودات تكون في الغالب أكثر ربحا وقل خطورة من الأسهم مما يتيح عنه قلة الطلب على الأسهم ثم انخفاض أسعارها.

أما فيما يخص متغير معدل التضخم فجاءت علاقته عكسية وضعيفة وغير معنوية مع المؤشر العام لأسعار الأسهم وعلى نحو مخالف لافتراض النموذج. ويمكن تفسير ذلك بسببين

الأول: أن الارتفاع في المؤشر العام لأسعار الأسهم لم يكن يوازي الارتفاع في المستوى العام للأسعار وهكذا لم تكن الأسهم في بورصة القيم المنقولة واقية من خطر ارتفاع المستوى العام للأسعار.

أما السبب الثاني: فقد يعود إلى المستثمرين، إذ تولى كثير منهم عن استثماراته بالأسهم حال انخفاض أسعارها واتجاههم نحو نوع آخر من الاستثمارات خاصة ما يتعلق منها في السلع والذهب والدور خوفا من زيادة الانخفاض في أسعار الأسهم في المستقبل حال ارتفاع المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى زيادة المعروض منها وانخفاض أسعارها.

ويتضح من الجدول أن قيمة (R^2) تفسر ما نسبته ٤,٤٥% من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الأسهم يمكن توضيحها بواسطة التغيرات في متغيرات السياسة النقدية، وما تبقى منها والبالغ ٤,٦٤% يمكن عزوه إلى متغيرات أخرى لم تدخل في النموذج. نخلص مما سبق إلى أن متغيرات السياسة تعد من محددات المؤشر العام لأسعار أسهم بورصة القيم المنقولة، في حين لم يتضح دور معنوي لمعدل التضخم.

الجدول (١٢)

النموذج (٢) نتائج تقدير القيمة السوقية لأسهم بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء

المتغير المستقل Ind.var	المعامل Coef.	قيمة (t)	الخطأ المعياري Stdev
Const	60807	3.16	19236
MS1	-0.09729	-2.47	0.03935
IR	-15.212	-2.75	55.39
EX	-221567	-1.70	13012.6
INF	-141.0	-1.33	105.8
R2=45.2%	R2(adj)=36.1%	F=4.95	D.W=1.65

المصدر : من اعداد الباحثة

يبين الجدول (١٢) النموذج (٢) الخاص بتقدير النتائج القياسية لتأثير متغيرات السياسة النقدية في القيمة السوقية لأسهم بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء.

يتضح من الجدول أن أهم المتغيرات المؤثرة على وفق هذا النموذج التي ظهرت بعلاقة معنوية مع القيمة السوقية هي: عرض النقد وسعر الفائدة وسعر الصرف الأجنبي مما يؤكد على أهمية التغيرات في هذه المتغيرات الثلاثة في تفسير التغيرات في القيمة السوقية. لكن إشارة المتغيرين عرض النقد وسعر الصرف ظهرت سلبية وعلى نحو مخالف لافتراضنا. إذ ظهر أن كل وحدة زيادة في عرض النقد يرافقها انخفاض في القيمة السوقية بـ ٠,٠٩٧ ، وكل نقطة زيادة في سعر الصرف يرافقها انخفاض في القيمة السوقية بـ ٢٢١٥٦٧ أما فيما يتعلق بسعر الفائدة فظهرت إشارته سلبية وكما هو متوقع . حتى أن كل نقطة زيادة في سعر الفائدة تسبب انخفاضا في القيمة السوقية بـ ١٥,٢١٢. ويؤشر معدل التضخم تأثيرا عكسيا وغير معنوي مع القيمة السوقية وعلى نحو مخالف لافتراضنا.

ويتضح من الجدول أن التغيرات في متغيرات السياسة النقدية تفسر نسبة متواضعة من التغيرات في القيمة السوقية (R2) وفي حدود ٤٥,٢ % ، وما تبقى والبالغ ٥٤,٨ % يعود إلى متغيرات أخرى لم تدخل في النموذج .

الجدول (١٣)

النموذج (٣) نتائج تقدير حجم التداول لأسهم بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء

المتغير المستقل Ind.var	المعامل Coef.	قيمة (t)	الخطأ المعياري Stdev
Const	3.040	0.42	7.197
MS1	0.00001666	1.13	0.00001472
IR	0.0432	0.21	0.2072
EX	-32.22	-0.66	48.69
INF	-0.01508	-0.38	0.03959
R2=46.7%	R2(adj)=37.8%	F=5.20	D.W=1.20

المصدر : من اعداد الباحثة

يبين الجدول (١٣) النموذج (٣) الخاص بتقدير النتائج القياسية لتأثير متغيرات السياسة النقدية في حجم التداول لأسهم بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء.

يتضح من الجدول أن التقديرات القياسية للنموذج (٣) لم تجد تأثيراً معنوياً يذكر لمتغيرات السياسة النقدية في حجم التداول، وهذا يشير إلى عدم أهمية هذه المتغيرات في تفسير التغيرات لحجم التداول، وان التغير في حجم التداول يعود إلى أسباب أخرى تتعدى التغير في متغيرات السياسة النقدية.

اما فيما يتعلق بإشارة المتغيرات فقد ظهرت إشارة المتغيرات جميعها على نحو مخالف لافتراضنا باستثناء المتغير عرض النقد الذي ظهر بعلاقة إيجابية مع حجم التداول وحسب ما هو متوقع.

ويتضح من الجدول أن قيمة (R2) تفسر ما نسبته ٤٦,٧% من التغيرات الحاصلة في حجم التداول التي سببتها متغيرات السياسة النقدية ، وما تبقى يعود إلى متغيرات أخرى لم تدخل في النموذج والبالغة نسبتها ٥٣,٣% .

ثالثاً: الأردن: بورصة عمان

الجدول (١٤)

النموذج (١) نتائج تقدير المؤشر العام لأسعار أسهم بورصة عمان

المتغير المستقل Ind.var	المعامل Coef.	قيمة (t)	الخطأ المعياري Stdev
Const	690.5	1.65	418.7
MS1	-0.03133	-2.31	0.01358
IR	-0.032	-0.02	1.359
EX	-338.6	-1.17	289.2
INF	-0.7138	-1.30	0.5510
R2=30.1%	R2(adj)=18.4%	F=2.58	D.W=1.72

المصدر : من اعداد الباحثة

يبين الجدول (١٤) النموذج (١) الخاص بتقدير النتائج القياسية لتأثير متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار أسهم بورصة عمان.

تشير النتائج إلى عدم معنوية العلاقة بين جميع المتغيرات النقدية والمؤشر العام لأسعار الأسهم. باستثناء عرض النقد الذي ظهر بعلاقة عكسية ومعنوية مع المؤشر العام لأسعار الأسهم. وجاءت إشارة العلاقة على نحو مخالف لافتراضنا ويمكن تفسير ذلك بأن الزيادة في عرض النقد قد تتزامن معها إصدارات جديدة من الأسهم مما يؤدي إلى امتصاص جزء لا بأس به من السيولة المتاحة مما يؤدي إلى انخفاض مؤشر أسعار الأسهم.

ويلاحظ أن لسعر الفائدة علاقة عكسية ضعيفة مع المؤشر العام لأسعار الأسهم حتى أن كل نقطة زيادة في سعر الفائدة يتزامن معها انخفاض المؤشر العام لأسعار الأسهم بـ ٠,٠٣٢ . ويؤشر المتغيران سعر الصرف ومعدل التضخم وجود علاقة عكسية ضعيفة وغير معنوية مع المؤشر العام لأسعار الأسهم وبعكس ما هو متوقع.

ويتضح من الجدول (١٤) أن التغيرات في متغيرات السياسة النقدية لا تفسر إلا قليلاً من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الأسهم وفي حدود ٣٠,١١% وما تبقى والبالغة نسبته ٦٩,٩% يعود إلى متغيرات أخرى لم تدخل في النموذج .

نخلص مما سبق إلى أن التقديرات القياسية للنموذج المعروض في الجدول (١٤) توضح وجود تأثير معنوي لعرض النقد. في حين لم تجد تأثيراً يذكر لمتغيرات سعر الفائدة وسعر الصرف ومعدل التضخم. وهذه النتيجة تؤكد ما انتهت إليه دراسات سابقة

(EL-Kouri,civelk,1991) و(البدرى والخوري،١٩٩٧) وذلك فيما يتعلق بسعر الفائدة وسعر الصرف، إذ تم تفسير ضعف العلاقة بين سعر الفائدة والمؤشر العام لأسعار الأسهم بمجهودات السلطة النقدية لتثبيت أسعار الفائدة لمدد طويلة من الزمن. وينطبق التفسير نفسه على ضعف العلاقة بين تحركات أسعار الأسهم وتحركات سعر صرف الدولار في مقابل الدينار الأردني ذلك أن السلطات النقدية الأردنية كانت دائما ما تضع على رأس أولوياتها المحافظة على سعر صرف مستقر للدولار في مقابل الدينار الأردني. أما فيما يتعلق بالعلاقة السالبة غير المعنوية بين معدل التضخم والمؤشر لأسعار الأسهم فجاءت العلاقة مخالفة لنتيجة دراسة (البدرى، والخوري،١٩٩٧) ويمكن تفسير ذلك بأن التغيرات في المؤشر العام لأسعار الأسهم لم تستجب للظروف التضخمية مما أدى إلى ظهور علاقة عكسية بين معدل التضخم والمؤشر العام لأسعار الأسهم وأخيرا يمكن القول . أن عدم وجود تأثير معنوي لسعر الفائدة وسعر الصرف ومعدل التضخم هو عدم اعتماد المستثمر الأردني على المعلومات الاقتصادية هذه في اتخاذ قراره الاستثماري .

الجدول (١٥)

النموذج (٢) نتائج تقدير القيمة السوقية لأسهم بورصة عمان

المتغير المستقل Ind.var	المعامل Coef.	قيمة (t)	الخطأ المعياري Stdev
Const	-1712	-0.10	17082
MS1	1.4146	2.55	0.5541
IR	184.24	3.32	55.45
EX	2274	0.19	11798
INF	-33.59	-1.49	22.48
R2=47.8%	R2(adj)=39.1%	F=5.49	D.W=1.74

المصدر: من اعداد الباحثة

يبين الجدول (١٥) النموذج (٢) الخاص بتقدير النتائج القياسية لتأثير متغيرات السياسة النقدية في القيمة السوقية لأسهم بورصة عمان.

يتضح من الجدول أن المتغيرين عرض النقد وسعر الفائدة ظهرا بعلاقة إيجابية ومعنوية مرتفعة مع القيمة السوقية وجاءت إشارة عرض النقد متطابقة مع افتراضنا فكل وحدة زيادة في عرض النقد تزامن معها زيادة في القيمة السوقية بـ ١,٤١٤، أما إشارة سعر الفائدة فظهرت على نحو مخالف لافتراضنا فكل نقطة زيادة في سعر الفائدة يرافقها ارتفاع القيمة السوقية بـ ١٨٤,٢٤ .

اما فيما يتعلق بمتغيري سعر الصرف الأجنبي ومعدل التضخم فلم يظهر لهما دور معنوي في التأثير في حجم التداول. فظهر سعر الصرف بعلاقة طردية مع القيمة السوقية وبحسب افتراضنا، وأشر معدل التضخم علاقة عكسية مع القيمة السوقية وعلى نحو مخالف لافتراضنا .

وتشير النتائج الى أن قيمة (R2) تفسر ما نسبته ٤٧,٨% من التغير الحاصل في القيمة السوقية التي سببتها التغيرات الحاصلة في متغيرات السياسة النقدية ، وما تبقى والبالغ ٥٢,٢% يعود إلى متغيرات أخرى لم تدخل في النموذج .

الجدول (١٦)

النموذج (٣) نتائج تقدير حجم التداول لأسهم بورصة عمان

المتغير المستقل Ind.var	المعامل Coef.	قيمة (t)	الخطأ المعياري Stdev
Const	-98.8	0.12	829.1
MS1	0.06306	2.34	0.02690
IR	5.457	2.03	2.691
EX	2.2	0.00	572.6
INF	-0.180	-0.16	1.091
R2=27.6%	R2(adj)=15.6%	F=2.29	D.W=1.35

المصدر: من اعداد الباحثة

يبين الجدول (١٦) النموذج (٣) الخاص بتقدير النتائج القياسية لتأثير متغيرات السياسة النقدية في حجم التداول لأسهم بورصة عمان.

يتضح من الجدول أن التقديرات القياسية للنموذج تؤكد على أهمية عرض النقد وسعر الفائدة في تفسير التغيرات في حجم التداول. فقد ظهر عرض النقد بعلاقة إيجابية ومعنوية مع حجم التداول وكما هو متوقع. حتى أن كل وحدة زيادة في عرض النقد تتناسب معها زيادة في حجم التداول بـ ٠,٠٦٣. وأشر سعر الفائدة وجود علاقة معنوية مع حجم التداول لكن إشارة العلاقة ظهرت إيجابية على نحو مخالف لافتراضنا. حتى أن كل نقطة زيادة في سعر الفائدة يرافقها ارتفاع حجم التداول بـ ٥,٤٥٧. ويلاحظ أن سعر الصرف الأجنبي ظهر بعلاقة طردية ضعيفة وغير معنوية مع حجم التداول. إذ ظهر أن كل نقطة زيادة في سعر الصرف تتناسب معها زيادة حجم التداول بـ ٢,٢

ويؤشر معدل التضخم وجود علاقة عكسية وغير معنوية مع حجم التداول على نحو مخالف لافتراضنا. إذ أن زيادة معدل التضخم بدرجة واحدة يرافقها انخفاض حجم التداول بـ ٠,١٨٠.

وتشير قيمة (R2) الى أن التغيرات في متغيرات السياسة النقدية تفسر نسبة متدنية جدا من التغيرات في حجم التداول تقع بحدود ٢٧,٦%. وما تبقى يعود إلى متغيرات أخرى لم تدخل في النموذج والبالغة قيمتها ٧٢,٤%.

رابعاً: الكويت: سوق الكويت للأوراق المالية

الجدول (١٧)

النموذج (١) نتائج تقدير المؤشر العام لأسعار أسهم سوق الكويت للأوراق المالية

المتغير المستقل Ind.var	المعامل Coef.	قيمة (t)	الخطأ المعياري Stdev
Const	23643	2.12	11126
MS1	-0.5968	-0.63	0.9521
IR	40.1	0.20	203.7
EX	-6501	-2.07	3133
INF	3.71	0.09	42.05
R2=17.0%	R2(adj)=3.2%	F=1.23	D.W=1.28

المصدر : من اعداد الباحثة

يبين الجدول (١٧) النموذج (١) الخاص بعرض النتائج القياسية لتأثير متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار أسهم سوق الكويت للأوراق المالية . تشير النتائج في الجدول إلى أن الملاءمة التجريبية للتقديرات كافة ضعيفة مما يضيف على النموذج قدرة تفسيرية ضئيلة جدا. ويلاحظ كذلك أن إشارة المعلمات ومعنوياتها الإحصائية غير متناسقة مع الفرضيات، باستثناء سعر الصرف الذي ظهر بعلاقة معنوية مع المؤشر العام لأسعار الأسهم، ولكن إشارة العلاقة جاءت عكسية على خلاف ما هو متوقع. ومعدل التضخم الذي ظهر بعلاقة إيجابية وبحسب ما هو متوقع ولكنها غير معنوية أما فيما يخص المتغيرين عرض النقد وسعر الفائدة فلم يظهر لهما تأثير معنوي في المؤشر العام لأسعار الأسهم. فظهر عرض النقد بعلاقة عكسية على خلاف ما هو متوقع وظهر سعر الفائدة بعلاقة طردية وعلى عكس ما هو متوقع أيضا. فضلا عن أن قيمة (R2) تبين أن التغير الحاصل في المؤشر العام لأسعار الأسهم سببه ١٧% من التغيرات الحاصلة في متغيرات السياسة النقدية .

نخلص مما سبق إلى أن سعر الصرف الأجنبي هو المتغير الوحيد الذي ظهر بعلاقة ذات دلالة إحصائية مع المؤشر العام لأسعار الأسهم. أما بقية المتغيرات فيبدو من تقديراتنا أنها غير مهمة في تفسير تحركات أسعار الأسهم ، ولهذا ظهرت قيمة (R2) ضئيلة جدا. كما يمكن تفسير هذه النتيجة في تقديرنا كذلك باستخدام فرضية السوق الكفوء أن المستثمرين في سوق الكويت لا يأخذون بنظر الاعتبار العلاقة بين (عرض النقد، سعر الفائدة، معدل التضخم) والمؤشر العام لأسعار الأسهم، مما يجعل أسعار الأسهم لا تستجيب للتغيرات

الحاصلة في (عرض النقد وسعر الفائدة وسعر الصرف). والسبب في ذلك هو عدم اعتماد المستثمرين على الأسس العلمية للاستثمار، وعدم أخذهم التغيرات الحاصلة في السياسة النقدية بنظر الاعتبار عند اتخاذهم القرار الاستثماري.

الجدول (١٨)

النموذج (٢) نتائج تقدير القيمة السوقية لأسهم سوق الكويت للأوراق المالية

المتغير المستقل Ind.var	المعامل Coef.	قيمة (t)	الخطأ المعياري Stdev
Const	321632	3.52	91264
MS1	-2.383	-0.31	7.810
IR	-22.08	-1.32	1671
EX	-86630	-3.37	25701
INF	22.0	0.06	344.9
R2=58.8%	R2(adj)=51.9%	F=8.56	D.W=1.55

المصدر: من اعداد الباحثة

يبين الجدول (١٨) النموذج (٢) الخاص بتقدير النتائج القياسية لتأثير متغيرات السياسة النقدية في القيمة السوقية لأسهم سوق الكويت للأوراق المالية. أوضحت التقديرات القياسية للنموذج أن أهم متغير مؤثر على وفق هذا النموذج هو سعر الصرف الأجنبي، فقد ظهر بعلاقة عكسية ومعنوية مرتفعة مع القيمة السوقية. وجاءت إشارته على نحو مخالف لافتراضنا. أما بقية المتغيرات فلم يظهر لها دور معنوي في التأثير في القيمة السوقية، فقد ظهر عرض النقد بعلاقة عكسية مع القيمة السوقية وعلى نحو مخالف لافتراضنا إذ أن كل وحدة زيادة في عرض النقد رتبت انخفاضاً في القيمة السوقية بـ ٢,٣٨٣ ويؤثر سعر الفائدة وجود علاقة عكسية مع القيمة السوقية وبحسب ما هو متوقع. حتى أن زيادة سعر الفائدة بنقطة واحدة يرافقها انخفاض في القيمة السوقية بـ ٢٢,٠٨. وظهر معدل التضخم بعلاقة طردية مع القيمة السوقية وكما هو متوقع أيضاً. بحيث أن زيادة معدل التضخم بدرجة واحدة يرافقها ارتفاع في القيمة السوقية بـ ٢٢.

كما تشير قيمة (R2) إلى أن السبب في التغير الحاصل في القيمة السوقية للأسهم هو ٥٨,٨% من التغيرات الحاصلة في متغيرات السياسة النقدية وما تبقى يعود إلى متغيرات أخرى لم تدخل في النموذج والبالغة قيمتها ٤١,٢%.

الجدول (١٩)

النموذج (٣) نتائج تقدير حجم التداول لأسهم سوق الكويت للأوراق المالية

المتغير المستقل Ind.var	المعامل Coef.	قيمة (t)	الخطأ المعياري Stdev
Const	-27015	-0.29	91769
MS1	0.158	0.02	7.853
IR	-11.99	-0.71	16.80
EX	11520	0.45	25843
INF	24.1	0.07	346.9
R2=4.0%	R2(adj)=0.0%	F=0.25	D.W=1.53

المصدر : من اعداد الباحثة

يبين الجدول (١٩) النموذج (٣) الخاص بتقدير النتائج القياسية لتأثير متغيرات السياسة النقدية في حجم التداول لأسهم سوق الكويت للأوراق المالية يبدو من تقديرات النموذج أن متغيرات السياسة النقدية غير مهمة في تفسير التغير في حجم التداول، فلم يتضح دور معنوي لمتغيرات السياسة النقدية مع حجم التداول. وقد جاءت إشارة المعلمات جميعها متناسقة مع الفرضيات وتشير قيمة (R2) إلى أن متغيرات السياسة النقدية تفسر نسبة ضئيلة جدا من التغيرات في حجم التداول وفي حدود ٤,٠%

خامسا: السعودية: سوق الأسهم السعودي

الجدول (٢٠)

النموذج (١) نتائج تقدير المؤشر العام لأسعار اسهم سوق الأسهم السعودي

المتغير المستقل Ind.var	المعامل Coef.	قيمة (t)	الخطأ المعياري Stdev
Const	-1790.0	-4.14	432.1
MS1	22.890	11.64	1.966
IR	33.71	0.98	34.35
INF	32.19	2.14	15.05
R2=87.7%	R2(adj)=86.2%	F=59.41	D.W=1.70

المصدر : من اعداد الباحثة

يبين الجدول (٢٠) النموذج (١) الخاص بتقدير النتائج القياسية لتأثير متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار أسهم سوق الأسهم السعودي.

يتضح من التقديرات القياسية للنموذج أن أهم متغيرين مؤثرين على وفق هذا النموذج هما عرض النقد ومعدل التضخم ، فقد ظهرا بعلاقة إيجابية ومعنوية مرتفعة مع المؤشر العام لأسعار الأسهم وبحسب ما هو متوقع إذ أن زيادة عرض النقد بوحدة واحدة تتزامن معها زيادة في المؤشر العام لأسعار الأسهم بـ ٢٢,٨٩٠ . وكل زيادة في معدل التضخم بدرجة واحدة تتزامن معها زيادة في المؤشر العام لأسعار الأسهم بـ ٣٢,١٩ . ولم يظهر لسعر الفائدة تأثير معنوي في المؤشر العام لأسعار الأسهم وجاءت إشارته على نحو مخالف لافتراضنا ويعزى السبب في ذلك إلى أمرين : الأول هو أن المملكة العربية السعودية دولة إسلامية وغالبا ما يحرم المستثمرون فيها التعامل بسعر الفائدة لأنها تدخل في باب الربا ، لذلك فمهما ارتفع سعر الفائدة فإنه لا يلقى استجابة من المستثمرين.

الثاني: هو كون الاستثمار بالأسهم في سوق الأسهم السعودي أكثر جاذبية من ناحية العوائد فمهما ارتفع سعر الفائدة يبقى العائد على الاستثمار بالأسهم أعلى ولذلك فإن سعر الفائدة المرتفع لم يلق استجابة من المستثمر السعودي. مما يجعل الأثر الذي يتركه سعر الفائدة في مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي إيجابيا .

أما فيما يخص متغير سعر الصرف الأجنبي فلم يظهر له تأثير يذكر في نتائج النموذج (١) في الجدول (٢٠) ولا في نتائج النموذجين (٢) و (٣) في الجداول (٢١) و(٢٢) على التوالي. ويمكن تفسير ذلك بأن مؤسسة النقد العربي السعودية اتبعت منذ عام ١٩٨١ سعر صرف واقعيًا وعمليًا يهدف إلى تحقيق علاقة مستقرة للدولار تجاه الريال بوصفه إحدى العملات الرئيسية للمبادلات التجارية وعملة الاحتياط الرئيسية . وبعد تخفيضات محدودة

ومتوالية للدولار أمام الريال خلال المدة ١٩٨٤-١٩٨٦ ثبت سعر صرف الدولار مقابل الريال عند ٢٦٧,٠ دولار منذ النصف الثاني من عام ١٩٨٦ حتى وقتنا الحاضر (WWW.Sam.gov Sa/kF/a money policy. htm). ونظرا لثبات سعر صرف الدولار أمام الريال فإنه لم يؤثر في أداء سوق الأسهم السعودي.

وتشير النتائج كذلك إلى أن قيمة (R2) بلغت ٨٧,٧% وهذه القيمة تفسر التأثير الكلي لمتغيرات السياسة النقدية على المؤشر العام لأسعار الأسهم، أما ما تبقى فيعود إلى متغيرات أخرى غير داخلة في النموذج والبالغة قيمتها ١٢,٣% .

نخلص مما سبق إلى أن متغيرات السياسة النقدية تعد محددات أساسية للمؤشر العام لأسعار أسهم سوق الأسهم السعودي ، في حين لم يتضح دور معنوي لسعر الفائدة ولم يظهر لسعر الصرف أثر في النموذج لكونه ثابتا.

الجدول (٢١)

النموذج (٢) نتائج تقدير القيمة السوقية لأسهم سوق الأسهم السعودي

المتغير المستقل Ind.var	المعامل Coef.	قيمة (t)	الخطأ المعياري Stdev
Const	-57340	-4.18	13733
MS1	70.881	11.34	62.49
IR	10.65	0.98	1092
INF	92.82	1.94	478.3
R2=87.1%	R2(adj)=85.6%	F=56.27	D.W=1.69

المصدر : من اعداد الباحثة

يبين الجدول (٢١) النموذج (٢) الخاص بتقدير النتائج القياسية لتأثير متغيرات السياسة النقدية في القيمة السوقية لأسهم سوق الأسهم السعودي
يتضح من التقديرات القياسية للنموذج (٢) أن هناك تشابهاً إلى حد ما بين نتائج هذا النموذج و نتائج النموذج (١) . فقد ظهر عرض النقد ومعدل التضخم بعلاقة إيجابية ومعنوية مع القيمة السوقية وبحسب ما هو متوقع. أما سعر الفائدة فيؤثر وجود علاقة إيجابية وغير معنوية مع القيمة السوقية وعلى نحو مخالف لافتراضنا .

كما يلاحظ من الجدول (٢) أن متغيرات السياسة النقدية تفسر نسبة عالية من التغير في القيمة السوقية (R2) وبحدود ٨٧,١% وما تبقى والبالغ ١٢,٩% يعود إلى متغيرات أخرى لم تدخل في النموذج .

نخلص مما سبق الى أن متغيرات السياسة النقدية تعد محددات أساسية للقيمة السوقية لأسهم سوق الأسهم السعودي . في حين لم يتضح دور معنوي لسعر الفائدة.

الجدول(٢٢)

النموذج(٣) نتائج تقدير حجم التداول لأسهم سوق الأسهم السعودي

المتغير المستقل Ind.var	المعامل Coef.	قيمة (t)	الخطأ المعياري Stdev
Const	-146.0	-0.99	148.2
MS1	1.3909	2.06	0.6743
IR	9.45	0.80	11.78
INF	10.212	1.98	5.161
R2=21.9%	R2(adj)=12.6%	F=2.34	D.W=1.42

المصدر : من اعداد الباحثة

يبين الجدول(٢١) النموذج(٢) الخاص بتقدير النتائج القياسية لتأثير متغيرات السياسة النقدية في حجم التداول لأسهم سوق الأسهم السعودي.

يتضح من الجدول ظهور عرض النقد ومعدل التضخم بعلاقة إيجابية ومعنوية مع حجم التداول وكما هو متوقع. فزيادة عرض النقد ب(١) وحدة تتسبب في زيادة في حجم التداول بـ ١,٣٩٠، وزيادة في معدل التضخم بدرجة واحدة تتسبب في زيادة في حجم التداول بـ ١٠,٢١٢ ويؤثر سعر الفائدة علاقة طردية وغير معنوية مع حجم التداول وعلى نحو مخالف لافتراضنا .

ويتضح من الجدول كذلك أن قيمة (R2) التي تفسر ما تسببه متغيرات السياسة النقدية من التغير في حجم التداول بلغت ٢١,٩% وهي نسبة ضئيلة جدا . وهذا يعني أن ما تبقى والبالغ ٧٨,١% يعود إلى متغيرات أخرى لم تدخل في النموذج.

نخلص مما سبق أنه على الرغم من أن القوة التفسيرية للنموذج ظهرت متدنية إلا أن ذلك لا يعني أن النموذج ضعيف. فهناك متغيران على الأقل من مجموع أربعة متغيرات ظهرا معنويين وبإشارة صحيحة وهما عرض النقد ومعدل التضخم.

سادسا: تونس: بورصة الأوراق المالية بتونس

الجدول (٢٣)

النموذج (١) نتائج تقدير المؤشر العام لأسعار أسهم بورصة الأوراق المالية بتونس

المتغير المستقل Ind.var	المعامل Coef.	قيمة (t)	الخطأ المعياري Stdev
Const	-724	-0.57	1262
MS1	0.2551	2.38	0.1073
IR	205.52	2.65	77.46
EX	-1297	-1.12	1159
INF	3.256	0.42	7.714
R2=69.9%	R2(adj)=64.9%	F=13.97	D.W=1.58

المصدر : من اعداد الباحثة

يبين الجدول (٢٣) النموذج (١) الخاص بتقدير النتائج القياسية لتأثير متغيرات السياسة

النقدية في المؤشر العام لأسعار أسهم بورصة الأوراق المالية بتونس.

يتضح من الجدول وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين عرض النقد والمؤشر العام لأسعار الأسهم. إذ أن زيادة عرض النقد بوحدة واحدة ترافقها زيادة في المؤشر العام لأسعار الأسهم بـ ٠,٢٥٥ .

ويلاحظ أن لسعر الفائدة تأثيرا معنويا في المؤشر العام لأسعار الأسهم، لكن إشارته جاءت مخالفة لافتراضنا، ويمكن تفسير ذلك بأن الاستثمار بالأسهم في بورصة تونس أكثر جاذبية من ناحية العوائد مقارنة بسعر الفائدة، ولهذا يمكن القول أن الأفراد لا يستجيبون لسعر الفائدة المرتفع لكون الاستثمار بالأسهم ذا عوائد أكبر.

ويؤثر سعر الصرف علاقة سلبية وغير معنوية مع المؤشر العام لأسعار الأسهم على العكس من افتراض النموذج، ويمكن رد ذلك في تقديرنا-إلى أن الأفراد مازالوا مترددين في التعامل بالأوراق المالية ومفضلين عليها نوعا آخر من الاستثمار كالأراضي والدور

والسيارات كونها أكثر ربحاً وأقل خطراً، فعند ارتفاع سعر الصرف الأجنبي مقابل انخفاض قيمة العملة المحلية يقوم الأفراد بإحلال احتياطاتهم من العملة المحلية المنخفضة بتلك الموجودات بدلاً من الأسهم فيزداد بيع الأسهم وتخفض أسعارها. وظهر وجود علاقة طردية وغير معنوية بين معدل التضخم والمؤشر العام لأسعار الأسهم ويشير عدم المعنوية إلى قلة أهمية معدل التضخم في تفسير التغير في المؤشر العام لأسعار الأسهم. فكل درجة زيادة في معدل التضخم تتزامن معها زيادة في المؤشر العام لأسعار الأسهم بـ ٣,٢٥٦.

وتشير النتائج كذلك إلى أن قيمة (R2) تفسر ما نسبته ٦٩,٩% من التغيرات في المؤشر العام لأسعار الأسهم التي سببتها متغيرات السياسة النقدية، وأن النسبة الباقية والبالغة ٣٠,١% تمثل تأثير متغيرات أخرى لم تدخل في النموذج. نخلص مما سبق إلى أن متغيرات السياسة النقدية تعد محددات أساسية للمؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة تونس للأوراق المالية، في حين لم يتضح دور معنوي لسعر الصرف ومعدل التضخم.

الجدول (٢٤)

النموذج (٢) نتائج تقدير القيمة السوقية لأسهم بورصة الأوراق المالية بتونس

المتغير المستقل Ind.var	المعامل Coef.	قيمة (t)	الخطأ المعياري Stdev
Const	-5522	-1.85	2991

MS1	0.4812	1.89	0.2541
IR	371.0	2.02	183.5
EX	4096	1.49	2745
INF	-1.61	-0.09	18.28
R2=61.6%	R2(adj)=55.3%	F=9.64	D.W=1.60

المصدر : من اعداد الباحثة

يبين الجدول (٢٤) النموذج (٢) الخاص بتقدير النتائج القياسية لتأثير متغيرات السياسة

النقدية في القيمة السوقية لاسهم بورصة الأوراق المالية بتونس

يتضح من الجدول أن هناك متغيرين من بين أربعة متغيرات يعدان معنويين. الأول عرض النقد وجاءت علاقته إيجابية وبحسب ما هو متوقع. حتى أن زيادة عرض النقد بوحدة واحدة رتبت زيادة في القيمة السوقية بـ ٠,٤٨١، الثاني سعر الفائدة وجاءت علاقته إيجابية كذلك وعلى نحو مخالف لافتراضنا. إذ أن كل نقطة زيادة في سعر الفائدة يرافقها زيادة في القيمة السوقية بـ ٣٧١,٠.

أما فيما يتعلق بمتغيري سعر الصرف ومعدل التضخم فلم يظهر لهما اثر معنوي في القيمة السوقية، فظهر سعر الصرف بعلاقة إيجابية مع القيمة السوقية وبحسب ما هو متوقع. ويؤشر معدل التضخم وجود علاقة سلبية مع القيمة السوقية وعلى نحو مخالف لافتراضنا.

وتظهر النتائج أن قيمة (R2) تفسر ما نسبته ٦١,٦% من التغير في القيمة السوقية التي سببتها متغيرات السياسة النقدية. وما تبقى يعود إلى متغيرات أخرى لم تدخل في النموذج والبالغ نسبته ٣٨,٤%. نخلص مما سبق إلى أن متغيرات السياسة النقدية تعد من المحددات للقيمة السوقية لأسهم بورصة تونس للأوراق المالية، في حين لم يتضح دور معنوي لسعر الصرف ومعدل التضخم.

الجدول (٢٥)

النموذج (٣) نتائج تقدير حجم التداول لأسهم بورصة الأوراق المالية بتونس

المتغير المستقل Ind.var	المعامل Coef.	قيمة (t)	الخطأ المعياري Stdev
Const	-19.41	-1.32	14.67
MS1	0.002471	1.98	0.001246

IR	-0.6556	-0.73	0.9000
EX	20.20	1.50	13.46
INF	-0.00684	-0.08	0.08962
R2=23.4%	R2(adj)=10.6%	F=1.83	D.W=1.78

المصدر : من اعداد الباحثة

يبين الجدول (٢٥) النموذج (٣) الخاص بتقدير النتائج القياسية لتأثير متغيرات السياسة النقدية في حجم التداول لأسهم بورصة الأوراق المالية بتونس .

يتضح من التقديرات القياسية للنموذج أن هناك متغيرا واحدا فقط من بين أربعة متغيرات يعد معنويا وهو عرض النقد ، فقد ظهر بعلاقة موجبة وبحسب ما هو متوقع مع حجم التداول. إذ أن كل وحدة واحدة زيادة في عرض النقد ترافقها زيادة في حجم التداول بـ ٠,٠٠٢ .

أما فيما يخص بقية المتغيرات فلم يتضح لها دور معنوي في التأثير في حجم التداول ويشير ذلك إلى عدم أهمية المتغيرات (سعر الفائدة وسعر الصرف ومعدل التضخم) في تفسير التغيرات في حجم التداول. وجاءت إشارات متغير سعر الفائدة وسعر الصرف صحيحة بحسب ما هو متوقع. في حين ظهر معدل التضخم بإشارة سالبة وعلى نحو مخالف لافتراضنا.

وتشير النتائج كذلك إلى أن متغيرات السياسة النقدية تفسر نسبة ضئيلة جدا من التغيرات في حجم التداول (R2) وبتحديد ٢٣,٤% . وهذا يعني أن هناك عوامل أخرى أكثر أهمية من متغيرات السياسة النقدية في التأثير في حجم التداول لم تدخل في النموذج والبالغة نسبتها ٧٦,٦% .

المصادر

أولاً: المصادر العربية

ثانياً: المصادر الأجنبية

أولاً : المصادر العربية

١- التقارير والنشرات الرسمية

- ١- صندوق النقد العربي، (٢٠٠١)، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام ٢٠٠١، أبو ظبي.
- ٢- صندوق النقد العربي، (١٩٩٦)، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، العدد الرابع، أبو ظبي
- ٣- صندوق النقد العربي، (١٩٩٧)، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، الربع الثاني، أبو ظبي.
- ٤- صندوق النقد العربي، (١٩٩٨)، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية الربع الثاني، أبو ظبي.
- ٥- صندوق النقد العربي، (١٩٩٨)، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، الربع الثالث، أبو ظبي.
- ٦- صندوق النقد العربي، (١٩٩٩)، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، الربع الثالث، أبو ظبي.
- ٧- صندوق النقد العربي، (٢٠٠٠)، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، الربع الأول، أبو ظبي.
- ٨- صندوق النقد العربي، (٢٠٠١)، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، الربع الثاني، أبو ظبي.

www.amf.org.ae/varabic/storage/Other/Economic%20

Dept/Amdb.Qrtrly/2d%20quarter%202001.pdf.

- ٩- صندوق النقد العربي، (٢٠٠٢)، "قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية"، الربع الثالث، أبو ظبي.

www.amf.org.ae/Varabic/Storage/Other/Economic%20

Dept/Amdb.ortrly/3d%20Quarter%202002.pdf.

٢- الرسائل الجامعية

١- عمر عبد الكريم محمود الجميلي، (١٩٩٦)، واقع سوق بغداد للأوراق المالية وإمكانات تطويره-تطور اقتصادي، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة بغداد، كلية الإدارة والاقتصاد.

٣-المؤتمرات والندوات

١-أبو طالب عبد المطلب الهاشمي،(٢٠٠٢)، شركات الاستثمار في العراق بين الواقع والطموح ، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية المنعقد تحت عنوان /السياسة الاقتصادية أداة لتفعيل الاقتصاد العراقي، ط١، بيت الحكمة، بغداد

٢-احمد أبي السرور، (١٩٩٣)، الأسواق المالية العربية الناشئة:الأوضاع والآفاق، السياسات المالية وأسواق المال العربية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي.

٣-إبراهيم احمد جركس، (٢٠٠٢)، تفعيل أداء الأسواق والمؤسسات المالية في العراق عامل مهم في مواجهة تحديات العولمة، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية، ط١، بيت الحكمة، بغداد.

٤-خالد عبد الله السويلم، وموسى محمد الحافظ، (١٩٩٦)، السياسة النقدية في المملكة العربية السعودية، سلسلة بحوث ومناقشات حلقات العمل، العدد الثاني، صندوق النقد العربي ، أبو ظبي.

٥-خليفة علي ضو، أداء السوق المالي وقطاع البنوك والنمو الاقتصادي في البلدان العربية، وقائع الندوة المنعقدة في ٢-٣ أبريل (٢٠٠٠)، صندوق النقد العربي، أبو ظبي.

٦-صبيح الدليمي، (٢٠٠٢)، مستلزمات تفعيل دور سوق بغداد للأوراق المالية، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية المنعقد تحت عنوان /السياسة الاقتصادية أداة لتفعيل الاقتصاد العراقي، ط١، بيت الحكمة، بغداد.

٧-صلاح الدين محمد أمين الإمام، وارشاد فؤاد مجيد إبراهيم التميمي، (٢٠٠٢)، دور المصارف في صناعة سوق الأوراق المالية -دراسة تطبيقية وتحليلية، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية، ط١، بيت الحكمة، بغداد.

٨-عبد الباقي رضا، (٢٠٠٢)، المناقشات والتعقيبات، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية، ط١، بيت الحكمة، بغداد.

٩-مصطفى قارة، (٢٠٠٠) سياسات التصحيح الاقتصادي والمالي:تجارب بلدان العربية، سلسلة بحوث ومناقشات حلقات العمل، العدد السادس، صندوق النقد العربي، دمشق.

١٠- همام الشماع، وعمرو هشام العمري، (٢٠٠٢)، اثر تعددية سعر الصرف على كفاءة النشاط الاقتصادي، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي الثاني لقسم الدراسات الاقتصادية المنعقد تحت عنوان /السياسة الاقتصادية أداء لتفعيل الاقتصاد العراقي، ط١، بيت الحكمة، بغداد.

١١- هناء عبد الغفار السامرائي، (٢٠٠٢) ، الازمات المالية العالمية واثرها على اسواق المال العربية ، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية ، ط١، بيت الحكمة ، بغداد .

١٢- يسرى مهدي حسن السامرائي، (٢٠٠٢)، تحليل العوامل المؤثرة في بورصة الأوراق المالية وتقويمها من خلال تجربة مصر، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية، ط١، بيت الحكمة، بغداد.

٤- البحوث والمقالات العلمية

١- أحمد عبد الفتاح، (١٩٩٦) ، إدارة السياستين النقدية والمالية في إطار برنامج التصحيح الاقتصادي ، مجلة اتحاد المصارف العربية، المجلد ١٦ ، العدد ١٨٢، بيروت.

٢- السيدة إبراهيم مصطفى، (١٩٩٧)، المؤشرات القائدة للدورات الاقتصادية ومدى صلاحيتها للتنبؤ في الاقتصاديات النفطية الخليجية ، مجلة آفاق اقتصادية، المجلد ١٨، العدد ٧٠،

٣- أمجد صابر سعيد، (٢٠٠٠)، تحليل واختبار تقلب عوائد الأسهم العادية كدالة لارتفاع المستوى العام للأسعار- دراسة تطبيقية على عينة من الشركات العراقية المساهمة، مجلة كلية الرافدين الجامعة للعلوم، العدد ٤، السنة ٢، دار الشمري للطباعة والنشر.

٤- أمير أحمد السيد التونسي، (١٩٩٨)، قياس مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية للشركات المساهمة المصرية ، المجلة العلمية لكلية التجارة، العدد ٢٥، السنة ١٧، جامعة أسيوط.

٥- أمية طوقان، (١٩٩٤)، محور أنظمة التداول في البورصات العربية، مجلة المصارف العربية، المجلد ١٤، العدد ١٦١، بيروت.

٦- أمية طوقان، (٢٠٠٠)، تطورات السياسة النقدية في الأردن مركز الدراسات الاستراتيجية

WWW. Css- Jordan. Org. /arabic/activities/work shops/monetary/-101k.

٧- بشير الزغبى، (٢٠٠٠)، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال المدة ١٩٧٨-١٩٩٨ ، مجلة دراسات العلوم الإدارية المجلد ٢٧، العدد ٢، جامعة الأردن.

- ٨-حاكم محسن محمد ، (٢٠٠٢) ، الأسواق المالية العربية وتحديات العولمة ، المجلة العراقية للعلوم الإدارية ، المجلد ١ ، العدد ٤ ، جامعة كربلاء.
- ٩-حسن العالي، (٢٠٠١)، نعم للاستثمار الأجنبي ولكن لماذا، مجلة الوطن
WWW. Alwatan. Com/ graphics/2001/june/8.6/heals/otg . htm.
- ١٠-حسين شبكشي، (٢٠٠١)، أسواق المال العربية: الواقع والمأمول، جريدة الشرق الأوسط
WWW. Asharq alawsat .com. /search/get result.
- ١١-حمد بن سليمان البازعي علي زاوي ديابي، (١٤١٧هـ)، السياسة النقدية وكفاءة سوق الأسهم: دليل قياسي من سوق الأسهم السعودي، مجلة الاقتصاد والإدارة.
WWW. kaau.edu. Sa /centers/spc/page.058. htm.
- ١٢-خالد الطراولي، (٢٠٠٣)، البورصة ريبة أم ربا، مجلة أقلام اونلاين ، العدد ٧.
WWW. Aqlam online .com/index. htm.
- ١٣-خزعل مهدي الجاسم ، (١٩٨١)، دور السياسة النقدية في التنمية الاقتصادية مع إشارة خاصة لدولة الإمارات العربية المتحدة ، مجلة آفاق اقتصادية، العدد ٦ ، السنة ٢ ،
١٤-دعاء نعمان الحسيني، (٢٠٠٣) ، مقارنات وصفية وإدارية لأسواق الأوراق المالية العربية ، مجلة تنمية الرافدين، المجلد ٢٥، العدد ٧١ ، جامعة الموصل.
- ١٥-رمضان علي الشراح ، (٢٠٠١) ، استشراف مستقبل أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجية في ضوء نشأتها وتطورها (دراسة تحليلية)، مجلة آفاق اقتصادية ، المجلد ٢٢ ، العدد ٨٦
- ١٦-سوزان شادلر ، (١٩٨٤) ، أسعار الفائدة وأسعار الصرف، مجلة التمويل والتنمية، المجلد ٢١ ، رقم ٢ ، صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير .
- ١٧-سيد شوربجي المولى، (١٩٩٩) ، الأزمة المالية الآسيوية والدروس المستفادة منها في تطوير أسواق المال الخليجية، مجلة التعاون ، العدد ٤٩ ، السنة ١٤ ،
- ١٨-صباح البدري، ورتاب الخوري، (١٩٩٧)، دراسة تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية ، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد ٢٤ ، العدد ١ ، جامعة الأردن.
- ١٩-صعق عبد الله الركيبي، (١٩٩٩)، أسواق الأوراق المالية وأهميتها ووظائفها، جريدة البيان ، دبي
WWW. albauan.co.ae. /albaun/1999/07/16/eqt/q. htm.

- ٢٠- طالب عوض، (١٩٩٥)، السياسة النقدية والمتغيرات الاقتصادية الكلية الحقيقية في الأردن، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد ٢٢، العدد ٤، جامعة الأردن.
- ٢١- عبد الحميد إبراهيم، (٢٠٠٢)، تحريك إيجابي على مستوى السياسات الاقتصادية سيحفز حركة النشاط الاقتصادي، مجلة اقتصاد، العدد ٤٢٣٦٥، السنة ١٢٦،
- ٢٢- عبد المنعم السيد علي، (٢٠٠١)، تقييم السياسة النقدية في الأردن: ١٩٧٠-١٩٩٩ وجهة نظر، مجلة اربد للبحوث والدراسات، عدد خاص، جامعة آل البيت.
- ٢٣- فتحي خليل الخضراوي، (١٩٩٨)، نظرية الكارثة وانهيار الائتئين الأسود، مجلة العلوم الاجتماعية، المجلد ١٦، العدد ٣، جامعة الكويت.
- ٢٤- لويس حبيقة، (٢٠٠٢)، استقلالية المصرف المركزي والتضخم، صحيفة الرأي [WWW. Rayaam. Net /2002/03/22/araa1. Htm.](http://WWW.Rayaam.Net/2002/03/22/araa1.Htm)
- ٢٥- محمد صالح الحمايدي، (١٩٩٤)، "التأثير المتبادل بين الخصخصة والبورصات العربية"، مجلة اتحاد المصارف العربية، المجلد ١٤، العدد ١٦١،
- ٢٦- محمد علي العامري، (١٩٩٦)، الآفاق المستقبلية لدور السياستين النقدية والمالية في الاستثمار بالاوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، المجلد ١٨، العدد ٤٩، جامعة الموصل.
- ٢٧- منال فايز، (٢٠٠٢)، المركزي يدشن سياسة توسعية جديدة لانتعاش الاقتصاد القومي، مجلة الوطن، العدد ١٧٦٨، السنة ١٢٦.
- [WWW. Alwatan. Com. Sa/ daily/2002-06-101/writers 20a. htm.](http://WWW.Alwatan.Com.Sa/daily/2002-06-101/writers20a.htm)
- ٢٨- مجلة الرياض الاقتصادي، (٢٠٠٢)، الشفافية والمصدقية في سوق المال، العدد ١٢٤٥٧، السنة ٣٨.
- [WWW. Alriyadh-np. Com/contents /30-01-2002/Economy/Markets 883 php.](http://WWW.Alriyadh-np.Com/contents/30-01-2002/Economy/Markets883.php)
- ٢٩- ياسين عبد الرحمن الجفري، وآخرون، (١٩٨٩)، تكوين مؤشرات لقياس الأداء في سوق الأسهم السعودية مجلة العلوم الاجتماعية، المجلد ١٧، العدد ٣، جامعة الكويت.

٥- الكتب

- ١- أحمد حسين الرفاعي، وخالد واصف الوزني، (١٩٩٦)، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، ط١، دار وائل للنشر، عمان.

- ٢-إسماعيل عبد الرحمن، وحربي محمد موسى عريقات،(١٩٩١)، مفاهيم أساسية في علم الاقتصاد (الاقتصاد الكلي) ، ط١، دار وائل للطباعة والنشر، عمان.
- ٣-إكرام عبد العزيز، (٢٠٠٢)، الإصلاح المالي بين نهج صندوق النقد الدولي والخيار البديل، ط١، بيت الحكمة، بغداد.
- ٤-حسين علي خريوش، وآخرون، (١٩٩٩) ، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن.
- ٥-خليل إبراهيم الشماع، (١٩٩٢)، الإدارة المالية، ط٤، مطبعة الخلود، بغداد
- ٦-سرمد كوكب الجميل، (٢٠٠٢)، التمويل الدولي، مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات، الدار الجامعية، موصل.
- ٧-سعيد عبد العزيز عثمان، (٢٠٠٠)، قراءات في اقتصاديات الخدمات والمشروعات العامة (دراسات نظرية تطبيقية)، الدار الجامعية ، مصر.
- ٨-صلاح الدين حسن السيسي، (١٩٩٧)، الإدارة العلمية للمصارف التجارية وفلسفة العمل المصرفي، ط١، دار الوسام للطباعة والنشر، الإمارات العربية المتحدة.
- ٩-ضياء مجيد، (١٩٩٨)، الاقتصادي النقدي، ط١، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية.
- ١٠-طارق إبراهيم الشبلي، ومحمد إبراهيم الشبلي، (٢٠٠٠)، مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، ط١، عمان.
- ١١-عبد الغفار حنفي، ورسمية قرياقص، (٢٠٠٠)، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- ١٢-عبد المطلب عبد الحميد، (١٩٩٧)، السياسات الاقتصادية (تحليل جزئي وكلي)، مكتبة زهراء الشرق، القاهرة.
- ١٣-عبد المنعم السيد علي، (١٩٨٤)، اقتصاديات النقود والمصارف في النظم الرأسمالية والاشتراكية والأقطار النامية مع إشارة خاصة للعراق، الجامعة المستنصرية، بغداد.
- ١٤-عبد الناصر العبادي، وآخرون،(٢٠٠٠)، مبادئ الاقتصاد الكلي، ط١، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان.
- ١٥-عماد محمد علي عبد اللطيف العاني، (٢٠٠٢)، اندماج الأسواق المالية الدولية (أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي)، بيت الحكمة، بغداد.
- ١٦-عمر صقر، (٢٠٠٠-٢٠٠١)، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية ، مصر.
- ١٧-فرد ويستون، وبرجام يوجين ، (١٩٩٣)، التمويل الإداري، الجزء الثاني، ترجمة د. عدنان داغستاني، د. أحمد نبيل عبد الهادي، دار المريخ، الرياض.

- ١٨- فلاح حسن عداي الحسيني، ومؤيد عبد الرحمن عبد الله الدوري ، ، (٢٠٠٠)، إدارة البنوك: مدخل كمي واستراتيجي معاصر ، ط١، دار وائل للنشر ، عمان.
- ١٩- محمد صالح جابر، (١٩٨٩)، الاستثمار بالأوراق المالية، مدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمارات، ط٢، عُمان
- ٢٠- محمد مطر، (١٩٩٩)، إدارة الاستثمار (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، ط٢، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، عمان.
- ٢١- مصطفى سلمان، وآخرون، (٢٠٠٠)، مبادئ الاقتصاد الكلي، ط١، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان.
- ٢٢- منى قاسم، (١٩٩٧)، الإصلاح الاقتصادي في مصر: دور البنوك في الخصخصة وأهم التجارب الدولية ، ط١، الدار المصرية اللبنانية .
- ٢٣- منير إبراهيم هندي، (١٩٩٩)، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية.
- ٢٤- منير إبراهيم هندي، (١٩٩٤)، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، المؤسسة العربية المصرفية ، المنامة-البحرين.
- ٢٥- منير إبراهيم هندي، (١٩٩٩)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية.
- ٢٦- ناظم محمد نوري الشمري، (١٩٨٨) ، النقود والبنوك، دار الكتب للطباعة والنشر، الموصل .
- ٢٧- ناظم محمد نوري الشمري، وآخرون، (١٩٩٩)، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، ط١، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن.

٦- الانترنت

- 1- WWW. Gn4. Alborsa. Com.
- 2- WWW. Ase. Com. Jo/arabic/majornew arabic. Htm .
- 3 -WWW. Sama. Gov. Sa/kf/armoney policy. htm.
- 4 -WWW. Jordan invesment. Com.

المصادر الأجنبية :

A official Publications

- 1- International Monetary Fund,(1997), International Financial Statistics, Washington.
- 2- International Monetary Fund , (1999), International Financial Statistic ,Washington.
- 3- International Monetary Fund , (2002), International Financial Statistic ,Washington.
- 4- United Nations, (1990), Financial Markets and Investment promotion in the Escwa Region , Economic and Social commission for Western Asia, New york.
- 5- United Nations, (1999), Development of Financial in the Escwa Region , Economic and Social commission for Western Asia, New york.

B-Articles

- 1-Anthony Lanyi, & Rusdu Saracoglu, (1983), The Importance of Interest Rates in Developing Economies, Finance & Development.
- 2- Douglas K Pearce, & Vancev Role, (1985),Stock Prices and Economic News, Journal of Business Vol.58,No.1
- 3- Khalid al-Bassm A & Eid Al- Juhani, A , (1997) The Impact of Some Major Economic Variables on the Saudi Stock Market in Dev: Anempirical study Economic Horizons, Vol.18,No.70.
- 4- Martin F Eldstein, (1990), Inflation and the Stock Market, American Economic Review, Vol.70,No.5.
- 5- Mahesh Pritamani, & Others, (2001), Exchange Rates and Stock Prices: Arethey Related.
WWW. galahad. elte. hu/iafe/39.pdf

- 6- Mehmet Civelek, & Ritab El- khouri, , (1991), Stock Price Volatility and Macroeconomic Variables: Evidence From Amman Stock Exchange Abhath Al yarmouk, Vol.1, No. 3, University of Erbid.
- 7- Muzafarshah Habibullah, & Ahmad Zubaidi Baharum shah, (1996), Money , Output and Stock Prices in Malaysia: An Application of the Cointegration Tests , International Economic Journal, Vol. 10, No.2
WWW. gias. snv. ac. kr./wthony/iEj/96 Summer/Sv7. pdf
- 8- Muzafarshah Habibullah, & Ahmad Zubaidi Baharum Shah, (2000) Stock Market and Economic Activity: A causal Analysis Working Paper, Faculty of Economic and Management, University Putra Malaysia
WWW. econ-upm .edu. my/reportecon 0005. Pdf
- 9- NathanS Balke, & Marke Wohar, (2001), Explaining Stock Price Movements: is There a Case for Fundamentals Economic and Financial Review , Third Quarter .
WWW. Nri, co, jp/english/opinion/papers/2001.pdf.
- 10- Ross Levine, Sara Zervos, (1996), Stock Markets, Banks , and Economic Growth. Policy Research Working Papers, The World Bank.
WWW. World bank. Org/research/growth/ddleze. htm.
- 11- Sara Watip Singh, & Prem p Talwar, (1982), Monetary and Stock Prices , Journal of Business Finance and accounting, Vol.9, No.1.
- 12- Taisei Kaizoji, (2000), Speculative Bubbles and Crashes in Stock Markets: on Interacting-Agent Model of Speculative Activity
WWW. Elsevier.com/Iocate/physa.
- 13- Tbomas M Hoenig, (2000) Monetary Policy in Changing World,Economic Review.

- 14- Vesa Kannianen, (1982), Unanticipated Inflation, Taxation, and Common Stocks, Journal of Business Finance and Accounting, Vol.1 ,No.1 .

C-Books

- 1- Jack Clark Francis, (1988), Management of Investments, Mc Graw-Hill Companies ,USA.
- 2- Lawrence Ritter, & William Silber, (1980), Principles of Money, Banking, and Financial Markets, 3th Ed, Newyork
- 3- Michael Parkin, & Others , (1997) , Economic ,3th ed , associated companies, England .
- 4- RobertD Auerbach, (1982), Money Banking , and Financial Markets , Macmillan Publishing company , Newyork.
- 5- Stephen Ross, Others, (1996), Essentials of Corporation Finance, Mc Graw- Hill Companies , USA
- 6- Werner G Seffrt & Others , (2002) , Euroean Capital Markets , Macnilm Anpressltd , London .
- 7- Zvi Bodie, & Others, (1998), Essentials of Investments, 3th Ed, Mc Graw-Hill Companies, USA.

D- Internet

- 1- WWW. Marciniak. Waw. P1/SGH/307117/FM3. pdf.

النتائج والمقترحات

أولا :النتائج

ثانيا : المقترحات

أولا : النتائج

توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج نلخصها في جانبين :

الجانب الأول: النتائج الخاصة بالدراسة النظرية

- ١- تمثل أسواق رأس المال إحدى القنوات المهمة في تجميع الثروة وإدارتها وتوجيهها ، وأهم مؤسسة مالية تأثيرا في اقتصاد الدول صعودا أو هبوطا ، والمرأة التي تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي للدولة، ومؤشرا فعالا على مدى الإنجازات المتحققة وجودة الأداء المتوقعة للشركات التي تتدرج ضمن كيانها.
- ٢- أن تحديد مجموعة من المؤشرات التي تعبر عن أداء أسواق رأس المال واعتبارها معيارا لنجاح إدارة أي سوق أو فشلها، فضلا عن أن المعلومات التي ستتوفر في ضوء هذه المؤشرات واتجاهاتها سوف تساعد على إعداد كثير من التوقعات الاقتصادية المختلفة وتساعد المستثمرين على ترشيد عملية اتخاذ القرار الاستثماري .
- ٣- تعد السياسة النقدية أحد العوامل الخارجية المؤثرة في المناخ الاستثماري في أسواق رأس المال وذلك من خلال مجموعة من الأدوات والمؤشرات النقدية ويمكن تصنيفها ضمن المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها أسواق رأس المال.
- ٤- أن تقييم أداء أسواق رأس المال العربية يشير إلى التطور الذي حققته هذه الأسواق في مسيرتها نحو الأفضل وذلك عن طريق الارتفاع الفعلي في المؤشرات.
- ٥- هناك تباين واضح في تطور مؤشرات أداء أسواق رأس المال العربية خلال مدة الدراسة. وهذا التباين ناتج عن تباين خبرات إدارات هذه الأسواق وكفاءتها فضلا عن تباين الإصلاحات التي طالت عددا من المجالات في الأسواق مما انعكس واضحا على درجة نجاحها في أدائها .
- ٦- سجلت أسواق رأس المال العربية تطورا إيجابيا في جميع مؤشراتها بين الربع الرابع من عام ١٩٩٤ والربع الرابع من عام ٢٠٠١ . وتعد نسبة التطور في مؤشرات الأداء مقياسا لمدى نجاح الأسواق من خلال سعيها نحو مواصلة نشاطها بغية تحقيق أهدافها، لكي تواصل التطور .

الجانب الثاني: النتائج الخاصة بالدراسة التجريبية

١-تباين تأثير السياسة النقدية في أداء أسواق رأس المال العربية تبعا لتباين السياسة النقدية التي تتبعها الدول،فضلا عن طبيعة كل سوق ودرجة استجابة المستثمرين للتغيرات في السياسة النقدية.

٢- في الإمكان استخدام مؤشرات السياسة النقدية لتفسير المؤشر العام لأسعار الأسهم في مجموعة الدول المختارة .ومن الجدير بالملاحظة أن قيمة معامل التحديد (R2) تظهر أن العلاقة بين مؤشرات السياسة النقدية والمؤشر العام لأسعار الأسهم تبدو قوية في كل من أسواق (مصر والسعودية وتونس والمغرب) على التوالي وظهر في المقابل أن علاقة مؤشرات السياسة النقدية مع المؤشر العام لأسعار الأسهم كانت ضئيلة جدا في كل من سوق (عمان والكويت) فجاءت القوة التفسيرية متدنية جدا. ويشير ذلك إلى عدم استجابة المستثمرين للتغيرات الحاصلة في السياسة النقدية وعد اعتمادهم على الأسس العلمية للاستثمار .

٣- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية معنوية بين عدد من المتغيرات النقدية والمؤشر العام لأسعار الأسهم في مجموعة الدول المختارة . وقد اتضح أن أهم المتغيرات النقدية تأثيرا في المؤشر العام لأسعار الأسهم هي:

-عرض النقد وسعر الصرف الأجنبي فيما يخص المؤشر العام لأسعار أسهم سوق مصر للأوراق المالية.

-عرض النقد ومعدل التضخم فيما يخص المؤشر العام لأسعار أسهم سوق الأسهم السعودي .
-عرض النقد وسعر الفائدة فيما يخص المؤشر العام لأسعار أسهم بورصة الأوراق المالية بتونس .

-عرض النقد وسعر الفائدة وسعر الصرف فيما يخص المؤشر العام لأسعار أسهم بورصة القيم المنقولة بالمغرب.

-عرض النقد فيما يخص المؤشر العام لأسعار أسهم بورصة عمان.
-سعر الصرف الأجنبي فيما يخص المؤشر العام لأسعار أسهم سوق الكويت للأوراق المالية.

٤-وجود علاقة قوية بين مؤشرات السياسة النقدية والقيمة السوقية في كل من أسواق (مصر والسعودية وتونس والكويت) على التوالي ولا توجد في المقابل علاقة قوية بين مؤشرات السياسة النقدية والقيمة السوقية في كل من سوقي (المغرب وعمان) إذ ظهر بان نسبة ما تفسره المؤشرات النقدية من التغير في القيمة السوقية ضئيلة جدا .واتضح كذلك أن أهم المؤشرات النقدية التي ترتبط معنويا بالقيمة السوقية لأسهم أسواق رأس المال في مجموعة الدول المختارة هي نفسها التي ترتبط معنويا مع المؤشر العام لأسعار الأسهم باستثناء

بورصة عمان إذ ظهر ارتباط سعر الفائدة فضلا عن عرض النقد بعلاقة معنوية مع القيمة السوقية.

- ٥- أن مؤشر حجم التداول يرتبط بعلاقة أقل مع مؤشرات السياسة النقدية مقارنة ببقية مؤشرات أداء أسواق رأس المال، وهذا ما يمكن الكشف عنه من نسبة ما تفسره المؤشرات النقدية من التغير في حجم التداول التي ظهرت مرتفعة جدا في سوق مصر فقط. وأتضح أن أهم المؤشرات النقدية التي ظهرت بعلاقة معنوية مقبولة بدرجة كبيرة هي عرض النقد وسعر الفائدة وجاءت نسبة التفسير في المقابل متدنية في كل من أسواق (المغرب وعمان وتونس والسعودية والكويت) على التوالي وعلى الرغم من نسبة التفسير المتدنية الا انه ظهر هناك علاقة معنوية بين بعض المؤشرات النقدية وحجم التداول وهذه المؤشرات هي : عرض النقد وسعر الفائدة بالنسبة لحجم التداول لاسهم بورصة عمان ، وعرض النقد بالنسبة لحجم التداول لاسهم بورصة تونس ، وعرض النقد ومعدل التضخم بالنسبة لحجم التداول لاسهم سوق الاسهم السعودي . بينما لم يتضح ارتباط معنوي بين أي مؤشرات النقدية مع حجم التداول لبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وسوق الكويت للاوراق المالية ، وهذا يشير الى عدم اهمية المؤشرات النقدية في تفسير التغيرات في حجم التداول لهذين السوقين . وان هناك عوامل اخرى ربما تكون اكثر اهمية في التأثير على حجم التداول .
- ٦- ان لعرض النقد تأثيراً مهماً وحاسماً في أسواق راس المال العربية ، مما يدل على أهمية القرارات التي يتخذها البنك المركزي بشأن التغيرات في عرض النقد للتوسع بالاستثمار في الأسهم أو للحد منها وانعكاس ذلك على سوق راس المال .

ثانياً: المقترحات

بالاعتماد على ما أسفر عنه التحليل وعلى النتائج فيما يخص موضوع البحث أعدت التوصيات كالاتي:

١- أن الاستثمار في أسواق رأس المال قد يتضمن المخاطرة إذا لم يبنى على أساس سليم، وذلك ما يبرز أهمية إجراء التحليل لمتغيرات السياسة النقدية فضلاً عن العوامل الأخرى التي تقود إلى تقويم سليم لمختلف الأسهم يساعد المستثمرين على اتخاذ القرار السليم في الوقت الملائم .

٢- لا بد أن يتم الأخذ بنظر اعتبار السلطات النقدية تأثير القرارات المتخذة بشأن السياسة النقدية في وضع الاقتصاد ككل. وبما أن أسواق رأس المال جزء مهم من الاقتصاد ومرآة حقيقية لوضع الاقتصاد ، فلا بد من قيام السلطات النقدية بالموازنة بين المنافع والتأثيرات السلبية لتلك القرارات في أداء أسواق رأس المال .

٣- أن الإصلاح الاقتصادي والمالي، وتعميق وعي المستثمر العربي للأسس العلمية للاستثمار ضرورة جداً لتطوير أسواق رأس المال العربية وبما يؤدي إلى زيادة فاعلية هذه الأسواق في خدمة اقتصادياتها وتبؤ المركز المأمول على المستويين العربي والعالمي.

٤- إنشاء مراكز نشطة وفعالة داخل أسواق رأس المال تتيح للمستثمرين الاطلاع على المعلومات المتعلقة بالإجراءات التي يتخذها البنك المركزي بشأن السياسة النقدية حتى يتمكنوا من عكسها على أداء أسواق رأس المال بسرعة.

٥- ضرورة القيام بدراسة السياسات الاقتصادية المؤثرة في أداء أسواق رأس المال مثل السياسة المالية، وذلك حتى يمكن تتبع سلوك المتعاملين في أسواق رأس المال العربية ومعرفة مدى استجابتهم لهذه السياسات للمساعدة على تفسير ظواهر ارتفاع أداء الأسواق وانخفاضها.

٦- إجراء مزيد من الدراسات والبحوث في هذا الموضوع وعلى أسواق مالية عربية أخرى ولاسيما سوق بغداد للأوراق المالية حتى يتسنى الخروج بنتائج عملية تعكس أثر مؤشرات السياسة النقدية في أداء أسواق رأس المال العربية .

Abstract

The research dealt with capital marketes in six Arab Countries and those are: Egypt Security market , carried values in Al-dar Al-Baidha', Amman security market , Al-Kuwait security market, Saudi stock AND Tunis security market.

The research aimed at characterizing the most important indexes that explain Arab capital marketes performance, determine the Variables of monetary policy that concerns capital marketes performance ,in addition to showing the results that emerge from monetary policy Variables (money supply, interest rate, exchange rate, inflation rate) as being independent variens upon most important indexes of the performance of the capital marketes (stock price index, market value, volume traded) as dependent variens that is by using the style of regression multiply. The analysis relied on seasonal data through the period 1994 (the fourth Quarter)-2001(The Fourth Quarter) .

The study includes four main chapters. The first dealt with capital marketes and the indexes of performance measurement which contained two main themes, the second dealt with monetary policy and investment environment, which contained three main themes, while the third contained evaluation performance of Arab capital marketes and had two main themes and the fourth chapter dealt with analyzing and testing the relation ship between monetary policy Variables and those of performance of certain Arab capital marketes and included two main themes.

The study was ended by a group of results and recommendations