

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة أمحمد بوقرة *بومرداس*



كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
أطروحة دكتوراه الطور الثالث في:

شعبة: العلوم الاقتصادية
تخصص: مالية كمية

أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم
في بورصة الأوراق المالية (دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر
وبورصة الدار البيضاء المغربية)

إشراف:

- د. جيلالي بورزامة
- د. عبد الحكيم سعيح

إعداد الطالبة:

أمينة بودريوة

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة بومرداس	أستاذ التعليم العالي	بوكساني رشيد
مشرفا ومقررا	جامعة بومرداس	أستاذ محاضر قسم أ	بورزامة جيلالي
مشرفا ومساعدة	جامعة بومرداس	أستاذ محاضر قسم أ	سعيح عبد الحكيم
ممتحنا	جامعة بومرداس	أستاذ محاضر قسم أ	برارة فريد
ممتحنا	المدرسة العليا للتجارة	أستاذ التعليم العالي	براق محمد
ممتحنا	جامعة خميس مليانة	أستاذ التعليم العالي	ناصر مهدي

تاريخ المناقشة: 2021/01/06
السنة الجامعية: 2021/2020

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

كلمة شكر وتقدير

أشكر الله عز وجل الذي وفقني وأعانني على إنجاز هذا العمل.
كما أتقدم بجزيل الشكر والعرفان للأستاذ الدكتور بورزامة جيلالي والأستاذ الدكتور سعيح عبد الحكيم
على قبولهما تأطير هذا البحث وعلى نصائحهما القيمة طوال فترة إنجازه.
والشكر موصول لأساتذتي الذين كان لهم الفضل فيما وصلت إليه،
و أتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى مسؤولي جامعة شعيب الدكالي المغربية، وعمال مكتبة جامعة القاهرة
على استقباليهم لي أحسن استقبال خلال فترة تكويني.
كما لا يفوتني شكر كل من ساعدني على إنجاز هذا البحث من قريب أو بعيد.

أمينة بودريوة

الإهداء

أهدي هذا العمل

إلى:

من أنارت دربي وسددت خطواتي.....أمي الغالية.

من كان عوناً لي في مشواري الدراسي.....أبي الغالي.

من كان خير أنيس لي.....أخواتي سليمة سماح، سارة، مروة وإخوتي عبد الرحمن، محمد سمير، إبراهيم

وجدي أطل الله في عمرها.

من لم تبخل علي بدعواتها الصادقة لي...العمة الغالية السيدة المجاهدة مليكة تالا ملاك.

من تكرم بالإشراف على عملي.....الأستاذ الدكتور بورزامة جيلالي والأستاذ الدكتور سعيح عبد الحكيم.

من تعرفت بهم في التظاهرات العلمية وكانوا خير زملاء لي في الميدان...الأستاذ مالكي محمد، الأستاذة كريمة

حاجي، الأستاذة مليكة خاوس، الأستاذة فائزة بلعابد، هناء عامر، صبرينة بلغيت، حنان تريح،

وإلى جميع الأقارب والأحباب والأصدقاء.

أمينة بودريوة

الفهرس

كلمة شكر وتقدير

الإهداء

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

قائمة الملاحق

قائمة الرموز والمختصرات

الملخصات

أ-د.....	مقدمة.....
1.....	الفصل الأول: أساسيات حول بورصة الأوراق المالية.....
2.....	تمهيد الفصل الأول.....
3.....	المبحث الأول: ماهية بورصة الأوراق المالية وأهميتها.....
3.....	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول بورصة الأوراق المالية.....
8.....	المطلب الثاني: الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية.....
21.....	المبحث الثاني: عمليات التداول في بورصة الأوراق المالية.....
21.....	المطلب الأول: الهيئات التي تتولى عمليات التعامل في بورصة الأوراق المالية.....
26.....	المطلب الثاني: عمليات بورصة الأوراق المالية.....
31.....	المطلب الثالث: أوامر بورصة الأوراق المالية.....
35.....	المبحث الثالث: كفاءة بورصة الأوراق المالية.....
35.....	المطلب الأول: مفهوم كفاءة بورصة الأوراق المالية ومتطلباتها.....
39.....	المطلب الثاني: خطوات تحقق كفاءة بورصة الأوراق المالية وأنواعها.....
41.....	المطلب الثالث: مستويات كفاءة بورصة الأوراق المالية.....
47.....	المبحث الرابع: مؤشرات بورصة الأوراق المالية ومناهج تحليلها.....
47.....	المطلب الأول: أساسيات حول مؤشرات بورصة الأوراق المالية.....
50.....	المطلب الثاني: نظرة عن مؤشرات بورصات الأوراق المالية العالمية وأسسها.....
56.....	المطلب الثالث: التحليل الفني لبورصات الأوراق المالية.....
61.....	المطلب الرابع: التحليل الأساسي لبورصات الأوراق المالية.....
68.....	خلاصة الفصل الأول.....

المالية.....	69
تمهيد الفصل الثاني.....	70
المبحث الأول: تحليل العلاقة بين التضخم وتغيرات أسعار الأسهم.....	71
المطلب الأول: مفهوم التضخم ومؤشرات قياسه.....	71
المطلب الثاني: أسباب التضخم وأثاره.....	74
المطلب الثالث: تصنيف التضخم وأهم النظريات المفسرة له.....	78
المطلب الرابع: التحليل الاقتصادي للعلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم وفق نظرية فيشر.....	84
المطلب الخامس: الدراسات البديلة لفيشر وقرارات الاستثمار في الأسهم.....	87
المبحث الثاني: العرض النقدي وتأثيره على أسعار الأسهم.....	94
المطلب الأول: مفهوم العرض النقدي وآلياته.....	94
المطلب الثاني: الآثار المترتبة على تغير العرض النقدي.....	98
المطلب الثالث: الإطار الاقتصادي والنظري للعلاقة الموجودة بين العرض النقدي وأسواق الأسهم.....	104
المطلب الرابع: نماذج دراسة أثر العرض النقدي على أسعار الأسهم.....	111
المطلب الخامس: علاقة العرض النقدي ببعض المتغيرات الاقتصادية.....	115
المبحث الثالث: تحليل العلاقة بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم.....	118
المطلب الأول: أساسيات حول سعر الفائدة.....	118
المطلب الثاني: سعر الفائدة في النظريات النقدية.....	122
المطلب الثالث: سعر الفائدة والتوازنات الاقتصادية الكلية.....	127
المطلب الرابع: علاقة سعر الفائدة بالنشاط الاقتصادي ككل وبعض متغيرات الدراسة.....	131
المطلب الخامس: عوامل وآليات تأثير سعر الفائدة في أسعار الأسهم.....	134
المطلب السادس: الإطار التطبيقي لتأثير أسعار الفائدة على أسعار الأسهم.....	137
المبحث الرابع: العلاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الأسهم.....	141
المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول سعر الصرف.....	141
المطلب الثاني: أنواع أسعار الصرف وأنظمتها.....	144
المطلب الثالث: نظريات سعر الصرف ونماذجها.....	148
المطلب الرابع: الإطار النظري للعلاقة بين سوق الصرف وبورصة الأوراق المالية.....	151
المطلب الخامس: الإطار التطبيقي للعلاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الأسهم.....	154

158.....	خلاصة الفصل الثاني.....
159.....	الفصل الثالث: البيئة الاقتصادية لبورصة الدار البيضاء المغربية و بورصة الجزائر.....
160.....	تمهيد الفصل الثالث.....
162.....	المبحث الأول: واقع بورصة الدار البيضاء المغربية.....
162.....	المطلب الأول: أطر تأسيس بورصة الدار البيضاء المغربية.....
167.....	المطلب الثاني: تنظيم بورصة الدار البيضاء المغربية والفاعلون فيها.....
171.....	المطلب الثالث: مراحل وإجراءات الإدراج في بورصة الدار البيضاء المغربية.....
173.....	المطلب الرابع: سير حصة التداول في بورصة الدار البيضاء المغربية.....
176.....	المطلب الخامس: تقييم أداء بورصة الدار البيضاء المغربية.....
182.....	المطلب السادس: إنجازات بورصات الدار البيضاء المغربية وتحدياتها.....
185.....	المبحث الثاني: البيئة الاقتصادية والمالية لبورصة الدار البيضاء المغربية.....
185.....	المطلب الأول: الهيكل الإنتاجي في الاقتصاد المغربي.....
190.....	المطلب الثاني: تطورات معدل التضخم في المغرب.....
192.....	المطلب الثالث: مسار تطور سعر الصرف الدرهم المغربي.....
195.....	المطلب الرابع: تحليل تغيرات سعر الفائدة في الاقتصاد المغربي.....
197.....	المطلب الخامس: تحليل نمو الكتلة النقدية في الاقتصاد المغربي.....
200.....	المبحث الثالث: واقع بورصة الجزائر وآفاقها.....
200.....	المطلب الأول: مراحل نشأة بورصة الجزائر وإطارها التشريعي.....
205.....	المطلب الثاني: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر وإجراءات تسعير القيم المنقولة فيها.....
210.....	المطلب الثالث: الأسواق المكونة لبورصة الجزائر وتقييم أدائها.....
216.....	المطلب الرابع: معوقات تطور بورصة الجزائر وآفاقها.....
220.....	المبحث الرابع: البيئة الاقتصادية والمالية لبورصة الجزائر.....
220.....	المطلب الأول: خصائص الاقتصاد الجزائري وتوجهاته.....
226.....	المطلب الثاني: تطور العرض النقدي في ظل السياسة النقدية المتخذة من طرف الجزائر.....
232.....	المطلب الثالث: مسار سعر الصرف والفائدة في الجزائر.....
236.....	المطلب الرابع: تحليل وضعية التضخم في الجزائر.....
243.....	خلاصة الفصل الثالث.....

الفصل الرابع: معالجة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء المغربية.....	244
تمهيد الفصل الرابع.....	245
المبحث الأول: أدوات الدراسة.....	246
المطلب الأول: ماهية السلاسل الزمنية.....	246
المطلب الثاني: أهم اختبارات جذر الوحدة.....	251
المطلب الثالث: نماذج ARDL.....	258
المبحث الثاني: دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشرات بورصة الدار البيضاء المغربية.....	264
المطلب الأول: النمذجة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر مازي.....	264
المطلب الثاني: النمذجة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر مادكس.....	271
المطلب الثالث: دراسة قياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد أسهم بورصة الدار البيضاء المغربية.....	275
المبحث الثالث: أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر دزائر أندكس لبورصة الجزائر.....	282
المطلب الأول: صياغة النموذج الخاص بمؤشر دزائر أندكس لبورصة الجزائر.....	282
المطلب الثاني: تقدير نموذج ARDL لمؤشر dzair index.....	285
المطلب الثالث: اختبار نتائج النموذج المقدر لمؤشر دزائر أندكس وفقا للصيغة اللوغاريتمية.....	289
المطلب الرابع: تحديد نموذج عوائد أسهم بورصة الجزائر بدلالة بعض المتغيرات الاقتصادية.....	295
المطلب الخامس: تقدير أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد أسهم بورصة الجزائر.....	300
خلاصة الفصل الرابع.....	304
خاتمة.....	305
قائمة المراجع.....	311-336
الملاحق.....	i-xxviii

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1)	مميزات أنظمة الصرف ودرجة تدخل البنك المركزي فيها.	147
(2)	تطور متوسط التداول اليومي لبورصة الدار البيضاء المغربية خلال الفترة (2008-2018).	181
(3)	تطور الناتج المحلي الإجمالي للمملكة المغربية خلال الفترة (2008-2017).	186
(4)	تطور مساهمة أهم القطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي للمملكة المغربية خلال الفترة (2008-2017).	188
(5)	تطور معدلات التضخم في المملكة المغربية خلال الفترة (2008-2017).	190
(6)	تطور أسعار صرف الدرهم المغربي مقابل بعض العملات العالمية خلال الفترة (2010-2017).	193
(7)	تطور سعر الفائدة الرئيسي خلال الفترة (2006-2017).	195
(8)	تطور معدلات نمو الكتلة النقدية في الاقتصاد المغربي خلال الفترة (2004-2017).	198
(9)	الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.	211
(10)	مؤشرات التداول لبورصة الجزائر خلال الفترة (2011-2017).	215
(11)	تطور الناتج الداخلي الخام في الجزائر خلال الفترة (2008-2017).	221
(12)	مساهمة قطاع المحروقات في إجمالي الصادرات الجزائرية من سنة 2005 وإلى غاية سنة 2018.	222
(13)	تطور العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة (2001-2018).	229
(14)	تطور النقود القانونية في الجزائر خلال الفترة (2001-2018).	230
(15)	تطور معامل الاستقرار النقدي في الجزائر من سنة 2002 وإلى غاية سنة 2016.	241
(16)	نتائج اختبار ديكي فولر على سلاسل المتغيرات الأساسية للمغرب.	266
(17)	نتائج اختبار ADF على سلاسل الفروقات الأولى للمتغيرات الأساسية للمغرب.	267
(18)	المعالم الإحصائية لمعادلة مؤشر مازي بدلالة بعض المتغيرات الاقتصادية.	269
(19)	نتائج اختبار الحدود للنموذج المقدر لمؤشر مازي.	270
(20)	نتائج اختبار ARDL للنموذج المقدر لمؤشر مازي في المدى القصير.	270
(21)	نتائج اختبار ديكي فولر على سلسلة مؤشر مادكس.	272
(22)	المعالم الإحصائية للنموذج المقدر لمؤشر مادكس.	273
(23)	درجات التأخير الموافقة لمعيارى Akaike و Schwarz لسلاسل متغيرات الدراسة في المغرب.	274
(24)	المعالم الإحصائية للنموذج المقدر لعوائد أسهم بورصة الدار البيضاء المغربية.	278
(25)	نتائج اختبار الحدود على نموذج عوائد أسهم البورصة المغربية.	279
(26)	أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد أسهم البورصة المغربية في المدى القصير.	280
(27)	أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد أسهم البورصة المغربية على المدى الطويل.	280
(28)	نتائج اختبار Lag length criteria على سلسلة مؤشر دزائر أندكس.	284

286	تقدير نموذج مؤشر بورصة الجزائر.	(29)
287	نتائج اختبار تجانس التباين (ARCH) لنموذج مؤشر بورصة الجزائر.	(30)
287	نتائج اختبار Breusch-Godfrey لنموذج مؤشر بورصة الجزائر.	(31)
288	نتائج اختبار الحدود لنموذج مؤشر بورصة الجزائر.	(32)
289	نتائج نموذج تصحيح الخطأ لمؤشر دزائر أندكس.	(33)
290	درجات تأخير سلاسل لوغاريتم متغيرات الدراسة.	(34)
291	قيم إحصائية ديكي فولر المحسوبة والجدولية لسلاسل المتغيرات المدروسة.	(35)
293	معادلة لوغاريتم مؤشر دزائر أندكس بدلالة بعض متغيرات الاقتصاد الكلي.	(36)
294	الاختبارات التشخيصية لنموذج لوغاريتم بورصة الجزائر.	(37)
295	نتائج اختبار الحدود لنموذج لوغاريتم مؤشر دزائر أندكس.	(38)
296	نتائج ECM لنموذج مؤشر دزائر أندكس.	(39)
296	نتائج اختبار Lag length criteria على سلسلة عوائد الأسهم في بورصة الجزائر.	(40)
297	نتائج اختبار ديكي فولر على سلسلة عوائد الأسهم في بورصة الجزائر.	(41)
299	معادلة مؤشر عوائد الأسهم لبورصة الجزائر بدلالة بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية.	(42)
300	نتائج اختبار الحدود لعوائد أسهم بورصة الجزائر.	(43)
300	نتائج نموذج ECM لعوائد أسهم بورصة الجزائر.	(44)
301	مقدرات معالم الأجل الطويل لنموذج عوائد الأسهم في بورصة الجزائر.	(45)

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
4	آلية تداول الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية.	(1)
82	منحنى فيليبس.	(2)
123	الطلب على النقود لغرض المضاربة.	(3)
127	منحنى IS (منحنى هيكس).	(4)
128	منحنى LM (منحنى هانسن).	(5)
131	نموذج هيكس هانسن IS-LM.	(6)
177	تطور مؤشر مازي ومادكس خلال الفترة (2008-2018).	(7)
178	تطور معدل العائد على الاستثمار في بورصة الدار البيضاء المغربية خلال الفترة (2008-2018).	(8)
178	رسملة بورصة الدار البيضاء المغربية خلال الفترة الممتدة من سنة 2007 وإلى غاية 2017.	(9)
180	تطور حجم المعاملات لبورصة الدار البيضاء المغربية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 و إلى غاية سنة 2017.	(10)
198	تطور الكتلة النقدية في المغرب خلال الفترة (2008-2018).	(11)
212	تطور مؤشر أسعار بورصة الجزائر من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.	(12)
214	منحنى عوائد الأسهم في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2018).	(13)
214	تطور القيم السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2017.	(14)
236	تطور معدلات الفائدة في الجزائر خلال الفترة (2008-2018).	(15)
238	تطور معدلات التضخم في الجزائر خلال الفترة (2008-2018).	(16)
268	نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى حسب معيار أكايك AIC لنموذج مؤشر مازي.	(17)
272	اختيار فترة الإبطاء المثلى للنموذج المقدر لمؤشر مادكس وفق معيار أكايك.	(18)
277	اختيار فترة الإبطاء المثلى للنموذج المقدر لعوائد أسهم بورصة الدار البيضاء المغربية.	(19)
281	منحنى إحصائية CUSUM للنموذج المقدر لعوائد أسهم البورصة المغربية.	(20)
281	منحنى إحصائية CUSUMQ للنموذج المقدر لعوائد أسهم البورصة المغربية.	(21)
285	نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى لنموذج مؤشر بورصة الجزائر.	(22)
287	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج المقدر لمؤشر بورصة الجزائر.	(23)
292	نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى لنموذج لوغاريتم مؤشر بورصة الجزائر.	(24)
298	نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى لنموذج عوائد الأسهم لبورصة الجزائر.	(25)
302	المجموع التراكمي للبواقي المتابعة CUSUM في نموذج عوائد أسهم بورصة الجزائر .	(26)
303	المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة لنموذج عوائد أسهم بورصة الجزائر.	(27)

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
i	مساهمة بعض القطاعات الاقتصادية في تكوين الناتج الداخلي الخام خلال الفترة (2008-2017).	(1)
ii	تطور الودائع تحت الطلب في الجزائر خلال الفترة (2001-2018).	(2)
iii	تطور الودائع لأجل في الجزائر خلال الفترة (2001-2018).	(3)
iv	تطور سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة (1990-2018).	(4)
v	تطور مؤشر مازي خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.	(5)
vi	تطور مؤشر مادكس خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.	(6)
vii	تطور معدلات التضخم في المغرب خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.	(7)
viii	تطور معدلات الفائدة في المغرب خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.	(8)
ix	تطور أسعار صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي في المغرب خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.	(9)
x	تطور العرض النقدي بمفهومه الواسع في المغرب خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.	(10)
xi	اختبارات جودة النموذج المقدر لمؤشر مازي.	(11)
xii	نتائج اختبار Lag critiria lengh على سلسلة مؤشر مادكس.	(12)
xiii	اختبارات جودة النموذج المقدر لمؤشر مادكس.	(13)
xiv	نتائج اختبار ديكي فولر على سلسلة لوغارتم متغيرات الدراسة في المغرب.	(14)
xv	نتائج اختبار Lag critiria lengh على سلسلة عوائد الأسهم في بورصة الدار البيضاء المغربية.	(15)
xvi	نتائج اختبار ADF على سلسلة عوائد أسهم بورصة الدار البيضاء المغربية.	(16)
xvii	اختبارات جودة النموذج المقدر لعوائد أسهم البورصة المغربية.	(17)
xviii	قيم مؤشر دزاير أندكس الشهرية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.	(18)
xix	قيم معدلات التضخم الشهرية في الجزائر خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.	(19)
xx	قيم معدلات الفائدة الشهرية في الجزائر خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.	(20)
xxi	قيم أسعار صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي في الجزائر الشهرية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.	(21)

xxii	قيم العرض النقدي بمفهومه الواسع الشهرية في الجزائر خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.	(22)
xxiii	نتائج اختبار Lag length criteria على السلسلة الزمنية الخاصة بمعدل التضخم في الجزائر.	(23)
xxiv	نتائج اختبار Lag length criteria على السلسلة الزمنية لأسعار الفائدة في الجزائر.	(24)
xxv	نتائج اختبار Lag length criteria على السلسلة الزمنية لأسعار سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي.	(25)
xxvi	نتائج اختبار Lag length criteria على السلسلة الزمنية للعرض النقدي بمفهومه الواسع في الجزائر.	(26)
xxvii	نتائج اختبار ديكي فولر 1.	(27)
xxviii	اختبارات جودة النموذج المقدر لعوائد الأسهم لبورصة الجزائر.	(28)

قائمة المختصرات والرموز

الاختصار أو الرمز	الدلالة
CAPM	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
CML	خط سوق رأس المال
SML	خط سوق الأوراق المالية
Rm	معدل عائد السوق
Rf	معدل العائد الخالي من الخطر
β_i	درجة الحساسية أو معامل المخاطرة
Rp	معدل العائد المتوقع للمحفظة
APT	نموذج التسعير المرجح
P_t	سعر السهم في السنة الحالية
P_{t-1}	سعر السهم في السنة الماضية
D_t	مقسوم الأرباح في السنة الحالية
r	العائد على الاستثمار
DJI	مؤشر داو جونز
S&P500	ستاندرد أند بور
Masi	المؤشر المغربي العام لجميع القيم المنقولة من نوع الأسهم
Madex	المؤشر المدمج للقيم الخاضعة للتداول المستمر
Dzair index	مؤشر بورصة الجزائر
PPI	الرقم القياسي لأسعار المنتج
CPI	سعر المستهلك
M	كمية النقود.
V	سرعة دوران النقود
P	المستوى العام للأسعار.
Y	الناتج الداخلي الخام
T	حجم المعاملات
VAR	أسلوب الانحدار المتجه
PCE	مخفض الإنفاق الشخصي الاستهلاكي
D.D.M	نموذج التوزيعات المخصصة
M1	عرض النقود بمفهومه الضيق
M2	عرض النقود بمفهومه الواسع

عرض النمود بمفهومه الأوسع	M3
الادخار	S
الاستثمار	I
سعر الفائدة	i
الدخل التوازني	Y
نموذج هيكس هانسن	IS-LM
اختبار ديكي فولر البسيط	DF
اختبار ديكي فولر المعزز	ADF
شعاع التكامل المشترك	VECM
نموذج تصحيح الخطأ	ECM
نماذج الانحدار الذاتية للإبطاء الموزعة	ARDL
إحصائية جاك بير	J-B
اختبار تجانس تباين البواقي	ARCH
اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتكررة	CUSUM
اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتكررة	CUSUMSQ

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، ومحاولة تشخيص طبيعة هذا الأثر في كل من بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء المغربية. وللوصول إلى هذا المسعى، تم استخدام المنهجين التحليلي والوصفي مع الاستعانة بالأسلوب القياسي في الفصل التطبيقي من هذه الدراسة. وتم إعداد الدراسة الميدانية بالاعتماد على نموذج الفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة، وحجم عينة شهرية يغطي الفترة الزمنية الممتدة من شهر جانفي سنة 2008 إلى غاية شهر ديسمبر سنة 2018. وأظهر الجانب النظري من الدراسة وجود علاقة غير مباشرة بين المتغيرات الاقتصادية المدروسة وأسعار الأسهم. فوفقا للدراسات السابقة، تؤثر كل من معدلات التضخم والفائدة بشكل سلبي على أرباح الشركات، وهذا ما ينعكس بدوره في تراجع قيمة المؤسسة وانخفاض أسعار أسهمها. بينما يؤدي ارتفاع كل من سعر الصرف والعرض النقدي بمفهومه الواسع إلى زيادة القدرة التنافسية لمنتجات المؤسسات المصدرة وتوفير المزيد من الأموال للاستثمار في الأسهم على التوالي، وهذا ما يتسبب بدوره في زيادة الطلب على الأسهم وانتعاش أسعارها في بورصة الأوراق المالية. وفي المقابل أكدت الدراسة القياسية وجود تأثير معنوي وسالب لمعدلات التضخم على مؤشر بورصة الجزائر (دزاير أندكس) على المدين القصير والطويل؛ في حين كشف نموذج تصحيح الخطأ عن العلاقة السلبية المعنوية التي تربط بين مؤشر مازي لبورصة الدار البيضاء المغربية بمعدلات الفائدة على المدى القصير. ويعود اختلاف النتائج المتوصل إليها في ظل ضعف معنوية النموذج المقدر لها في كلتا الحالتين إلى ضعف فعالية بورصة الجزائر في استقطاب مدخرات الأفراد وقصور دورها في تمويل الاقتصاد الوطني، وضعف مستويات الاكتتاب فيها. أما في الحالة المغربية فيمكن تفسير عدم ظهور أثر المتغيرات الأخرى على مؤشر مازي إلى انعدام التكامل بين بورصة الدار البيضاء المغربية والجهاز المصرفي في تمويل النشاط الاقتصادي، والتأثير السلبي لانخفاض التداولات في سوق الأسهم المغربي على مؤشر مازي.

الكلمات المفتاحية: معدل التضخم، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، العرض النقدي بمفهومه الواسع، أسعار الأسهم، مؤشر دزاير أندكس، مؤشر مازي.

تصنيف JEL: E44, F36, G12.

Abstract:

This study aims to analyze the effect of some macroeconomic variables on the general stock price index on the stock exchange, and try to diagnose the nature of this effect in both the Algerian Stock Exchange and the Moroccan Casablanca Stock Exchange. To reach this endeavor, the two analytical and descriptive approaches were used with the use of the standard method in the applied chapter of this study. The field study was prepared by relying on the slowed distributed time gaps model, and a monthly sample size covering the time period from January 2008 to December 2018. The theoretical aspect of the study showed an indirect relationship between the studied economic variables and stock prices. According to previous studies, both inflation and interest rates negatively affect the profits of companies, and this is reflected in turn by the decline in the value of the institution and the decrease in its share price. While the rise in both the exchange rate and the money supply in its broad sense increases the competitiveness of the products of the issuing institutions and provides more funds to invest in stocks respectively, which in turn causes an increase in the demand for stocks and the recovery of their prices on the stock exchange. On the other hand, the standard study confirmed the existence of a significant and negative effect of inflation rates on the Algeria Stock Exchange index (Dzair Index) in the short and long term. Whereas, the error correction model revealed the negative correlation between the Mazi index of the Moroccan Casablanca Stock Exchange and short-term interest rates. The difference in the results achieved in light of the weak morale of the estimated model in both cases is due to the weak effectiveness of the Algerian Stock Exchange in attracting individual savings, its limited role in financing the national economy, and the weak levels of underwriting therein. As for the Moroccan case, the absence of the effect of other variables on the MASI index can be explained by the lack of integration between the Moroccan Casablanca Stock Exchange and the banking system in financing economic activity, and the negative impact of low trading in the Moroccan stock market on the MASI index.

Key words: inflation rate, interest rates, exchange rates, broad concept money supply, stock prices, Dzair Index, Mazi index.

Codes JEL : E44, F36, G12.

مقدمة

1. تمهيد:

تمثل بورصة الأوراق المالية حلقة الاتصال بين القطاعات المختلفة في المجتمع، أي ما بين المدخرين والمنتجين، فالقطاعات التي تقوم بالادخار بحاجة إلى استثمار مدخراتها في مشروعات أكثر طموحا، أما القطاعات المنتجة فهي بحاجة دائما إلى المصادر المالية التي تساعد على الاستمرار والتوسع في تأدية وظيفتها الاقتصادية، وبالتالي فإن بورصة الأوراق المالية تمثل نقطة الاتصال بين الأفراد والمؤسسات من خلال حشد المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تسهم في توفير قاعدة صلبة للاقتصاد الوطني.

لذلك سعت الدول العربية عامة والجزائر بصفة خاصة خلال فترة الانتقال من الاقتصاد المسير إلى النظام الحر وأثناء تنفيذ خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة إلى إنشاء بورصة للأوراق المالية، وتشريع العديد من القوانين المنظمة لأطرها وتنظيمها، وإدخال العديد من الإصلاحات عليها.

وبالنظر إلى أن المتغيرات الاقتصادية الكلية الممثلة في كل من التضخم، سعر الفائدة، المعروض النقدي وسعر الصرف لها تأثيرها الواضح على بورصات الأوراق المالية، جاءت هذه الدراسة لمحاولة اختبار العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأداء بورصة الأوراق المالية من خلال دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء المغربية.

2. إشكالية الدراسة:

لقد شهدت السنوات السابقة الكثير من الدراسات التي حاولت التعرف على العوامل التي تؤثر على المؤشر العام لأسعار الاسهم في الدول المتقدمة، وقد تباينت نتائج تلك الدراسات من حيث طبيعة تلك العوامل وقوة تأثيرها.

تكمن مشكلة هذه الدراسة في معرفة مدى تأثير المؤشر العام لأسعار الاسهم في بورصة الأوراق المالية بالعديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية ومن أهمها التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف، عرض النقود بمفهومه الواسع، وعليه يمكن طرح إشكالية البحث كالآتي:

ما مدى تأثير أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية بكل من التضخم، أسعار الفائدة والصرف، والعرض النقدي بمفهومه الواسع؟

3. الأسئلة الفرعية :

ولالإمام بأهم جوانب الموضوع ندرج ضمن السؤال الرئيس أسئلة فرعية مكملتها هي كالآتي :

- ما هو النموذج الأمثل لتقويم الأسهم في بورصة الأوراق المالية؟.
- ما مدى تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي المذكورة سابقا في تذبذب أسعار الأسهم؟.
- ما هو واقع المؤشرات الاقتصادية الكلية وعلاقتها بالاستقرار الاقتصادي الكلي في الجزائر والمغرب؟.

- ما هي العلاقة الموجودة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية التي سبق ذكرها والمؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء المغربية؟.

5. أهداف الموضوع:

- جاءت هذه الدراسة لتحقيق جملة من الأهداف العلمية والعملية، والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:
- إظهار واقع مؤشرات الاقتصاد الكلي وبورصة الأوراق المالية في الجزائر والمغرب، وأهمية أخذ الدراسات والأبحاث النظرية بعين الاعتبار.
- تحديد نقاط اختلاف بورصة الدار البيضاء المغربية عن بورصة الجزائر مع تشخيص أداء بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في المغرب مقارنة بالجزائر.
- معرفة مدى استجابة بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء المغربية للمتغيرات الاقتصادية الكلية، والخروج بتوصيات تساعد المستثمرين والمهتمين بالأسواق المالية للوقوف على أهم العوامل المؤثرة في هذه الأسواق.

6. أهمية الموضوع:

- تتحلى أهمية موضوع الدراسة في النقاط التالية:
- محاولة إيجاد العلاقة التي تربط بين أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية وباقي المتغيرات الاقتصادية الكلية بشكل علمي، وباستخدام نماذج قياسية وطرق وأساليب إحصائية في الجانب التطبيقي.
- يعتبر هذا الموضوع الشغل الشاغل للكثير من الأطراف في بورصة الأوراق المالية، والمستثمرين، والعديد من الباحثين والمختصين، إذ يساعد هذا النوع من الدراسات المستثمرين على اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.
- ضرورة تفعيل دور بورصة الأوراق المالية، وتحسين المؤشرات الاقتصادية الكلية في أن واحد بهدف تحقيق تكامل فيما بين الاقتصاد المالي (البورصة) والاقتصاد الحقيقي، وبالتالي ضمان تحقيق النمو الاقتصادي اللازم.

7. أسباب ودوافع اختيار الموضوع:

- تم اختيار الموضوع للأسباب التالية:
- ملاءمة الموضوع للتخصص السابق للطالبة في الماستر المتمثل في مالية وبنوك، وتخصصها الحالي في الدكتوراه مالية كمية.
- تنامي الأهمية الاقتصادية للبورصات خاصة في ظل التطور التكنولوجي وتنامي ظاهرة العوامة المالية والتحرر المالي.

8. منهجية الدراسة والأدوات المستخدمة:

يتم استخدام المنهج الوصفي والتحليلي في الجانب النظري من هذه الدراسة، كما تم الاعتماد على المنهج الإحصائي الوصفي في الجانب التطبيقي لدراسة وتحليل تطورات جميع المتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر

والمغرب وانعكاساتها على بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء المغربية، مع الاستعانة بالمنهج القياسي لدراسة العلاقة السببية بينهما، من خلال استخدام الأساليب الإحصائية والأدوات القياسية وبرامج Eviews.

9. مصادر جمع البيانات:

يتم الاعتماد على الكتب والمجلات المتخصصة في الاقتصاد والأسواق المالية لإنجاز الجانب النظري من هذه الدراسة، كما تمت الاستعانة بالتقارير الشهرية والفصلية والسنوية الصادرة عن بورصتي الجزائر والدار البيضاء المغربية لإنجاز الدراسة الميدانية.

10. حدود الدراسة:

تتركز الدراسة ضمن الحدود الآتية :

- أ- **الحدود المكانية:** تم حصر الحدود المكانية لهذه الدراسة في بورصة الدار البيضاء المغربية وبورصة الجزائر.
- ب- **الحدود الزمنية:** تقع الحدود الزمنية للدراسة في الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية سنة 2017.
- ج- **الحدود الموضوعية:** تركز الدراسة حول تأثير كل من التضخم، أسعار الفائدة وأسعار الصرف، والعرض النقدي بمفهومه الواسع على أسعار الأسهم في بورصات الأوراق المالية.

11. الدراسات السابقة:

نميز بين ثلاث أنواع من الدراسات وهما الدراسات التي تناولت البورصات العربية، والدراسات التي لها علاقة مباشرة ببورصتي الجزائر والدار البيضاء المغربية، والدراسات التي جاءت لاختبار العلاقة فيما بين أسعار الأسهم وبعض متغيرات الاقتصاد الكلي في بورصات أخرى نظرا لعدم وجود دراسة تناولتها في البورصة الجزائرية أو المغربية. وتم تصنيف الدراسات السابقة وفقا للمعايير التي سبق ذكرها مع مراعاة مبدأ التسلسل التاريخي لها (البدء بالأقدم منها أولا):

أ- الدراسات التي لها علاقة مباشرة ببورصات الأوراق المالية العربية:

- من الدراسات التي تناولت بورصات الأوراق المالية العربية هي:
- دراسة سامية زيتاري في عام 2004 (أطروحة دكتوراه): الموسومة بعنوان ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة (حالة أسواق الأوراق المالية العربية). وحاولت هذه الدراسة تحديد خواص توزيع العوائد والمخاطرة فيها بالمقارنة مع البورصات الناشئة والمتطورة. وتمثلت بورصات الأوراق المالية العربية في بورصات الأردن، البحرين، تونس، مسقط، العربية السعودية، الكويت، لبنان، مصر والمغرب. بينما تمثلت البورصات الناشئة والمتطورة المأخوذة للمقارنة في بورصات البرازيل، الهند، المكسيك، اليابان، بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية. وقامت هذه الدراسة باستعمال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لتحديد مدى اندماج البورصات العربية وبعض البورصات الناشئة والمتطورة من خلال تقدير نموذج انحدار العائد الخاص بكل بورصة عربية على عائد أحد البورصات المتطورة وبالتالي تقدير مخاطرتها. وبعدها قامت الدراسة في الخطوة الثانية بتقدير العلاقة بين العائد

المتوقع والمخاطرة بالاعتماد على بيانات مقطعية. وأظهر هذا النموذج أن معاملات حساسية عائد المحفظة في حالة الأسواق العربية غير معنوية باستثناء حالة بورصتي السعودية ومسقط مع بورصة بريطانيا، وحالة بورصات تونس، مسقط ولبنان مع بورصة اليابان. وبينت الدراسات اختلاف عوائد المحفظة عن الصفر في حالة البورصات الناشئة الأخرى والبورصات المتطورة عند مستويات معنوية جد مرتفعة، وهذا ما يؤكد لنا أن المخاطرة مسعرة في الأخيرة وليست مسعرة في البورصات العربية.

- دراسة رشيد بوكساني في عام 2006 (أطروحة دكتوراه): والتي جاءت بعنوان معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها. وهدفت هذه الدراسة إلى الإحاطة بواقع بورصات الأوراق المالية العربية وأدائها خلال الفترة الممتدة من سنة 1999 وإلى غاية سنة 2003، ومن ثمة تشخيص معوقاتها التي حالت دون تطويرها على المستوى المحلي. وبينت هذه الدراسة ضعف الفرص المتاحة أمام المستثمر في بورصات الأوراق المالية العربية، وهذا ما يؤثر سلبا على استراتيجيات الاستثمار فيها. كما أظهرت الدراسات معاناة بورصات الأوراق المالية العربية من عدم تجانس القوانين التشريعية والتنظيمية، وعدم توحيد المصطلحات الخاصة بالتداول وأنظمتها.

ب- الدراسات التي لها علاقة مباشرة بالبورصة الجزائرية والمغربية:

ومن الدراسات التي لها علاقة مباشرة بالبورصة الجزائرية والمغربية هي:

- دراسة محفوظ جبار وعديلة مريم في عام 2008 (مقال): المعنون باختيار سوق الأسهم الجزائرية وبدائل الاستثمار. وسعت هذه الدراسة إلى إبراز مدى أهمية تطوير سوق السندات الجزائرية ودورها في فك الخناق الذي وقعت فيه بورصة الجزائر منذ مدة، باعتبار أن السندات ذات مخاطر أقل مقارنة مع الأسهم وعوائدها ثابتة في الغالب. واعتمدت هذه الدراسة على تحليل معلومات متعلقة بتطور أسعار أسهم الشركات الثلاث المقيدة آنذاك، وهي الرياض، صيدال والأوراسي، أسعار سند سوناطراك؛ وتحليل حجم التداول على هذه الأوراق المالية والطلب الفعلي عليها خلال الفترة الممتدة من سنة 1999 إلى غاية سنة 2004. واتضح من هذه الدراسة أن تغير حجم سندات سوناطراك لم يؤدي إلى أي تغير في تداول الأسهم، سواء بالزيادة أو النقصان، خلال الفترة المدروسة. كما بينت الدراسة أنه لم يكن أي دور لسندات سوناطراك في تدهور الطلب على أسعار أسهم الرياض، صيدال والأوراسي وبالتالي أسعارها.

- دراسة نسرین بوتة في عام 2014 (مذكرة ماجستير): الموسومة بعنوان الأسواق المالية ودورها في تنشيط استراتيجية الخصخصة (دراسة لواقع التجربة المغربية). وهدفت الدراسة إلى تبيين آليات الخصخصة عبر السوق المالية والدور الذي تلعبه هذه الأخيرة في التنمية الاقتصادية في المغرب. وأبرزت هذه الدراسة الأثر الإيجابي لبورصة الدار البيضاء المغربية في إنجاح عمليات الخصخصة من خلال زيادة نشاط البورصة واستقطاب الاستثمارات الأجنبية، باعتبار أن هناك علاقة طردية متبادلة بين بورصة الأوراق المالية والخصخصة فنجاح هذه الأخيرة مرهون بمدى وجود أسواق مالية نشيطة وعميقة، وذلك أن برامج الخصخصة ساهمت في زيادة عمليات الإدراج

في البورصة المغربية ورسملتها. وهذا ما أدى بدوره إلى تحفيز شركات القطاع الخاص على الاكتتاب فيها وانتعاش البورصة المغربية.

ج- من الدراسات التي اختبرت العلاقة فيما بين أسعار الأسهم وبعض متغيرات الاقتصاد الكلي:

وهناك دراسات قامت بتشخيص العلاقة القائمة فيما بين أسعار الأسهم وبعض متغيرات الاقتصاد الكلي في بورصات أخرى مثل الإمارات والسودان مثل:

- دراسة حاتم أبو عديلة في عام 2014 (مقال): كانت بعنوان تقدير العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية النقدية وأسعار الأسهم في سوق دبي المالي. وتبحث هذه الدراسة العلاقة بين أسعار النفط، عرض النقود، التضخم وأسعار الأسهم في السوق المالي لدبي باستخدام أسلوب التكامل المشترك ونموذج تصحيح الأخطاء، وتوصلت إلى وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، وعلاقة عكسية بين أسعار النفط وأسعار الأسهم، ووجود علاقة عكسية أيضا بين التضخم وأسعار الأسهم بصفة مبدئية وفقا لفرضية فاما، إضافة إلى أن هناك علاقة طردية بين عرض النقود وأسعار الأسهم.

- دراسة يوسف سعيد أحمد أمين في عام 2014 (أطروحة دكتوراه): التي جاءت بعنوان العلاقة بين أسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية - دراسة تطبيقية على بورصة الخرطوم للأوراق المالية-، وتبحث هذه الدراسة عن العلاقة السببية بين أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية المتمثلة في عرض النقود، والتضخم، وهوامش الأرباح للمراجحات، وأسعار الصرف في بورصة الخرطوم باستخدام ديكي فولر الموسع، واختبارات التكامل المشترك والسببية، حيث أشارت نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين أسعار الأسهم والمتغيرات النقدية والاقتصادية الكلية المدروسة باستثناء التضخم نظرا لعدم وجود أدلة، كما توصلت هذه الدراسة أيضا إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من مؤشر أسعار الأسهم إلى عرض النقود بالمفهوم الواسع، ومعدلات التضخم، وسعر الصرف بإبطاء زمني قدره 36 شهرا، ووجود علاقة سببية أحادية الاتجاه كذلك من هوامش أرباح المراجحات إلى مؤشر أسعار الأسهم بإبطاء زمني قدره 36 شهرا.

- دراسة Ahmed Imran Hunjra في عام 2014 (مقال): الموسومة بعنوان The impact of macroeconomic variables on stock prices in Pakistan، والتي سعت إلى معرفة تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي الممثلة في معدل الفائدة، سعر الصرف، معدل التضخم والناتج المحلي الإجمالي على أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية الباكستانية. واستندت الدراسة على المنهج القياسي، حيث تم الاعتماد على عينة تغطي فترة الدراسة الممتدة من 1 جانفي 2001 إلى 31 ديسمبر 2011. استخدمت هذه الدراسة اختبارات Granger السببية واختبارات التكامل المشترك لتقدير العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأسعار الأسهم في باكستان، وكشفت نتائج هذه الدراسة أنه لا توجد علاقة بين المتغير التابع والمتغيرات التفسيرية في المدى القصير، وأظهرت وجود علاقة قوية بين هذه المتغيرات في المدى الطويل.

- دراسة Djawad Khan في عام 2018 (مقال): التي جاءت بعنوان "The impact of macroeconomic prices variables on stock", وسعت إلى تشخيص تأثير العوامل الاقتصادية الممثلة في سعر الصرف، سعر الفائدة والعرض النقدي، التضخم والصادرات على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة كراتشي الهندية. ولتحقيق هذا الهدف، حللت الدراسة بيانات شهرية تمتد من شهر ماي 2000 إلى شهر أوت 2016 باستخدام منهجية الفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة ARDL. ومن أهم ما توصلت إليه هذه الدراسة هو أن أسعار الأسهم في بورصة كراتشي تتأثر بشكل كبير بالعرض النقدي وأسعار الصرف والفائدة في المدى الطويل، بينما في المدى القصير تساهم جميع المتغيرات باستثناء سعر الصرف في شرح تغيرات أسعار الأسهم في بورصة كراتشي.

وفي ظل هذه الدراسات، تسعى هذه الدراسة إلى تحديد تأثير بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بيئتين مختلفتين (الجزائر والمغرب)، والتأكيد على الحاجة إلى زيادة تطوير بورصة الدار البيضاء المغربية وتحقيق التكامل فيما بينها وبين الجهاز المصرفي المغربي في تمويل الاقتصاد، وضرورة تنويع الاقتصاد الوطني وتفعيل دور بورصة الجزائر في تمويله. لتحقيق هذا الهدف، تستند الدراسة إلى بيانات شهرية من يناير 2000 إلى ديسمبر 2018 باستخدام منهجية ARDL التي تعد من الأساليب القياسية الحديثة لتشخيص طبيعة العلاقة الموجودة بين كل من التضخم، معدلات الفائدة، أسعار الصرف، العرض النقدي بمفهومه الواسع، ومؤشرات دزائر أندكس (بورصة الجزائر) ومازي ومادكس (بورصة الدار البيضاء المغربية)، باعتبارها تستعمل لقياس التغيرات اليومية الحاصلة في رسملة هذه البورصات بسبب تقلبات الأسعار.

12. هيكل الدراسة:

و لمعالجة إشكالية البحث، تم تقسيم هذه الدراسة إلى أربعة فصول:

الفصل الأول: يأتي بعنوان أساسيات حول بورصة الأوراق المالية، ويحتوي على أربعة مباحث، أولها يتناول ماهية بورصة الأوراق المالية وأهميتها، أما المبحث الثاني فيتعرض إلى عمليات التداول في بورصة الأوراق المالية، ويعرض المبحثان الأخيران كفاءة بورصة الأوراق المالية، ومؤشرات أدائها ومناهج تحليلها.

الفصل الثاني: جاء هذا الفصل تحت عنوان الدراسة النظرية للعلاقة بين بعض متغيرات الاقتصاد الكلي وأسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، حيث تم تحليل العلاقة بين التضخم والمؤشر العام لأسعار الأسهم في المبحث الأول، وبعدها تحليل العرض النقدي وتأثيره على المؤشر العام لأسعار الأسهم في المبحث الثاني، ودراسة العلاقة بين تغيرات كل من سعر الفائدة وسعر الصرف في المبحثين الأخيرين.

الفصل الثالث: عنون هذا الفصل بـ: البيئة الاقتصادية لبورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء المغربية، ويتناول واقع بورصة الجزائر و آفاقها في المبحث الأول، والبيئة الاقتصادية لبورصة الجزائر في المبحث الثاني،

مع إظهار واقع بورصة الدار البيضاء المغربية وتطوراتها في المبحث الثالث، مع تناول بيئتها الاقتصادية في المبحث الأخير.

الفصل الرابع: جاء هذا الفصل بعنوان معالجة أثر بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء المغربية، حيث يقدم أهم الأساسيات النظرية حول أدوات الدراسة في المبحث الأول، مع إعداد دراسة قياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية الممثلة في التضخم، أسعار الصرف، أسعار الفائدة، والعرض النقدي على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصتي الجزائر والدار البيضاء المغربية في المباحث الأخرى.

الفصل الأول:
أساسيات حول بورصة الأوراق المالية

تمهيد الفصل الأول:

تؤدي بورصات الأوراق المالية دورا بالغ الأهمية في تنمية اقتصاديات الدول لاسيما النامية منها، وذلك لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد. ولتحقيق ذلك لا بد من توفر هذه الأسواق على الشرط الأساسي المتمثل في الكفاءة، وإلا صارت هذه الأسواق بمثابة مصدر للأزمات المالية والاقتصادية التي تؤدي إلى عدم الاستقرار الاقتصادي وتوزيع غير عادل للدخل بين أفراد المجتمع خاصة في ظل العولمة المالية.

وما تجدر الإشارة إليه هو أن العملية الاستثمارية في بورصات الأوراق المالية يتخذ فيها القرار على أساس المعلومات المتوفرة عن الورقة المالية المتداولة في البورصة، وبالتالي تقدم صورة عن الوضع المالي. ونظرا لزيادة أهمية البيانات المالية وكثرة الأوراق المالية المتداولة في البورصة، استدعت الحاجة إلى استعمال أداة لقياس وضبط حركة الأسهم، وبالتالي تسهيل عملية الحصول على المعلومات والممثلة في المؤشرات المالية التي تعبر عن اتجاهات أسعار الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية.

وبغية التفصيل تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث:

- تشخيص طبيعة بورصة الأوراق المالية وأهميتها الاقتصادية في المبحث الأول، حيث سنحاول فيه إعطاء مفهوم شامل لها من خلال تحديد بنيتها ومميزاتها عن باقي الأسواق، مع التطرق إلى أهميتها الاقتصادية وعوامل نجاحها، وأهم الأدوات المتداولة فيها.
- أما في المبحث الثاني، يتناول التنظيم الداخلي لبورصة الأوراق المالية وأهم المتعاملين فيها، مع تسليط الضوء على نظامها التشغيلي وإجراءات تداول الأوراق المالية فيها، وشروط عملها ومسار التعامل فيها، مع إبراز أهم التعاملات التي تتم فيها وفقا لأوامر البيع والشراء.
- وفي المبحث الثالث، تم تحديد المواصفات اللازمة لكفاءة بورصة الأوراق المالية مع عدم إغفال المفاهيم الرئيسية المتعلقة بها، باعتبارها مطلبا رئيسيا لنجاح أي بورصة، ويتم تبين ذلك من خلال عرض أهدافها ومزاياها، وكيفية تحققها وأساليب قياسها.
- أما المبحث الأخير، فهو يتناول ماهية المؤشرات باعتبارها مقياسا لأداء أي بورصة، والممثلة أساسا في أهم المفاهيم المتعلقة بالمؤشر وأنواعها، أهميتها وعلاقتها بالحالة الاقتصادية للبلد، أهدافها واستخداماتها، وأساليب قياسها، وأمثلة تطبيقية حول حساب أهم المؤشرات المستعملة في البورصات العالمية ومناهج تحليلها.

المبحث الأول: ماهية بورصة الأوراق المالية وأهميتها

ترتبط بورصة الأوراق المالية بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، ويتم ذلك من خلال حشد المدخرات وتوظيفها توظيفاً أمثلاً في تمويل مختلف المشاريع الاستثمارية والإنتاجية، مما يعود بالنفع على اقتصاد البلد المعني.

و لإظهار هذه الغاية المرجوة منها، يتم تحليل أهم المفاهيم المتعلقة ببورصة الأوراق المالية ومميزاتها عن باقي الأسواق، مع إظهار جوانب أهمية بورصة الأوراق المالية وعوامل نجاحها للتأكيد على بعدها الاقتصادي.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول بورصة الأوراق المالية

لبورصة الأوراق المالية أهمية متنامية في ظل تراكم العديد من العوامل والأحداث الاقتصادية، فهي تؤدي دوراً رئيسياً في حشد مدخرات الأفراد وتوظيفها في تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية والاجتماعية، وهذا ما يؤدي بدوره إلى المساهمة في إحداث تنمية اقتصادية شاملة في البلد.

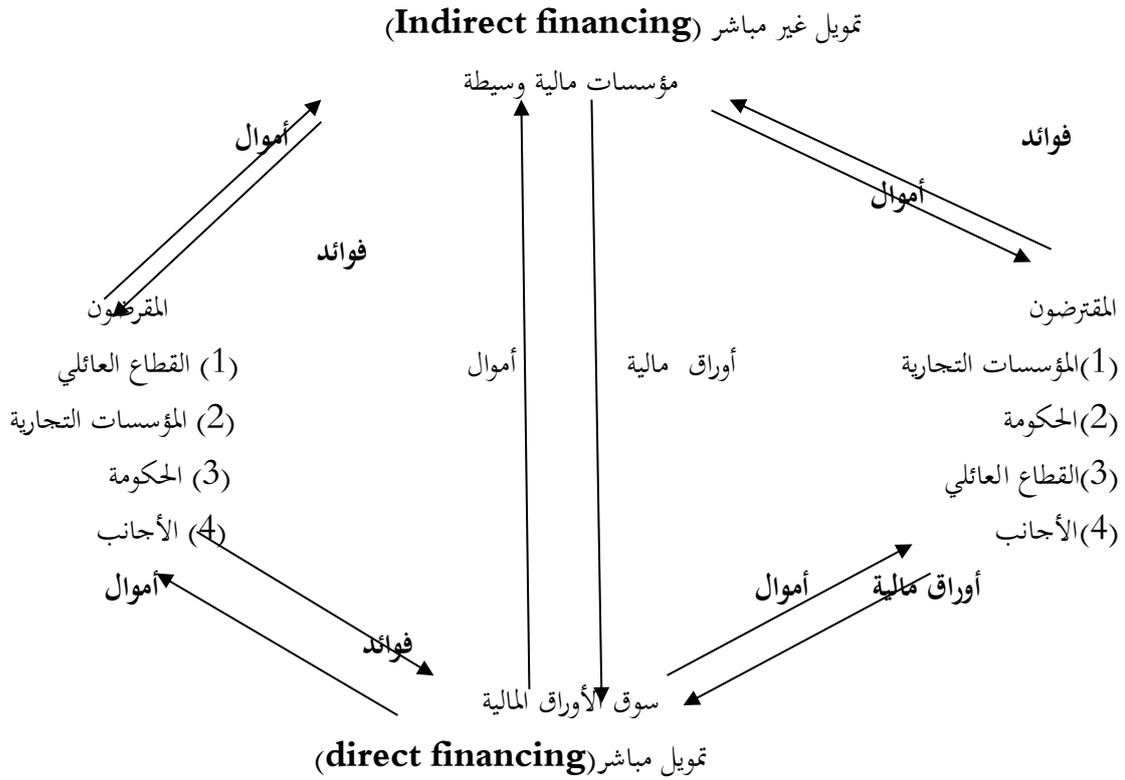
1- مفهوم بورصة الأوراق المالية:

بورصة الأوراق المالية هي "أحد أهم أجهزة السوق المالية، فيها يتم التقاء العرض بالطلب من خلال وسيلة من وسائل الاتصال المألوفة وإجراء التعامل بالأوراق المالية في إطار توفر شروط محددة ووفقاً لقواعد ونظم معينة."¹ وتعرف على أنها "آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعاً وشراءً، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي، ويعكس وجود أسواق الأوراق المالية فوائد عدة، تعود على كل من مصدري الأوراق المالية، ومشتري الأوراق المالية."² ويبين الشكل رقم "1" هذا الآلية كما يلي:

¹ صلاح الدين شريط، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والتوزيع، مصر، 2018، ص: 29.

² عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2005، ص: 6.

الشكل رقم "01": آلية تداول الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية



المصدر: عبد النافع الزرري، فرح غازي، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، فلسطين، رام الله، 2001، ص:20.

وفقا للشكل أعلاه، تتمثل طريقة التمويل غير المباشر في قيام المؤسسات المالية الوسيطة بالحصول على الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض مقابل إصدار أصول مالية على نفسها وبيعها لهذه الوحدات ذات الفائض. ثم تقوم هذه المؤسسات بدورها بإقراض هذه الموارد المالية إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي، التي تصدر بدورها أصولا مالية مباشرة تبيعها للمؤسسات المالية الوسيطة

ويبين الشكل أعلاه كيفية تدفق الموارد المالية من خلال بورصة الأوراق المالية عن طريق التمويل المباشر. وتتمثل طريقة التمويل المباشر في قيام الوحدات ذات العجز بإصدار حقوق مالية على نفسها في شكل أسهم أو سندات وقيم هجينة (الأصول المالية)، وبيعها إلى الوحدات ذات الفائض (المدخرين)، وتكون الأصول المالية في هذه الحالة أصولا مباشرة أو أولية.¹

ومن خلال ما سبق، يمكن القول بأن بورصة الأوراق المالية هي ذلك الإطار التنظيمي الذي يضمن تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها بطرق متنوعة وفقا لقواعد تحكم وتنظم عملية التبادل وسلوك المتعاملين فيها من مصدرين ومشتريين ووسطاء. وينبغي أن يكون هذا الإطار مدارا بشكل جيد وكفؤ، ومجهز بشبكة اتصالات

¹ محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003، ص:9.

متطورة لضمان اتساع قاعدة الخيارات أمام المستثمرين وبالتالي زيادة حركة الأموال من خلال استقطاب أكبر عدد ممكن من الصفقات والعمليات المتعلقة بالجانب التمويلي والاستثماري للمؤسسات.

(2)- تصنيفات بورصة الأوراق المالية:

تصنف بورصة الأوراق المالية إلى عدة تصنيفات مختلفة، إلا أن تعدد هذه التصنيفات يجعلها متداخلة فيما بينها، وعليه يمكن تقسيم بورصة الأوراق المالية إلى أسواق حاضرة وأسواق مستقبلية.

(1-2)- السوق الحاضرة الفورية: هي الأسواق التي تتعامل في الأوراق المالية طويلة ومتوسطة الأجل كالأسهم والسندات، ويتم من خلالها انتقال ملكية الورقة المالية عند إتمام الصفقة ودفع قيمة العقد، أي يتم تنفيذ الصفقات بصورة آنية مباشرة بعد عقد هذه الصفقات. ويمكن تقسيم هذه السوق إلى نوعين وهما:

(أ)- السوق الأولية: السوق الأولية هي السوق التي تصدر وتباع فيه الورقة المالية لأول مرة سواء عند إصدار الشركة أسهم رأس المال عند التأسيس وبيعها للمؤسسين أو لغيرهم من المستثمرين، أو عند إصدار وبيع أسهم جديدة في فترة لاحقة على تأسيس الشركة بغرض زيادة رأس المال، كما يمكن للشركة أيضا أن تصدر وتبيع سندات للمستثمرين ويسمى السعر الذي تباع به الورقة المالية في السوق الأولية بسعر الإصدار.¹

(ب)- السوق الثانوية: وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها والاكتمال فيها من قبل حاملها وبين مستثمر آخر يرغب بالبيع والشراء، ويترتب على ذلك نقل ملكية الأوراق المالية من البائع للمشتري طبقا لسعر السوق السائد للورقة المالية سواء تمت هذه المعاملات من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة، وبالتالي فسوق الثانوية لا توفر أي تمويل فعلي للمؤسسات أو الشركات، ولذلك أطلق عليها صفقات "اليد الثانية".² وتقسم السوق الثانوية وفقا لمعيار الالتزام بالإجراءات القانونية للتداول إلى نوعين رئيسيين وهما:

- السوق المنتظمة (بورصة الأوراق المالية): وهي السوق التي تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون للبيع والشراء، ويحكم التعامل فيها قوانين وإجراءات رسمية، ويشرف على عملها هيئات متخصصة، وتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والمستوفية لمطلباتها، وتتحدد أسعارها من خلال العرض والطلب.

- السوق غير المنتظمة: ويطلق عليها السوق الموازي، وليس لها نظمها الرسمية كالسوق المنتظمة، ويقوم بإدارتها شبكة من الوسطاء منتشرين في أنحاء مختلفة في العالم، ويتبادلون فيما بينهم المعلومات عن الأوراق المالية موضوع التبادل من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في الأنترنت والفاكس وخطوط الهاتف وغيرها من وسائل الاتصالات السريعة، حيث أنه لا يوجد مكان محدد للتعامل، ويتم تحديد أسعار التعامل فيها بالتفاوض بين

¹ نسرین عبد الحمید نیب، البورصة (ماهيتها، تاريخها، مستقبلها، ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية)، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2012، ص: 71.

² عبد القادر أحمد محمد الصباغ، قيد الأوراق المالية في البورصة (دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي)، المركز العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2018، ص: 82.

الوسطاء وفقا لظروف العرض والطلب. ويتم فيها تداول الأوراق المالية غير مسجلة في السوق المنتظمة وبالأخص السندات، غير أن هذا لا يمنع السوق غير المنتظمة من التعامل في الأوراق المالية المسجلة.¹

2-2) - الأسواق الآجلة: تسمى أيضا بأسواق المشتقات المالية لكونها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (أسهم، سندات، عملات)، وتتعامل هذه الأسواق بنفس الأدوات التي تتداول في الأسواق الحاضرة ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.²

"وقد ساهمت عملية العولمة للأسواق في زيادة حركة الأموال وعدم التقييد بالأسواق المحلية، كما أنها وسعت من قاعدة الخيارات أمام المستثمرين وعدم حصرها في ظل حدود الأسواق المالية، لأن أهم ما يميز الأسواق المالية في الأسواق الدولية هو أن عملية إصدارها تكون متزامنة في عرضها لعموم المستثمرين وفي مختلف البلدان، وعادة ما تكون عملية العرض خارج السلطات القانونية للدولة الواحدة، وعليه فإن الأسواق الدولية غالبا ما يطلق عليها تسمية الأفسور "Offshore".³

3- أهمية بورصة الأوراق المالية وعوامل نجاحها:

نشأت الحاجة إلى بورصة الأوراق المالية نتيجة لعدم التوازن بين المدخرات والاستثمارات على مستوى القطاعات النوعية للاقتصاد، سواء على مستوى القطاع العام أو القطاع الحكومي أو قطاع الأعمال. حيث يتطلب ذلك تحويل الأموال الفائضة إلى القطاعات التي تواجه عجزا في الأموال اللازمة لتمويل الإنفاق الاستثماري.

3-1) - أهمية بورصة الأوراق المالية:

تحتل فبورصات الأوراق المالية أهمية كبيرة في تنشيط القطاعات الاقتصادية الإنتاجية منها والخدمية بسبب ما توفره من تمويل لتلك القطاعات، وتتضح هذه الآلية في النقاط الآتية:⁴

أ) - تضمن بورصة الأوراق المالية للأفراد توظيف مدخراتهم مهما بلغ حجمها وفقا لأساليب منظمة مع تحقيق عائد يفوق في المتوسط ما قد يحصلون عليه من الصور الأخرى للاستثمار كالودائع والعقارات، وبالإضافة إلى ذلك هي أداة لإشباع رغبات المستثمرين الصغار الذين لا يقدرّون على إنشاء مشروعات بمفردهم لصغر ما يملكونه من أموال، كما تتيح لكبار المستثمرين فرص استثمارية ممثلة في شراء وبيع أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية المطروحة للتداول. ليس هذا فقط بل تمكنهم من الحصول على السيولة في الوقت المناسب مع ضمان استرداد أموالهم بأقل خسارة ممكنة وفي أسرع وقت. وكنتييجة لذلك، تتمثل أهمية بورصة الأوراق المالية

¹ عبد الكريم قندوز، الخيارات، المستقبلات والمشتقات المالية الأخرى، إصدارات أي كتب، لندن، 2017، ص ص (32-33).

² عبد النافع الزري، غازي فرح، مرجع سبق ذكره، ص ص: (49-50).

³ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية (إطار في تنظيم وتقييم الأدوات)، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، 2001، ص: 30.

⁴ حسين عبد المطلب الأسرح، آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة، سلسلة كتاب الأهرام الاقتصادي، مطابع الأهرام المصرية، العدد 209، 2005، ص ص. (26-28).

بالنسبة للأفراد في مقدرتها على توفير قنوات ومدخل سليمة لاستثمار مدخراتهم، كما أنها تحقق لهم جملة من المنافع الاقتصادية أهمها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والحصول على العائد الاستثماري المناسب.

(ب)- تظهر أهمية بورصة الأوراق المالية بالنسبة للشركات في كونها تؤدي دورين مميزين، أحدهما مباشر والآخر غير مباشر، ويعزى الدور المباشر إلى حقيقة مفادها أن شراء المستثمرين لأسهم شركة ما يعني الحصول على عوائد مستقبلية، وبناء عليه فإن الشركة التي تتاح لها فرصا استثمارية واعدة يعلم بها المتعاملون في السوق هي التي تتاح لها فرصا ملائمة لإصدار المزيد من الأسهم، وهذا ما يؤدي بدوره إلى انخفاض تكلفة الاستثمار. أما الدور غير المباشر، فينجم عن إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم شركة ما يعد بمثابة أمان للمتعاملين مع هذه الذين لن يترددوا في تزويد هذه الشركة بما تحتاجه من أموال وبسعر فائدة معقول وبشروط ميسرة.

(ج)- تكتسب بورصة الأوراق المالية أهمية بالغة على مستوى الاقتصاد الوطني، حيث إنها تساعد في الإسراع بتنميته ورفع مستوى الناتج المحلي فيه، وذلك لأنها تسمح بتحريك الأموال من الأشخاص الذين يملكونها وليس لديهم فرص استثمارية إلى أولئك الأشخاص الذين يملكون هذه الفرص، ومن خلال هذه الوظيفة تساهم بورصة الأوراق المالية في زيادة الإنتاج، وتمويل المشاريع الاقتصادية وتوفير فرص عمل وبالتالي رفع المستوى المعيشي للأفراد.

3-2- عوامل نجاح بورصة الأوراق المالية

لا يمكن إنشاء بورصة الأوراق المالية إلا بتواجد أرضية اقتصادية وقانونية وضريبية لكي يبنى عليها قانون السوق المالية، وبعض هذه الأساسيات هي:¹

- إصلاح النظام الضريبي وتطويره ليلتزم مستلزمات الحر للشركات المساهمة للأفراد والمؤسسات الخاصة.
- زيادة الشفافية على مستوى الشركات ذات الأسهم من حيث المحاسبة المالية، علاقة أعضاء مجلس الإدارة بالشركة ومنع المنفعة الشخصية للجهاز الإداري إلا بعلم مسبق وموافقة مجلس الإدارة.
- من أهم أساسيات بورصة الأوراق المالية أن يكون القطاع الخاص ومن ضمنه الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية هو الفاعل الأول في تحقيق التنمية الاقتصادية لأي دولة، ولا يكون الشريك الأضعف وتحت رحمة شركات القطاع العام المنافسة.
- تختلف إدارة الشركات ذات الأسهم العامة المدرجة وهي بطبيعتها ذات حجم مالي كبير عن إدارة الشركات الخاصة أو العائلية، فمن أهم مستلزمات الشركات العامة إيجاد الإدارة القادرة على حماية أموال المساهمين.
- لكي يستطيع بورصة الأوراق المالية القيام بدور الوسيط لجذب الأموال الاستثمارية من خارج الدولة، يجب أن تكون العملة المحلية قابلة للتحويل الفوري للعملة الدولية وبالعكس وبدون أي قيد أو روتين، إن إحدى أهم

¹ جيلالي بورزامة، عولمة أسواق رأس المال العربية في ظل الأزمات المالية العالمية (دراسة حالة أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات المغربية، الجزائر، تونس، المغرب)، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012، ص ص: (14-15).

متطلبات المؤسسات التي تعنى بالاستثمار في الأسواق الناشئة هي تحرير العملة المحلية عن أي قيد على تحويلها إلى الخارج بسعر السوق أو بالسعر الذي تقرره الدولة وعلى أن يكون هناك ثبات نسبي في سعر الصرف في المدى المنظور.

- إيجاد قانون يحدد الضرائب على المساهمين في الشركات من حيث الضريبة المقتطعة على الأرباح الموزعة والضريبة على أرباح المتاجرة بالأسهم أي الضريبة على الأرباح الرأسمالية، ويفضل للمساعدة في جلب الأموال من خارج الدولة أن لا يكون هناك ضريبة على الأرباح المحققة من العمليات الاستثمارية في الأسهم المدرجة في بورصة الأوراق المالية "أي الأرباح الرأسمالية".

- إن إدارات بورصات الأوراق المالية وكفاءات كوادرها وطاقاتها التكنولوجية، كلها تنعكس على أداء هذه الأسواق، وبالتالي إذا أراد بلد تطوير أسواقه المالية يجب أن يهتم في المقام الأول بإدارة هذه الأسواق لأن الإدارة المتطورة هي التي تتولى وضع الخطط الخاصة بتعبئة الاستثمارات وإبعادها عن المخاطر المختلفة، وتكفل النمو المتوازن للقيم السوقية للأصول المتداولة، وتقلل من حركة المضاربة لصالح النشاطات الاعتيادية، وتجذب الكوادر المتخصصة وترسخ القواعد العلمية، هذا فضلا عن قدرتها في تعميق وتوسيع علاقاتها مع الأجهزة والمراكز والشبكات المالية في العالم.

المطلب الثاني: الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية

يمكن تقسيم الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية إلى ثلاث أنواع وهي:

1- أدوات الملكية (الأسهم):

تعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة، إذ تطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنها مع الإصدار. تكون الأسهم الصادرة عن شركة المساهمة العامة متساوية القيمة، وهي من صكوك الملكية التي يعتبر مالكوها مالكيين ومساهمين للشركة المصدرة لها.¹

1-1- تعريف الأسهم وخصائصها:

تناول الاقتصاديون تعريف الأسهم، وورد في ذلك تعريفات متعددة فيطلق الاقتصاديون السهم تارة على الصك، وتارة على الحصة أو النصيب، والمضمون واحد. فبالاعتبار الأول السهم هو صك يمثل جزءا من رأس مال الشركة، يزيد وينقص سعره تبعاً لرواجه. وبالاعتبار الثاني السهم هو حصة أو نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال، أو الجزء الذي ينقسم على قيمته مجموع رأس مال الشركة المثبت في صك له قيمة اسمية، حيث تمثل الأسهم في مجموعها رأس مال الشركة وتكون متساوية القيمة.²

وتتميز الأسهم بصفة عامة بمجموعة من الخصائص منها:

¹ زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، الطبعة 12، 2007، ص: 09.

² عبد الله بن سليمان الجريش، تداول الأسهم في السوق المالية، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، السعودية، 2018، ص: 45.

- تساوي قيمة الأسهم: والتي تعني عدم جواز إصدارها بقيمة اسمية مختلفة، والحكمة من وجوب تساوي قيمة الأسهم هي تيسير عملية توزيع الأرباح على المساهمين وتنظيم سعر الأسهم في البورصة. و تقتضي هذه الخاصية المساواة في الحقوق التي يمنحها السهم والواجبات التي يفرضها على المساهم، وهذه القاعدة لا تعتبر من النظام العام، فيجوز مخالفتها بإصدار أسهم تمنح أصحابها مزايا خاصة والتي تعرف بالأسهم الممتازة. إذن تقتضي القاعدة أن تتساوى جميع الأسهم التي تنتمي إلى طائفة واحدة في الحقوق التي تمنحها لأصحابها وفي الواجبات التي تفرضها عليهم.¹

- تحديد المسؤولية بقيمة السهم: لا يسأل المساهم عن ديون الشركة إلا في حدود ما يملكه من أسهم، فلا يجوز الرجوع عليه بأي مبلغ آخر مهما بلغت ديون الشركة أو خسارتها، وتحديد مسؤولية المساهم على النحو تعتبر من النظام العام والتي لا يجوز الاتفاق على مخالفتها. إلا أن هذه القاعدة يرد فيها استثناء يسأل فيه المساهم خارج حدود حصته، لا بصفته شريكاً، بل لارتكابه خطأ يوجب مسؤوليته اتجاه الشركة أو اتجاه الغير، وذلك كتعسف صاحب أغلبية الأسهم في التحكم في قرارات الجمعية العامة أو تلاعبه بأسعار الأسهم.²

1-2- اشتقاق الأسهم:

يقصد باشتقاق الأسهم تجزئة كل سهم إلى عدد من الأسهم، حيث يستبدل كل مساهم السهم الذي يملكه بعدد معين من الأسهم. وفي هذه الحالة لن يتغير رأسمال الشركة كما لن يتغير نصيب المساهم في الشركة. ويترتب على اشتقاق الأسهم مايلي:

- زيادة عدد الأسهم المتداولة.

- تخفيض القيمة الاسمية للسهم.

- انخفاض ربحية السهم الواحد.

وعادة ما تتم عملية اشتقاق الأسهم بهدف توسيع دائرة التعامل في أسهم الشركة وزيادة الطلب على أسهمها من خلال إحداث تخفيض في القيمة السوقية للسهم. ولذا فإنه قد يكون من المناسب للشركات التي ترتفع قيمة أسهمها إلى الدرجة التي يخشى معها انخفاض الإقبال على شرائها أن تقوم بتجزئة أسهمها. ومن وجهة نظر المساهم، فإن تجزئة السهم تمكنه من التخلص من أسهمه بسهولة.³

وعلى ذلك يتمتع السهم الذي يتوقع اشتقاقه بخاصيتين، وهما:

- سهولة وسرعة التخلص من السهم بالبيع، باعتبار أنه كلما قلت قيمة السهم كلما ساهم ذلك في التخلص منه بسرعة وسهولة.

¹ خالد عبد العزيز بغدادى، تداول الأسهم والقيود الواردة عليها، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، السعودية، 2012، ص.37.

² نفس المرجع السابق، ص.40.

³ عصام عبد الهادي أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2006، متاح

في الموقع الإلكتروني: <https://books.google.dz/books>، ص.48.

- زيادة القيمة السوقية خلال فترة ما بعد الاشتقاق.

- تحقق التوزيعات في شكل أسهم نفس نتيجة اشتقاق الأسهم.¹

1-3- أنواع الأسهم:

يمكن التمييز بين نوعين من الأسهم، وهي الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

أ- **الأسهم العادية:** تمثل الأسهم العادية حصة الشريك في شركة مساهمة أي هي صكوك ملكية، ولها ثلاث قيم، قيمة اسمية والتي تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم ويكون منصوص عليها في عقد التأسيس، وهناك قيمة دفترية وهي تعادل قيمة حقوق الملكية (الاحتياطيات، أرباح محتجزة، أسهم عادية) مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدر، أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها السهم في بورصة الأوراق المالية، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية وتعتبر تقييماً حقيقياً للسهم العادي.²

ويتمتع حامل السهم العادي بالحق في نقل ملكية السهم العادي بالبيع أو التنازل، والمشاركة في الحصول على نصيبه من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها، والتي قد تكون في صورة نقدية أو على شكل أسهم (أي إصدار أسهم مقابل توزيعات). ومن شأن هذا الإجراء أن يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال، دون أن تتأثر القوة الإيرادية للشركة في المدى القصير فإن القيمة السوقية لمجموع الأسهم العادية تظل على ما كانت عليه قبل إجراء التوزيعات، مما يعني انخفاض القيمة السوقية للسهم الواحد. وهذا ما يؤكد أن الشركات تلجأ إلى هذا الإجراء للحد من ارتفاع القيمة السوقية للسهم وتفادي تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شرائه. ومن بين الحقوق الأخرى المقررة لحامل السهم، هو حقه في التصويت في الجمعية العمومية. وترتبط قدرة المستثمر على التأثير في قرارات الشركة بعدد الأسهم التي يمتلكها، والتي تعطيه هذا الحق³ وبالتالي الاطلاع على المركز المالي للشركة وكافة السياسات المتعلقة بوضعيتها وتسيير شؤونها.

وتصنف الأسهم العادية في الأسواق العالمية في ضوء طبيعتها إلى ما يلي:

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** هي أسهم تصدرها الشركات، حيث ترتبط توزيعات هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معين بالشركة.⁴

- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** حسب التشريع الضريبي الأمريكي الصادر في الثمانينات فإنه يسمح للمؤسسات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها، في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة؛ ليس هذا فقط بل نص

¹ نفس المرجع السابق، ص. 49.

² محمد صادق أسماعيل، البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية، العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2016، ص. 16.

³ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 1999، ص. 18.

⁴ أمينة دربال، محاولة التنوؤ بمؤشرات الأسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية-دراسة حالة مؤشر سوق دبي المالي، أطروحة

دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2014، ص. 21.

هذا القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.¹

- **الأسهم العادية المضمونة:** هي نوع من الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب إصدار السهم، وإذا لم يصل انخفاض قيمة السهم إلى الحد المنصوص عليه أو تجاوز الانخفاض هذا الحد ولكن بعد انتهاء الفترة المحددة فلا يمكن للمستثمر الحق في مطالبة الشركة بأي تعويض.²

- **أسهم رأس المال:** وهي التي يقدمها المساهم للشركة، ولا تعود إليه إلا بعد فسخ عقد الشركة أو انقضائها بأي سبب من أسباب الانقضاء.

- **أسهم التمتع:** وهي التي يحصل عليها المساهم بعد أن يستهلك سهمه، وهي تمنح صاحبها صفة الشريك والحقوق المتصلة بهذه الصفة، فيعطي سهم التمتع لحامله حق التصويت في الجمعيات العامة، وحقا في الأرباح السنوية وموجودات الشركة بعد تصفيتها. وأما أوجه الاختلاف فهي أن نظام الشركة ينص في العادة على إعطاء حاملي أسهم رأس المال نسبة معينة من الأرباح، وهو ما يسمى بالربح الثابت، ثم يوزع فائض الربح بالتساوي بين أسهم رأس المال وأسهم التمتع. كما أن أصحاب أسهم التمتع لا يشتركون في قسمة موجودات الشركة عند حلها، إلا بعد أن يستوفي أصحاب أسهم رأس المال قيمة أسهمهم، لأن قيمة أسهم التمتع قد دفعت من قبل.³

(ب) - **الأسهم الممتازة:** يمكن تعريف الأسهم الممتازة على أنها "أوراق قانونية، يقر كل منها بملكية حاملها لجزء من رأس مال الشركة وتعادل القيمة المدونة عليها، وتعطي هذه الأوراق القانونية (الصكوك) لحاملها الحق في الحصول على قدر معين من الربح إذا ما تحققت أرباح تسمح بتوزيع النسبة المحددة للسهم".⁴

ويطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة حيث أنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه السندات من حيث أنها تأتي في المرتبة الثانية بعد السندات وقبل الأسهم العادية عند الحصول على العائد الدوري واستيفاء حقوق ملاكها عند تصفية الشركة.⁵

ولحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية. كما أن له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم. وإذا لم تتحقق أرباح في سنة مالية أو تحققت أرباحاً ولكن قررت الإدارة عدم توزيعها، حينئذ لا يحق للشركة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم في السنوات السابقة. ومع هذا فقد تنص بعض

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2006، ص: 12.

² أمينة دربال، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

³ محمد صالح بن ألفا عمر جالو، الأسهم وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 2015، ص ص. (111-112).

⁴ محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار الحامد، عمان، 2008، ص: 263.

⁵ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص ص: (17-18).

عقود التأسيس على غير ذلك، أي تنص على أن الحق في التوزيعات يكون فقط عن السنوات التي تحققت فيها أرباح.¹

هناك عدد من المزايا تعود على الشركة من استعمال الأسهم كمصدر للتمويل، فالسهم الممتاز يعتبر مصدر دائم للتمويل لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ معين، كما أن عدم توزيع أرباح مقررة على حملة الأسهم الممتازة لا يسبب إفلاس للشركة، إضافة لذلك فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، ويترتب على ذلك زيادة المقدرة الاقتراضية للشركة.² وهناك تقسيمات عديدة للأسهم الممتازة تتنوع حسب المزايا التي يمكن أن تتوفر فيها دون غيرها من الأسهم وهي:

- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** تعتبر قابلية الأسهم الممتازة للتحويل إلى أسهم عادية ميزة كبيرة، حيث يعطي حامل هذا النوع الأفضلية في الحصول على نصيبه من الأرباح، وذلك قبل المساهم العادي خلال فترة ارتفاع السعر السوقي للسهم.

- **الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح:** هي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها حق الحصول على نصيب من الأرباح عن سنوات سابقة، وذلك قبل توزيعات الأرباح على الأسهم العادية.³

- **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:** يقصد بهذه الفئة من الأسهم الممتازة تلك التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بإعطائه أيضا الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة، إما بالكامل أو جزئيا، وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولي.

- **الأسهم القابلة للاستدعاء:** حيث أن قابلية السهم الممتاز إلى الاستدعاء تعطي للشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، وهذا ما يعطي للشركة المصدرة ميزة وذلك أن يكون لها الحق في إطفاء هذا السهم.

(2) - أدوات الدين (السندات):

تمثل أدوات الدين اتفاقا تعاقديا بين المقرض والمقترض يترتب بموجبه للمقرض مدفوعات ثابتة فضلا عن سداد قيمة أصل الدين. وترتب أدوات الدين فوائدها بأحد الأسلوبين: إما سدادها دوريا أو من خلال بيع الأوراق المالية المصدرة بسعر خصم يقل عن القيمة الإسمية في تاريخ الاستحقاق.⁴

وسنورد النوع والأداة الوحيدة المستخدمة في بورصة الأوراق المالية كأداة من أدوات الدين:

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص: 27.

² عبد النافع الزرري، فرح غازي، مرجع سبق ذكره، ص: 159.

³ نفس المرجع السابق، ص: 159.

⁴ عاطف ولیم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 19.

2-1- تعريف السند ومزاياه:

السند هو عبارة عن عقد (أداة دين) تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقا لهذا العقد يقبل المقترض (المصدر للسند) أن يدفع قيمة السند مع الفائدة عند تاريخ استحقاق السند على الشركة المصدرة.¹ وعليه فالسند هو عقد بين الشركة المصدرة للسند والمستثمر، وبمقتضى هذا العقد يقرض الطرف الأول مبلغا محدد للطرف الثاني الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض والفوائد المترتبة عليه، ولحملة السندات العديد من المزايا منها:²

(أ)- تمثل السندات ديونا في ذمة الجهة المصدرة لها، وحاملها يكون دائما لتلك الجهة.

(ب)- السندات قابلة للتداول كالأسهم بطريقة القيد أو التسليم.

(ج)- السندات صكوك متساوية القيمة، تصدر بقيمة اسمية ولا تقبل التجزئة، أما الجهة المصدرة لها، وحاملها حق استيفاء قيمتها الاسمية قبل أصحاب الأسهم.

(د)- للسندات أجل لاستيفاء قيمتها، وهذا الأجل قد يكون متوسطا أو طويلا.

(هـ)- يعطي السند لحامله حقين أساسيين هما: حق الحصول على فائدة ثابتة وحق استرداد قيمة سنده في أجل الاستحقاق، إضافة إلى تمتعه بحقوق الدائن تجاه مدينه وفقا للأحكام القانونية.

2-2- أساليب الإصدار: يأخذ الإصدار بالنسبة للسندات أحد الأسلوبين التاليين:³

(أ)- **الإصدار العام:** يتولى بنك الاستثمار أو مجموعة منها عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السندات التي لم يتم الاكتتاب بها.

(ب)- **الإصدار الخاص:** يلعب بنك الاستثمار دور الوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات الفائضة عن الاكتتاب، ويتم الإصدار بناء على اتفاقية تتم بين الشركة المصدرة ومجموعة مؤسسات مالية تتولى شراء السندات.

والجدير بالذكر أن تفضيل الشركات لتدبير احتياجاتها التمويلية من خلال إصدار السندات، يرجع إلى أنه في ظل زيادة معدلات التضخم فإن الحصول على قرض السندات يؤدي إلى كفاءة استخدام هذه القروض، حيث أن تحليل التكلفة والعائد في هذه الحالة يكون في صالح العائد على الملكية، خاصة وأن سداد هذه القروض بعد فترة طويلة سوف يصاحبه انخفاض في القوة الشرائية، وبالتالي تكون الشركة قد حصلت على مصادر تمويل ذات قوة شرائية عالية حال استخدامها تزيد على القوة الشرائية عند استحقاق سداد السندات.

كما أن فائدة السندات يتم استبعادها من الأرباح عند تقدير الوعاء الضريبي، وهي ميزة كبيرة ترجح استخدام خيار إصدار السندات بديلا لزيادة رأس المال، حيث أن قرض السندات يؤدي كما سبق بيانه إلى تقليل تكلفة

¹ عبد النافع الزرري، فرح غازي، مرجع سبق ذكره، ص: 160.

² شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002، ص: 129.

³ أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص ص: (107-108).

الافتراض نتيجة استبعاد فائدة السندات من الوعاء الضريبي، فضلا عن تحقيق مكاسب للأطراف ذات العلاقة بالحصول على نصيب من توزيعات الأرباح، حيث أن زيادة رأس المال تعني زيادة عدد الأسهم، وبالتالي نقص نصيب السهم من الأرباح وهو ما يمكن تلافيه إذا لجأت الشركة إلى خيار إصدار السندات بديلا عن زيادة رأس المال.

و تصدر السندات عند طرحها للاكتتاب إما دفعة واحدة أو على أقساط، كما قد تصدر السندات بعلاوة إصدار خاصة إذا كان معدل فائدة السندات أعلى من العائد السائد في السوق، وتلتزم الشركة المصدرة للسندات بسداد قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق.¹

2-3- أنواع السندات: توجد عدة أنواع من السندات منها:

أ- **السندات الحكومية:** يقصد بهذه السندات أوراق مديونية طويلة الأجل، والتي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف تخفيض التضخم.² وبعبارة أخرى، "تمثل السندات الحكومية صكوك مديونية متوسطة وطويلة الأجل، تصدرها الحكومات بهدف الحصول على موارد غير تضخمية لتغطية العجز في الموازنة أو بهدف مكافحة التضخم"³ وتمتاز السندات بمجموعة من المزايا هي:⁴

- الاستثمار بها يكون أقل مخاطرة وأكثر أمانا من الاستثمارات الأخرى.
- السندات الحكومية أكثر سيولة من السندات الأخرى.
- تصدر بشروط الإعفاء الضريبي لفواتيرها من ضريبة الدخل.

ب- **السندات الخاصة:** وهي سندات طويلة الأجل تصدرها مؤسسات الأعمال مع درجة ائتمان قوية جدا. وتعطي هذه السندات مدفوعات فائدة دورية مرتين في العام مع التزام المؤسسة التي أصدرتها برد قيمتها الاسمية في ميعاد استحقاقها. وتعد هذه السندات من أدوات الدين (الائتمان) طويلة الأجل، والتي تساعد مؤسسات الأعمال في الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها من بورصة الأوراق المالية.⁵ ويصاحب إصدار هذه السندات نوعين أساسيين من الوثائق:⁶

¹ طارق عبد العظيم أحمد، محاسبة بورصة الأوراق المالية، دار المعارف، الاسكندرية، مصر، 1999، ص ص: (40-41).

² بلال شيخي، تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية، الواقع والأفاق، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011، ص: 23.

³ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 20.

⁴ أنس البكري، وليد صافي، مرجع سبق ذكره، ص: 109.

⁵ عبد النافع الزرري، فرح غازي، مرجع سبق ذكره، ص: 146.

⁶ محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية (الأصول العلمية والتحليل الأساسي)، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص ص: (69-70)، بنظر.

- شهادة السند: وهي تمثل دليل ملكية الحقوق التي يتضمنها السند، وتحتوي على معلومات محددة مثل متى وكيف يتم سداد الفوائد وأصل القرض.
- وثيقة عقد إصدار السند: وهي وثيقة مطولة قد يصل عدد صفحاتها إلى المئات، وفيها تتحدد تفاصيل الاتفاق بين المقترض "الشركة" وبين الدائنين "المستثمرين"، والتي تتعلق أساسا بسداد القرض والوصف الكامل للأصول المرهونة لصالح الدائنين.
- ويمكن أن تأخذ السندات أشكال أخرى كما يتضح فيما يلي:
- أ- **السندات المضمونة:** وهي سندات مضمونة برهن أصل ثابت كالأراضي، العقارات، الآلات، أو رهن أوراق مالية لشركات أخرى، ولذلك ستوفى قيمتها عند التصفية من الأصل الضامن لها، فإذا لم تف هذه الأوراق بمقدار الدين الكامل، يدخل حملة هذه السندات بعد ذلك كدائنين عاديين في عمليات التصفية.¹
- ب- **السندات غير المضمونة:** الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.²
- ج- **السندات القابلة للتحويل:** وهي سندات تعطي لحاملها الحق باستبدالها أو الحصول في مقابلها على عدد من الأسهم محددة مسبقا خلال فترة زمنية معينة.³
- د- **سندات محلية:** وهي سندات تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين.
- هـ- **سندات دولية:** وهي سندات تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقترضين محليين.⁴
- و- **سندات ذات علاوة:** هي سندات تعطي الحق لمالكها في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.⁵

¹ بلال شيخي، مرجع سبق ذكره، ص: 23.

² رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص: 63.

³ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996، ص: 200.

⁴ أحمد محمد محمود نصار، الاستثمار بالمشاركة في البنوك الإسلامية، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 2010، ص: 108.

⁵ رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص: 63.

2-4)- الإتجاهات الحديثة في السندات: كغيرها من الأوراق المالية عرفت السندات جملة من التعديلات والتحديثات نتج عنها أشكال جديدة أبرزها:

- **سندات دائمة:** وهي سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد، وبالتالي لا يوجد تاريخ معين لحامله يسمح له بالحصول على قيمتها الاسمية من الجهة المصدرة لها، وإن كان يمكنه التخلص منه في أي وقت يشاء وذلك بعرضه للبيع في سوق الأوراق المالية.¹

- **سندات لا تحمل معدلا للفائدة:** هي سندات تباع بخصم على قيمتها الاسمية على أن يسترد حاملها هذه القيمة في تاريخ استحقاقها. ويمكن لحاملها بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب في التخلص منها قبل تاريخ استحقاقها، ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين سعر البيع مقدار الربح التي يحققه حامل السند.²

3)- القيم الهجينة:

تعرف القيم الهجينة أو المشتقات المالية على أنها عقود مالية تعطي أحد المتعاقدين الحق في أصل معين في تاريخ لاحق ومحدد، وهذا الأصل قد يكون أصل مالي، أو عملة من العملات، أو سلعة، أو مؤشر من المؤشرات. وتعتمد قيمة المشتقات على قيمة الأصل محل التعاقد وهي أدوات تسهل عملية نقل وتوزيع المخاطر مما يساعد على توفير عنصر السيولة في السوق الثانوي، ويوفر له خاصيتي العمق والاتساع التي تؤدي إلى تحسين كفاءته.³

وتعد القيم الهجينة (المشتقات المالية) أحد أهم ملامح التطور في أسواق المال، وقد بدأ التعامل بها مع أوائل السبعينات مع التقلبات الحادة التي شهدتها العديد من الأسواق المالية في كل من أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأصول المالية، حيث تستخدم هذه الأدوات في التحكم في الخطر المصاحب للاستثمار في محافظ الأوراق المالية، وكذلك الخطر المصاحب لإصدار الأوراق المالية.⁴

3-1)- العقود الآجلة:

العقد الآجل هو عقد يبرم بين طرفين مشتري وبيع للتعامل على أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق.⁵ وتتم تسوية العقد عند استحقاقه، لذلك إذا ارتفع سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ، فإن المشتري يحقق مكاسب، بينما يتكبد البائع خسارة لأن في هذه الحالة يباع بأقل

¹ محمد عبد الله شاهين محمد، أسواق المال بين الأرباح والخسائر، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2018، ص.46.

² نفس المرجع السابق، ص.48.

³ فاطمة سيد عبد القادر حسنين، المشتقات المالية والأزمات المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2017، ص.ص (20-21).

⁴ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

⁵ محمود سحنون، سميرة محسن مداخلة مخاطر المشتقات وقائع الملتقى العلمي الدولي حول الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009، ص: 2.

من قيمته الحالية. أما إذا كان سعر السوق أقل من سعر التنفيذ الوارد في العقد، فإن المشتري يتكبد خسارة، بينما يحقق البائع مكاسب لأن الأصل في هذه الحالة يباع بسعر أقل من قيمته الجارية.¹ وعلى غرار العقد الأجل فإن العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر محدد. ولا يختلف العقد الأجل عن العقد المستقبلي إلا في كون بنود العقد المستقبلي نمطية، فمثلا عدد الوحدات في العقد الواحد وتواريخ التسليم ومستوى جودة الأصل نمطية لكل نوع من العقود، وهو ما يجعل تداول هذه العقود في البورصة ممكنا، أما في العقد الأجل فلا توجد أي قيود، وبنود العقد تتحدد وفقا لاتفاق الطرفين.²

3-2- العقود المستقبلية:

أدى تطور التعامل بالعقود الآجلة وتوسيعها إلى إيجاد تقنيات قيام العقود المستقبلية التي أصبحت واسعة في البورصات المنظمة وغير المنظمة على حد سواء، لذلك فالصورة الأولى للعقود المستقبلية كانت العقود الآجلة، فالعقود المستقبلية هي عقود آجلة لكنها قابلة للتداول في البورصة تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد سلفا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق. تهدف العقود المستقبلية إلى التحوط ضد مخاطر التغير في معدلات العائد، ومن ثمة أسعار الأصول المالية من خلال أخذ مركز معاكس في السوق الأجل للمركز الفوري.³

وهناك تعريف آخر وهو أنها عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقا، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة مالية بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته.⁴

3-3- عقود الاختيارات:

الاختيارات هي عقود بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع أو محرر الخيار، وهذه الاختيارات قد تعطي حاملها الحق في شراء السهم ذاته بعد أو خلال فترة معينة بسعر معين، وهذا النوع يسمى "اختيار شراء"؛ كما قد يوجد "اختيار بيع" وهو الذي يعطي حامله الحق في بيع سهم معين خلال أو بعد فترة بسعر معين، وتطبق هذه الخيارات على الأوراق المالية كالأسهم والسندات.

¹ محمد محمود الداغر، محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، عمان، 2005، ص: 133.

² محمود سحنون، سميرة محسن، مرجع سبق ذكره، ص: 2.

³ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 23.

⁴ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010، ص: 253.

ومن أهم ما يميز هذه الاختيارات أنها تصدر من المستثمرين مباشرة، ولا دخل للشركة مصدرة الأسهم العادية في هذه الاختيارات، كما أن لفظ "اختيار" يأتي من جانب حامل الاختيار (مشتريه) وليس بائعه، فالبائع للاختيار ليس لديه اختيار بل هو ملتزم متى أراد حامل الاختيار تنفيذ عقد الاختيار.¹

ويمكن تقسيم الخيار وفق معيار طبيعة العقد وشروطه إلى نوعين هما:

- **خيار الشراء أو الطلب Call option**: يعطي لصاحبه الحق في الشراء، وليس الالتزام بالشراء، إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسعر محدد متفق عليه، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد، إن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقا للسعر المحدد السابق الاتفاق عليه، إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق الاتفاق عليه.²

- **خيار البيع Put option**: عرفه البعض بأنه عقد قابل للتداول يعطي لمشتريه حقا بأن يبيع لمحرر العقد (بائع حق الخيار) عددا معينا من الأوراق المالية أو السلع أو المؤشرات أو العملات الأجنبية بسعر معين متفق عليه (سعر التنفيذ) لمدة زمنية معينة بعلاوة متفق عليها. و يطلق على خيار البيع الذي يكون فيه السعر السوقي للسهم أقل من سعر التنفيذ بأنه ضمن إمكانية تحقيق الربح **In the money option**، وعندما يكون السعر السوقي للسهم مساويا أو أقل أو أكثر قليلا لسعر التنفيذ فيطلق عليه على إمكانية الربح **At the money option**، وعندما يكون السعر السوقي للسهم أكبر من سعر التنفيذ فيطلق عليه خارج إمكانية الربح **Out the money**.³

ويتم تسعير حقوق الخيار من خلال عدة نماذج أهمها نموذج بلاك-شولز والذي وضع عام 1973، أي قبل أن تصبح حقوق الخيار أداة واسعة الانتشار، وطبق هذا النموذج بنجاح على تسعير حقوق الخيارات الأوروبية. وتم تعديله لاحقا ليلئم حقوق الخيار الأمريكية وضمان ممارستها في أي وقت بعد إصدارها، وتبعاً لذلك تصنف الخيارات من حيث موعد التنفيذ إلى نوعين:

- **عقد الخيار الأمريكي**: وهو عقد يتيح للمستثمر حق شراء وبيع عدد محدود من الأوراق المالية بسعر متفق عليه مسبقا على أن يتم تنفيذه في أي وقت خلال المدة الممتدة من تاريخ إبرامه إلى تاريخ انتهاء صلاحيته.

¹ بلال شبيخي، مرجع سبق ذكره، ص:30.

² حسن عطا غنيم، المشتقات المالية، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل حول إدارة أسعار الصرف، منظمة العربية للتنمية الإدارية، شرم الشيخ، مصر، 06-10 مارس 2005، ص ص: (55-56).

³ نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، المجلد الخامس، العدد العاشر، 2012، ص ص: (130-131).

- **عقد الخيار الأوروبي:** وهو مشابه تماما لعقد الخيار الأمريكي ما عدا أن التنفيذ غير مسموح به ولا يتم إلا في تاريخ انتهاء العقد.¹

- **عقد الخيار الآسيوي:** يطلق عليه أحيانا خيار متوسط السعر، وعند ممارسة حق الاختيار لا ينظر إلى السعر أثناء مدة سريان العقد وفقا للخيار الأمريكي، ولا عند انقضاء العقد وفقا للخيار الأوروبي، وإنما ينظر لمتوسط السعر طوال مدة العقد، ويحتسب السعر على أساس المتوسط الحسابي، بينما قلة قليلة جدا تتعامل وفقا للمتوسط الهندسي.²

3-3- عقود المبادلات: هي اتفاق بين طرفين يتضمن تعهدا بتداول تدفقات مالية خلال فترة زمنية مستقبلية متفق عليها وفقا لشروط، يتم التراضي عليها بين طرفي العقد، ويوجد نوعين من عقود المبادلات وهي مبادلات العملة ومبادلات أسعار الفائدة إذ تستحوذ هذه الأخيرة حاليا على نحو 90 بالمئة من حجم عمليات المبادلة المتداولة لكونها أداة هامة للتغطية ضد مخاطر معدلات الفائدة.³

وتعرف مبادلات الفائدة بأنها عبارة عن اتفاق بين طرفين على تبادل معدلات الفائدة متغيرة بمعدلات فائدة ثابتة على مبلغ محدد بعملة معينة دون أن يقترن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ، في حين تعرف مبادلات العملات على أنها عبارة عن بيع أو شراء معينة في تاريخ استحقاق معين، ثم شراء أو بيع نفس العملة أو عملة مقاربة لها في تاريخ استحقاق آخر، وتعتمد عمليات مبادلات العملات على التوقعات المستقبلية للفروق في معدلات الفائدة وأسعار الصرف بين العملتين محل التعاقد.⁴

وتوجد أصناف أخرى من المبادلات على غرار ما يلي:

- **المبادلة الخيارية swaption :** وهي عبارة عن خيار للدخول في مبادلة معينة بتاريخ محدد في المستقبل، مثال ذلك المبادلة الخيارية للفائدة البسيطة هي أساسا لمبادلة خيار سند ذي فائدة ثابتة بسند ذي فائدة متغيرة في وقت معين.

- **مبادلة الأسهم Equity swap:** وهي عبارة عن اتفاق على مبادلة لمعدل العائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر في تاريخ لاحق.⁵

¹ حاكم الربيعي، ميثاق الفتاوي، حيدر جوان، علي أحمد فارس، المشتقات المالية (عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات)، الجزء الثالث، دار اليازودي، عمان، الأردن، 2018، ص.20.

² سمير عبد الحميد رضوان سمير، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2004، ص.189.

³ أمينة دربال، مرجع سبق ذكره، ص:28.

⁴ أنظر: سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية (دراسة حالة بعض الدول العربية)، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، ص ص: (51-52).

⁵ نفس المرجع السابق، ص: 52.

- مبادلات العملات: وهي عبارة عن عقد بين طرفين لبيع عملة بعملة أخرى بيعاً حالاً، ثم إعادة شرائها بالعملة الأخرى، بشرط تأجيل تسليم العملاتين إلى وقت لاحق بسعر صرف متفق عليه وقت العقد، مماثل لسعر العقد أو مختلف عنه. ويقصد بسعر الصرف المختلف عن سعر العقد هو سعر الفائدة، الذي يترتب عادة على القروض المالية التي تأخذها المنشآت لتمويل مشاريعها، وقد يكون سعر الفائدة ثابتاً أو متغيراً "معوماً".¹

3-4- الأوراق المالية القابلة للتحقيق:

يقصد بها السندات والأسهم التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية، إذا ما رغب حاملها في ذلك، وعادة ما تكون تلك الأوراق قابلة للاستدعاء، وذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية، ويلجأ إلى ذلك عندما تكون قيمة التحويل أعلى من سعر الاستدعاء، ويقصد بقيمة التحويل القيمة السوقية للسهم مضروبة في معدل التحويل، أي مضروبة في عدد الأسهم العادية مقابل سند أو سهم ممتاز قابل للتحويل، وتختلف قيمة التحويل عن سعر التحويل إذ يتمثل سعر التحويل في القيمة الاسمية للسند أو السهم الممتاز القابل للتحويل مقسوماً على معدل التحويل.²

وما هذه إلا مظاهر إبداعية شهدتها الأسواق المالية بصفة عامة لمنتجاتها، إذ كانت ولا زالت، لحدة المنافسة بين المؤسسات المالية الدور الرئيسي لنتاج هذا الإبداع المالي وتطوير آلية السوق، واستراتيجيات الاستثمار بالأدوات المالية. كما أن الإبداع المالي ساهم بفاعلية في نقل الثروات المالية من السوق المحلي إلى الأسواق الدولية، ومما ساعد على ذلك هو تخفيض القيود على حركة رأس المال بجانب التطورات الحاصلة في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات.³

¹ خالد بن عبد الرحمن بن ناصر المهنا، المشتقات المالية (دراسة فقهية)، كرسي سابق، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، السعودية، 2013، ص: 152.

² عبد الرحمن مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سورية، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، ص: 43.

³ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 24، بتصرف.

المبحث الثاني: عمليات التداول في بورصة الأوراق المالية

تعتبر بورصة الأوراق المالية ذلك الجزء من السوق المالي الذي يختص بتداول الأدوات المالية الطويلة الأجل، فهي تشرف ككيان على عمليات تداول هذه القيم المنقولة والرقابة عليها. ولا يتم ذلك إلا من خلال توفر تنظيم خاص بها يعمل وفقاً لنظام محدد بأطر قانونية وتشريعية وتنظيمية، ويضمن في المقابل مدى تقييد الأفراد والمؤسسات المتعاملة فيها بهذه الأطر.

المطلب الأول: الهيئات التي تتولى عمليات التعامل في بورصة الأوراق المالية

يختلف التنظيم للبورصات من دولة إلى أخرى حسب النظام الاقتصادي والسياسة المتبعة لهذه الدول، وسنحاول عرض بعض المبادئ والنظم المتواجدة بشكل أساسي لدى معظم البورصات العالمية من خلال النموذج التالي:

1- لجنة إدارة البورصة:

تعمل لجنة إدارة البورصة على ضمان السير الحسن لعمليات التداول وحماية حقوق المستثمرين من خلال التقييد بالأطر التشريعية والتنظيمية وتطبيقها على أرض الواقع وبالتالي ضمان استقرار السوق وتوفير المناخ الاستثماري الملائم، وهذا ما يساهم بدوره في استقطاب كبريات الشركات الاستثمارية والمؤسسات الادخارية وزيادة حجم التداول في المقابل. "وغالباً ما يوجد لها رئيس ومجموعة أعضاء يتراوح عددها بحسب كبر حجم البورصة، ويتم تحديدهم بناء على قرار من وزارة المالية، وتكون مدة اللجنة أربع سنوات في معظم البورصات."¹ وهي ممثلة في الهيئات التالية:

1-1- الهيئة المشرفة على البورصة: تقوم الهيئة المشرفة على بورصة الأوراق المالية بالرقابة على تداول على أسهم الشركات الجديدة وقيدتها بالجدول المؤقت للأسعار لحماية المستثمرين فيها، ويتم قيد هذه الأسهم وتسجيلها بالجدول الرسمي للأسعار في ظل الظروف الخاصة بالقبول والإدراج به. كما تقوم الهيئة المشرفة على بورصة الأوراق المالية بوضع متطلبات للإفصاح عن تداول الأشخاص لأسهم شركاتهم، وذلك من خلال تقييد تداول الأسهم للمؤسسين قبل مرور فترة زمنية معينة. وتقوم الهيئة المشرفة بتطبيق قوانين ولوائح التعامل بالسوق، والتي تضمن تجنب التقلبات الكبيرة وغير المعقولة في سعر السهم من صفقة إلى أخرى، ويتم ذلك من خلال صناع السوق والمتخصصين الذين توكل لهم هذه المهمة.²

1-2- هيئة مراقبة بورصة الأوراق المالية: وهي تلك الهيئة التي تشرف على تداول الأوراق المالية وتدقق منشورات وإصدارات الشركة، وتقبل أو ترفض أي مستندات تتعلق بالأسهم المسجلة وتراقب أداء بورصة الأوراق المالية والبيانات والمعلومات التي ترد إليه، وتتأكد من أن جميع عمليات البيع والشراء اليومية تتم بطريقة سلمية

¹ أنس البكري، وليد صافي، مرجع سبق ذكره، ص ص: (229-230).

² مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2009، ص 96.

ووفقاً لشروط السوق لضمان سلامة عمليات التداول، ومن مهامها حماية المستثمرين وأعضاء السوق كالمسامة والمشاركين، و تنظيم وتنمية البورصة والحفاظ على استقرارها.¹
وتتشكل لجنة هيئة مراقبة البورصة من:²

- لجنة التأديب: تختص بالفصل في المخالفات التي ترتكب أثناء العمل والنظر في الشكاوى المرفوعة لها.
- لجنة التحكيم: تختص في الفصل في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين، وكذلك المنازعات التي تقع بين هؤلاء وعملائهم.
- لجنة التسعيرة: تقوم بتحديد جدول الأسعار ونشره في وسائل الإعلام المختلفة.
- لجنة المقاصة: تختص بإجراء المقاصة بين عمليات أعضاء البورصة من بائعين ومشتريين، أو دائنين ومدنين.
- الجمعية العامة: تختص بالمصادقة على الميزانية المقدمة إليها، وإبداء الآراء في جميع المسائل التي تم الأعضاء، والتي تتعلق بالبورصة وأعضائها.

1-3- الأعضاء المشتركون والوسطاء: يندرج تحت بند الأعضاء كل من المصارف والبنوك المحلية والبنوك الأجنبية في الدولة، وشركات المساهمة العامة التي يزيد رأسمالها عن حد معين يحدد من قبل الدولة، ويختلف من دولة لأخرى. وفي المقابل، يندرج تحت بند المشتركون الأشخاص الحقيقيون والمعنويون الذين يتعاطون ويمارسون تجارة العملات والأوراق المتقدمة، وشركات المساهمة المحلية التي لا يزيد رأسمالها عن الحد المذكور سابقاً والمحدد من قبل الدولة، وبعض التجار والصناعيين من خلال تقديم طلب انضمام للبورصة، ويكون من حق لجنة البورصة قبول أو رفض هذا الطلب.

1-4- العملاء: هم أشخاص متعاملون محليون من نفس الدولة، وهم من غير الأعضاء في البورصة، وأعطى لهم حق التوسط في عمليات البيع والشراء التي تتم على الصكوك المالية. ويطلق عليهم مجتمعنا اسم وسيط، وبشرط على كل عميل التقيد بمبدأ السرية التامة، بحيث لا يجوز أن يتوج بأسماء الزبائن الذين يعمل لحسابهم إلا بإذن زبائنه.³

2- نظام تشغيل بورصة الأوراق المالية:

يشترط في السوق المنظمة أن يتم التداول للأوراق المالية المسجلة فيها، وذلك داخل صالة التعامل عن طريق الوسطاء المرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقاً لطريقة التداول المتفق عليها مع الالتزام بوحدة التعامل، ووحدة لتغير الأسعار كلما كان ذلك ضرورياً. و تحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات، كذلك تتولى الهيئة الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها وغيرها

¹ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازودي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص.153.

² شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سبق ذكره، ص.52.

³ أنس البكري، وليد صافي، مرجع سبق ذكره، ص:230.

من المعلومات. و يتضح مما سبق أن مكونات نظام التشغيل للبورصة الأوراق المالية يتكون من صالة التداول والوسطاء وطريقة التداول والهيئة المشرفة على السوق، وفيما يلي توضيح لكل عنصر من عناصر النظام:

2-1- صالة التداول: وهي المكان المخصص للتداول (ويطلق عليها قاعة التداول)، وهناك أكثر من بديل في هذا المجال، وهما نظام الصالة الواحدة للتداول ونظام التداول باستخدام الحاسبات الالكترونية والوحدات الطرفية. ويتميز نظام القاعة الواحدة بتوفير الفرصة الكافية لسلامة عملية التداول. فأسعار الأسهم الناتجة عن عمليات التداول في ظل هذا النظام تمثل أسعار التوازن، حيث يكون كامل العرض وكامل الطلب لهم في لحظة ما ممثلا في أي عملية تداول بالبورصة ويعيب هذا النظام أن المعلومات يمكن ضبطها فقط بعد انتهاء عملية التداول، وبالتالي يكون اكتشاف وقائع التعامل غير المسموح به، بعد إتمام وتنفيذ الصفقات، أما النظام الإلكتروني للتداول فيعتمد على ضبط التعامل غير المسموح به من خلال البرامج الجاهزة والتدفق المستمر للمعلومات عن كافة عمليات التداول بالبورصة، ويسهل هذا النظام عمليات المتابعة الفورية لعمليات التداول في كافة الأوراق المالية بكافة وقائعها من حيث حجم التعامل وتطور الأسعار وغيرها من المعلومات. ونظرا لارتباط كافة الوسطاء بهذا النظام فإنه يساعد على ضبط الممارسات السيئة أو غير المسموح بها وإيقاف التعامل في حالة وجود شك في ورقة معينة إلى أن يتم التأكد من سلامة الصفقة، وبالتالي يسهل اتباع هذا النظام من مهمة تطبيق قوانين ولوائح السوق.

2-2- الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة: وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويحظر على هؤلاء الوسطاء القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، وقد يكون الوسطاء منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة. ويحصل الوسيط على أوامر البيع والشراء من العملاء عن طريق التليفون أو الفاكس.¹

ويقوم الوسطاء بدور كبير في إنجاز كل من الإتفاقات التعاقدية المباشرة بين الدائنين والمدينين (بالنسبة للقروض) أو بين الشركاء (بالنسبة للمساهمة في رؤوس الأموال)، والاتفاقات التعاقدية غير المباشرة عن طريق إصدار السندات (في حالة القروض) أو طرح الأسهم للاكتتاب (في حالة المساهمة في رؤوس الأموال).

2-3- طرق التداول بالبورصة: يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسطاء من خلال إحدى الطريقتين التاليتين:²

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

¹ أحمد سعد عبد اللطيف، حسين عطا غنيم، مرجع سبق ذكره، ص. (29-30).

² نفس المرجع السابق، ص: 30.

(ب) - **طريقة المزايذة Auctioning** : وفي ظل هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري. هذا ويتم الإعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي، وتظهر هذه العمليات حجم التداول.

(2-4) - **الهيئة المشرفة على إدارة البورصة**: وهي محور نظام التشغيل السليم، فهي تقوم على تطبيق قوانين البورصة التي تنظم الأمور المتعلقة بكل من صالة التداول والوسطاء وطرق التداول بالإضافة إلى الأتي:

(أ) - **الرقابة على السوق الأولي**: تقوم الهيئة المشرفة على بورصة الأوراق المالية بإلزام الشركات الجديدة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام بإصدار "نشرة الاكتتاب" توضح فيها أغراضها وبرامجها حتى يقف الجمهور على حقيقة أغراضها، ومن شأن ذلك تضيق الخناق على الشركات الوهمية Bubble companies التي تظهر وتختفي بسرعة بعد سحب أموال الجمهور. كذلك تقوم الهيئة المشرفة على إدارة بورصة الأوراق المالية بالرقابة على تداول أسهم الشركات الجديدة بقيد أسهم الشركة بالجدول المؤقت للأسعار، وذلك حماية للمستثمرين فيها، ويتم قيد هذه الأسهم وتسجيلها بالجدول الرسمي للأسعار في ظل الظروف الخاصة بالقبول والإدراج بالجدول الرسمي.

(ب) - **وضع متطلبات للإفصاح Disclosure**: تقوم الهيئة المشرفة على بورصة الأوراق المالية بوضع متطلبات للإفصاح عن تداول الأشخاص لأسهم شركاتهم، وذلك من خلال تقييد تداول الأسهم للمؤسسين قبل مرور فترة زمنية معينة أو لحين إعلان نتائج مرضية عن الشركة لفترة معينة.

(ج) - **الرقابة على السوق الثانوي**: وتتم هذه الرقابة من خلال نشر المعلومات المالية عن الشركات المقيدة بالجدول الرسمي، حيث تلتزم الشركات المقيدة بالبورصة بإعداد ونشر المعلومات المالية عن أدائها ومركزها المالي، بحيث تعكس هذه المعلومات أوضاع الشركة بشكل سليم وتمكن في الوقت نفسه المستثمر من اتخاذ قراره الاستثماري السليم.

(د) - **تطبيق قوانين التعامل بالبورصة**: تقوم الهيئة المشرفة على السوق بتطبيق قوانين ولوائح التعامل بالسوق، والتي تضمن تجنب التقلبات الكبيرة وغير المعقولة في سعر السهم من صفقة لأخرى، ويتم ذلك من طرف المتخصصين وصناع السوق الذين توكل إليهم هذه المهمة.¹

(3) - أطراف التعامل في بورصة الأوراق المالية:

تضم البورصة أطرافا عديدة تمثل شركات أو أشخاصا، ولكن ليسوا كلهم لهم العلاقة المباشرة بالمستثمر أو أن لهم الأهمية نفسها، والأطراف أو العناصر الهامة الفاعلة في السوق المالية هي نفسها الأطراف في سوق الأوراق المالية باعتبار الأخيرة جزءا من السوق المالية، ولذا سوف نستعرض فقط الأطراف التي سبق تناولها ومحاولة تفصيلها من خلال ما يلي:²

¹ نفس المرجع السابق، ص ص: (31-32).

² السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2009، ص ص: (165-166).

3-1)- شركات المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية: حيث إنه من أهم المشاكل التي يعاني منها حائزو الأوراق المالية صعوبة نقل ملكية الأوراق المتنازل عنها وتحصيل كوبونات الأرباح، وهو الأمر الذي اقتضى تأسيس مثل شركات المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية للقيام بهذا العبء نيابة عن حائزي هذه الأوراق.

3-2)- شركات أمين حفظ: وهي إحدى بنوك أو شركات السمسرة التي تتعامل بنظام الشراء الهامشي والمرخص لها من قبل الهيئة المسؤولة من البورصة بفتح وإدارة حسابات جارية للأوراق المالية، ومن مهامه:

- التعاقد مع العميل.

- فتح حساب جار للأوراق المالية وإدارة هذا الحساب لصالح العميل الذي تم التعاقد معه.

- إيداع الأوراق المالية لدى شركة المقاصة.

- تنفيذ التحويلات المالية اللازمة لتمويل عمليات الشراء للعميل.

- اتباع الوسائل الكفيلة بتأمين أرصدة العميل.

3-3)- شركات ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية: المراد بذلك النشاط إدارة عمليات ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية، وجلب المستثمرين بالطرق الدعائية المختلفة. وتخلق تلك الشركات بنشاطها هذا السوق الثانوية وهو سوق التداول عن طريق طرح ما تكتتب فيه من أوراق مالية في البورصة بعد أن تتكون مقومات الطلب عليها، وفي الوقت نفسه تنشط سوق الإصدار أو السوق الأولية عن طريق الاكتتاب في الأوراق المالية أو تسويقها وترويجها.

3-4)- شركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية: يستهدف هذا النشاط تكوين محافظ أوراق مالية للمستثمرين وإدارتها ومتابعة تطور تلك الأوراق، فقد تبيعها لتحقيق أرباحا أو لإعادة استثمارها في قطاعات أخرى أكثر ربحية، أو تحتفظ بها لحين الوقت المناسب والفرصة المناسبة للتصرف فيها.

3-5)- شركات رأس المال المخاطر: وهي الشركات التي يتضمن نشاطها تمويل نشاط الشركات المتعثرة بسبب اختلال هيكلها التمويلية أو عدم كفاءة الاستثمار أو ضعف التنظيم فيها، وتقدم الخدمات الفنية والإدارية للشركات التي تصدر أوراقا مالية، وتشارك في المشروعات والمنشآت وتنميها بقصد تحويلها إلى شركات مساهمة أو توصية بالأسهم متى كانت هذه المشروعات والمنشآت عالية المخاطر أو تعاني قصورا في التمويل.

3-6)- شركات صناديق الاستثمار المباشر: تقوم صناديق الاستثمار بالاستثمار في الأوراق المالية للشركات المقيدة وغير المقيدة في البورصة في المراحل الأولى من حياتها، وفي الشركات التي تحتاج إلى إعادة الهيكلة المالية والتشغيلية، وذلك بغرض تحقيق فائض قيمة مرتفع في المستقبل، خاصة إذا تم إدراج هذه الشركات في البورصة وتقدم الصناديق التمويل في شكل ملكية للمشروعات التي تتميز بالنمو السريع وشركات التكنولوجيا في مقابل تمتع الصندوق بنوع من الرقابة على إدارة الشركة.

المطلب الثاني: عمليات بورصة الأوراق المالية

من شروط نجاح بورصة الأوراق المالية وجود هيكل تنظيمي يسمح بتبسيط تنفيذ التعاملات المالية فيها وزيادة تداول الأوراق المالية، فكلما كانت الإجراءات التنظيمية واضحة في البورصة وغير معقدة زاد إقبال المستثمرين لتوظيف أموالهم فيها.

1- مسار التعامل في بورصة الأوراق المالية:

يتم التعامل في بورصة الأوراق المالية وفقاً للقنوات المبينة في النقاط التالية:

1-1- سوق الإصدار الأولي: تمثل هذه السوق نقطة البداية حيث يتم من خلال الوسطاء الماليين الإعلان عن نشرة الاكتتاب للشركة في أسهمها أو الاشتراك في زيادة رأسمالها، أو عن طريق بنوك الإصدار التي تقوم بتقديم الخدمات الاستثمارية للشركة المصدرة من حيث بيان نوع الأوراق المالية التي يتقبلها السوق والوقت المناسب للإصدار وحجمه ومدى وجود وسائل تمويلية أكثر ملاءمة وسعر الإصدار في ظل توافر كافة الاشتراطات القانونية مع الأخذ بعين الاعتبار القيمة الاسمية للسهم ومصاريف وعلاوة الإصدار. وتحدد الشركة المعنية جدولاً زمنياً لفتح باب الاكتتاب ونهاية الفترة الزمنية المحددة لذلك.¹ ويتم الاقتراض أو المساهمة وفقاً لاتفاقات تعاقدية مباشرة بين الدائنين والمدنيين (بالنسبة للقروض) وبين الشركاء (بالنسبة للمساهمة في رؤوس الأموال)، كما قد يتم وفقاً لاتفاقات تعاقدية غير مباشرة عن طريق إصدار السندات أو طرح الأسهم للاكتتاب. ويقوم الوسطاء الماليون بدور كبير في إنجاز هذه الاتفاقات بنوعها يظهر "في تقديم النصح والمشورة نظراً للخبرة وما يتوافر لديها من كفاءات، والاكتتاب في الأوراق المالية، أي شرائها للأوراق المالية من مصدرها لغرض بيعها لجمهور المستثمرين وتسويقها، وذلك من خلال بيوت السمسرة التي تقوم بعملية البيع للمشتريين، ولا يتم التسويق إلا بعد تقديم طلب التسجيل للجنة الأوراق المالية في البورصة، والتي تتأكد من توافر الشروط القانونية... إلخ".² وهناك ثلاثة عروض يقدمها الوسطاء الماليون لطالبي الأموال في هذا الصدد، هي:³

أ- عروض الاكتتاب العام: وفيها تلتزم بنوك الاستثمار بضمان توفير المبلغ المطلوب في العملية بالكامل أي كانت استجابة السوق، فمثلاً إذا كانت هناك وحدة ذات عجز (سواء كانت حكومة أو بنك أو شركة كبرى...) وأرادت الحصول على القرض (اتفاق مباشر) أو إصدار سندات (اتفاق غير مباشر) فإنها تلجأ إلى وسيط مالي وليكن بنكاً كبيراً ليتولى إدارة هذه العملية. ويقوم هذا الوسيط بنفسه أو بالاتفاق مع عدد من البنوك أو الوسطاء الآخرين بالاكتتاب في هذا القرض أو في هذه السندات بالكامل. ويعرف البنك الأول باسم البنك الرائد بينما يعرف البنك الآخر المشترك معه في العملية باسم البنوك المشاركة وبالطبع قد تنجح هذه

¹ للاطلاع أكثر انظر: - طارق عبد العظيم أحمد، مرجع سبق ذكره، ص: 14.

- عبد القادر أحمد محمد الصباغ، قيد الأوراق المالية في البورصة، المركز العربي للنشر والتوزيع، مصر، 2018، ص: 352.

² رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص: (44-45).

³ أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، الأزاريطة، مصر، 2005، ص: (139-140).

المجموعة من الوسطاء الماليين والتي باسم مجموعة الإدارة في إعادة تسويق العملية (القرض أو السندات) أي توزيعها كلياً أو جزء منها على مكتتبين آخرين. والمهم أن المدين الأصلي قد ضمن عن طريق الاكتتاب الكامل الحصول على المبلغ الذي يحتاجه بالكامل. ويسري المنطق نفسه في حال المساهمة في رؤوس الأموال أو طرح الأسهم.

ب)- عروض بذل أقصى جهد: وفيها يلتزم الوسيط (مجموعة الإدارة التي تشمل البنك الرائد والبنوك المشاركة) ببذل أقصى جهدها لتحقيق الاكتتاب الكامل للعملية. ولكنها لا تقدم في النهاية إلى المدين إلا ما توصلت إليه من اكتتابات فعلية أيا كانت نسبتها إلى إجمالي العملية.

ج)- العروض المزدوجة: وتلتزم فيها مجموعة الإدارة التزاماً نهائياً بتقديم مبلغ معين (أو نسبة معينة) من إجمالي العملية والباقي تبذل فيه أقصى جهد.

كما توجد هناك طرق أخرى لإصدار الأوراق المالية وتصريفها وهما طريقة الأسلوب المباشر وأسلوب المزاد:¹

أ)- الأسلوب المباشر: يقصد بالأسلوب المباشر قيام الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين من المؤسسات المالية الضخمة، لكي تبيع لها الأسهم والسندات التي تم إصدارها، ويكون هذا الاتصال مباشراً.

ب)- أسلوب المزاد: طبقاً لهذا الأسلوب لا تكون العملية بشكل مباشر، وإنما دعوة كل المستثمرين الذين لهم رغبة في شراء هذه الإصدارات بحيث يقوم كل مستثمر بتقديم عطاءات تشمل على الكميات المراد شراؤها، وكذا السعر المفضل لتقوم هذه المؤسسة بقبول هذه الطلبات ابتداءً من أعلى سعر إلى أقل سعر، وهكذا حتى يتم تعريف كل الإصدارات.

1-2)- السوق الثانوي: ويتم التعامل فيها على أوراق مالية سبق إصدارها أو طرحها للاكتتاب، فمحلها استثمار قائم من قبل وليس استثماراً جديداً، ومن خلال هذا السوق يستطيع المستثمرون والمدخرون التحول بسهولة من الأصول النقدية إلى الأصول الحقيقية والعكس صحيح.² وهذه أسواق مهمة باعتبار أن المستثمرين لن يشتروا إصدارات مالية جديدة من السوق الأولية، إلا إذا تأكدوا تماماً أنهم سيكونون قادرين على بيعها في الأسواق الثانوية. وتوفر الأسواق الثانوية للمستثمرين عاملين رئيسيين هما: العامل الأول هو السيولة، والعامل الثاني هو فرص الربح. وتمثل السيولة لحامل السند إمكانية بيعه بسرعة وتحويله إلى نقد، أما فرص الربح فتنشأ عندما ترتفع قيمة السند أو السهم، فيبيعه حامله بسعر أفضل من السعر الذي اشتراه به، وبذلك يحقق ربحاً رأسمالياً. "ولذلك فإن كفاءة السوق الأولي تأتي من كفاءة وفاعلية السوق الثانوي، وإن انخفاض كفاءة التداول

¹ بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013، ص: 26.

² عبد الكريم قندوز، الخيارات، المستقبلات، المشتقات المالية الأخرى، إصدارات إي كتب، لندن، بريطانيا، 2017، ص: 32.

في هذا السوق يعني احتفاظ حملة الأوراق المالية بها إلى حين فترات استحقاقها، مما يخفض درجة السيولة المالية في السوق وانخفاض الأموال المتاحة لدى المستثمرون للاكتتاب بالإصدارات الجديدة.¹ إذ يبين هذا التقسيم بأن التعاملات في السوق الثانوي تتم من خلال الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة، حيث يتم التعامل في الأسواق المنظمة باسم الشركات المدرجة أي التي تم إدراج اسمها في قائمة الشركات التي يتم التعامل بأسهمها في قاعة التداول بوحدة التداول المحددة للتعامل، ويجب على الشركة أن تحقق شروط الإدراج المحددة من طرف لجنة إدارة البورصة لكي يتم إدراج اسمها في قائمة الشركات التي يسمح لها بتداول أسهمها في قاعة التداول. ويتم التعامل في الأسواق المنظمة بأشكال عديدة منها التعامل المباشر بين المشتري والبائع للأوراق المالية أو بصورة غير مباشرة، وفي الغالب من خلال وسيط عن طريق إصدار أوامر من قبل الأشخاص أو المؤسسات الراغبة في الشراء والبيع.

(2)- تصنيف عمليات بورصة الأوراق المالية:

يمكن تقسيم العمليات التي تجري في سوق الأوراق المالية حسب الالتزامات الزمنية المترتبة عن الصفقات المبرمة فيها كما يلي:

(1-2)- العمليات العاجلة: وتتعلق العمليات العاجلة بالصفقات التي تنفذ في نفس يوم انعقادها وفي مدى زمني قصير جداً، فيجري دفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة فوراً أو خلال فترة وجيزة جداً، وتتميز هذه العمليات بإمكانية التعامل من خلالها في أي كمية من الأوراق المالية² طويلة الأجل (أسهم وسندات). ويجب أن تتضمن أوامر البورصة في العمليات العاجلة العناصر التي من شأنها أن تعين بكل وضوح الصفقة كبيان ونوع صفة الورقة المالية وكمية الأوراق المالية المطلوبة أو المعروضة وتحديد السعر الذي يرغب المتعامل في البورصة أن ينفذ أوامره بموجبه، ويجري تحديد نوع الورقة المالية موضوع الصفقة بكل دقة (أسهم عادية، أسهم تمتع، سندات). أما أسعار الأوراق المالية فيحدددها قانون العرض والطلب نظراً لتوفر حرية المنافسة. ويعتمد المضاربون إلى شراء الأوراق المالية وبيعها عند تحسن أوضاع البورصة للحصول على الربح الناتج وبإمكانهم الحصول على فوائد عند حيازتهم لهذه الأوراق.³ وعليه ويلجأ المتعاملين إلى العمليات العاجلة للاحتفاظ بها والاستفادة مما تدره عليهم من عوائد عند توزيع الأرباح وغيرها من الحقوق المتعلقة بالأوراق المالية المشتراة، بالإضافة إلى المضاربة على ارتفاع أسعارها.⁴

¹ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازودي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص.150.

² كهينة رشام، محاضرات في الأسواق المالية، مطبوعة الأسواق المالية موجهة لطلبة الماستر علوم المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية، جامعة محمد أولحاج، البويرة، الجزائر، 2016/2015، ص:27.

³ يوسف حسن يوسف، الأوراق المالية وسوق المال العالمي، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2017، ص.130.

⁴ قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، مؤسسة رسلان علاء الدين للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2006، ص.222.

تتعدد العمليات العاجلة إلى عدة أنواع وهي:

(أ) - **الشراء بكامل الثمن:** هو نوع من أنواع المعاملات العاجلة، ويراد به قيام المشتري بدفع كل ثمن الأوراق المالية المشتراة من خالص ماله.¹

(ب) - **البيع على المكشوف:** هو أحد الآليات التي يلجأ المضاربون إلى استخدامها إذا ما توقعوا انخفاض أسعار الأوراق المالية في البورصة بهدف تحقيق مكاسب رأسمالية، حيث يقوم المضاربون ببيع أوراق مالية لا يملكونها أساساً بسعرها السوقي وذلك بعد اقتراضها من مستثمرين آخرين (مقابل عمولة وأتعاب)، ثم القيام بشرائها من البورصة بعد أن ينخفض سعرها، ويشكل الفرق ما بين صافي قيمة بيع تلك الأوراق المالية المقترضة وتكلفة إعادة شرائها بغرض سداد هذا القرض الأرباح الرأسمالية التي يحصل عليها المضاربون باستخدام هذه الأداة.²

(2-2) - **العمليات الآجلة:** يقصد بها تلك "العمليات التي يلتزم بموجبها كل من المشتري والبائع على تصفيتها في تاريخ مقبل معين، يجري فيه التسليم والتسلم، ما عدا حالات التأجيل التي يتفق فيها الطرفان على شروط تأجيلها وتعويضها. وتجري التصفية في كل شهر مرة واحدة، حيث تسوى الصفقات نهائياً بين المتعاملين ويتم دفع الثمن وتسلم الأوراق المالية فعلياً خلال أيام عدة من تاريخ التصفية.³ ومن أهم العمليات التي تتم في السوق الأجل هي:⁴

(2-3) - **العمليات القطعية (الباتة):** هي عمليات يلتزم بموجبها كل من البائع والمشتري على تصفيتها بتاريخ معين، وهي تجري على نوعين، وهما:

(أ) - موعد التصفية نهاية الشهر الجاري.

(ب) - موعد التصفية نهاية الشهر المقبل.

ويمكن أن يتضمن البيع القاطع شرط خيار أو التنازل عن الأجل، حيث يتمتع المشتري بهذا الحق ويلجأ لإيقاف حركة هبوط السعر. والمشتري ليس ملزماً في هذا النوع من العمليات على انتظار موعد التصفية لبيع الأوراق المالية، بل يمكنه أن يكلف وسيطاً في البورصة لبيع هذه الأوراق، ويسجل رصيد هذه العملية لحسابه إذا كان ربحاً، أو على حسابه إذا كان خسارة. أما البائع فهو غير ملزم بتقديم الأسهم إلا في موعد التصفية، وهو يتمكن خلال هذه الفترة من شراء الأسهم التي لا توجد في حوزته.

(2-4) - **العمليات الشرطية:** هي أن يلتزم كل من البائع والمشتري بتصفية العمليات في تاريخ معين، إلا أن يشترط لأحد الطرفين الخيار في عدم تنفيذ العملية، وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال يتم الاتفاق عليه

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2005، ص.682.

² عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص.48.

³ قيصر عبد الكريم الهبتي، مرجع سبق ذكره، ص.222.

⁴ وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: (235-237).

مسبقاً، وهذا المبلغ بمثابة تعويض عن عدم تنفيذ العملية.¹ وتحتوي على نوعين وهما العمليات الشرطية على الصعود، التي يكون فيها الخيار للمشتري بين استلام الصكوك وبين التخلي عن التعويض، والعمليات الشرطية على الهبوط، التي يكون فيها الخيار للبائع بين تسليم الصكوك وبين التخلي عن التعويض.

2-5) - العمليات مع الخيار: يحق لكل من المتعاقدين الاستزادة من البيع عند حلول الأجل المتفق عليه، وله أشكال مختلفة، وهي الخيار لمصلحة المشتري، الخيار لمصلحة البائع، والخيار المزدوج.

2-6) - المد للبائع والمد للمشتري: هي عمليات مكملات لعمليات سابقة ولا تعقد إلا في وقت حلول الأجل، وذلك بتأجيل موعد التصفية إلى وقت لاحق. ويتم هذا الأمر عندما يشعر المتعاملون في البورصة أنهم لن يستطيعوا تنفيذ العملية نظراً لتطور الأسعار خلافاً لتقديراتهم. لذلك يلجؤون إلى طلب التأجيل إلى موعد لاحق.²

2-7) - العمليات المركبة: وهي التي يكون فيها الخيار للمضارب بين أن يكون مشترياً أو بائعاً، وأن يفسخ العقد إذا رأى مصلحة له في ذلك عند التصفية أو قبلها، مقابل تعويض أكبر مما يدفع في العمليات البسيطة يدفعه لصاحبه³، وعليه يلجأ المضاربون في بورصة الأوراق المالية إلى القيام بعملياتين باتجاه معاكس، وهذه العمليات المركبة يجب أن تشمل على ما يلي:

- شراء عاجل مقترن ببيع مؤجل بشرط التعويض.

- شراء بات مؤجل مقترن ببيع مؤجل بشرط التعويض.

- شراء بشرط التعويض مقابل بيع بات.⁴

2-6) - العمليات المضاعفة: وهي التي يكون فيها الحق للمضارب في مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها بسعر التعاقد، إذا رأى مصلحة في التصفية، على أن يدفع تعويضاً مناسباً متفقاً عليه عند اتضاح الأسعار، ولا يرد إليه، وتختلف قيمة التعويض بحسب كمية الزيادة وموضوع التخزين.⁵

¹ نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق_دراسة حالة سوق المالي في ماليزيا_، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007، ص:90.

² وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: (235-237).

³ محمد أحمد حلمي الطواي، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011، ص:17.

⁴ وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: (236-237).

⁵ محمد أحمد حلمي الطواي، مرجع سبق ذكره، ص:17.

المطلب الثالث: أوامر بورصة الأوراق المالية

يمكن حصر المعاملات التي تجري داخل بورصة الأوراق المالية في نوعين من المعاملات، إما البيع وإما الشراء. وبذلك قد يصدر المستثمر إما أوامر بيع أو أوامر شراء لأوراق مالية، قد تكون مملوكة لديه فعلا أو غير مملوكة. ويصدر المستثمر أمرا بشراء أوراق مالية في حالة ما إذا توقع أن هناك احتمال ارتفاع قيمة السهم في المستقبل، حيث يتضمن هذا الأمر كمية الأسهم التي ينبغي شراؤها، تاريخ تنفيذ أمر الشراء، والسعر الذي ينبغي عنده تنفيذ الأمر.

كما يصدر المستثمر أمرا بالبيع عندما يتوقع انخفاض القيمة السوقية للسهم في المستقبل، ويتميز هذا الأمر بمحددات تخص الحجم، السعر، ووقت التنفيذ. ويمكن أن يقوم المستثمر ببيع أسهم غير مملوكة لديه (البيع على المكشوف)، حيث يقوم المستثمر في هذه الحالة باقتراض عدد من الأوراق المالية التي يتوقع أن ينخفض سعرها في المستقبل، وعندما ينخفض سعرها فعلا يقوم بإصدار أوامر شراء نفس العدد من الأوراق المالية، ويقوم بإرجاعها إلى المقرض صاحب هذه الأوراق المالية.¹ وعندما يرغب المستثمر في شراء أو بيع ورقة مالية معينة فإنه يصدر أوامر شراء أو بيع، وهذه الأوامر تأخذ أشكال عديدة، وهي:

1- تصنيف أوامر بورصة الأوراق المالية:

تصنف أوامر بورصة الأوراق المالية حسب هيئة رأس المال السعودية إلى مايلي :

- أمر البيع الفوري: أمر لبيع كمية معينة و متوفرة بسعر السوق الأفضل.
- أمر الشراء الفوري: أمر لشراء كمية محددة متوفرة بالسوق بأفضل سعر.
- أمر المطابقة: يستخدم لمطابقة ومقابلة أمر موجود في السوق سلفا.
- أمر السوق: هو أمر شراء أو بيع عدد محدد من الأسهم حسب الأسعار السائدة في السوق. ويقوم النظام باحتساب معادلة الحماية للسعر (عدد وحدات تغير السعر نحو الزيادة أو النقصان).
- الأمر المحدد للسعر: هو أمر بيع أو شراء عدد معين من الأسهم بسعر محدد أو أفضل منه حسب السعر السائد في السوق.² حيث يحدد الزبون للوسيط السعر الذي يجب أن يشتري أو يبيع فيه مسبقا فيتحدد السعر الأدنى في حالة البيع والسعر الأعلى في حالة الشراء، ويتم هنا الأمر في الأسواق المالية الضيقة التي يرغب فيها معطي الأمر بتلافي الفروقات الكبيرة التي يمكن أن تحصل في الأسعار.

¹ سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم (دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية)، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010، ص: 51.

² هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم، برج الفيصلية، الرياض، ب.د.ت، ص: 9.

➤ **الأمر بالسعر الأول:** يلزم تنفيذ الأمر بأول سعر وعادة ما يبلغ الزبون الوسيط أثناء انعقاد الجلسة عن رغبته بالشراء أو البيع بالسعر الأول الذي تم فيه التسعير، ويصعب تنفيذ هذا الأمر إذا حصل تأخير معين نتيجة تغير الأسعار إثر العمليات التجارية.

➤ **الأمر بالسعر الأخير:** وهو الأمر الذي ينفذ عند الإقفال، وهو يخص عادة السوق الأجلة، كما أنه يصلح ليوم واحد بالنسبة لأخر تسعير في الجلسة.

➤ **الأمر بالسعر التقريبي:** وهو يحوي سعر به مرونة عالية أكثر من السعر الثابت، حيث يترك الزبون للوسيط حرية تنفيذ السعر الأعلى بقليل من السعر المطلوب عند الشراء، والأدنى بقليل من السعر المطلوب عند عملية البيع.

➤ **الأمر بالسعر الأفضل:** وهو الأمر الذي يترك بعض الحرية للوسيط، لأنه لا يحدد أسعار الشراء والبيع تماما، ولكن يفضل العميل تنفيذ العملية في البورصة حال استلامه الأمر.¹

➤ **الأمر غير المحدد للسعر:** هو أمر لشراء أو بيع غير مسعر لتداول السهم حسب السعر السائد (سعر التنفيذ) في السوق، ويصبح أمرا محدد السعر حالما يتم احتساب السعر الأفضل، ويقوم النظام بتحديد السعر قبل إضافة الأمر إلى القائمة.

➤ **الأمر ذو الكمية غير المعلنة:** هو الجزء من كمية الأمر الإجمالية التي تظهر على شاشات الوسطاء، ويعتبر ذلك ضروريا عند وجود أوامر لكميات كبيرة، حيث أن إخفاء الكمية الفعلية للأوامر الكبيرة يسمح بتنفيذ الكميات المعلنة فقط حسب الأسعار السائدة دون التأثير على المستويات السعرية.

➤ **أمر التنفيذ الكامل فقط:** هنا يجب تداول جميع كمية الأمر مرة واحدة.

➤ **الكمية الصغيرة للتنفيذ كل مرة:** يتم تداول الأمر بالكمية الصغرى المحددة، وبعد كل عملية تداول تتوفر كمية أخرى للتداول من جديد.

➤ **الحد الأدنى للتنفيذ:** وهي أقل كمية يتم تحديدها ليتم التنفيذ بها للأمر للمرة الأولى فقط.

2- تصنيف آخر لأوامر بورصة الأوراق المالية:

تندرج الأوامر البورصية ضمن الأقسام التالية:²

1-2- **الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:** ويقصد بها الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه.

وهذا النوع تندرج تحته الأنواع الآتية:

¹ وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص ص: (232-233).

² أحمد محمد لطفي، أعمال السمسار في بورصة الأوراق المالية، دار الفكر والقانون، المنصورة، مصر، 2013، ص ص: (139-143).

أ- الأمر السوقي: وهو الأمر الذي لا يحدد فيه العميل السعر الذي يرغب في إبرام التعامل به، وإنما يترك الأمر للسمسار لكي يتعاقد له بأفضل الأسعار الموجودة في السوق وقت تنفيذ العملية.

ب- الأمر بالسعر التقريبي: وفيه يتم تحديد السعر بطريقة تقريبية، وبمقتضاه يلتزم السمسار بالتعاقد بسعر يرتفع أو يقل قليلا عن السعر الذي حدده العميل، وذلك إذا لم يستطع التعاقد بنفس السعر أو التعاقد بسعر أفضل.

ج - الأمر بسعر الفتح أو بسعر الإقفال: في هذه الحالة يطلب العميل من السمسار إجراء التعامل على الورقة المالية بسعر الفتح، أو بسعر الإقفال، وسعر الفتح هو السعر الذي يحدد لقيمة الورقة المالية عند بدء التعامل بها، وسعر الإغلاق هو السعر الذي يتم تحديده للورقة المالية في آخر جلسة تداول.

2-2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: ويقصد بها الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها، وقد تكون مدة الأمر يوما، أو أسبوعا، أو شهرا، وقد يكون مفتوحا أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه. وفي هذه الحالة يجب على الشركة عرضه في أول جلسة تالية لوروده، وإلا يصبح باطلا ما يتفق على غير ذلك. ويتخذ هذا النوع صورتين:

أ- الأوامر المؤقتة: وهي الأوامر التي يحدد لتنفيذها وقت محدد ليس للسمسار أن يتجاوزها، وهذا الوقت قد يكون يوما أو أسبوعا أو شهرا.

ب- الأوامر المفتوحة: هي الأوامر التي تظل سارية المفعول حتى يتم تنفيذها أو إلغاؤها من قبل العميل. وتشترط بعض البورصات تجديد الأمر المفتوح في كل فترة زمنية، كبورصة نيويورك فإنها تشترط التجديد كل ستة أشهر.

2-3- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: وفيها يحدد الأمر السعر المعين خلال فترة زمنية معينة، قد تكون هذه الفترة يوما أو شهرا أو أكثر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة لسعر التنفيذ، والأوامر المحددة لوقت التنفيذ.

ولها حالتان:

أ- الأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة: وهي الأوامر التي يحدد فيها سعر معين للتنفيذ، إلا أنها تشترط إتمام المعاملة خلال فترة زمنية محددة تختلف من عملية إلى أخرى، فقد تكون يوما أو شهرا.

ب- الأوامر المفتوحة في حدود سعر معين: وهي الأوامر التي لا يحدد لتنفيذها مدة معينة، ويتم تنفيذها في حالة الوصول إلى السعر الذي حدده المستثمر أو سعرا أفضل منه.

3- خطوات تنفيذ الأوامر:

وبعد تعاقد المستثمر مع شركة السمسرة (وهو ما يعرف بعقد التفويض)، يقوم العميل بإصدار أمر البيع أو الشراء إلى شركة السمسرة التي تنفذ أوامر العملاء طبقا للخطوات التالية:¹

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص ص: (172-173).

- يتصل المستثمر بالسمسار أو المدير التنفيذي لبيت السمسرة الذي يرغب بالتعامل معه لسؤاله عن سعر السهم لمنشأة معينة.
- يقوم السمسار بالحصول على المعلومات المطلوبة من خلال الحاسوب، وعادة ما تتمثل تلك المعلومات في السعر الحالي، وأعلى وأدنى سعر خلال اليوم، وسعر آخر صفقة أبرمت، وكل من سعر الشراء وسعر البيع، ويتم إبلاغ المستثمر بتلك المعلومات.
- إذا كانت الأسعار مشجعة، يقوم المستثمر بإصدار الأمر للسمسار الذي يقوم بتسجيل المعلومات عن الأمر على مطبوعات خاصة.
- بمجرد الانتهاء من تسجيل الأمر، يتم إبلاغه للإدارة التجارية لبيت السمسرة والتي يطلق عليها إدارة الأوامر.
- تقوم إدارة الأوامر بإبلاغ الأمر إلى مقر سوق الأوراق المالية (إذا كان السهم يتم التداول به في السوق). وبمجرد وصول الأمر إلى مقر السوق يقوم الكاتب المختص بالاتصال بالسمسار الوكيل لبيت السمسرة المختص وإبلاغه بوصول الأمر، وذلك بإشارة معينة أمام الرقم المخصص للسمسار على لوحة معدة لذلك في صالة السوق.
- يقوم السمسار الوكيل نفسه أو يكلف أحد العاملين بالسوق بالذهاب إلى كاتب السوق المختص لاستلام الأمر، ثم يقوم بنفسه أو بالاستعانة بسمسار الصالة بتنفيذ الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في تلك الأسهم.
- بمجرد تنفيذ الأمر، يرسل السمسار الوكيل تقريراً عنه إلى الإدارة التجارية التي ترسل نتيجة التقرير إلى المدير التنفيذي الذي يبلغه للعميل.
- ترسل الإدارة التجارية بالبريد خطاباً إلى العميل للتأكيد على تنفيذ الأمر.

4- أنظمة تسعير الأوراق المالية في البورصة:

- بعد توجيه الأوامر إلى النظام الآلي للبورصة يتم تنفيذ العمليات المالية مع الأخذ بعين الاعتبار نوع الأمر، ففي الأوامر المحددة يتم التنفيذ وفقاً لقاعدة أول أمر داخل أول أمر ينفذ. وبالتالي فإن عملية تنفيذ الأوامر المحددة تتم بالأولوية وهذا مع مراعاة السعر الذي يتحدد في البورصة وفقاً لطريقة التسعير الثابت أو التسعير المستمر حسب حجم المعاملات اليومي كما يلي:¹
- **التسعير الثابت:** وتسعر الأوراق المالية (الأسهم) التي تعرف بحجم معاملات ضعيف وفقاً لهذه الطريقة مرتين في اليوم (fixage A، FA) أو مرة واحدة في اليوم (fixage B، FB).
 - **التسعير المستمر:** تسعر الأسهم التي تعرف بحجم صفقات كبير وفقاً لطريقة التسعير المستمر، حيث يتغير السعر خلال فاصل زمني قدره 30 ثانية، وهنا تصبح الطريقة من النوع (CA continu A)، عندما يتجاوز عدد الصفقات 20 صفقة في اليوم أو تفوق قيمتها 38120 أورو عند وصول الأوامر المصدرة. وتصبح هذه الطريقة

¹ Paul Jaques Lehmann, **Bourse et marchés financiers**, Dunod, 3^{ème} édition, Paris, 2008, pp : (43-44).

من الصنف (CB continu B) عندما يكون حجم الصفقات اليومي أكبر من 5 صفقات في اليوم أو تتجاوز قيمة الصفقات 8000 أورو في اليوم.

ووفقا لهذه التقنية، تمر عملية تسعير الأسهم على مرحلتين هما مرحلة قبل افتتاح الجلسة التي يتم فيها تجميع أوامر البيع والشراء قبل افتتاح جلسة التداول في النظام الآلي للبورصة، والذي يقوم بحساب سعر افتتاح نظري بحسب أوامر العرض والطلب على الأوراق المالية، ولا يتم في هذه المرحلة التداول، وتتضمن هذه المرحلة الأوامر المحددة التي تشارك في تحديد سعر الافتتاح و أوامر السوق التي تخضع للسعر النظري للافتتاح؛ ومرحلة بعد افتتاح الجلسة التي تبدأ فيها عملية التبادل بسعر الافتتاح الذي حقق التوازن بين أوامر العرض وأوامر الطلب، وبما أن الأوامر مستمرة طوال اليوم يتولى النظام الآلي باستمرار تخزين جميع الأوامر في ذاكرته، ويقوم بالبحث دون توقيف على مقابلة أوامر العرض والطلبات.¹

المبحث الثالث: كفاءة بورصة الأوراق المالية

من أهم شروط قيام بورصة أوراق مالية فعالة توافرها على درجة عالية من السيولة والكفاءة قصد استقطاب أكبر عدد من المتعاملين فيها. فعندما تكون بورصة الأوراق المالية كفؤة، تتمتع بالعديد من المزايا التي تمكنها من الوصول إلى أهدافها مثل تخفيض متوسط تكلفة الحصول على الأموال وبالتالي توفير مصادر تمويلية بسعر معقول.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة بورصة الأوراق المالية ومتطلباتها

أثارت إشكالية كفاءة بورصة الأوراق المالية اهتمام الكثير من الباحثين، حيث لوحظ أن سعر الورقة المالية يتقرر بناء على المعلومات الواردة في البورصة. ويستخدم هذا المصطلح لتحليل قدرة بورصة الأوراق المالية على الإدارة الجيدة لتكاليفها وحسن استخدام مواردها، وعليه سنحاول تبين مفهوم كفاءة بورصة الأوراق المالية ومتطلباتها.

1- مفهوم كفاءة بورصة الأوراق المالية:

يعد مفهوم كفاءة بورصة الأوراق المالية امتداد للنظرية الكلاسيكية التي تفترض عدم وجود أرباح غير عادية في ظل ظروف المنافسة، باعتبار أن الاستثمار في الأوراق المالية قائم بالدرجة الأولى على البيانات والمعلومات المتوفرة عن الشركات المصدرة لها. ويعد توفر هذه الأخيرة ودقتها العنصر الأساسي في تحديد الأسعار في البورصة، لأن مشتري الأوراق المالية لا يقوم بتنفيذ عمليات الشراء من خلال الزيارات الميدانية لهذه الشركات والوقوف على أعمالها وطبيعتها نشاطها، بل يعتمد على تحليل البيانات والمعلومات المتعلقة بها والمتاحة في النشرات الرسمية

¹ سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية (دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010)، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح بورقلة، الجزائر، 2012، ص: (33-34).

لاتخاذ قرار الشراء من عدمه، ولذلك فإن عدم توفرها وعدم تكافؤ فرص الحصول عليها سيؤثر تأثيراً كبيراً على قرارات المستثمرين عند عملية شراء الأوراق المالية أو بيعها.¹

تقاس كفاءة بورصة الأوراق المالية بمدى استجابة أسعار الأسهم في البورصة وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، وفي ظل نظرية كفاءة السوق تتلشى فرص تحقيق أرباح غير عادية، بحيث لا يتمكن أحد من المستثمرين أن يحقق أرباح غير عادية من خلال استغلاله لأية معلومات لم تكن متوفرة لدى غيره من المستثمرين²

وعليه يمكن القول بأن بورصة الأوراق المالية الكفؤة هي تلك السوق التي تتم فيها عملية التسعير أو التقييم الصحيح للأوراق المالية، وبصفة خاصة الأسهم، بحيث يكون السعر أو القيمة السوقية للسهم تعكس القيمة الحقيقية له، مع ضرورة توافر كافة البيانات والمعلومات المتعلقة بها بشكل يجعلها متاحة لجميع المستثمرين وفي نفس الوقت، وسرعة انعكاس هذه المعلومات على أسعار الأوراق المالية من جهة أخرى.

وفقاً لمفهوم كفاءة بورصة الأوراق المالية، يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي تتميز بها البورصة الكفؤة وهي:³

- يتصف المتعاملون في تلك البورصة بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثرواتهم.
 - المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات، دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة.
 - في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائداً مرتفعاً يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.
- (2)- متطلبات كفاءة بورصة الأوراق المالية:

ينبغي توفر جملة من المواصفات الفنية والتنظيمية في بورصة الأوراق المالية لترقى إلى مستويات الكفاءة وهي:

- **المنافسة الكاملة:** وهذا الشرط مرهون بتوافر عدد كبير من البائعين والمشتريين الذين تتوفر لهم حرية الدخول إلى السوق والخروج منه في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار، ويحقق هذا الشرط ما يعرف بخاصية العمق والاتساع حيث بوجود أعداد كبيرة من المتعاملين يتوفر شرط المنافسة الكاملة، كما تتوفر له أيضاً

¹ الطاووس حمداوي، هدى بورفيس، دراسة كفاءة بورصة عمان بالصيغة الضعيفة للفترة الممتدة من 2006 إلى 2016، مجلة رماح للبحوث والدراسات، مركز بحث وتطوير الموارد البشرية رماح، الأردن، العدد 26، جوان 2018، ص.ص. (162-163).

² عبد الرؤوف ربايعي، سامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2006، ص:37.

³ صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها)، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 7، 2010، ص: 182.

ما يعرف بخاصية الاستجابة التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة خاضعة لعوامل الطلب والعرض.

- **السيولة:** أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه، وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق، وتتوافر هذه الخاصية لتحقيق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة، كما توفر هذه الخاصية لبورصة الأوراق المالية ميزة هامة تعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه، والتي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية، وبالتالي تقل فرص المضاربة غير المأمونة فيها.

- **توفر وسائل وقنوات اتصال:** أن يتوفر لبورصة الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل فيها بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل، وتتخذ هذه المؤشرات صور متعددة وتقدم للمستثمر فيما يعرف بحركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.

- **توفر عنصر الشفافية:** بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها وما يتم عليها من صفقات متاحة لجميع المتعاملين وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات، ويجب أن تتضمن شروط الإدراج في البورصة توفير متطلبات خاصة في الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة الراغبة في التسجيل بالبورصة.¹

- **الاستجابة الفورية لأي أحداث جديدة:** فالبورصة أهم مصدر للمعلومات عن الاستثمارات المتداولة فيها خاصة الأسعار، الأحجام، وحركة التعامل في الأوراق المالية، فالمستثمر (بائع أو مشتري) يدخل السوق من أجل إتمام هذه الصفقة في أقل وقت ممكن، ولا يكفي أن تقوم السوق بتوفير المعلومات تاريخية بل يجب أن تستجيب بسرعة لأي تغيرات تؤثر في أسعار الأسهم، وهذا ما يحقق كفاءة السوق.²

(3) - مواصفات بورصة الأوراق المالية الكفؤة:

ترجع كفاءة السوق إلى سببين رئيسيين وهما الاتساع أي تعدد الأنواع المختلفة من الأوراق المالية التي يجري تداولها في السوق، والعمق، أي عدد مرات التداول للورقة المالية الواحدة.³ إلى جانب توفر كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل فيها:

- **عمق السوق:** توصف السوق بالعمق إذا كانت هناك ثمة أوامر حقيقية أو غير حقيقية تتعلق بأوراق مالية معروضة للبيع أو مطلوبة للشراء بأسعار تزيد أو تقل عن الأسعار السائدة في بورصة الأوراق المالية،

¹ محمد عبد الله شاهين، تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2017، ص ص. (267-268).

² بلال شبيخي، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

³ مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2014، ص. 377.

أما الأوامر الحقيقية فهي التي تمثل تعاملًا فعليًا وحقيقيًا على أوراق موجودة بالفعل، وأما الأوامر غير الحقيقية فهي التي يجري التعامل فيها على أوراق غير موجودة أو لا يتيسر تغطيتها بسهولة، فحينما يجري التعامل في سوق ذات عمق على ورقة مالية يلاحظ أن ثمة اختلالات وقتية لأوامر البيع أو أوامر الشراء بمعنى عدم وجود أوامر عكسية لأي منها تؤدي إلى حدوث تغيرات محسوسة في الأسعار، ويترب على هذه التغيرات إعادة التوازن بين أوامر الشراء وأوامر البيع. وتتطلب السوق ذات العمق علم المستثمرين الفوري بأسعار العرض والطلب من جهة وتعاملهم بمقتضاه من جهة أخرى. ومن متطلبات هذه السوق أيضا أن يتولى مهمة تنفيذ أوامر المستثمرين سواء كانت بيعا أو شراء سمارسة على درجة عالية من الدراية بظروف السوق، وتتوفر فيهم القدرة على تنفيذ أوامر بيع أو شراء الأوراق المالية بمجرد أن تصبح أسعارها متاحة في السوق.

- **اتساع السوق:** توصف البورصة بالاتساع إذا توفرت أوامر البيع والشراء بأحجام كبيرة وغير محدودة، وكلما زاد حجم البورصة كلما زادت فرص استقرار التغيرات في الأسعار، والتي تصاحب عادة اختلال أوامر البيع والشراء. وكلما زاد عدد المستثمرين الذين تتطير إليهم المعلومات عن التغيرات الحاصلة في أسعار العرض والطلب لتوها كلما كان ذلك دليلا على اتساع السوق وانتفاء محدوديته.¹

- **قدرتها على التخصيص الأمثل للموارد:** إن البورصة الكفؤة هي البورصة التي تحقق تخصيصا كفا للموارد المتاحة بما يضمن توجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية. وفي هذا الصدد، تلعب بورصة الأوراق المالية دورين أساسيين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر. ويتمثل الدور المباشر في قيام بورصة الأوراق المالية على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم شركة ما، فهم في الحقيقة سيتحصلون على عوائد مستقبلية. هذا يعني أن المنشآت تتاح لها فرص استثمار واعدة تمكنها من إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، وبالتالي زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال. أما الدور غير مباشر فيظهر بعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي أصدرتها المنشأة، مما يعني إمكانية حصولها على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادة ما يكون بسعر فائدة معقول.²

ولكي يتحقق التخصيص الكفؤ للموارد المالية المتاحة ينبغي أن تتوفر في بورصة الأوراق المالية سمتان أساسيتان هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل. وتعرف كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية فهي تتمثل في سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة وبذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة. فالجميع لديهم نفس الفرصة في تحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أحدهم أرباح غير عادلة على حساب الآخرين. أما كفاءة التشغيل أو الكفاءة الداخلية فتعني قدرة بورصة الأوراق المالية على خلق توازن بين العرض والطلب، دون

¹ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره ص.61.

² عبد الحفيظ مازري، أثر مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة بشار، العدد6، 2016، ص.35.

أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (أي صناع السوق) فرصة لتحقيق هامش ربح كبير فيها. ويبدو أن كفاءة التسعير تعتمد بدرجة كبيرة على كفاءة التشغيل.¹

المطلب الثاني: خطوات تحقق كفاءة بورصة الأوراق المالية وأنواعها

يعني الاقتصاديون بكفاءة بورصة الأوراق المالية مدى توافر المعلومات للمستثمرين من حيث سرعة وجودها وقلة كلفتها، وبورصة الأوراق المالية الكفؤة هي التي تحرك المال السائل بسرعة فائقة ودقة كاملة بحيث يتحقق أكبر عائد ممكن،² وبالتالي ضمان تحقيق تخصيص كفاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية.

1- خطوات تحقق كفاءة بورصة الأوراق المالية:

وفي ظل بورصة الأوراق المالية الكفؤة لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للورقة المالية، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتائج وحصول كافة المستثمرين عليها. فالمعلومات عن وجود فرق بين القيمة السوقية الحالية للورقة المالية وبين قيمته الحقيقية نتيجة لورود المعلومات الجديدة، سيتم تحليلها بسرعة لتصل إلى الجميع (بائعين ومشتريين) في نفس الوقت، مما يترتب عليه حدوث تغيير فوري في القيمة السوقية للورقة المالية لكي تعكس قيمتها الحقيقية، دون أن يتاح لأي مستثمر ميزة السبق التي من شأنها أن تتيح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب آخرين. وما تجدر الإشارة إليه هو أن المبالغة في تحليل المعلومات لا يمكن أن يتولد عنها أي عائد إضافي، فحتى إذا ما حقق المستثمر عائداً إضافياً نتيجة لذلك، فإن التكاليف الإضافية للتحليل قد تعادل إن لم تفوق العائد الإضافي الذي تحقق.³ وفي ظل هذا الوضع يمكن تلخيص الخطوات التي تتحقق بها كفاءة بورصة الأوراق المالية في النقاط التالية:⁴

- يفترض وجود بورصة أوراق مالية منظمة جدا تضم عددا كبيرا من المستثمرين، وهذا ما يؤدي بدوره إلى زيادة درجة الكفاءة الهيكلية التي تعكس درجة المنافسة في البورصة.
- في ظل المناخ التنافسي للسماسة في خدمة المستثمرين يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريبا، مما يعني استجابة فورية لتنعكس مباشرة في سعر الأوراق المالية قيد التداول، وما يميز هذه الاستجابة إنفراد أي من المستثمرين بميزة السبق في شأن الحصول على تقييم للسعر الذي يباع به السهم.

¹ يوسف حسن كافي، الأوراق المالية وسوق المال العالمي، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2017، ص ص (43-44).

² عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، عمان، الأردن، خلال الفترة 16-18/03/1426هـ، ص: 7.

³ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة توزيع المعارف، الاسكندرية، مصر، 2006، ص ص (492-493).

⁴ صالح مفتاح، فريدة معارفي، مرجع سبق ذكره، ص: 185.

- فور وصول هذه المعلومات الجديدة والتي هي بمثابة أنباء قد تكون سارة أو غير سارة، يعمل المستثمرون على تقدير قيمة الأصل سواء بالارتفاع أو الانخفاض، وللإشارة أنه لا وجود لفواصل زمني بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم وحصول كافة المستثمرين عليها.

- وحتى نقول أن السوق يتصف بالكفاءة الكاملة فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، والتي من شأنها تغيير نظرهم للشركة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار السهم صعوداً أو هبوطاً وذلك تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.

2- أنواع كفاءة بورصة الأوراق المالية:

تنقسم كفاءة بورصة الأوراق المالية إلى نوعين:

- **الكفاءة الكاملة:** يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى بورصة الأوراق المالية، وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع. وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:¹

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، وعدم وجود قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من بورصة الأوراق المالية.

- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.

- رشادة المستثمرين وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

لكن حصول المستثمرين على المعلومة وتحليلها لا يكون بدون تكلفة حتى وإن كان الحصول عليها مجاناً فإن عملية تحليلها تكون في الغالب عن طريق مكاتب الاستشارة وهي مكاتب تعمل مقابل عمولة، كما أن بعض المستثمرين لهم ميزات تمكنهم من الحصول المسبق على المعلومة، وقد يرجع ذلك لقرهم من المديرين أو كبار العاملين في الشركات المدرجة في البورصة، ولا يخفى على أحد أن كل الأسواق المالية توجد بها تكاليف وعمولات على التنظيم كما أن الضرائب موجودة في الكثير من التشريعات ولا يتم الإعفاء عن كل المعاملات من الضرائب في كل الدول. أما بالنسبة للشروط الرابع الذي يقضي بأن المستثمر يسعى لتعظيم المنفعة من موارده المتاحة، فهو شرط مقبول حيث أن أغلب المستثمرين يضعون ذلك الهدف نصب عينيه عندما يتعاملون في بورصة الأوراق المالية. وفي هذه الحالة ليس أمامنا سوى التمسك بالشروط الأخير باعتباره المحور الأساسي لكفاءة السوق، وإذا ما قبلنا هذا الحد الأدنى من الشروط، نكون انتقلنا من مفهوم الكفاءة الكاملة للسوق إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية.

¹ نفس المرجع السابق، ص:6.

- **الكفاءة الاقتصادية:** في ظل الكفاءة الاقتصادية لبورصة الأوراق المالية، يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق، وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، غير أنه من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل.¹ وهذا ما يساهم في زيادة قدرة السوق على جذب رؤوس الأموال سواء من الداخل أو الخارج، فهي تتحقق عندما تعكس أسعار الأوراق المالية المسجلة في السوق كل المعلومات عنها، وبذلك يستطيع المستثمر العادي معرفة القيم الحقيقية للاستثمارات المختلفة، بما يجعله يتجه تلقائياً نحو المجالات الأكثر ربحية والمنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة ومربحة، وهذا يؤدي في النهاية إلى تحقيق التوزيع الأمثل للموارد.

المطلب الثالث: مستويات كفاءة بورصة الأوراق المالية

تتخذ صيغ فرضية كفاءة بورصة الأوراق المالية أشكالاً ثلاثة في ضوء سعة المعلومات وشمولها مما ينعكس على الأسعار السوقية بشكل كامل وسريع، وصنفت معظم الأدبيات المالية فرضية كفاءة البورصة إلى ثلاث مستويات حيث يعتمد كل فرض منها على وفرة المعلومات وكلفتها، وهذا ما سنظهره من خلال النموذج التالي:

1- المستوى الضعيف لكفاءة بورصة الأوراق المالية:

وهو المستوى الأدنى للكفاءة، حيث يعرف السوق على أنه كفو إذا كانت الأسعار الحالية للسهم تعكس بالكامل جميع المعلومات الخاصة بالتتابع التاريخي للتغيرات في الأسعار، لذلك فإن تطبيق أي قاعدة من قواعد التعامل أو التحليل، والتي تعتمد على المعلومات التاريخية مثل (أسعار الأسهم، حجم التعامل، قوائم مالية منشورة)، وبالتالي لا يمكن استخدامها كأداة للتنبؤ بحركة الأسعار المستقبلية للأسهم، ولذلك ليس من الممكن للمتعاملين في السوق أن يحققوا عوائد فوق عادية (upnormal return) باستخدام الأسعار التاريخية للأسهم² لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم. ومن الاختبارات التي تحدد حركة الأسعار وفقاً لفرضية الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق:

- **اختبار سلسلة الارتباط:** يعتمد هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل، حيث في المدى الطويل يمكن أن يكشف عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار، ويرجع هذا الاختبار إلى FAMA في الخمسينات، عندما قام باختبار 30 سهماً متكون مؤشر داوجونز وذلك من خلال دراسة معامل الارتباط لسلسلة من العوائد المتتالية لفترة تمتد من يوم إلى أيام، وقد بين أن نسبة ضئيلة

¹ كهينة لرشام، مرجع سبق ذكره، ص: 57.

² Brigham.F, Eugene Ehrhardt.c, Michel , **Financial management theory & practice**, 11 th edition , South western , USA, 2005 .p:46.

من الأسهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة، وتصبح هذه النتيجة بمثابة تأكيد واقعي لفرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة ونظرية الحركة العشوائية للأسعار.¹

- اختبار قواعد التصفية: يعتقد أصحاب هذا المدخل أن اختبار سلاسل الارتباط غير مناسب في حالة الأنماط المعقدة لحركة الأسعار، ويقترحون اختباراً آخر للتحقق من الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، ويسمى اختبار قواعد التصفية، حسب هذا الاختبار يقوم المستثمر باختيار أحد البديلين، إما أن يتبع أسلوب التنوع الساذج، بمعنى الاحتفاظ بالأسهم لمدة طويلة نسبياً، أو التخلص منها بشكل مستمر (المضاربة المستمرة). حيث يتم وفق هذا الاختبار المقارنة بين عائد السهم في حالة الاحتفاظ به لمدة طويلة، وحالة بيعه باستمرار عندما تتغير الأسعار وفق تحليل حركة الأسهم في الماضي، فإذا كشفت نتائج الاختبار بأن المستثمر حقق عائد أكبر في الحالة الثانية من الحالة الأولى، فإن ذلك مؤشر على عدم كفاءة السوق لأنه استطاع تحقيق أرباحا غير عادية نتيجة لاستخدامه معلومات حول الأسعار التاريخية للأسهم.²

ولقد استخدمت الدراسات الميدانية مداخل مختلفة لاختبار فرض الصيغة الضعيفة مثل سلاسل الارتباط وقواعد التصفية بهدف تحديد درجة العشوائية لسلسلة متتالية من الأسعار مثل دراسات رول ورينغانم (Reinganum, 1982, Roll, 1983). ولقد توصلت الفكرة إلى تأكيد صحة فرضية السوق الكفاء من الشكل الضعيف مما يعني رفض الفكرة التي تقوم عليها مدرسة التحليل الفني، والتي ترى أنه يمكن دراسة التغيرات في سعر الورقة المالية خلال فترة ماضية بهدف التنبؤ بحركة سعرها في المستقبل.³

2- المستوى شبه القوي لكفاءة بورصة الأوراق المالية:

يفترض المستوى شبه القوي لكفاءة بورصة الأوراق المالية بأن "الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس تغيراتها السابقة فقط، بل تعكس كذلك المعلومات المتاحة للجمهور كلها، أو التوقعات المتعلقة بالظروف الاقتصادية، ظروف الشركة، والتقارير المالية وغيرها. وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات إذ تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبينة على وجهة نظر أولية بشأنها، غير أنه إذا أدرك المستثمر (ومنذ اللحظة الأولى) القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات فسوف يحقق أرباحا غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين.⁴

¹ بن اعمر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب)، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2013، ص: 253

² عائشة بخالد، اختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف (دراسة حالة مؤشر داوجونز الصناعي خلال الفترة 1928_2014)، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية، جامعة قاصدي مرباح بورقلة، الجزائر، 2015، ص: 21.

³ محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإبراهيمية، الاسكندرية، مصر، 2002، ص: 128.

⁴ حازم السمان، سليمان موصللي، مرجع سبق ذكره، ص: 156.

ويمكن اختبار كفاءة السوق تحت المستوى شبه القوي باستخدام مجموعة من الاختبارات الإحصائية ونماذج الاقتصاد القياسي وهي كالآتي:¹

أ- **نموذج السوق:** تعتبر مدخلات نموذج السوق من المعلومات المحاسبية عن فترات زمنية قصيرة لحركة أسعار الأسهم في سوق رأس المال، بينما مدخلات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية عادة ما تعبر عن فترات زمنية طويلة، ولذلك عادة ما يستخدم نموذج السوق عند قياس المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية. ويعتمد نموذج السوق على اعتبار أن معدل العائد المتوقع للسهم خلال فترة زمنية معينة دالة خطية لعائد السوق خلال نفس الفترة، بمعنى أن العائد على سهم معين دالة خطية للعائد على جميع الاستثمارات المتاحة. ويتم التعبير عن نموذج السوق بالمعادلة التالية:²

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + e_{it}$$

حيث:

R_{it} : العائد المتوقع للسهم i خلال الفترة t .

R_{mt} : عائد السوق m خلال الفترة t .

a_i & b_i : معاملات نموذج السوق للسهم i .

e_{it} : الخطأ العشوائي.

ب)- **نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM:** يفترض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أن معدل العائد للورقة المالية مرتبط بمخاطر السوق، أي هو دالة في عامل واحد يتمثل في المخاطر النظامية وفقاً للأسس التالية:³

- يوجد العديد من المستثمرين ولكل منهم ثروته، التي تعد صغيرة جداً مقارنة مع الثروة الكلية للمستثمرين جميعاً.
- تقتصر الاستثمارات على الفضاء المكون من كل الأصول المالية المطروحة للتداول مثل الأسهم والسندات، والاستثمارات ذات المعدل الخالي من المخاطر.
- لا يدفع المستثمرون أي ضرائب على أرباحهم ولا حتى تكاليف على معاملاتهم المالية.
- يعد كل مستثمر إنساناً رشيداً يهدف لامتلاك محفظة المثلى ذات أقل متوسط تباين لعوائدها المالية.
- يقوم المستثمرون بتحليل الأوراق المالية بنفس الطريقة، وبالتالي لديهم تقديرات متماثلة حول التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمارات المتاحة.
- تكون بورصة الأوراق المالية في حالة توازن.

¹ عبد الحسين جليل الغالي، حسن شاكر الشمري، التحليل الاقتصادي لكفاءة الأسواق المالية (دليل تجريبي لبعض الأسواق العربية)، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، العراق، المجلد 9، العدد 2، 2015، ص 6.

² عادل عبد الفتاح الميهي، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي (دراسة اختبارية وحديثة)، بحث منشور برعاية جامعة الملك خالد، السعودية، بدون سنة نشر، ص ص: (25-26).

³ حسن مشرق، أيمن الشهاب، اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البعث للعلوم الإنسانية، سوريا، المجلد 36، العدد 1، 2014، ص 264.

ويشمل هذا النموذج نوعين من العلاقات، وهي:

- خط سوق رأس المال (CML) The capital market line: يطلق على هذا الخط بالمجموعة الكفاءة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، فهو يوضح العلاقة التوازنية بين العائد المتوقع لمحفظه الأوراق المالية والمخاطر الكلية (المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة)، ومعادلته تكون كالتالي:¹

$$R_p = R_f + \left(\frac{(R_m - R_f)}{\sigma_m} \right) * \sigma_p$$

حيث أن: R_p : معدل العائد المتوقع للمحفظة؛ R_f : معدل العائد الخالي من الخطر؛ R_m : معدل عائد السوق؛ σ_m : الانحراف المعياري لعائد السوق؛ σ_p : الانحراف المعياري للمحفظة.

- خط سوق الأوراق المالية (SML) The security market line: يمكن من خلال خط سوق الأوراق المالية تحديد العلاقة بين المحافظ الاستثمارية ذات الكفاءة كعلاقة خطية بسيطة لكن بالنسبة للأصول المنفردة، فإن قيم عوائدها وانحرافاتهما المعيارية لا تقع على خط سوق رأس المال، وذلك كون الأصل المنفرد لا يتمتع بكفاءة المحافظ التي تمتاز بالتنوع، وعليه فإن مخاطر الأصل المنفرد يتم قياسها عن طريق معامل β ، ومنه تم تطوير معادلة انحدار خطي بسيط تربط بين عوائد الأصل المنفرد ومخاطره كما يلي:²

$$E(R_i) = R_f + \beta_i (\hat{R}_m - R_f)$$

حيث:

$E(R_i)$: العائد المطلوب للأصل المالي i ؛ R_f : العائد الخالي من المخاطرة؛ $\beta_i (\hat{R}_m - R_f)$: علاوة المخاطرة نتيجة الاستثمار في الأصل المالي الخطر i .

ج- نموذج التسعير المرجح APT: يعتبر نموذج APT المقترح من قبل ROSS سنة 1976 تعميماً لنموذج CAPM، حيث يفترض نموذج APT أن منحة أو علاوة الخطر مرتبطة بالعديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية، والورقة المالية تكون كثيرة أو قليلة الحساسية لهذه المتغيرات، وأيضاً بتشويش ϵ خاص بالمؤسسة.³ ومن هذا المنطلق يمكن التعبير عن العائد المتوقع وفقاً لهذا النموذج بالصيغة الرياضية التالية:⁴

¹ إسماعيل جميل الصعدي، العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير في المحاسبة، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2011، ص: (34-35).

² سليمة حشايشي، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المنتدى العلمي الدولي الموسوم بالأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20_21 أكتوبر 2009، ص: (15-16).

³ علي بن الضب، سيدي احمد عياد، تكلفة رأس المال وإنشاء القيمة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد2، 2013، ص:133.

⁴ سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2018، ص:66.

$$\bar{R}_1 = \hat{R}_i + (\bar{R}_M - \hat{R}_M)\beta_i + \varepsilon_i$$

\bar{R}_1 معدل العائد المتحقق على السهم i ؛ \hat{R}_i معدل العائد المتوقع على السهم i ؛ \bar{R}_M معدل العائد المتحقق على السوق؛

\hat{R}_M معدل العائد المتوقع على السوق؛ β_i حساسية السهم لمجموع عوامل السوق؛ ε_i تأثير الأحداث الخاصة على العوائد المتوقعة للسهم i .

ومن خلال المعادلة يتضح أن العائد المتحقق \bar{R}_1 يكون مساويا للعائد المتوقع \hat{R}_i ، مضافا إليه زيادة خطية موجبة أو سالبة قدرها $(\bar{R}_M - \hat{R}_M)\beta_i$ ، والتي تعتمد على حساسية السهم لعوامل السوق والفرق بين العائد المتوقع والعائد المحقق للسوق الذي يتحدد حسب الظروف الاقتصادية غير المؤكدة كالتضخم، سعر الفائدة، أسعار الصرف، ومستوى النشاط الاقتصادي.

ويقوم نموذج التسعير المرجح APT على الأسس التالية:¹

- لعناصر المخاطر المنتظمة تأثير نسبي على العوائد.
- عائد الأوراق المالية يعتمد على عوامل متنوعة وأخرى غير متنوعة، وهذه العوامل تؤثر على العوائد المتوقعة، وهكذا سوف تؤثر على سعر الأوراق المالية وعلى السوق بصفة عامة.
- الأوراق المالية المتداولة تكون في ظل أجواء المنافسة الكاملة في بورصة الأوراق المالية.
- للمحللين والمتعاملين دور كبير في التأثير على أسعار الأوراق المالية في ظل ظروف التأكد لتعظيم الثروة.
- يفضل المستثمر زيادة ثروته في ظل ظروف التأكد.
- يمكن التعبير عن العائد على الاستثمار في الأوراق المالية بدالة خطية في مجموعة من العوامل أو المؤشرات الرئيسية.

ومن الاختبارات التي أجراها الفريق البحثي جنسن، فيشر وفاما (Fama.Fisher.Jensen&Roll) في عام 1969م للتحقق من صيغة شبه القوية للسوق الكفاء، أشارت إلى أن المستثمرين لا يستطيعوا تحقيق أرباحا استثنائية بالاعتماد على المعلومات العامة المتاحة مثل هكذا معلومات تشمل: (الأسعار السابقة وحجم الصفقات المتداولة والبيانات المحاسبية والتقارير السنوية والإعلانات عن نسبة الأرباح أو إصدار أسهم جديدة)، لأن السوق متوسط القوة أو شبه القوي سيعكس مسبقا كل هذه المعلومات وبذلك يقيد فرص تحقيق الأرباح.

3- المستوى القوي لكفاءة بورصة الأوراق المالية:

تقضي هذه الصيغة بأن سعر السهم الحالي متأثرا بجميع المعلومات العامة والمتاحة للجميع بشكل علني، وتلك المعلومات التي تمتلكها قنوات خاصة ذات صلة مباشرة بمصدر المعلومة (مثل إدارة الشركة المصدرة للسهم وكبار

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2010، ص: 207.

المتعاملين)¹، بمعنى أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المنشورة العامة إضافة إلى المعلومات التي يتحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وهذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين.² ويعود السبب في ذلك إلى أن التغيرات في سعر الورقة المالية (السهم) عشوائية مستقلة، وإذا كان هناك من يملك معلومات خاصة (سرية)، فإن أسعار السوق سوف لن تعكس بالكامل جميع المعلومات.³

ويتم اختبار كفاءة السوق تحت المستوى القوي من خلال مقارنة أداء المطلعين مع أداء مشتركي السوق الآخرين فإذا كان أداء المطلعين أفضل من أداء المشتركين الآخرين، فهذا يدل على عدم كفاءة السوق بالمستوى القوي لأن هؤلاء امتلكوا معلومات خاصة وغير متوفرة للآخرين وعليه فهم حققوا عوائد غير عادية. أما إذا كان أداؤهم مساوياً أو أقل من أداء السوق ككل، فإن ذلك يشير إلى أن كفاءة السوق تحت المستوى القوي. وقد ذكر الباحثون أن الاختبارات التي تختبر هذا المستوى من الكفاءة تقسم إلى نوعين وهما:⁴

- اختبارات تتعلق بمعرفة مصدر العوائد غير عادية والتأكد بأنه متأتي مباشرة من المعلومات الخاصة.
- اختبارات تفحص الأداء الاستثماري للمشاركين الرئيسيين في بورصة الأوراق المالية، حيث توضح فيما إذا كان هؤلاء المشاركون يمتلكون معلومات سرية غير معلنة يتمكنون من خلالها من تحقيق التفوق في بورصة الأوراق المالية وتحقيق العوائد العالية على حساب الآخرين.

وبالرغم من أن العديد من الدراسات التي أجريت لفحص اختبار هذه الصيغة إلا أن نتائجها أشارت إلى صعوبة التحقق من كفاءة السوق بالصيغة القوية حتى في ظل مفهوم الكفاءة الاقتصادية. ويعود السبب ذلك إلى تحديد من يمتلك معلومات خاصة حيث أن هذه المعلومات تصبح عامة إذا علم أنها موجودة لدى أحد المتعاملين. وهذا ما بينته (دراسة عبد اللطيف 2001) التي نصت على أن السوق الكاملة ليس لها وجود في العالم الحقيقي، ذلك من قام بوضع هذه الفرضية أوضح أن الصيغة القوية متطرفة للكفاءة ولكن من الصعب الوصول إليها. وعلى الرغم من اعتراف فاما بتزايد الانتقادات الموجهة لفرضية كفاءة السوق نتيجة ظهور ما يعرف بالظواهر الشاذة في بورصات الأوراق المالية كأثر الحجم، أثر نهاية الأسبوع، وأثر نهاية الشهر، إلا أن عدم وجود بدائل نظرية بحثية يؤكد أن نظرية كفاءة بورصة الأوراق المالية مازالت النظرية الحاكمة للفكر المالي.⁵

¹ كهينة رشام، مرجع سبق ذكره، ص. 59.

² رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص: 111.

³ كهينة رشام، مرجع سبق ذكره، ص: 59.

⁴ عبد الحسين جليل الغالي، حسن شاكر الشمري، مرجع سبق ذكره، ص. 7.

⁵ عبد الحسين جليل الغالي، محمد عودة عبود، دراسة تحليلية لكفاءة سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، العراق، المجلد 13، العدد 40، 2016، ص. 30.

يلاحظ بأن كفاءة بورصة القيم ترتبط أساساً بمدى انعكاس المعلومات المتاحة في سعر الأوراق المالية، حيث على أساس نوعية المعلومات التي تنعكس في السعر تتحدد مستويات الكفاءة. وتظهر أهمية تقييم الأوراق المالية في تحسين وتفعيل كفاءة السوق من خلال الوصول إلى القيم الحقيقية لها. أما في حالة كون السوق تتمتع بكفاءة مقبولة، فيفترض أن الأسعار المسجلة بها تمثل أفضل انعكاس للقيمة الحقيقية للورقة المالية ومن ثمة لقيمة المؤسسة. ومنه يلاحظ أن هناك علاقة تأثير تبادلية بين كفاءة بورصة القيم وقياس قيمة المؤسسة وأسهمها. وعليه إذا ما أريد تقييم المؤسسات في إطار إجراءات التفاوض أو الاستثمار المالي أو حتى في إطار التسيير الداخلي لها، فسعر التداول في مثل هذه الأسواق المتميزة بالكفاءة يصبح أفضل مجال ومرجع مناسب لتقييم أسهمها ومن ثمة قيمة المؤسسة بالتبعية.¹

المبحث الرابع: مؤشرات بورصة الأوراق المالية ومناهج تحليلها

تحتل المؤشرات مكانة هامة عند الاقتصاديين أو المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، باعتبارها تقيس مستوى الأسعار بالاستناد على عينة من الأسهم المتداولة فيها، وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة بورصة الأوراق المالية المستهدفة.

المطلب الأول: أساسيات حول مؤشرات بورصة الأوراق المالية

يتم استخدام مؤشرات الأسعار لقياس أداء السوق، وقد تكون تلك المؤشرات عامة تعبر عن حالة السوق بصفة عامة، أو خاصة تعبر عن حالة صناعية معينة أو قطاع معين. ومن أهم الشروط التي يتعين توافرها لبناء مؤشر جيد يعبر عن صورة السوق الحقيقية هي: وجود عينة من أسهم الشركات تمثل السوق تمثيلاً جيداً واستخدام طريقة سهلة ومبسطة لحساب قيمة المؤشر.²

1- مفهوم مؤشرات بورصة الأوراق المالية:

ولمؤشرات بورصة الأوراق المالية تعاريف عديدة، تنصب جميعها في إبراز التغير الحاصل في بورصات الأوراق المالية بشكل عددي، وهذا ما سنبينه من خلال النقاط التالية:

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغير في أسواق الأوراق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء. ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق... إلخ ارتفاعاً وانخفاضاً الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها. أما عن مؤشر الأسهم

¹ هوارى سويسى، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السابع، 2010، ص:ص (115-116).

² عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص: 115.

فهو بالنسبة للمستثمر معياراً لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضا لقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل.¹

فمؤشرات أسواق الأوراق المالية ما هي إلا أرقاما أو نسب مئوية متخصصة بأسعار الأوراق المالية التي يتم تداولها في تلك الأسواق، ولها أنواع مختلفة، ويتم استخراجها عن طريق تقسيم رقم معين (سعر سهم معين في الفترة الحالية) وتسمى فترة المقارنة (س2)، على سعر نفس السهم (س1) في فترة سابقة (تسمى فترة الأساس).²

وفي الأخير، يمكن القول أن مؤشرات بورصات الأوراق المالية هي تقنية قياسية تسمح بإعطاء نتيجة عددية متعلقة بأسعار الأوراق المالية المتداولة، بواسطة علاقة موجودة بين تطور الكميات وتطور الأسعار عبر الزمن، وتتحدد جودة المؤشر على مدى قدرته على تحديد الاتجاه العام للسوق بصفة عامة، أو عن حالة صناعية معينة أو قطاع معين.

2- متغيرات مؤشرات بورصة الأوراق المالية:

يصمم مؤشر بورصة الأوراق المالية لقياس أداء السوق عبر زمن معين وعن أداء الأسهم العادية. ويسلك المؤشر اتجاهها يعتمد على سلوك السعر وسلوك العائد على الاستثمار. ويختلف المفهومين عن بعضهما البعض تبعا لاعتماد أو استبعاد مقسوم الربح:³

أ- العائد على الاستثمار:

تتضمن معادلة العائد على الاستثمار سعر السهم في السنة الحالية مضافا إليه مقسوم الأرباح للسنة الحالية مطروحا منه سعر السهم للسنة السابقة ومقسوما على سعر السهم في السنة السابقة، ويعتمد في حسابه على المعادلة التالية:

$$r = \frac{P_t + D_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

مع:

العائد على الاستثمار r ؛ مقسوم الأرباح في السنة الحالية D_t ؛ سعر السهم في السنة الحالية P_t ؛
سعر السهم في السنة الماضية P_{t-1} .

ب- العائد على الاستثمار الذي لا يأخذ مقسوم الأرباح بعين الاعتبار:

وتتضمن معادلة هذا المفهوم الفرق بين سعر السهم بين السنة الحالية والسنة السابقة مقسوما على سعر السهم للسنة السابقة، وهي موضحة في الصيغة التالية:

¹ حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص: 35.

² رمضان زياد، مرجع سبق ذكره، ص: 162.

³ سمر كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص: 90.

$$r = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

ويطلق المفهوم الثاني مؤشر السعر فيما يطلق على المفهوم الأول مؤشر العائد على الاستثمار، والصيغة الثانية هي الصيغة المعتمدة في أغلب أسواق العالم، وقد تكون المدة يوما مما يعني أن الفرق بين سعر اليوم وسعر أمس قصير الأجل.

3- أهمية مؤشرات بورصة الأوراق المالية:

تؤدي مؤشرات بورصات الأوراق المالية دورا فاعلا في عمليات تداول الأوراق المالية في البورصات كونها تعكس الأسعار وحركتها، وتأتي أهمية المؤشرات فيما يلي:

أ- يعد تلخيص أداء بورصات الأوراق المالية كونه يعكس أسعار أسهم الشركات في جميع القطاعات الاقتصادية، ويلخص أداؤها بمعايير ومؤشرات رقمية قابلة للمقارنة، كما أن المؤشر يكتشف العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية للبلد ونتائج التداول في بورصة الأوراق المالية.

ب- يساعد المؤشر القائمين على بورصات الأوراق المالية والمشاركين فيها بإعادة تنظيم السوق من خلال عمليات المراجعة المحددة للعناصر التي أدت إلى انحراف الأسعار وتصويبها باتجاه يعكس الأسعار بدقة.

ج- تعد إحدى الأدوات لتحديد سعر السهم من خلال خصم التدفقات النقدية المستقبلية، ويعكس المؤشر توقعات المساهمين والمستثمرين في السوق.¹

د- تعتبر أداة فعالة للمقارنة مع أسعار السهم أو القطاع أو السوق ومع المعايير المختارة الأخرى أو مع مؤشرات الأسواق المالية في الدول الأخرى، "إذ يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق السهم بمؤشرات الأسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة مع الأسواق الأخرى، مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية وبخاصة في الحالة التي يكون فيها السوق من الأسواق الواعدة."²

4- استخدامات مؤشرات بورصات الأوراق المالية:

تهدف المؤشرات المالية إلى معرفة الاتجاه العام لحركة الأسعار في بورصات الأوراق المالية من حيث ارتفاعها وانخفاضها، كما أنها تساعد في اتخاذ قرارات الشراء والبيع، وتقاس حركة التغير في المؤشرات بالنقطة التي هي عبارة عن مقدار التغير بوحدة واحدة في المؤشر أو سعر السهم صعودا وهبوطا.³ وفي المقابل، أكد Hoeing بأن المؤشر يستخدم بوصفه أداة للتنبؤ بالنشاط الاقتصادي، إذ أنه يمكن أن يعطي تنبؤا مسبقا قبل حدوث انتعاش

¹ كهينة رشام، مرجع سبق ذكره، ص: 65.

² عمر عبو، الأسواق المالية و دورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار (دراسة تجارب دولية)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012، ص: 55.

³ كهينة رشام، مرجع سبق ذكره، ص: 65.

أو انكماش اقتصادي، أي أنه يتجه نحو التغيير ارتفاعاً وانخفاضاً قبل حدوث أي تغيير في النشاط الاقتصادي في البلد الذي تعمل فيه السوق المالية. وقد أشار العديد من الباحثين بأن للمؤشر استخدامات عديدة أهمها:¹

(أ) - إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: إذ أن القاعدة العامة أن حركة أسعار مختلف الأسهم المتداولة في السوق تسير في الاتجاه نفسه، وهذا يعني بالتبعية وجود علاقة طردية بين التغيير في سعر السهم لشركة ما، والتغيير الذي يطرأ على مؤشرات الأسهم.

(ب) - الحكم على أداء المدير المحترف الذي يشرف على محفظة أي مؤسسة مالية: والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع، ويكون لزاماً عليه أن يحقق عائد أعلى من متوسط السوق، وللتحقق من ذلك يمكن أن يستخدم عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققته محفظة الشركة المعنية على أن يؤخذ بالحسبان التباين بين مخاطر المحفظة.

فوفقاً لفكرة التنويع العشوائي (السادج) يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مكونة عشوائياً يعادل تقريباً معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مالية، والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع يكون لزاماً عليه أن يحقق عائداً جيداً، والذي يعكس عائد السوق بصفة عامة، كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق الذي تنشط فيه.²

المطلب الثاني: لمحة عن مؤشرات بورصات الأوراق المالية العالمية وأسسها

يقيس مؤشر بورصة الأوراق المالية مستوى الأسعار في البورصة، حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما. وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر إيجاد تصور شامل لأداء السوق وتطوراته بأسلوب كمي، يمكن تمثيله بيانياً لأخذ نظرة دقيقة حول تغيير الاتجاه العام للسوق.

1- أنواع حركات المؤشر في بورصة الأوراق المالية:

يتحرك المؤشر في أي بورصة ثلاث حركات تتباين وفقاً لأمدها الزمني، وهي الحركة الرئيسية، والثانوية، واليومية:³

¹ بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية (دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية)، مجلة تنمية الرفادين، جامعة الموصل، العراق، العدد 30، 16 أفريل 2007، ص: 75.

² محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2001، ص ص: (374-375).

³ للاطلاع أكثر أنظر:

* بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، مرجع سبق ذكره، ص ص: (80-81).

* سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

1-1- الحركة الرئيسية: إذ تمثل الحركة الرئيسية (primary movement) خط الاتجاه الواسع، وتمتد من عدة شهور إلى عدد من السنين، وتشير هذه الحركة أساسا إلى السوق الصاعد (Bull) والسوق الهابط (Bear). فمیل مؤشر السوق إلى التحرك في ناحية معينة عبر خط مستقيم لمدة من الوقت (دقائق، أيام، أشهر)، يطلق عليه بميل السوق، ويبقى هذا الاتجاه قائما إلى أن يتغير. وعندما تشكل تحركات هذا المؤشر سلسلة تصاعدية من الارتفاعات التي يمكن الوصل بينها بخط يشير إلى اتجاه السوق في الأعلى، ويدعى عندئذ بالسوق الصاعدة، إذ تزداد حركة الشراء عن حركة البيع. أما إذا كانت تحركات المؤشر في اتجاه أفقي فإن السوق تكون ساكنة. ولما تكون تحركات المؤشر سلسلة تنازلية فإن اتجاه السوق يكون عندئذ للأسفل.

1-2- الحركة الثانوية: وهي رد الفعل الذي يعمل على تصحيح الاتجاه الرئيسي في السوق الصاعد، والتي تعد حركة تصحيحية (Correction movement). وفي السوق النازل تدعى الحركات الثانوية في بعض الأحيان بردود الفعل. ومدة هذه الحركة أقصر من الحركة الرئيسية وتستمر عادة من ثلاث أسابيع إلى ثلاث أشهر، ويعقب ذلك استعادة السوق لأوضاعه بمعنى استعادة الأسعار بنسبة الثلث إلى الثلثين، والتي سبق لها أن صعدت في ظل سوق صاعد أو هبطت في ظل سوق هابط، وغالبا ما تنتهي الحركات الثانوية بفتور في نشاط السوق ويسمىها البعض حركات تصحيحية.

1-3- التقلبات اليومية: وهي مهمة إذا ما تم النظر إليها بوصفها مجموعة وليست منفردة، بشرط أن يعبر المؤشر عن حالة مجمل السوق وليس شركات بحد ذاتها، فمجموع التقلبات اليومية تكون الاتجاهات الثانوية في السوق.

وبناء على ذلك يمكن القول، بأن الاتجاه الرئيس يبقى سائدا لأكثر من سنة وقد يدوم لسنوات. أما الاتجاهات الثانوية فهي ردود فعل متوسطة إصلاحية للاتجاه الرئيس، وتستمر ردود الفعل من شهر إلى ثلاثة أشهر، أما الاتجاهات أو التقلبات اليومية فهي حركات قصيرة الأجل تدوم من يوم واحد إلى ثلاثة أسابيع، وتتكون الاتجاهات الثانوية من عدد من الاتجاهات اليومية التي تكون على الغالب عرضة للمضاربة.

2- أسس بناء مؤشرات بورصة الأوراق المالية:

إن تحديد فترة الأساس للمؤشر base time period أمر مهم لأنها تشكل المرجعية التي يتم قياس الأسعار الحالية السائدة فيها، ولذلك يجب اختيارها بعناية فائقة بحيث تكون فترة طبيعية جدا، ولا يشترط فيها أن تكون السنة الماضية أو الشهر الماضي بالضرورة، بل قد تكون سنة أبعد من ذلك على أنه إذا ما تغيرت الظروف السائدة بعدها تغيرا جذريا، واستقرت على ذلك التغير أي انتقلت البلاد إلى مرحلة مستقرة أخرى، غير التي كانت سائدة في سنة الأساس فلا بأس عندها من تغيير سنة الأساس لتعكس الأسعار التي كانت سائدة فيها خلال تلك المرحلة الجديدة. وعلى الرغم من الاختلافات في كيفية احتساب وبناء مؤشرات بورصات الأوراق المالية إلا أنها تقوم جميعا على أسس هي:

2-1)- عينة ملائمة: تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب وهي: الحجم والانتساع والمصدر، فيما يتعلق بالحجم (Size)، فالقاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقا لواقع السوق. أما الانتساع (Breadth) فيعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تمييز، أما إذا كان المؤشر خاصا بصناعة معينة، حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة، فيما يخص المصدر (Source)، فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.¹

2-2)- الأوزان النسبية: تمثل الأوزان النسبية القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة المكونة للمؤشر، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي، وهذه المداخل هي:

أ- تحديد الوزن على أساس السعر: أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. "ويؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، والذي قد لا يكون مؤشرا على أهمية الشركة أو حجمها، بل يرجع فقط إلى تفاوت في عدد الأسهم العادية المكونة لرأسماله، إضافة إلى أن قيمة المؤشر تتأثر بعمليات تجزئة الأسهم."²

ب- مداخل الأوزان المتساوية: في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر باستخدام وزن متساو لكل سهم من أسهم المؤشر (معامل ترجيح)، ويتم حساب هذا المعامل على أساس سعر السهم حيث يعادل مقلوب سعر السهم، وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر. ويعيب هذه الطريقة أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر. حيث يقتصر الترجيح على سعر السهم، بصرف النظر عن عدد الأسهم المتداولة منه، بالإضافة إلى تغير الوزن النسبي للسهم مع تغير سعر السهم بالبورصة.³

ج- مداخل القيمة: أي إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذا لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة. هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.⁴

¹ حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص: (41-42).

² P.Topscalian, **Les indices boursières sur action**, Economica, Paris, 1996, p: 9.

³ أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص: 227.

⁴ حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية (دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة دمشق، سوريا، العدد 11، 2011، ص: 96.

3- نماذج مؤشرات أداء بورصات الأوراق المالية:

يوجد العديد من المؤشرات التي يتم بواسطتها قياس مستوى أداء بورصات الأوراق المالية والتي من أهمها:

3-1- مؤشر معدل القيمة السوقية: القيمة السوقية هي عبارة عن مجموع قيمة رأس مال الشركات المدرجة ببورصة الأوراق المالية، ونحسب قيمة المؤشر من خلال نسبة القيمة السوقية للأسهم المحلية المدرجة في بورصة الأوراق المالية للدولة المعنية إلى الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدولة. ويستخدم هذا المؤشر لقياس حجم العرض الكلي بالسوق، وبالتالي فهو يقيس مقدرة الدولة في التأثير على تحركات رؤوس الأموال وتنويع المخاطر على المستوى الاقتصادي الكلي من خلال السياسات المالية والنقدية التي تشجع إنشاء شركات المساهمة وإدراجها ببورصة الأوراق المالية.

3-2- مؤشر السيولة: يعتبر مؤشر السيولة أهم مؤشرات البورصة، والذي يخدم وظيفتها الأساسية المتعلقة بتسهيل عمليات تداول الأوراق المالية بأسرع ما يمكن. ويوجد عدد من المؤشرات التي تقيس درجة سيولة السوق إلا أن مؤشر معدل القيمة الكلية المتبادلة ومؤشر معدل الدوران يعتبران الأكثر شيوعاً. فمن خلال قسمة نسبة القيمة الكلية للأسهم المحلية التي يتم تداولها في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة زمنية محددة نحصل على المؤشر الأول، وبقسمة البسط نفسه على متوسط القيمة السوقية لتلك الفترة نحصل على معدل دوران السهم.

3-3- مؤشر حجم التداول: وهو يمثل قيمة الأسهم التي يتم تداولها في بورصة الأوراق المالية خلال فترة زمنية معينة بمختلف الأسعار، ومن خلاله يمكن دراسة احتمالات هبوط أو صعود البورصة في المستقبل.

3-4- المؤشر العام لأسعار الأسهم: يستخدم هذا المؤشر للتعرف على الاتجاهات السوقية وحركة الأسعار ككل، فهو يستخدم كمقياس للحركة العامة في السوق، بحيث يتم قياسه من مجموعة من الأوراق المالية التي تمثل كافة قطاعات السوق، وبالتالي فإن ارتفاعه أو انخفاضه يعني بالضرورة ارتفاع أو تراجع مستوى أداء السوق ككل. وعادة ما يقوم السوق نفسه في كثير من الحالات بحساب هذا المؤشر ونشره بموقعه الإلكتروني.¹

4- أهم مؤشرات البورصات العالمية:

تقوم البورصات في القارات الخمسة بنشر عدد هائل من المؤشرات البورصية غير أنّ الذي اشتهر منها قليل نسبياً مثل:

4-1- مؤشر داو جونز: يعتبر مؤشر داوجونز الصناعي مؤشر خاص بسوق نيويورك يتم حسابه بواسطة المتوسط الحسابي للأسعار، ويتم تعديله بالأخذ في الحسبان عملية إحلال الأوراق المالية داخل المجموعة المعتمدة في حسابه التي تضم ثلاثون شركة صناعية وعشرون شركة نقل وخمسة عشر شركة من شركات المرافق العامة

¹ أزهرى الطيب الفكي، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص. 148.

والخدمات.¹ المؤشر، وعلى الرغم من ثبات عدد الشركات الداخلة أسعار أسهمها في هذا المؤشر إلا أن هوية هذه الشركات تختلف باختلاف أوضاع الاقتصاد. ويحسب كل نصف ساعة وفقاً للمعادلة التالية:²

$$DJI = \frac{\text{مجموع أسعار أسهم الشركات}}{\text{رقم خاص يسمى } DIVISOR}$$

حيث: Divisor هو رقم غير ثابت يتغير بتغير هوية الشركات الداخلة في حساب المتوسط الحسابي للأسعار، والهدف منه هو تحييد الأثر المباشر الناتج عن حذف إحدى الشركات من المؤشر وإضافة أخرى بدلا منها أو أثر تجزئة الأسهم أو أثر الأسهم المجانية التي يتم توزيعها على المساهمين.

4-2- ستاندرد أند بور 500 (S&P500): يحتوي على خمسمائة ورقة مالية تمثل 80 بالمئة من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك (400) شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 شركة في مجال المال والبنوك والتأمين.³ ويضم معظم الشركات كبيرة الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية مثل شركة IBM وشركة جنرال موتورز حيث تغطي هذه الشركات بوزن نسبي في المؤشر مقارنة بالشركات الصغيرة الحجم. وما تجدر إليه الإشارة أن الزيادة النسبية في قيمة هذا المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة السوقية الإجمالية لأسهمه، ويعتمد أسلوب بنائه على أساس القيمة حيث يحسب وفقاً للعلاقة التالية:⁴

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم في الفترة الحالية}}{\text{القيمة السوقية للأسهم في فترة الأساس}}$$

وعلى عكس مؤشر داو جونز، فإن مؤشر ستاندر أند بور لا يتأثر بالاشتقاق أو بإصدار أسهم في مقابل توزيعات. ومن الانتقادات الموجهة لهذا المؤشر هو التحيز لصالح المنشآت ذات الحجم الكبير باعتباره يقوم على مدخل القيمة، حيث أن التغير في سعر سهم الشركة الأكبر حجماً يترك أثراً أكبر على قيمة المؤشر من التغير في سعر سهم المنشأة أقل حجماً حتى ولو كان هذا التغير بنفس النسبة.⁵

4-3- مؤشر فاينانشيال تايمز: هو مؤشر سوق لندن للأوراق المالية، ويعد من أشهر المؤشرات العالمية ويقاس التغيرات في متوسط قيم أسهم ثلاثين شركة كبرى التي تقود السوق واتجاهاتها يومياً ذات النشاط الصناعي والتجاري والمسجلة في بورصة لندن. وقد كان أول حساب لهذا المؤشر على أساس أسعار الإقفال في 1983/12/30، وتم إعطاء قيمة أساسية لمؤشر قدره 1000 في هذا التاريخ، ويعتمد حساب هذا المؤشر

¹ محمد عبد الله شاهين، تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2017، ص.282.

² رمضان زياد، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص: (172-173).

³ حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص:50.

⁴ صلاح الدين شريط، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2019، ص.113.

⁵ كهينة رشام، مرجع سبق ذكره، ص: (74-76).

على المتوسط الحسابي المرجح، ويتم تعديله عند الضرورة لاستيعاب التغيرات التي قد تؤثر على قيمة المؤشر، ويتم حسابه كل دقيقة من خلال نظام إلكتروني، ويتم نشر قيمته من خلال الإذاعة ودور النشر.¹

4-4)- مؤشر داكس 30 لسوق الأوراق المالية بألمانيا : وهو مؤشر مرجح بالفوائد والأسعار أي بالأرباح الموزعة وبأسعار، وبدأ استعماله عام 1987. وكان عدد الشركات الداخلة في حسابه يبلغ 1000 شركة، ولكن تم تعديل عدد الشركات ليصبح 30 شركة في وقت لاحق بناء على الأسس التالية:²

- حجم أعمال الشركة.

- حجم أرباح الشركة.

- عدد فرص العمل التي توفرها الشركة.

4-5)- مؤشر مازي أو المؤشر المغربي العام لجميع القيم المنقولة من نوع الأسهم: يعتبر مؤشر مازي المؤشر الرئيسي لبورصة الدار البيضاء. تم إقراره منذ سنة 2004، عند مرور بورصة الدار البيضاء إلى قياس المردودية عبر مبدأ الرسملة العائمة، أي ربط وزن كل سهم في مؤشر معين بحجمه المتداول في السوق، وليس برأسمال الشركة المصدرة كما كان يعمل به سابقا، وبحسب وفق الصيغة التالية:

$$Masi = 1000 \times \frac{\sum_{i=1}^N f_{it} \times F_{it} \times Q_{it} \times C_{it}}{B_0 \times K_t}$$

حيث:

t: تاريخ الحساب؛ N: عدد القيم المعتبرة؛ مثلا، بالنسبة لمازي يتم اعتبار كل القيم المدرجة، f_{it}: معامل الرأسمال العائم؛ F_{it}: معامل الحد الأعلى؛ Q_{it}: عدد الأوراق المالية للقيمة المنقولة في التاريخ t؛ C_{it}: السعر في التاريخ t؛ B₀: الرسملة المرجعية في تاريخ 31 ديسمبر 1991؛ K_t: معامل المطابقة في التاريخ t للرسملة المرجعية، و يتم حسابه بطريقة تكرارية حسب المتغيرات الطارئة في السوق (إدماج أو سحب قيم، تغيير القيم الإسمية، تغيير في الانتماء القطاعي لقيمة ما، توزيع أرباح...).

4-6)- مؤشر مادكس أو المؤشر المدمج للقيم الخاضعة للتداول المستمر : يعتبر مؤشر مادكس أحد المؤشرات الرئيسية لبورصة الدار البيضاء. انطلق العمل به سنة 2004. وهو مبني على غرار مؤشر مازي على نفس المبدأ (الرسملة العائمة) و على نفس الصيغ الحسابية، إلا أنه لا يأخذ بعين الاعتبار إلا قيم الأوراق المالية الأكثر نشاطاً وغير المنقطعة التداول في البورصة.

4-7)- مؤشر بورصة الجزائر - دزاير أندكس -: انطلقت بورصة الجزائر في استخدام مؤشر مرجعي أطلقت عليه تسمية دزاير أندكس يضم إجمالي المؤسسات المسعرة في السوق الرئيسي من مختلف القطاعات، ويفترض أن يعكس الاتجاه العام للسوق، وتتم عملية تسييره وحسابه من قبل رسمي المقصورة لشركة بورصة القيم باتباع مبدأ

¹ أحمد سعيد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص: 252.

² رمضان زياد، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص: 180.

ترجيح الرسملة العائمة للسوق، بحيث يكون وزن كل قيمة متضمنة في المؤشر موافقة لعدد الأسهم القابلة للتداول لكل شركة مدرجة بالبورصة. ويتم حساب هذا المؤشر اعتمادا على أسعار قيم العينة عند الإغلاق في نهاية كل حصة تداول على أساس 1000 نقطة ابتداء من تاريخ 03 جانفي 2008.¹

المطلب الثالث: التحليل الفني لبورصات الأوراق المالية

يهتم التحليل الفني بتتبع حركة مؤشرات بورصات الأوراق المالية بهدف رصد نمط لتلك الحركة يمكن من خلاله التنبؤ باتجاهها مستقبلا، إذ يعتمد على فكرة أساسية هي أن التاريخ يعيد نفسه، فهو لا يؤمن بالحركة العشوائية للأسعار، ويستخدم التحليل الفني أدوات مختلفة لتتبع حركة أسعار الأوراق المالية المتضمنة في المؤشرات سواء على المستوى السوقي (البورصة) أو على مستوى سهم معين.

1- مفهوم التحليل الفني لبورصات الأوراق المالية:

يعرف التحليل الفني بأنه أسلوب لتسجيل بيانات التداول الفعلية والتاريخية (عادة في شكل خرائط ورسومات)، وذلك من خلال متابعة تغيرات الأسعار، حجم المعاملات وغيرها لسهم معين أو المتوسط العام لأسعار الأسهم ثم يقوم بعد ذلك باستنتاج الاتجاه المحتمل للمستقبل من خلال الصورة التاريخية للماضي.²

وينظر التحليل الفني إلى بورصة الأوراق المالية بأنها حلبة للصراع بين المشتريين والبائعين، والذين يرمز لهم بالثيران والديبة، فقوة الشراء أو قوة الثور تدفع الأسعار إلى الارتفاع، أما قوة البيع أو قوة الدب فهي تدفع بالسوق إلى الانخفاض. ويجب الانتباه إلى أن حجم البيع هو نفسه حجم الشراء وإن عبارة "البيع كان أكثر من الشراء" أو عبارة "الشراء كان أكثر من البيع" ليست دقيقة تماما، والعبارة الصحيحة هي أن "قوة الشراء أكبر من قوة البيع" أو "قوة البيع أكبر من قوة الشراء"، وعلى كل الأحوال استخدام مصطلح بحد ذاته ليس ذو أهمية والمهم أن يكون مفهوما لدى المستثمر ماذا يعني هذا المصطلح بالضبط. إن زيادة قوة الشراء على قوة البيع تعني أن هناك رغبة كبيرة بشراء ورقة مالية ما وهي تزيد على الرغبة ببيعها، وهنا فإن عوامل الطلب القوية نحو الارتفاع تدفع بالأسعار نحو الارتفاع، والعكس صحيح بالنسبة لعملية البيع.³

إذا من خلال ذلك، يسعى أصحاب هذا التحليل إلى دراسة كل مسببات العرض والطلب، وكيفية تشكلهما في الماضي لمختلف أسعار الأوراق المالية من خلال تحليل دوافع قرارات المستثمرين. وبذلك تتكون لهؤلاء المحللين

¹ ريمة بلفيطح، اختبار نموذج السير العشوائي في بورصة الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، المجلد 10، العدد 17، 2017، ص. 270.

² طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، دار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، بدون سنة نشر، ص:ص (136-137)، بنظر.

³ عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق رأس المال، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، دبي، 2006، ص:ص 15.

صورة عن مسببات حركة الأسعار وعن نمط معين تسلكه، مما قد يتيح لهم اتخاذ قرارات لفائدة زبائنهم مفضية لتحقيق مكاسب إضافية.¹

وعليه، يرتكز مفهوم التحليل الفني لمؤشرات بورصات الأوراق المالية إلى دراسة تغيراتها في الماضي وحجم التداولات الموافق لها للتنبؤ بمسارها في المستقبل، حيث يرى أنصار هذا التحليل أن التطور التاريخي في أسعار الأوراق المالية يعكس وضعية الشركات المدرجة في البورصة، وهذا ما يؤثر بدوره على مؤشرات أداء هذه الأخيرة ككل مثل رسملة السوق، مؤشر الأسعار..إلخ.

(2) - مبادئ التحليل الفني لمؤشرات بورصات الأوراق المالية:

يقوم التحليل الفني على مجموعة من المبادئ والفرضيات، وهي:²

- إن القيمة السوقية تتحدد على أساس قوى العرض والطلب.
- إن العرض والطلب تحكمه عوامل متعددة بعضها رشيد، والبعض الآخر غير رشيد، ومن بين تلك العوامل ما يدخل في نطاق اهتمام التحليل الأساسي، ومن بينها أيضا ما يتعد عن هذا النطاق مثل مزاج المستثمرين، والتخمين،... وما شابه ذلك.

- يعطي السوق أليا- وبصفة مستمرة - وزنا لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب.
- تميل أسعار الأسهم إلى التحرك في اتجاه معين، وتستمر في ذلك لفترة طويلة من الوقت، باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت إلى آخر.

- يرجع التغير في اتجاه أسعار الأسهم في الأساس إلى تغير العلاقة بين الطلب والعرض، وإن التغير في تلك العلاقة مهما كانت أسبابه يمكن الوقوف عليه - طال الزمن أو قصر- من خلال دراسة ما يجري داخل السوق نفسه.

نستنتج من خلال ما سبق أن التحليل الفني لا يعترف بافتراضات نظرية كفاءة سوق الأوراق المالية، ولا بمنطق الحركة العشوائية للأسعار، التي تعد الركيزة الأساسية لفرضية كفاءة السوق في صيغتها الضعيفة، و الواقع أن التحليل الفني يعتمد على مجموعة من العناصر تبنى عليها فلسفته، حيث تميل أسعار الأوراق المالية لأن تكون الاتجاهات في حركتها تستمر لفترات طويلة نسبيا بالرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر، وتتحدد القيمة السوقية للورقة المالية(السهم) في ضوء تفاعل قوى العرض والطلب فقط. وتخضع هذه الأخيرة إلى عوامل متعددة بعضها رشيدة وأخرى غير رشيدة، منها ما يدخل في نطاق التحليل الأساسي ومنها ما يتعد عن هذا النطاق مثل العوامل الفيسيولوجية، ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي ومستمر لتحديد الأسعار الملائمة.³

¹ هوارى سويسى، مرجع سبق ذكره، ص:122.

² سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، مرجع سبق ذكره، ص ص:(99-100).

³ بن حاسين بن عمر، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، مرجع سبق ذكره، ص:255.

3- موضوع التحليل الفني:

يمكن تلخيص أهم النقاط التي يركز عليها التحليل الفني فيما يلي:¹

3-1- بيانات السوق المنشورة والعوامل الداخلية: يركز التحليل الفني على بيانات السوق المنشورة، ويركز على العوامل الداخلية عن طريق تحليل التحركات في السوق أو في أسعار الأوراق المالية. وبالعكس فإن التحليل الأساسي يركز على العوامل الاقتصادية والسياسية التي تعد خارجية بالنسبة للسوق نفسه.

3-2- التوقيت: يركز التحليل الفني على التوقيت، فأسعار الأوراق المالية تميل إلى التحرك في اتجاهات، وذلك أثناء تحركاتها نحو مستويات التوازن الجديدة. ويمكن تحليل هذه الاتجاهات الجديدة وتحديد التغيرات التي تطرأ عليها عن طريق دراسة حركة الأسعار وحجم التداول بمرور الوقت، ويكون التركيز على التغير في الأسعار المحتملة.

3-3- المدى القصير: يميل الفنيون إلى التركيز أكثر على المدى القصير، وقد تم تصميم أساليب التحليل الفني لتحديد تحركات الأسعار المحتملة خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً، وعلى الجانب الآخر فإن المحلل الأساسي يهتم بالمدى المتوسط والطويل.

يهتم الفنيون بالطريقة التي من خلالها تتحرك الأسعار من نقطة توازن إلى نقطة توازن جديدة، وذلك وفقاً للمعلومات الجديدة التي دخلت السوق، حيث يرون أن هذه التحركات تتم تدريجياً وتأخذ بعض الوقت وفقاً للتغيير في العرض والطلب. ولا يركز الاهتمام الرئيسي على معرفة السبب وراء التغيير ولكن ينصب على الحقيقة التي تذكر أنه يحدث بالفعل، أي أن التحليل الفني يركز على التوقيت الخاص بالتنبؤ بتحركات الأسعار قصيرة الأجل سواء للأسهم أو السوق ككل.²

4- أهمية اتجاهات الأسعار في التحليل الفني:

يهدف التحليل الفني بالدرجة الأولى إلى التعرف على اتجاه الأسعار، فحركة الأسعار في أي سوق لها سمات مختلفة ومتنوعة، فقد تكون إما عادية وإما حادة شديدة الارتفاع أو الانحدار، كما أن المدة التي تمضيها الأسعار في اتجاهها تطول أحياناً وتقصّر أحياناً أخرى. ويتم التعرف على الاتجاه من خلال النظر إلى أعلى وأدنى النقاط في حركة الأسعار، هذه الأخيرة تتحرك في اتجاه معين ارتفاعاً أو هبوطاً، أو تتقلب داخل منطقة سعرية معينة صعوداً أو هبوطاً، وهي تواصل تحركها في إحدى الجهات الثلاث (إلى أعلى أو إلى أدنى أو جانبياً)، لحين حدوث ما يؤثر عليها ويغير اتجاهها.³

ويتميز **الاتجاه الصاعد** بارتفاع الأسعار، ويتشكل من سلسلة من القمم المتتالية، كل قمة تعلو عن القمة السابقة لها، ومن خلال هذه القمم المتتالية يتشكل لنا خط الاتجاه الصاعد و يتحدد لنا مستوى الدعم.

¹ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2006، ص: 322.

² نفس المرجع السابق، ص ص (321-322).

³ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

بينما الاتجاه الهابط فيتشكل من سلسلة من الانخفاضات السعرية، كل انخفاض سعري مستواه أدنى من مستوى الانخفاض السابق له، ومن خلال هذه الانخفاضات يتحدد لنا مستوى المقاومة. أما الاتجاه الجانبي، فإن مرتفعات الأسعار تكون في مستوى واحد تقريبا، كما أن المنخفضات السعرية تقف عند خط شبيه أفقي، فأعمدة الأسعار تكون شبه متراصة جنبا إلى جنب، وفي هذه الحالة يتحدد لنا مستوى دعم ومستوى مقاومة. وتجدر الإشارة إلى أنه عندما يحصل اختراق لخط الاتجاه إلى أعلى أو إلى أسفل من خلال تكوين انخفاضات تتجاوز خط الاتجاه المرسوم في مثل هذه الحالة يجب النظر إلى حجم التداول هل زاد بكمية كبيرة ليدل على أن الكسر للاتجاه حقيقي وقوي، أم أن حجم التداول قليل يوضح أن هذا الكسر غير حقيقي وأن سعر السهم سوف يعود مرة أخرى بسرعة خلال أيام.¹

وينقسم الاتجاه الرئيسي إلى ثلاثة مراحل، وهي:²

4-1) - مرحلة التجميع: وهي الفترة التي تقوم فيها بالشراء مجموعة قليلة من المستثمرين المتميزين بعيدي النظر ذوي الحس الاستثماري السليم في سوق يسوده جو عام استثماري متشائم، نتيجة انتشار الأخبار الاقتصادية الكئيبة وغير المشجعة.

4-2) - المرحلة التالية: يبدأ فيها السوق بكسب ثقة المزيد من المتعاملين واجتذاب مستثمرين جدد نتيجة ارتفاع الأسعار المتواصل، الشيء الذي يدعم ويقوي الاتجاه الصاعد.

4-3) - مرحلة التوزيع: وفيها يبدأ خروج مستثمري مرحلة التجميع من السوق، مستغلين فرصة دخول جمهور عريض طامع في تحقيق ثروة سريعة وسط أنباء عن تحسن الوضع الاقتصادي العام وشيوع جو استثماري شديد التفاؤل.

5) - أدوات التحليل الفني:

يستعين المحللون بالخرائط البيانية في إطار دراسة نمط تغير الأسعار، وستتناول من ضمنها ما يلي:

5-1) - مؤشر القوة النسبية: يعتقد الفنيون أنه بمجرد أن يبدأ اتجاه معين في الظهور فإنه سوف يستمر حتى يقع حدث رئيسي يغير هذا الاتجاه، ويفترض الفنيون أيضا بوجود أداء نسبي في البورصة، بمعنى وجود أسهم فردية أو مجموعة صناعية معينة تسيطر بأدائها على البورصة، ويعتقد الفنيون أن هذه الأسهم سوف تستمر في القيام بهذا الدور، ولهذا يقوم الفنيون أسبوعيا أو شهريا بحساب مؤشر لتلك الأسهم التي تقود البورصة سواء كانت متنوعة أو تمثل قطاع صناعي معين يحسب له مؤشر خاص به ومقارنته بمؤشرات البورصة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة أو مؤشر S&P400. وإذا كانت هذه النسبة تزداد بمرور الوقت فإن هذا يوضح أن الأسهم أو الصناعة تسيطر بأدائها على السوق، وسوف يتوقع الفني استمرار هذا الأداء الراقى، وتعمل القوة

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 219.

² كهينة رشام، مرجع سبق ذكره، ص ص: (97-98).

النسبية خلال فترات هبوط السوق كما تعمل خلال فترات صعود السوق، إلا أنه في أوقات انخفاض السوق فإن أسعار الأسهم التي تمثل القوة النسبية إذا لم تتجه للانخفاض أيضا مثل السوق، وإنما تستمر في الارتفاع فإن الفنيين يعتقدون أنه إذا كانت هذه النسبة مستقرة أو تزداد خلال فترات السوق الهابطة فإن الأسهم ستكون جيدة جدا من خلال المضاربة على الصعود في السوق التالية.¹ وبحسب مؤشر القوة النسبية وفقا للعلاقة التالية:

100

(التغيرات الموجبة/ التغيرات السالبة) + 1

5-2)- حواجز الدعم والمقاومة: تعتبر حواجز الدعم والمقاومة من أهم المواضيع في التحليل الفني، وقبل بيان هذه الحواجز فلا بد من الإشارة إلى أن هذه الحواجز هي حواجز نفسية ليس إلا، وإن كان البعض يحاول أن يعبر عنها بأنها الحدود الدنيا والعليا لقيمة الورقة المالية بحسب ما يتم تقديره من قبل المستثمرين. ويتكون حاجز الدعم عندما ينخفض سعر الورقة المالية إلى مستوى سعري معين ثم يرتفع بعد وصوله إلى هذا السعر ثم يعاود الانخفاض إلى نفس المستوى السابق ويعاود الارتفاع مرة أخرى من عند نفس المستوى، أي أن تكوين حاجز الدعم يتطلب أو ينخفض مستوى الأسعار إلى نقطة معينة مرتين على الأقل وأن ترتفع الأسعار من نفس النقطة في الحالتين، فإذا تكررت الحالة أكثر من مرتين فإن هذا يعتبر عاملا معززا لنقطة الدعم، وكلما زاد عدد المرات زاد مستوى الثقة بهذه النقطة. وينطبق نفس الوصف على حاجز المقاومة إذ تصل الأسعار إلى نفس المستوى مرتين على الأقل، وتبدأ بالانخفاض من هذا المستوى بعد وصولها إليه في كل مرة.²

5-3)- الشموع: يبين هذا النوع من الرسوم البيانية سعر الإقفال والافتتاح وأعلى سعر وأدنى سعر في اليوم، وإذا كان الإقفال أعلى من الافتتاح فإن الشكل يكون مفرغا أو بالشكل البيضاوي الفارغ، وإذا كان الإقفال أقل من الافتتاح فإن الشكل يكون أسود أو أزرق اللون أو مليئا بلون، وهذا النوع من الشارت أو الرسم هو أكثر الأنواع استخداما لدى المحللين الفنيين، لأنه يوضح حركة السعر بسهولة ومن خلاله يمكن المقارنة أو فهم العلاقة بين الافتتاح والإقفال، وكذلك أعلى سعر وأقل سعر، لأن هذه العلاقة تعني الكثير وذات أهمية بالنسبة للمحلل الفني وهذا النوع من الشارت يمثل الجوهر لهذه العلاقة.³ وعندما يكون الإقفال أعلى من الافتتاح فهذا يعني أن هناك طلب أكبر لشراء هذا السهم، وعندما يكون الإقفال أقل من الافتتاح للسهم فهذا يعني أن ضغط البيع أكثر من الشراء.

يتيح التحليل الفني للمستثمرين مراقبة تطورات مؤشرات الأسعار في البورصات العالمية والتنبؤ بوضعيتها في المستقبل غير أنه لا يخلو من العيوب، حيث أثبت الواقع أن من يتبع التحليل الفني يندر أن يحقق أرباحا غير عادية من تداول الأسهم، والمحللون الفنيون هم الذين يخلقون بأنفسهم التوقعات التي يعتقدون إمكانية حدوثها

¹ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2000، ص ص. (207-208).

² عبد الرؤوف رابعة، سامي خطاب، مرجع سبق ذكره، ص ص: (18-19).

³ أبو معاذ التميمي، المؤشرات الفنية، الجزء الأول، 1426/03/01هـ، ص:7.

فتتحقق وفقا لأهوائهم، وهو ما يعرف بظاهرة غريزة القطيع. وهو ليس علما دقيقا ولا يعتمد على المعلومات الاقتصادية، والمحلل الفني ينتظر وقوع الأحداث ويرى بعينه التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار.¹

المطلب الرابع: التحليل الأساسي لبورصات الأوراق المالية

يطلق على أنصار التحليل الأساسي الأساسيون، فهم يقومون بفحص العوامل الاقتصادية الرئيسية التي تؤثر على المؤسسة كمحاولة التنبؤ بالعوائد المستقبلية، الأرباح التي ستتوزع، المخاطر المصاحبة للاستثمار... إلخ، وعليه فهم يقومون بتقدير القيمة العادلة للورقة المالية والتي تقارن مع القيمة السوقية لها من أجل اتخاذ قرار مثل الشراء أو البيع أو الاحتفاظ بها.

1-1- أساسيات التحليل الأساسي:

يقوم التحليل الأساسي على افتراض أن بورصة الأوراق المالية كقوة في شكلها الضعيف فقط، وأنه لا يمكن تحقيق أرباحا غير عادية من خلال تحليل ودراسة المعلومات التاريخية، كما يفترض إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بالاعتماد على تحليل المعلومات الواردة، وذلك لتحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بالسعر السوقي لها، واكتشاف الأوراق ذات الخلل السعري لاتخاذ قرار الشراء من عدمه وتحقيق عوائد غير عادية.

1-1- مفهوم التحليل الأساسي:

التحليل الأساسي هو أسلوب يستخدم لتقدير قيمة السهم وذلك بتحليل البيانات المالية الأساسية للشركة، بمعنى أن هذا التحليل يأخذ بعين الاعتبار تلك المتغيرات ذات العلاقة المباشرة بالشركة مثل الإيرادات وتوزيعات الأرباح ومبيعات الشركة وغيرها. وهناك بعض الانتقادات إلى اعتماد هذا الأسلوب لتقدير قيمة سهم الشركة حيث أنه هذا الأسلوب يعتبر غير علمي لأنه من الصعب الحصول على صورة واضحة عن الشركة باستخدام هذا الأسلوب في ظل غياب أو عدم اعتبار متغيرات نوعية عن الشركة ووضع الشركة التنافسي في السوق.²

يعرف التحليل الأساسي بأنه ذلك التحليل الذي يعتمد على استخدام الأساليب العلمية للوصول إلى القيمة العادلة للسهم بعد دراسة الظروف الاقتصادية العامة ومكونات الاقتصاد الكلي والاقتصاد الجزئي، وتحليل القطاع الذي تنتسب إليه الشركة ثم تحليل سهم الشركة نفسها. وتستند عملية التحليل الأساسي على فرضية تقول أن أسعار الأوراق المالية مرآة للنشاط الاقتصادي على مستوى الاقتصاد الكلي أو مستوى الاقتصاد القطاعي الذي تنتمي إليه الشركة وكذلك ظروف وطبيعة نشاطها، ومن خلال هذا التحليل نستطيع الوصول إلى أن تلك الأسهم التي يتم تداولها في السوق بأسعار أقل من قيمتها الحقيقية وتتم بذلك عملية شرائها، والعكس صحيح أي عند اكتشاف تداول أسعار بعض الأسهم في بورصة الأوراق المالية بأكثر من قيمتها العادلة يتم بيعها.³

¹ عبد الفتاح محمد صلاح، مفهوم التحليل الأساسي والتحليل الفني، موضوع منشور في منتدى الاقتصاد العادل، الرابط الإلكتروني: <http://thefaireconomy.com/article.aspx?id=62>، تاريخ الاطلاع: 2018/01/03، التوقيت: 11:16 سا.

² إبراهيم الكراسنة، مرجع سبق ذكره، ص:15.

³ دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2012، ص:258.

وعليه يتركز مفهوم التحليل الأساسي لمؤشرات بورصات الأوراق المالية على جمع كل المعلومات المتعلقة بالعوامل المؤثرة على أسعار الأوراق المالية المدججة في هذا المؤشر والتنبؤ بمعدلات المردودية والمخاطرة المرتبطة بها، ومن ثمة اللجوء إلى عملية التقييم للوصول إلى القيمة الحقيقية لها لاتخاذ القرار المناسب.

1-2- مضمون التحليل الأساسي:

يقوم التحليل الأساسي على تحديد ما يسمى بالقيمة الحقيقية للورقة المالية التي تعرف بأنها قيمة التدفقات النقدية المتوقعة بعد خصمها بمعدل خصم يعكس معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم، وتتوقف قيمة السهم على عاملين أساسيين وهما:¹

أ- **قيمة التدفقات النقدية المتوقعة:** يقصد بها نصيب السهم من توزيعات أرباح الشركة المتوقع الحصول عليها مستقبلاً، وترتبط هذه العوائد بكل من البيئة الاقتصادية العالمية الممثلة في المنافسون، المخاطر السياسية، القيود التجارية وحركة رؤوس الأموال؛ والبيئة الاقتصادية الوطنية الممثلة أساساً في مؤشرات أداء الاقتصاد الوطني، برامج الإصلاح والتحرير الاقتصادي، والمناخ الاقتصادي؛ بالإضافة إلى العوامل السائدة على مستوى الصناعة مثل دخول منافسين جدد، علاقات المؤسسة وشبكتها؛ والظروف التي تمر بها الشركة المصدرة للأوراق المالية التي تتوقف على حساسية المبيعات تجاه الدورات الاقتصادية، الرفع التشغيلي وارتفاع التكاليف المتغيرة، الرفع المالي وارتفاع قيمة مصروفات الفوائد.

ب- **معدل العائد المطلوب:** يتكون معدل العائد من شقين هما معدل العائد الخالي من الخطر الذي يمثل التعويض للمستثمر عن عنصر الزمن، ويمثل حافزاً له لتوجيه موارده المالية للاستثمار بدلاً من استخدامها في الاستهلاك الحالي؛ وعلاوة المخاطر التي تعكس المخاطر التي يتعرض لها المستثمر وتتمثل في التقلب أو التغير الكلي في العائد على الاستثمار في السهم وتقاس بالتباين أو الانحراف المعياري لذلك العائد. ويمكن تقسيم المخاطر الاستثمار في الأوراق المالية إلى نوعين وهما المخاطر المنتظمة والمخاطر غير منتظمة. فالمخاطر المنتظمة تؤدي إلى تغير كلي في العوائد وتصيب كافة الأوراق المالية في السوق، وتجعلها تتحرك في نفس الاتجاه، بينما تمثل المخاطر غير منتظمة ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يمكن إرجاعه إلى ظروف الشركة أو الصناعة التي تنتمي إليها.

¹ عبد اللطيف مصيطفي، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2015، ص ص (65-66).

1-3- طرق التحليل الأساسي:

يعتمد التحليل الأساسي على مرحلتين لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية وهما:¹

- أ- المدخل الأول:** يسمى بالتحليل من أعلى إلى أسفل أو التحليل الكلي فالجزئي، إذ يبدأ بتحليل الظروف الاقتصادية ثم القطاع (الصناعة) ثم الشركة، ويستخدم عادة في البحث عن أفضل ورقة مالية يتم الاستثمار فيها.
- ب- المدخل الثاني:** يستخدم هذا المدخل عندما تكون هناك ورقة مالية معينة يراد اتخاذ قرار الاستثمار فيها، حيث يبدأ بتحليل ظروف الشركة ثم ظروف القطاع (الصناعة) وصولاً إلى تحليل الظروف الاقتصادية، أي التحليل الجزئي فالكلي أو التحليل من أسفل إلى أعلى.
- ويعتبر المنهجين مكملين ذلك أن التحليل من أعلى إلى أسفل قد يهمل شركات جيدة في تحليل ظروف الصناعة، وبالمثل في التحليل من أسفل إلى أعلى يمكن أن تكون الشركات التي تم تحليلها ليست أفضل الشركات المتاحة للاستثمار، أو قد تكون الشركة المختارة جيدة غير أن ظروف القطاع الذي تنتمي إليه غير ملائمة.

2- نسب الربحية لتحليل أداء الأسهم:

- وهي من أهم المعايير المستخدمة في تقييم مدى سلامة قرار الاستثمار الذي تم اتخاذه، فالحكم على الكفاءة المالية والإدارية للشركة المراد الاستثمار في أوراقها المالية أمر شديد الأهمية والخطورة للتأكد من سلامة قرار الاستثمار من عدمه. وتضم هذه المعايير ما يلي:
- 1-2- نسبة ربحية السهم:** تعد الربحية الهدف الأساسي الذي تسعى وراءه الشركات، فلولا السعي وراء الأرباح لما فتحت المشاريع التجارية ولما أنشأت الشركات والمؤسسات. لذلك تعد نسب الربحية من أهم المعايير التي تستخدم في تحديد الشركات الجيدة. ويدل بقاء الربحية في مستوى معين على أن الشركة جيدة ومحافظه على أرباحها. ويقدم هذا المقياس صورة أولية عن أداء الشركة، وكلما زاد كلما كان أفضل وزاد إقبال المستثمرين على شراء أسهم الشركة. وتحسب ربحية السهم وفقاً للعلاقة التالية:

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{أرباح الشركة}}{\text{عدد الأسهم المملوكة للمستثمرين}}$$

- 2-2- نسبة مكرر الربحية:** أو السعر/الربح كما يتم حسابها، وهي مؤشر يقوم بقسمة سعر السهم على ربحه للمقارنة بين مجموعة من أسهم الشركات الجيدة العاملة في نفس القطاع لمعرفة الأنسب منها للدخول في الاستثمار فيها. وتقاس أفضلية السهم وفقاً لهذا المؤشر باختيار السهم صاحب الناتج الأقل. والسبب في ذلك أن المستثمر يدفع سعر أقل ليحصل على أكبر ربح ممكن، وهذا يعد دليلاً على أن الشركة تحقق أرباحاً عالية مقارنة بسعر سهمها. وعندما يكون مكرر ربحية شركة معينة أقل من مكرر الربحية العام للقطاع كاملاً، فهذا يدل

¹ محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998، صص: (37-38).

على أن القطاع في حالة ازدهار ونمو الشركات التابعة له في ارتفاع ما عدا هذه الشركة التي قد تمر ببعض الأزمات وتشهد بذلك انخفاضا في أسعار أسهمها.¹

2-4)- مؤشر السعر على المال المتدفق: يعتبر هذا المؤشر أحد المؤشرات المالية التي تستخدم لمعرفة ما إذا كان السهم يتداول بأقل من قيمته الحقيقية أو قريبا منها أو أعلى منها، ونحصل على هذا المؤشر من خلال قسمة سعر السهم على كمية المال المتدفق للمؤسسة أو ما يعرف بال Cash.

ويختار المستثمر الاستثمار في السهم الذي يحقق أقل قيمة لمؤشر السعر على المال المتدفق، وينصح مقارنة مؤشر الشركة بمؤشر القطاع الذي تعمل فيه، فإذا كان مؤشر الشركة أقل من المؤشر العام للصناعة فهذا دليل على أن سهم الشركة يعد فرصة جيدة للاستثمار. ولكن إذا كان مؤشر الشركة مساوي أو أكبر من المؤشر الخاص بالصناعة فإنه ينصح بالبحث عن فرصة استثمار أخرى تكون أفضل من الفرصة المدروسة.

2-5)- العائد الربحي: يقصد به الربح الذي يحصل عليه المستثمر عند شراء السهم، والذي يوزع عليه وما يصل حقيقة إلى محفظته الخاصة. ويتم حساب العائد الربحي عن طريق تقسيم مجموع الأرباح السنوية على السعر الحالي للسهم وضرب الناتج في (100) لنحصل على النسبة الموضحة أدناه:

$$\text{العائد الربحي} = \frac{\text{مجموع الأرباح السنوية}}{\text{سعر السهم}} \times 100$$

وكلما كان الناتج أعلى كلما كان العائد الربحي أفضل، بمعنى أنه كلما كان الناتج كبير فهذا يدل على أن سعر السهم منخفض ويوزع أرباح أعلى مقارنة بسعره. ولكن إذا كان الناتج منخفض فهذا يدل على أن سعر السهم عال جدا مقارنة بالأرباح التي يوزعها، ويجب الابتعاد عن الاستثمار فيه. وكأي مؤشر مالي آخر من الأفضل مقارنة المؤشر بمؤشر القطاع، فإذا كان مؤشر العائد الربحي الخاص بالشركة أعلى من مؤشر الصناعة فهذا يدل على أن سعر السهم يتداول بأقل من قيمته الحقيقية ويوزع أرباحا عالية، وعليه ينصح بالاستثمار فيه. أما إذا كان المؤشر الخاص بالشركة أقل من المؤشر الخاص بالقطاع، فهذا يدل على أن سهم الشركة يتداول بقيمة أعلى من قيمته العادلة مما يجعله غير جيد للاستثمار.²

¹ حسام عبد الرحمن الأحدي، صناعة الثروة (الدليل إلى أسواق الأسهم)، kindle édition، 2019، ص ص. (41-48)، بنظر.

² نفس المرجع السابق، ص ص. (65-67)، بنظر.

3- بعض مؤشرات التكوين الرأسمالي والمالي للشركات المصدرة للأوراق المالية:

تستخدم هذه المؤشرات للحكم على مدى مناسبة المركز المالي للشركة المصدرة للورقة في إطار علاقة مواردها الذاتية بمواردها الخارجية ومدى إمكانية استمرارها من عدمه في إطار المصادر والاستخدامات وهي:¹

3-1- نسبة الأصول الثابتة إلى حقوق المساهمين: تظهر هذه النسبة مدى قدرة الشركة على تمويل شراء أصولها الثابتة بالاعتماد على مصادر التمويل الداخلية (الاحتياطات والأرباح المحتجزة، ورأس المال المساهم به)، باعتبار أن مصادر تمويل الأصول الثابتة مصادر يتعين أن تكون طويلة الأجل بشرط أن لا تتضمن أعباء والتزامات كبيرة (معدل فائدة مرتفع)، ومن ثمة تستطيع الشركة تأكيد نجاحها دون أن تعترضها عقبات مالية. وتستخرج هذه النسبة وفقاً للصيغة التالية:

$$\text{نسبة الأصول الثابتة إلى حقوق المساهمين} = \frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{حقوق المساهمين}} \times 100$$

3-2- نسبة أموال الغير إلى إجمالي مصادر التمويل: وهي من النسب التي تشخص مدى توازن الهيكل التمويلي للشركة التي تعتمد الاستثمار في الأوراق المالية، حيث تعمل هذه النسبة على إظهار المكونات الرئيسية له، ويتم استخراج هذه النسبة على النحو التالي:

$$\text{نسبة أموال الغير إلى إجمالي مصادر التمويل} = \frac{\text{(أموال الغير) إجمالي الالتزامات الخارجية}}{\text{إجمالي مصادر التمويل}}$$

وبمقارنة هذه النسبة بالنسب القائمة بالشركات المماثلة يظهر لنا مدى توافقها مع الاتجاه العام للشركات.

3-3- نسبة القروض طويلة الأجل إلى حقوق المساهمين: وتستخدم هذه النسبة في توضيح مدى التناسب في علاقات الالتزامات الخارجية طويلة الأجل إلى مصادر التمويل الداخلية طويلة الأجل المثلة في حقوق المساهمين، ومعرفة مدى قدرة الشركة الذاتية على سداد أعباء القروض الخارجية وفوائدها وأقساطها من خلال الإيراد السنوي التشغيلي. ويتم استخراج هذه النسبة كما يلي:

$$\text{نسبة القروض طويلة الأجل إلى حقوق المساهمين} = \frac{\text{القروض طويلة الأجل}}{\text{حقوق المساهمين}} \times 100$$

وبمقارنة هذه النسبة بالنسب القائمة للشركات المماثلة يظهر لنا مدى توافقها مع الاتجاه العام للمؤسسات.

3-4- نسبة المبيعات إلى حقوق المساهمين: وهي من أهم النسب التي تقوم بدراستها عند اتخاذ قرار الاستثمار في ورقة مالية لشركة معينة، وتستخدم هذه النسبة في إيضاح مدى قدرة المشروع على تدوير رأس مال الشركة المساهم فيه، وعدد هذه الدورات، فهدف أي مشروع هو تحقيق قدر مناسب من المبيعات بصفة رئيسية،

¹ مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص. (276-278).

وبالتالي فإن قدرة المشروع على البيع وتحقيق معدل دوران لحقوق المساهمين تعد من المؤشرات الرئيسية على مدى نجاحه. وتحسب هذه النسبة وفقاً للعلاقة التالية:

$$\text{نسبة المبيعات إلى حقوق المساهمين} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{حقوق المساهمين}} \times 100.$$

4- الأطراف المستفيدة من التحليل الأساسي:

ترتكز عملية التحليل الأساسي للشركات التي نريد شراء أسهمها على التأكد من أصولها وخصومها والأرباح التي سجلتها في السنوات الثلاث الأخيرة، وطبيعة نشاطها ومدى خبرة إدارتها التنفيذية،¹ وهذا ما يساهم في استفادة عدة أطراف من نتائج هذا التحليل وفقاً للأهداف التي يسعى إليها كل طرف وهي:²

4-1- الإدارة: يستعمل كل من المدراء ومجلس الإدارة التحليل الأساسي للأوراق المالية للأغراض الآتية:

- التخطيط المالي لفترات مالية مقبلة.
- تقييم كفاءة عمليات الشركة والتعرف على اتجاهات أسعار أوراقها المالية المدرجة بالبورصة والتحقق من سلامة أدائها المالي.

- تحليل نسب ربحية الشركة وتحديد معدل العائد على استثمار الأموال في الشركة.

- مقارنة نتائج التحليل الأساسي للشركة بنتائج شركات أخرى.

- تقييم كفاءة إدارة الموجودات، وتوزيع الموارد على الاستخدامات المختلفة.

4-2- أصحاب الأملاك في الشركة والمستثمرين فيها: هم الملاك أياً كان نوعهم، وتكمن اهتمامهم في

تقييم أداء الأطراف الذين يقومون بتفويض إدارة ممتلكاتهم، وتستفيد هذه الفئة من التحليل الأساسي للأوراق المالية للأغراض الآتية:

- تحليل نسبة تحقيق الشركة للأرباح أو الخسائر لفترة زمنية معينة.

- تحليل سياسة توزيع الأرباح، ومدى ثبات أو تغير نسبة الأرباح الموزعة.

- تحليل سلامة المركز المالي والهيكل المالي للشركة.

- تحديد القيمة السوقية للشركة والقيمة السوقية لأملاك المستثمرين.

- تحديد اتجاهات العملاء والمستثمرين وتوقعاتهم.

- تحليل قدرات الشركة على التوسع والنمو، أو مواجهة الانكماش والفشل.

¹ عامر محمد سعيد طوقان، الاستثمار وأسواق رأس المال ودراسات الجدوى، شركة دار البيروني للنشر والتوزيع، عمان، 2018، ص.103.

² محمد الصيرفي، التحليل المالي وجهة نظر محاسبية وإدارية، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2014، ص. (119-121).

4-3- الأفراد والجهات المتعاملة بالأوراق المالية: يستفيد سماسرة الأوراق المالية من التحليل الأساسي للأغراض التالية:

- تحليل التغيرات السريعة على أسعار الأسهم للشركة في بورصة الأوراق المالية.
- مراقبة ومتابعة الأوراق المالية المدرجة وتأثيرها على البورصة.
- تحليل أداء بورصة الأوراق المالية وتحديد الشركات التي يمثل شراء أسهمها أفضل استثمار.

4-4- الشركات التي تعمل في مجال التحليل المالي: تستفيد المؤسسات المتخصصة بالتحليل الأساسي في المجالات التالية:

- الاحتراف والتخصصية في مجال تحليل أوضاع الشركات ومركزها المالي.
- مساعدة الشركات في الوقوف على وضعها ومركزها المالي ومكانتها في السوق.

5- الانتقادات الموجهة للتحليل الأساسي:

لا يخلو التحليل الأساسي كذلك من النقائص وهذه أهمها:

5-1- عجز التحليل الأساسي على تفسير حركة السهم: في كثير من الأحيان نلاحظ أن سعر السهم يتغير تغيراً ملحوظاً دون وجود أي سبب وجيه لذلك، حيث يعجز المحللون الأساسيون عن تفسيره وعن الاستفادة منه، وهنا يمكن للمحلل الفني التصرف والاستفادة من هذه التقلبات في سعر السهم عن طريق مؤشرات التحليل الفني المصممة خصيصاً لقياس كل حركة تطراً على سعر السهم.

5-2- تعدد المعلومات الواجب دراستها قبل اتخاذ قرار الاستثمار: يقوم المحلل الأساسي بدراسة كم معتبر من الوثائق والتقارير التي تصدرها مختلف الجهات سواء كانت تقارير من داخل أو خارج المؤسسة وذلك لسنوات النشاط السابقة، هذا ما يتطلب وقتاً وجهداً كبيرين ليس من قبل شخص واحد فحسب بل من قبل فريق متخصص وذو خبرة مما قد يتسبب في ضياع فرص استثمارية جيدة.

5-3- استحالة إدراك كل العوامل المحيطة بالمؤسسة: لا يعني توفر كافة التقارير المتعلقة بالمؤسسة للجمهور العام بالضرورة أن المحلل الأساسي سيتخذ القرار الاستثماري الصائب، ذلك لأنه من الصعب إدراك كافة العوامل التي من شأنها التأثير على أداء المؤسسة، وحتى وإن تمكن فريق التحليل الأساسي من اتخاذ قرار معين، فإنه يمكن أن تطرأ تغيرات جديدة على إحدى هذه العوامل، هنا وفي أحسن الأحوال ينتبه فريق التحليل الأساسي لهذه التغيرات قبل فوات الأوان ويعيد النظر في القرار عن طريق المتغيرات الجديدة، وفي أسوأ الأحوال لا ينتبه المحللون الأساسيون إلى هذه التغيرات ما يؤدي إلى اتخاذ قرار استثماري خاطئ. لذلك نلاحظ أنه ليس من السهل اتخاذ قرار استثماري في ظل التعقد وظروف عدم التأكد المحيطة بالمؤسسة.¹

¹ عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، دار البلاغ للطباعة والنشر، مصر، الطبعة الثالثة، 2005، ص: 39.

خلاصة الفصل الأول:

تساهم بورصة الأوراق المالية في توفير المناخ الملائم لتطبيق قوى العرض والطلب لتحديد التوازن، وفي سبيل تحقيق ذلك تقوم بورصة الأوراق المالية بتزويد المستثمرين بالمعلومات الأساسية وتوفر لهم الحماية الكافية. فهي تقوم بتقديم المعلومات المالية إلى الأفراد والمشاريع التي تتعلق بالاستثمارات المختلفة المتوفرة، إضافة إلى المعلومات المتعلقة بالوضع المالي للشركات، وبذلك تقلل من تكلفة الحصول على هذه المعلومات من حيث الجهد والوقت والمخاطر، إضافة إلى امتلاكها قدرا من الدقة المتعلقة بتوقعات الأرباح في المستقبل كون مصدرها مؤسسات مالية متخصصة. ولتتمكن بورصة الأوراق المالية من تأدية هذا الدور بجدارة، ينبغي لها أن تتميز بكفاءة عالية وتُحقق مؤشرات جيدة تعكس مستويات أدائها المتميز، فبطبيعة الحال كلما كان أداء بورصة القيم المنقولة جيدا، كلما استطاعت أن تجذب عدد أكبر من المتعاملين الاقتصاديين، سواء كانوا مستثمرين أو مدخرين.

ويمكن القول بأن كفاءة بورصة القيم تعبر عن نظام متكامل من العناصر يعكس المسار الأمثل للمعلومات، بدء من تدفقها وانتهاء بانعكاسها في السعر، إذ تبرز كفاءة هذا النظام المبني على التقييم في الوصول إلى القيمة الحقيقية حسب ما حملته المعلومات من أخبار سارة أو سيئة عن الشركة، وإذا كانت بورصة الأوراق المالية كفؤة، تسمح مؤشراتنا بتمثيل الحالة الاقتصادية للبلد والتعبير الصحيح عن أدائها، فالمؤشرات تعطي المتتبع لأحداث البورصات نظرة شاملة عن تطور أسعار الأوراق المالية فيها وحركاتها، وتسمح له في المقابل بالحصول على ترتيب أي بورصة على الصعيد العالمي، وهناك العديد من المؤشرات المستعملة في البورصات العالمية كمؤشر داو جونز، نيكاي وناسداك، وتؤدي هذه المؤشرات دورا فاعلا في عمليات تداول الأوراق المالية في البورصات كونها تعكس وضعية الشركات المدرجة فيها، فكلما كان نشاط هذه الأخيرة في وضعية الانتعاش والرواج، ترتفع أسعارها لتحسن في المقابل مستويات المؤشرات المدججة فيها.

ويرى أصحاب المنهج الفني بأن أنماط واتجاهات الأسعار تساعد المحللين في التنبؤ بالوضعية المستقبلية لها من خلال تحليل بيانات السوق المنشورة والعوامل الداخلية المؤثرة فيه، واكتشاف المدة التي تستغرقها المعلومات الجديدة في التأثير على الأسعار بهدف تحديد التوقيت المناسب لشراء وبيع الورقة المالية. بينما يركز المحللون الأساسيون على إيجاد القيمة الحقيقية للأوراق المالية المتداولة في البورصة ومقارنتها بقيمتها السوقية، فإذا كانت القيمة الحقيقية للورقة المالية أكبر من قيمتها السوقية فهذا يعني أن شراءها يحقق ربحا للمستثمرين، والعكس صحيح. وتحدد القيمة الحقيقية للأوراق المالية التي تصدرها الشركات حسب أداء هذه الشركة وطبيعة نشاطها والظروف الاقتصادية التي يمر بها البلد.

الفصل الثاني:

الدراسة النظرية للعلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية و أسعار الأسهم
في بورصة الأوراق المالية

تمهيد الفصل الثاني:

تعتبر بورصات الأوراق المالية العمود الفقري لعملية التنمية الاقتصادية المتواصلة، وطبيعة العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي هي علاقة تبادلية تربط الاتجاهين، ذلك لأن بورصة الأوراق المالية لا تعمل بشكل منعزل عن العالم الخارجي بل تؤثر وتتأثر به، من خلال متغيرات عديدة كمعدل التضخم، معدل أسعار الفائدة، معدل سعر الصرف وعرض النقود. ومن جهة أخرى، يعد تركيز الشركات على تعظيم قيمتها من خلال زيادة القيمة السوقية لأسهمها هو أحد أهم أهدافها بعيدة المدى، وحتى تستطيع الشركة تحقيق هذا الهدف فإنها تستند في اتخاذ قراراتها إلى العوامل والمتغيرات الاقتصادية التي تؤثر سلباً أو إيجاباً على قيمة الشركة السوقية.

تشير النظرية التقليدية لأسعار الأسهم في هذا الصدد أن المحرك الرئيسي لتحركات الأسعار هو التغيير المتوقع في إيرادات الشركة، فالتغيير في مستوى الإيرادات يؤثر بشكل مباشر على الأرباح الموزعة للسهم، وبالتالي ينعكس ذلك على أسعار الأسهم في السوق. ولذلك لا بد من تقييم كل العناصر المؤثرة على الإيرادات المتوقعة قبل اتخاذ قرار للشراء لضمان صحة القرار الاستثماري، وهذه العوامل تتضمن العديد من المتغيرات الاقتصادية مثل التضخم، عرض النقد، أسعار الفائدة، سعر الصرف، متوسط النشاط الاقتصادي... إلخ.

ويسعى الفصل الثاني لإبراز كل من الإطار النظري والتطبيقي للعلاقة الموجودة بين المؤشر العام لأسعار

الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية في المباحث التالية:

المبحث الأول: تحليل العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم.

المبحث الثاني: العرض النقدي وتأثيره على أسعار الأسهم.

المبحث الثالث: تحليل العلاقة بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم.

المبحث الرابع: سعر الصرف وتأثيره على أسعار الأسهم.

المبحث الأول: تحليل العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم

يعتبر التضخم ظاهرة مرضية للاقتصاد تتجلى في ارتفاع المستوى العام للأسعار وتدهور قيمة النقد. وتمثل أهم تبعيات التضخم في انخفاض الطلب على السلع والخدمات نظرا لوجود علاقة عكسية تربطه بالأسعار، مما يسبب انخفاض أرباح الشركات وتراجع أسعار أسهمها في بورصة الأوراق المالية. وسنحاول من خلال هذا المبحث تحليل ظاهرة التضخم وتبيين أهم النظريات المفسرة لعلاقته بأسعار الأسهم.

المطلب الأول: مفهوم التضخم ومؤشرات قياسه

إن أصل كلمة التضخم لا تبنى في التاريخ الاقتصادي، وهي مشتقة من كلمة *influre* والتي تعني المبالغة، وهي من أكثر المصطلحات الاقتصادية شيوعاً، غير أنه على الرغم من شيوعها إلا أنه لا يوجد اتفاق بين الاقتصاديين بشأن تعريفها،¹ إلا أن الواقع الاقتصادي أثبت أن مفهوم التضخم تحكمه ضوابط وأسس تتعدد عندها تعاريفه الخاصة وفقا لوجهات نظر الاقتصاديين المختلفة لهذه الضوابط.

1- مفهوم التضخم:

دأبت الابحاث الاقتصادية المهمة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية على تقديم صيغ مختلفة للتعبير عن مفهوم ظاهرة التضخم، وعلى الرغم من اختلاف هذه الصيغ إلا أنها تتجه بمفهومها نحو اتجاه واحد. المفهوم البسيط للتضخم هو زيادة كمية النقود بدرجة تنخفض معها قيمة النقود، أو على أنه الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار في دولة ما والناجم عن فائض الطلب عما هو معروض من السلع والخدمات خلال فترة زمنية معينة.²

إذ يعرف التضخم حسب الخصائص والآثار الخاصة والناجمة عنه ومن وجهة نظر فلامان بأنه حركة الارتفاع العام للأسعار، ويعرفه كلوزو بأنه الحركات العامة لارتفاع الأسعار الناشئة عن العنصر النقدي كعامل محرك دافع.³ كما يمكن تعريف التضخم بأنه ارتفاع مستمر للمستوى العام للأسعار وما يقابله من تدهور القوة الشرائية للعملة في أسواق السلع والخدمات، وهو يحدث (غالباً) عند تجاوز الناتج المحلي الإجمالي للمستوى التوازني الموافق للطاقة الإنتاجية الرأسمالية الكامنة (Y_p) في الاقتصاد السوقي، أو عند انعكاس المؤثرات الخارجية كالحروب وتقلبات الأسواق.⁴

وهناك من يعرف التضخم على أنه الارتفاع في المستوى العام للأسعار ويقاس هذا المستوى العام بمتوسط سعر السلع والخدمات في اقتصادها. وهو متوسط بين أسعار المستهلك والمنتج، وذلك الارتفاع لا يكون بالضرورة

¹ معهد الدراسات المصرفية، إضاءات، نشرة توعوية، السلسلة 5، العدد 3، الكويت، أكتوبر 2012، ص.2.

² محمد موسى عريقات حربي، مبادئ الاقتصاد (التحليل الكلي)، دار وائل للنشر، الأردن، 2006، ص:155.

³ غازي حسين عناية، التضخم المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2006، ص:22.

⁴ هوشيار معروف، التحليل الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص:197.

في جميع الأسعار، فحتى في أوقات التضخم الشديد فإن بعض الأسعار المعنية قد تكون نسبياً ثابتة، والبعض الآخر قد ينخفض فعلاً.¹

على الرغم من شيوع انتشار هذا المصطلح وشموله معظم اقتصادات العالم في الوقت الحاضر إلا أنه لم يوجد لحد الآن اتفاق بين الاقتصاديين حول تعريف محدد وواضح للتضخم، فمنهم من يعتقد أن التضخم يعود إلى زيادة كمية النقد المتداولة أكبر من المعروض السلعي، وما يؤدي ذلك إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار، أما البعض الآخر فإنه يعتقد أن التضخم قد ينجم عن زيادة الإنفاق القومي دون أن يرافقه ذلك زيادة في الإنتاج، والبعض الآخر يعزو التضخم إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج، وآخرون يعزوا إلى التغيرات الهيكلية التي تحدث في الاقتصاد والتي لا بد أن يرافقها ارتفاع في الأسعار.²

وبناء على ما ورد في التعريفات السابقة يمكن التوصل إلى استنتاج معالم المفهوم الشامل للتضخم في مايلي :

- كل زيادة في كمية النقد المتداول تؤدي إلى زيادة في المستوى العام للأسعار حسب النظرية الكمية.
- الزيادة في معدل الإنفاق والدخل حسب نظرية الدخل والإنفاق، فازدياد الإنفاق النقدي ومن ثم الدخل النقدي يسبب ارتفاع الأسعار وتضخمها على فرض بقاء كمية السلع الموجودة في حالة ثبات.
- يعرف على أساس نظرية العرض والطلب على أنه ذلك الخلل التوازني فيما بين العرض والطلب، والممثل في زيادة الطلب الكلي عن العرض الكلي عند ثمن معين، والذي يسبب بدوره ميل الأسعار نحو الارتفاع.
- ازدياد في النقد الجاهز أو وسائل الدفع المستعملة دون زيادة في السلع والخدمات حسب وجهة نظر بيرو وفمن وباقي مؤيدي نظرية العرض والطلب.

- زيادة المقدرة الشرائية التي لا يقابلها زيادة في حجم الإنتاج أو زيادة الطلب الحقيقي في جو استخدام كامل.
- يستخدم مصطلح التضخم لوصف حالة الارتفاع المفرط في المستوى العام للأسعار التي يعود سببها أساساً إلى زيادة الطلب الكلي عن العرض الكلي المقرونة بتبعيات زيادة وسائل الدفع المستعملة على حساب الإنتاج، أو ارتفاع تكاليف الإنتاج وتضخم الدخول النقدية أو كلاهما.

2- مؤشرات قياس التضخم:

إن التضخم هو الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار، لذا لا بد من مؤشر عام يرصد التغيرات في أسعار السلع والخدمات في الدولة، وهذا المؤشر هو الرقم القياسي للأسعار، إلا أن قياس التضخم قد يقتضي استخدام عدة أنواع من الأرقام القياسية للأسعار تبعاً للهدف الذي نسعى إليه.

¹ صالح طاهر زرقان، العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم، دار جليس الزمان، عمان، الأردن، 2010، ص: 42.

² محمود حسين الوادي، كاظم جاسم العيساوي، الاقتصاد الكلي تحليل نظري وتطبيقي، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2007، ص ص: (153-154)

فالأرقام القياسية للأسعار تتعدد حسب وظيفة كل منها، إلا أن أهم الأرقام القياسية للأسعار هي الأرقام القياسية بأسعار المستهلك، وما يعرف باسم المخفض الضمني للناتج المحلي الإجمالي نظراً لأنه يختص بالتغيرات التي تحدث في أسعار جميع السلع والخدمات التي ينتجها المجتمع.¹

ويوجد مصادر عدة للبيانات المتعلقة بقياس الأسعار أو تغيرات الأسعار وأهمها:²

أ- **المخفض الضمني للناتج المحلي الإجمالي:** يقصد بالمخفض الضمني للناتج المحلي الإجمالي ذلك الرقم الذي يعبر عن العلاقة بين الناتج الإجمالي بأسعار سنة أساس معينة والناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية لسنة معينة على الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس (الأسعار الثابتة) لنفس السنة، ونستطيع القول أنه إذا كان النمو في الرقم القياسي الضمني (المخفض الضمني) للناتج المحلي الإجمالي موجبا أو سالبا وأقرب إلى الصفر فإن ذلك يدل على وجود الاستقرار الاقتصادي، أما إذا ابتعدت قيمة النمو الموجبة عن الصفر فإن ذلك يدل على الارتفاع في المستوى العام للأسعار والعكس بالنسبة للقيم السالبة.

ب- **الرقم القياسي لتكاليف المعيشة (الرقم القياسي لأسعار المستهلك):** يعتبر هذا المقياس أكثر المقاييس المستخدمة كمؤشر على وجود التضخم إذ أنه يعكس مقدار التغير في المكتسبات التي يستطيع المستهلك العادي الحصول عليها سواء كانت مكتسبات سلعية أو خدمية ويتفق المحللون على أهمية الرقم القياسي لأسعار الطعام والشراب، وهو من أهم المؤشرات الخاصة بالرقم القياسي لأسعار المستهلك وذلك بسبب الأهمية الخاصة التي يحتلها الإنفاق على الطعام والشراب من نمط الإنفاق الاستهلاكي لغالبية السكان في الريف والحضر، ولهذا كان التغير الذي يطرأ على أسعار هذه السلع دلالة خاصة لأنه يتغير بأهم مقومات الحياة وهي إشباع الحاجات الأساسية للفرد.

يتم الاستدلال على وجود الاستقرار الاقتصادي أو عدمه عن طريق حساب معدل النمو في الرقم القياسي لتكاليف المعيشة فإذا كان النمو فيه موجبا أو سالبا وأقرب إلى الصفر فإن هذا مؤشرا واضح على وجود الاستقرار، أما إذا كان معدل النمو موجبا وأكثر بعدا عن الصفر فإن ذلك يدل على ارتفاع مستوى الأسعار العام وعكس ذلك بما ينطبق على القيمة السالبة.

وبصفة عامة يترتب على حدوث التضخم في أي مجتمع انخفاض القوة الشرائية لوحدة النقود، ويعني ذلك حدوث انخفاض في كمية السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها باستخدام وحدة النقود. وتقاس القوة الشرائية للنقود عن طريق مقلوب الرقم القياسي للأسعار حيث:

$$\text{القوة الشرائية} = \frac{1}{\text{الرقم القياسي للأسعار}}$$

¹ حسام علي داود، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2010، ص: 165.

² صالح طاهر زرقان، مرجع سبق ذكره، ص ص: (50-51).

فكلما ارتفع الرقم القياسي للأسعار أي زاد المستوى العام للأسعار كلما انخفضت القوة الشرائية للنقود وقلت كميات السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها باستخدام وحدة النقد.¹

ج)- الرقم القياسي لأسعار المنتج: يشمل هذا الرقم أسعار مجموعات معينة من المواد الأولية والسلع الوسيطة التي تقوم المشروعات بشرائها، ويعتبر هذا المقياس له أهمية كبيرة في دراسة ظاهرة التضخم، باعتباره مقياساً غير مباشر للتغير في أسعار السلع والخدمات في المجتمع إضافة إلى أن المواد الأولية والسلع الوسيطة سوف تتحول خلال العمليات الإنتاجية المختلفة إلى سلع نهائية. فأي تغير في هذا الرقم يدل بصفة عامة إلى ما سوف يحدث للرقم القياسي لأسعار المستهلك ويرمز له بـ PPI.²

المطلب الثاني: أسباب التضخم وأثاره

يعتبر التضخم ظاهرة مرضية تصيب الاقتصاد والمجتمع من خلال آثاره السلبية التي تحدث خلال إعادة توزيع الثروة القومية كما تساهم في إعادة توجيه الاستثمارات إلى القطاعات التي تتميز بسرعة دوران رأسمالها، وبالتالي تعطي أرباحاً كبيرة على حساب المشاريع الإنتاجية المنتجة للسلع المادية.

1- أسباب التضخم:

يعود ظهور التضخم بجملة من الأسباب والمصادر، نذكر منها:

أ)- تضخم سحب الطلب: ينشأ هذا النوع نتيجة زيادة حجم النقود لدى الأفراد مع بقاء مستوى السلع والخدمات ثابت مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار. والذي يمكن أن يتحقق نتيجة توسع السلطة النقدية ممثلة في البنك المركزي في زيادة عرض النقود من خلال زيادة الإصدار النقدي، كما أنه يمكن أن يتحقق من خلال التوسع في الإئتمان المصرفي، أي الزيادة في عرض النقود التي هي نقود الودائع، وبذلك يزداد الطلب النقدي على السلع والخدمات نتيجة زيادة عرض النقود، وترتفع بذلك الأسعار، وهذا النوع من التضخم يتضمن زيادة في الدخل النقدية التي تؤدي إلى زيادة الطلب النقدي الناجم عن زيادة عرض النقد بالشكل الذي يقود إلى زيادة الأسعار، وحصول التضخم في الاقتصاد والذي يكون سببه ومصدره الطلب.³

ومن أهم أسباب هذا التضخم هو عجز الموازنة خاصة إذا مولت الحكومة عجز موازنتها بإصدار النقود وكذلك التسهيلات الائتمانية المقدمة من البنوك التجارية، وبشكل عام يمكن القول أن هذا النوع من التضخم ينتج بسبب زيادة الطلب الكلي وانتقاله إلى اليمين مع ثبات مستوى العرض الكلي.

¹ إيمان ناصف عطية، مبادئ الاقتصاد الكلي، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 241.

² رشا حمدوش، أثر التضخم على عوائد الأسهم بالتطبيق على سوق دمشق المالية، مجلة جامعة البعث، حمص، سوريا، العدد 15، 2017، ص: 44.

³ حسن خلف فليح، الاقتصاد الكلي، عالم الكتب الحديث، عمان، الأردن، ص: 315.

(ب)- **تضخم دفع الكلفة:** وينتج عن ارتفاع أثمان عناصر الإنتاج خاصة أسعار عناصر الإنتاج المستوردة حيث ارتفاع تكاليف الإنتاج يؤدي إلى رفع ثمن السلعة.¹ وينشأ تضخم دفع الكلفة نتيجة مطالبة أصحاب عناصر الإنتاج بعوائد أكثر لخدماتهم مما تسمح به إنتاجية تلك العناصر، مثال ذلك مطالبة النقابات العمالية برفع أجور العمال، وهو ما يطلق عليه تضخم دفع الأجور.² كما أن الإنتاج من السلع الزراعية التي تدخل كمستلزمات في عملية الإنتاج يمكن أن ترتفع أسعارها بالشكل الذي يقود إلى ارتفاع التكاليف، كما أن المشاريع المتكورة لمستلزمات الإنتاج يمكن أن ترتفع أسعار هذه المستلزمات، بالشكل الذي يقود إلى ارتفاع الأسعار وحصول التضخم الذي تكون أسبابه ومصدره ارتفاع تكاليف الإنتاج، والتي تتصل بجانب العرض.³

(ج)- **التضخم المشترك:** ينشأ هذا النوع من التضخم نتيجة للسببين الأوليين سويًا أي تضخم الطلب وتضخم التكاليف، بمعنى زيادة في حجم النقود المتداولة بين أيدي الأفراد والمؤسسات، بدون تغير في حجم الإنتاج أي ثبات في الإنتاج وفي نفس الوقت زيادة في تكاليف بعض عناصر الإنتاج كارتفاع الأجور أو ارتفاع أسعار الأراضي، أو ارتفاع أسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية أو أسعار المواد الخام.. إلخ، حيث يؤدي ذلك كله إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار للسلع والخدمات.⁴

(د)- **التضخم المستورد:** يعرف هذا التضخم على أنه الزيادة المتسارعة والمستمرة في أسعار السلع والخدمات النهائية كالملابس الجاهزة والأطعمة الجاهزة والأحذية المستوردة من الخارج. أي تستورد الدول و خاصة النامية هذا التضخم كما هو موجود في العالم الخارجي. وهناك مثال على ذلك فعندما ارتفعت أسعار النفط عام 1973 ارتفعت نتيجة لذلك جميع أسعار السلع في الدول المتقدمة مما كان لها الأثر على الدول النامية والعربية التي تستورد سلعًا كثيرة من الدول المتقدمة تكون مرتفعة الأسعار.⁵

2- أثار التضخم :

إن انتشار ظاهرة التضخم لها أثار كثيرة تمس مستوى معيشة فئات المجتمع المختلفة كما تؤثر على جميع أوجه النشاط الاقتصادي داخل المجتمع، وفيما يلي نقدم بعض أثار التضخم:

(أ)- **أثر التضخم على توزيع الدخل:** تختلف معدلات الزيادة في الدخول النقدية بين أفراد المجتمع خلال فترات التضخم، فبعض الفئات تزيد دخولها بمعدل أكبر من معدل التضخم وهي فئات رجال الأعمال. في حين تزيد دخول فئات أخرى بمعدل أقل من معدل التضخم وهي فئة موظفي الدولة حيث يحصلون على علاوات لمواجهة

¹ نداء محمد الصوص، الاقتصاد الكلي، دار أجنادين للنشر والتوزيع ومكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص: (66-67).

² حسام علي داود، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2010، ص: 165.

³ حسن خلف فليح، مرجع سبق ذكره، ص: 316.

⁴ محمد موسى عريقات حربي، مرجع سبق ذكره، ص: 161.

⁵ نفس المرجع السابق، ص: (161-162).

ارتفاع الأسعار إلا أن هذه العلاوات لا تعادل التضخم، في حين تظل دخول بعض الفئات ثابتة مثل أصحاب الإيجارات.¹

$$\text{الدخل الحقيقي} = \frac{\text{الدخل النقدي}}{\text{المستوى العام للأسعار}}$$

فإذا علمنا أن:

فيمكننا أن نميز بين الفئات التالية في المجتمع خلال فترات التضخم:²

- الفئة التي تزيد دخولها بمعدل أكبر من معدلات الارتفاع في الأسعار يرتفع دخلها الحقيقي، وهذه الفئة تستفيد من حدوث التضخم.

- الفئة التي تزيد دخولها بمعدل أقل من معدل الارتفاع في الأسعار ينخفض دخلها الحقيقي وتضر من التضخم.

- الفئات ذات الدخل الثابتة يحدث انخفاض شديد في دخلها الحقيقي يوازي الارتفاع في الأسعار، وهي أكثر الفئات تضررا من حدوث التضخم.

وعلى ذلك يمكن القول أن التضخم يؤدي إلى إعادة توزيع الدخل في المجتمع لصالح الفئات ذات الدخل المتغيرة حيث يتحول الدخل الحقيقي من الفئات ذات الدخل الثابتة وشبه الثابتة إلى أصحاب الدخل المتغيرة.

(ب) - أثر التضخم على ربحية المؤسسات وحملة الأسهم: تستفيد هذه الفئة في حالة التضخم، وتعرض للخسائر في حالة تدهور الأثمان، ففي حالة انتشار التضخم تتجه الأرباح إلى الزيادة بمعدل يفوق معدل الزيادة في الأسعار، نظرا لقيام أصحاب المشاريع بإضافة نسبة هامش الربح إلى نفقات الإنتاج المتصاعدة عند تحديد الأثمان، كما أن مدفوعات المشروعات للموارد الإنتاجية (عمل ومواد أولية) تسبق فترة ظهور التضخم، ولكن الوضع يختلف كثيرا إذا ارتفعت الأجور بمعدل يفوق معدل الزيادة في الأسعار، في هذه الحالة قد تتجه الدخل الحقيقية لتلك الفئة إلى التدهور.³

(ج) - أثر التضخم على هيكل الإنتاج: يؤدي التضخم إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي التي لا تفيد التنمية في مراحلها الأولى، لأن الارتفاع في مستويات الأسعار، الأجور والأرباح في القطاعات المخصصة للاستهلاك، أو التي تتمتع بطبيعة مضاربة، سوف تجذب إليها رؤوس الأموال على حساب الأنشطة الانتاجية والاستثمارية، والتي هي أساس عملية التنمية، وضرورية جدا لتحقيق النمو الاقتصادي، وهذا الأمر سوف يؤدي إلى تجميد الصناعات الأساسية والثقيلة، لأنها سوف تتحمل عبء ارتفاع الأجور داخل قطاعاتها لمواجهة ارتفاع نفقات المعيشة التي يعاني منها عمال هذه الصناعات، وفي الوقت نفسه فهي لا تجد رؤوس الأموال

¹ إيمان ناصف عطية، مرجع سبق ذكره، ص: 249.

² نفس المرجع السابق، ص: 249.

³ محمد جبوري، تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي (دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل)، أطروحة دكتوراه

في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، الجزائر، 2013، ص: 166.

الكافية لتوسيع طاقتها الإنتاجية، كما أنها تحتاج لفترة طويلة نسبيا حتى تعطي نتائجها، وكل هذا يتنافى مع المظاهر التضخمية التي تسود في السوق، وبالنتيجة يعاني الاقتصاد حينها من معدلات نمو بطيئة.¹

(د) - **أثر التضخم على الصادرات والواردات:** يؤثر التضخم سلبيا على احتياطي الدولة من العملات الأجنبية من خلال أثره السلبي على صادرات وواردات الدولة. ففي أوقات التضخم تصبح الأسعار المحلية أعلى نسبيا من الأسعار في الدول الأخرى. حيث تصبح صادرات الدولة أعلى نسبيا من وجهة نظر الأجانب مما يؤدي إلى انخفاض الطلب الخارجي عليها، وبالتالي تنخفض حصيلة الصادرات من العملات الأجنبية (في حالات معينة). ومن ناحية أخرى تصبح السلع المحلية أعلى نسبيا بالمقارنة بالدول الأخرى مما يشجع على زيادة الاستيراد واستنزاف قدر كبير من العملة الأجنبية. و يترتب على ما سبق تزايد العجز في ميزان المدفوعات واستنزاف احتياطي الدولة من العملات الأجنبية.²

(هـ) - **أثر التضخم على النمو الاقتصادي:** اختلفت آراء الاقتصاديين بالنسبة لتأثير التضخم على النمو الاقتصادي، فهناك فريق يرى بأن التضخم له تأثير سلبي على النمو الاقتصادي، حيث تنشأ في المجتمع حالة تتسم بعدم التأكد من الأوضاع الاقتصادية في المستقبل فيؤثر ذلك على قرارات الاستثمار ومن ثم يقل حجم الاستثمار. كما تتأثر أيضا قرارات المدخرين خاصة عندما يتوقعون استمرار الزيادة في الأسعار نظرا لانخفاض القيمة الحقيقية للمدخرات. ويرى أنصار هذا الرأي أن أصحاب الدخول التي تتمثل في الأجور أي العمل يقل حماسهم للعمل بسبب انخفاض دخولهم الحقيقية مع ارتفاع الأسعار. أما الفريق الآخر فيرى بأن الشواهد التاريخية لا تدل على وجود انخفاض في حجم المدخرات أو الميل للعمل يقل بل بالعكس يرون بأن التضخم ربما يكون دافعا لعملية النمو الاقتصادي، فتخلق معدل الأجور لفترة معينة عن ملاحقة الزيادة في الأسعار سيعمل على زيادة الأرباح، مما يشجع على زيادة الاستثمار، وهذا بدوره يؤدي إلى خلق فرص عمل جديدة فينخفض معدل البطالة ويرتفع حجم الناتج القومي خاصة عندما يكون الاقتصاد عند مستوى أقل من مستوى التوظيف الكامل لعناصر الإنتاج.

ويعتمد أي رأي من آراء الفريقين على كثير من العوامل المترابطة التي من أهمها طبيعة التضخم ومعدل زيادته، فالتضخم الذي يتزايد بمعدل متزايد ضار بعملية النمو الاقتصادي نظرا لما يحدثه من اضطرابات سياسية واجتماعية ويخلق حالة من عدم الثقة في الأحوال الاقتصادية للمجتمع. بينما في حالة التضخم الذي يتزايد بمعدل متباطئ فمع سياسات اقتصادية حكيمة تتمثل في إجراءات علاجية يكون التضخم دافعا للنمو الاقتصادي عن طريق التأثير على قرارات الاستثمار والادخار والأجور وغيرها من تكاليف الإنتاج بصفة عامة.³

¹ سمية بلقاسمي، إشكالية العلاقة بين البطالة والتضخم مع التطبيق الإحصائي على الاقتصاد الجزائري، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة 1، الجزائر، 2017، ص: 106.

² إيمان ناصف عطية، مرجع سبق ذكره، ص ص: (251-252).

³ بسام الحجار، عبد الله رزق، الاقتصاد الكلي، دار المنهل اللبناني للدراسات، بيروت، لبنان، 2010، ص ص: (311-312).

المطلب الثالث: تصنيف التضخم وأهم النظريات المفسرة له

أدى تعدد مفاهيم التضخم إلى وجود أنواع متعددة لها غير أن ذلك لا يعني أنه لا توجد علاقات بين هذه الأنواع، فقد تشترك هذه الأنواع بمظاهر وسمات خاصة تجعلها شديدة الصلة ببعضها إذ يتركز تفسيرها إلى أنها عجز النقود المتداولة عن القيام بوظائفها بصفة مرضية.

1- تصنيف التضخم:

هناك عدد من المعايير والأسس التي قسم على أساسها التضخم، وهي:

1-1- التضخم حسب الحدة: يمكن تحديد الأنواع التالية حسب هذا المعيار:¹

أ- التضخم الزاحف: يتسم بارتفاع بطيء في الأسعار عند حدود 2%، فالزيادة في الأسعار تكون دائمة ومتتالية ولا تؤدي إلى عمليات عنيفة في المدى القصير، فهي لا تتطور بشكل رأسي، ولكن تأخذ الشكل التدريجي التصاعدي المستمر على المدى الطويل، وبذلك فإن هذا النوع من التضخم يحدث أثرا نفسيا بسيطا مما يؤدي إلى قبوله والتعايش معه.

ب- التضخم الماشي: يحدث هذا التضخم عندما يكون هناك استمرار في ارتفاع الأسعار عند حدود 5% إلى 10% سنويا، وتكمن خطورته في إمكانية تطور هذه المعدلات إلى مستويات أعلى.

ج- التضخم الراكض: يكون بين التضخم الماشي والتضخم المفرط (أي بين 10% و50%)، وله خطورة بالغة على مختلف المؤشرات الاقتصادية والاجتماعية.

د- التضخم الجامح: يشكل أخطر أنواع التضخم وأكثرها أضرارا بالاقتصاد الوطني، ترتفع فيه الأسعار إلى حدود تقارب أو تتجاوز 50%. مما يؤثر وبشكل مدمر على القدرة الشرائية لوحدة النقد. ويعجل بالتخلي عنها كمقياس للقيمة ووسيلة للمدفوعات الأجلة وهو ما يؤدي في الغالب إلى الإطاحة بالنظام النقدي.

1-2- معيار درجة تحكم الدولة في الأسعار: تتحدد بعض أنواع الاتجاهات التضخمية بالاعتماد على مدى قدرة الدولة على التحكم في حركة مستويات الأسعار والتأثير فيها، أين يمكن التمييز بين نوعين من التضخم وهما:²

أ- التضخم المفتوح: هو الحالة التي يكون فيها ارتفاع مستوى الأسعار ظاهرا ولملوسا أي أن تأثيره يكون واضحا دون قيام الحكومة بأي إجراءات للحد منها، ويظهر هذا النوع مباشرة في شكل ارتفاع في الأسعار ثم ينعكس في شكل ارتفاع في الأجور وغيرها من النفقات التي تتمتع بشيء من المرونة.

¹ مسعود ميهوب، يوسف بركان، محددات التضخم في الجزائر-دراسة قياسية للفترة (1990-2014)، مجلة دراسات وأبحاث، جامعة زيان عاشور الجلفة، الجزائر، المجلد 9، العدد 27، جوان 2017، ص 34.

² عمران بن عيسى، دراسة قياسية لتأثير التضخم على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية للجزائر خلال الفترة 1970-2016 باستخدام نماذج أشعة الانحدار الذاتي، مجلة الاستراتيجية والتنمية، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، المجلد 8، العدد 1، 2018، ص: 294.

(ب) - التضخم المكبوت: وهو نوع من التضخم المستتر، وفي ظله لا تستطيع الأسعار أن ترتفع نظرا لوجود قيود حكومية مباشرة عليها، وهذا ما يؤدي إلى توجيهها والتحكم فيها.

1-3) - معيار نطاق التضخم: ينقسم التضخم حسب معيار النطاق إلى: ¹

(أ) - التضخم الشامل: يحدث التضخم في هذه الحالة عندما ترتفع كل أسعار السلع في الاقتصاد الوطني.

(ب) - التضخم الجزئي: يحدث التضخم في الحالات التي يكون فيها متوسط مجموعة من الأسعار يرتفع نتيجة نقص غير عادي في سلع معينة.

3-1-4) - معيار التوازن ما بين كمية النقود وكمية الإنتاج: يمكن تصنيف التضخم وفق هذا المعيار إلى الأنواع التالية: ²

(أ) - التضخم الطلبي: يحدث هذا التضخم نتيجة ارتفاع الطلب على العرض أي بسبب زيادة الدخل النقدي للفرد، وهذا ما يؤدي إلى تضخم كل من الأجور والأرباح، وهذه الزيادة لا تقابلها زيادة في الإنتاج.

(ب) - التضخم الناشئ عن التكاليف: يحدث نتيجة زيادة أثمان الخدمات وعوامل الإنتاج بنسبة أكبر من إنتاجيتهم الحدية مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار.

(ج) - التضخم الركودي: يحدث نتيجة تدهور معدلات النمو، تزايد معدلات البطالة، حدوث عجز في ميزان المدفوعات، وعدم استقرار في قيمة العملة.

(د) - التضخم المستورد: يعود التضخم المستورد إلى ارتفاع التكاليف حيث يؤدي ارتفاع أسعار المواد الأولية أو المواد الاستهلاكية المستوردة في المؤسسات إلى ارتفاع تكاليف إنتاجها ومن ثمة زيادة أسعار بيعها. كما تساهم زيادة الدخل المحلي الناتجة عن ارتفاع الطلب الأجنبي في تسجيل فائض في ميزان المدفوعات (نتيجة ارتفاع الصادرات) وزيادة الدخل القومي والطلب الإجمالي الداخلي، وتصبح هذه الأخيرة في مرحلة الاستخدام التام تضخما استنادا إلى زيادة قيمة مضاعف التجارة الخارجية.

1-5) - معيار تعدد القطاعات الاقتصادية: تتنوع الاتجاهات التضخمية بتنوع القطاعات الاقتصادية الموجودة، فالتضخم الذي يتعامل به في سوق السلع يختلف عن التضخم الذي يتعامل به في سوق عوامل الإنتاج، كما يختلف التضخم المتعامل به في قطاع الصناعات الاستهلاكية عن التضخم في القطاعات الاستثمارية، ويحلل الاقتصادي كينز التضخم المتعامل به في هذه الأسواق في النقاط التالية: ³

¹ سعيد سامي الحلاق، محمد محمود الجلوني، النقود والبنوك، دار البازوذي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص ص: (187-188).

² أمينة دبات، السياسة النقدية واستهداف التضخم، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015، ص ص: (72-73).

³ جميلة وجدي، السياسة النقدية وسياسة استهداف التضخم دراسة قياسية لحالة الجزائر خلال الفترة (1990-2014)، رسالة ماجستير

في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2016، ص: 56.

أ- التضخم السلعي: وهو التضخم الذي يحصل في قطاع صناعات الاستهلاك حيث يعبر عن زيادة نفقة إنتاج سلع الاستثمار عن الادخار.

ب- التضخم الرأسمالي: وهو التضخم الذي يحصل في قطاع صناعات الاستثمار حيث يعبر عن زيادة قيمة سلع الاستثمار عن نفقة إنتاجها. وكنتيجة لتفشي هذه الاتجاهات التضخمية فإن أرباحا كبيرة تتحقق في كل من قطاعي الاستهلاك والاستثمار.

2- أهم النظريات المفسرة للتضخم:

من أهم النظريات التي فسرت التضخم هي:

1-2- النظريات النقدية التقليدية: تركز النظريات النقدية التقليدية لتفسير التضخم إلى الفكر الكلاسيكي الذي يقوم على عدة افتراضات تتمثل في:¹

أ- التوظيف الكامل لعناصر الإنتاج حيث تصل نسبة تشغيل الموارد في الاقتصاد القومي إلى 100% دائما، فلا توجد موارد عاطلة داخل الاقتصاد القومي بصورة دائمة، ولذلك فإن حجم الناتج دائما ثابت وحجمه حجم إنتاج التوظيف الكامل.

ب- عدم وجود طلب ذاتي على النقود فالنقود تطلب فقط بغرض تمويل المعاملات، ولذلك فإن أي زيادة في كمية النقود توجه بكاملها لأغراض المعاملات.

ج- ثبات سرعة دوران النقد: وتحت هذه الظروف واستنادا إلى معادلة التبادل أو معادلة كمية النقود والتي تقرر أن:²

$$MV = PT$$

حيث:

M كمية النقود.

V سرعة دوران النقود.

P المستوى العام للأسعار.

T حجم المعاملات.

يقيس الجانب الأيسر من هذه المعادلة مقدار الإنفاق الكلي في الاقتصاد الذي يجب أن يتساوى مع الجانب الأيمن، والذي يتمثل في القيمة النقدية لحجم المعاملات. وبالتالي فالمعادلة تحدد جميع العوامل التي تتفاعل بطريقة

¹ إيمان ناصف عطية، مرجع سبق ذكره، ص: 242.

² محمد بلواي، السياسة النقدية في الجزائر، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المركز الجامعي لتمنراست، الجزائر، المجلد 1، العدد 2، جوان 2012، ص: 472.

مباشرة في تحديد مستوى الأسعار، ويمكن القول أن السياسة النقدية عند الكلاسيك هي سياسة محايدة يتمثل دورها في خلق النقود لتنفيذ المعاملات، أي أن حجم المعاملات هو الذي يحدد كمية النقود الواجب توافرها.¹ ولربط كمية النقود بمستوى الإنتاج استبدلت T بالمتغير Y والذي يمثل كمية السلع والخدمات النهائية المنتجة خلال مدة زمنية معينة فأصبحت المعادلة وفق الشكل التالي:

$$MV = PY$$

حيث:

M كمية النقود.

V سرعة دوران النقود.

P المستوى العام للأسعار.

Y الناتج الداخلي الخام.

ووفقا للمتطابقة السابقة فإن أي زيادة في كمية النقود ستؤدي إلى زيادة المستوى العام للأسعار دائما وبنفس النسبة. فالزيادة في كمية النقود سوف تتجه بكاملها لأغراض التداول حيث يزيد الطلب الكلي على السلع والخدمات المختلفة وتحت افتراض ثبات حجم الناتج دائما نتيجة لوجود الاقتصاد في حالة توظيف كامل، فإن الزيادة في الطلب الكلي لن تقابلها زيادة في مستوى الناتج، مع افتراض ثبات سرعة دوران النقود في الفترة القصيرة على الأقل فإن الزيادة في الطلب الكلي تنعكس بكاملها في صورة ارتفاع في الأسعار. ولذلك فإن التحليل القائم على افتراضات النموذج الكلاسيكي يقرر إن الزيادة في كمية النقود تؤدي دائما إلى حدوث ارتفاع في المستوى العام للأسعار وبنفس الزيادة في كمية النقود.²

2-2- العلاقة بين التضخم والبطالة في إطار منحنى فيليبس:

وضح الاقتصادي فيليبس في عام 1958 من خلال دراسة تطبيقية أجراها على الاقتصاد البريطاني في الفترة (1861-1957) أن العلاقة بين معدل التغير في الأجور الكلية ومعدل البطالة عكسية، حيث أنه في ظل ظروف الزواج يزداد الطلب الكلي على السلع والخدمات، وبالتالي يزداد الطلب على العمال ويرتفع مستوى التوظيف ويقل معدل البطالة. وفي نفس الوقت ترتفع الأجور، ومن ثمة الدخول والطلب على السلع وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار، ويحدث العكس في فترات الركود والكساد.³

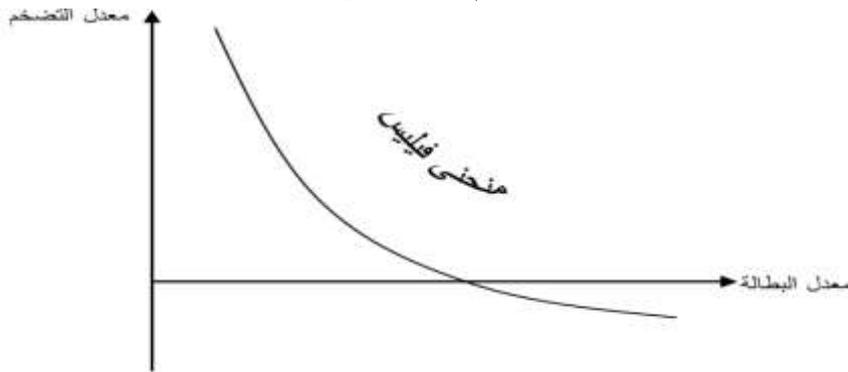
¹ عابد بشكير، دراسة قياسية لمحددات الطلب على النقود في الجزائر، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المركز الجامعي ميلة، الجزائر، المجلد 3، العدد 1، جوان 2017، ص: 170.

² إيمان ناصف عطية، مرجع سبق ذكره، ص: (242-243).

³ حبيب قنوي، محمد بن عدة، مليكة ريغي، البطالة والتضخم في الجزائر (دراسة العلاقة بين الظاهرتين 1990-2013)، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، المجلد 7، العدد 11، 2014، ص: 118.

ثم طور الاقتصادي فيليبس رسماً بيانياً يصور علاقة وليس قانون تنص على أنه كلما انخفض معدل البطالة في الاقتصاد زادت نسبة التغير في الأجور التي تدفع لليد العاملة في الاقتصاد، أطلق على هذه العلاقة اسم منحنى فيليبس الذي يعرض المعدل السنوي للنمو في الأجر الاسمي أو تضخم الأجور في الاقتصاد البريطاني خلال الفترة (1861-1957) مقابل معدل البطالة، ووجد أن العلاقة عكسية وأكد ذلك لعدد من البلدان الأخرى. واستمرت التفسيرات المبكرة في هذه العلاقة العكسية التي تركز على حالة سوق العمل التي تفسر تغيرات الطلب الكلي، حيث يعني ارتفاع البطالة ضعف الطلب على السلع، ويعد هذا الأمر مؤشراً على ضعف النمو الاقتصادي، وهذا ما يعني بدوره تدني الأرباح الذي لا يغري بزيادة الأجور. وفي حالة ارتفاع الطلب الكلي، يوظف المنتجون المزيد من القوى العاملة ليتمكنوا من زيادة الإنتاج والطلب على العمل، حيث يتسبب ذلك في رفع أجور العمال وارتفاع تكاليفهم وبالتالي ارتفاع أسعار السلع والخدمات.¹ وتم تمثيل هذه العلاقة في الشكل الموالي:

الشكل رقم (2): منحنى فيليبس



المصدر: نور الدين بوالكور، تحليل وقياس العلاقة بين معدل التضخم ومعدل البطالة في الجزائر خلال الفترة (1970-2015) في إطار منحنى فيليبس، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، المجلد 4، العدد 1، جوان 2017، ص: 650.

2-3) - المدرسة السويدية الحديثة: تقول المدرسة السويدية بأن العلاقة بين الطلب الكلي والعرض الكلي لا تتوقف فقط على مستوى الدخل، بل يجب التوقف عند خطط الإنفاق من جهة، وخطط الإنتاج من جهة ثانية، أو بكلمات أخرى تتوقف على العلاقة بين خطط الاستثمار وخطط الدخل. وترى النظرية أنه ليس هناك أي سبب يدعونا لافتراض تعادل الادخار المحقق مع الاستثمار المخطط إلا في حالة التوازن، ويرجع هذا السبب إلى اختلاف القرارات بين مجموعة المدخرين والمستثمرين. من ناحية ثانية، ترى هذه النظرية أن الادخار المتحقق يتساوى مع الاستثمار المتحقق، إذ أنه لو حصل خلل في التساوي بينهما لتقلب مستوى الأسعار. فمع ازدياد

¹ نور الدين بوالكور، تحليل وقياس العلاقة بين معدل التضخم ومعدل البطالة في الجزائر خلال الفترة (1970-2015) في إطار منحنى فيليبس، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، المجلد 4، العدد 1، جوان 2017، ص: 650.

ارتفاع الأسعار من الادخار هناك طلب أكبر من العرض، حيث النتيجة هي دائما في ارتفاع الأسعار، والعكس صحيح.

والقارئ المتمعن لهذه الأفكار إنما يخلص إلى قناعة مفادها أن هذه المدرسة التي أولت أهمية كبيرة للعوامل النفسية في تفسير التقلبات في حركة الأسعار إنما تعاطت مع واقع الدول الرأسمالية المتقدمة، التي تتسم اقتصادياتها بالكفاءة في آلية أسواقها، بما في ذلك السوق النقدية والمالية كعنصر هام في ربط قرارات المستثمرين بقرارات المدخرين.

وترى هذه النظرية بأن السبب المباشر بدون أي شك للتضخم ليس إلا في الإنفاق الكلي، أي حاصل ضرب كمية النقود المتداولة في سرعة تداولها، وهو أيضا ذلك الإنفاق المتوجه نحو الاستهلاك الخاص والحكومي، بما في ذلك الإنفاق الحكومي العسكري، من هنا يأتي تأكيدنا بأن التضخم خلل حاصل في آلية عمل النظام الاقتصادي لاضطراب قوى الإنتاج وضعف الطاقات الإنتاجية، وعدم وفائه لحاجات المستهلكين المتزايدة. بعبارة أدق ينشأ التضخم نتيجة لعدم التوازن بين الإنتاج والاستهلاك، بين الادخار والاستثمار وكتيجة لضعف الطاقات الإنتاجية في الاقتصاد القومي.¹

2-4) - البنيويون أو الهيكليون: ويقابل هذا الاتجاه للاقتصاديين النقديين الذين ركزوا على الجانب النقدي من ظاهرة التضخم، اتجاها آخر يرى في التضخم ظاهرة اقتصادية واجتماعية ترجع إلى الاختلالات الهيكلية الموجودة بصفة خاصة في الاقتصاديات المختلفة. وقد عرف اقتصاديو هذا الاتجاه بالهيكليين، وقد كان شولتز أول من لفت النظر إلى أهمية التحليل الهيكلية للتضخم الذي يبين وجود خلل هيكلية ناشئ عن عجز بنيان العرض عن التغير ليتلاءم مع تغير بنيان الطلب نظرا لعدم مرونة الجهاز الإنتاجي. ويضيف شولتز إلى هذا الخلل عدم وجود بطالة والاقتراب من مستويات تشغيل عليا. ولا يقتصر ارتفاع الأسعار على تلك المنتجات التي زاد الطلب عليها، وإنما يمتد إلى منتجات الصناعات التي انخفض الطلب عليها أيضا نظرا لقوة نقابات العمال التي تسهم في تجميد الأجور، فضلا عن ارتفاع أسعار المواد الخام التي تشترك هذه الصناعات في استخدامها مع الصناعات التي زاد الطلب على منتجاتها. ويرى الاقتصاديون الهيكليون أن العوامل الهيكلية والاجتماعية والسياسية هي التي تكون السبب في زيادة الطلب ووراء الإدارة النقدية والمالية السيئة في تلك الدول، فيفسرون القوى التضخمية بمجموعة من الاختلالات، تشمل الطبيعة الهيكلية للتخصص في إنتاج المواد الأولية، وجمود الجهاز المالي للحكومات فضلا عن طبيعة عملية التنمية وما تولده من اختلالات في مراحلها الأولى.²

¹ حازم البني، الاقتصاد الكلي، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، بيروت، 2006، ص: (274-275).

² صالح طاهر زرقان، مرجع سبق ذكره، ص: (45-46).

المطلب الرابع: التحليل الاقتصادي للعلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم وفق نظرية فيشر

شهد الأدب الاقتصادي انقساماً في توصيف العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم، فهناك اتجاه يرى بأن هناك علاقة موجبة فيما بينهما (فرضية فيشر)، ويرى الاتجاه الآخر بأن التضخم يؤثر سلباً على أسعار الأسهم. وفيما يلي نحاول طرح مزيد من الإيضاح لكل الاتجاهين في السياق التالي:

(1-1) - فرضية فيشر وتطبيقاتها في سوق الأسهم:

(1-1) - تعريف فرضية فيشر:

يرجع المفهوم الأساسي والنظري لهذه الفكرة إلى الكتاب الذي نشره فيشر عام 1930 بعنوان نظرية سعر الفائدة "The theory of the interest"، والذي أشار فيه إلى أن معدل الفائدة الاسمي يتكون من معدل الفائدة الحقيقي مضافاً إليه المعدل المتوقع للتضخم. وأن معدل الفائدة الاسمي يعكس كل المعلومات المتعلقة بالتضخم المتوقع. أما معدل الفائدة الحقيقي فيتحدد بفعل عوامل حقيقية في الاقتصاد. لذلك، فإن هذه الفكرة التي أوردتها فيشر جاءت من إيمانه بإمكانية الفصل بين القطاعات الحقيقية والنقدية في الاقتصاد. حيث أشار إلى أن معدل الفائدة الحقيقي يتحدد بفعل عوامل حقيقية مثل التفضيل الزمني للمستثمرين وإنتاجية رأس المال، لذلك فإنها مستقلة عن المتغيرات النقدية مثل التضخم.

ولغرض فهم ودراسة أثر فيشر المطبق على سوق الأسهم يمكننا الاستعانة بالصيغة الرياضية التالية:

$$R_{mt} = \alpha + BI_{at} + U_t$$

حيث إن:

α, B : معاملات النموذج.

R_{mt} = العائد الاسمي لحافظة استثمارية في الشهر t .

I_{at} = معدل التضخم المتوقع في الشهر t .

وفي ظل فرضية فيشر، فإننا نتوقع أن تكون قيمة B مساوية للواحد، أي بعبارة أخرى أن العائد الاسمي للسهم يتحرك بشكل مباشر مع معدل التضخم المتوقع. فالعوائد الاسمية للأسهم تزداد بنفس نسبة زيادة معدل التضخم المتوقع، وبالتالي سيعوض المستثمر الخسارة الناجمة عن التضخم في القوة الشرائية لثروته.¹ من جهة يلاحظ أن فرضية فيشر تتضمن بأن معدل العائد الحقيقي لسوق السهم يكون ثابتاً (أو مستقلاً) عن المعدل المتوقع للتضخم، أي بمعنى:

$$r_{mt} = \alpha + BI_{at} + U_t$$

حيث إن:

α, B : معاملات النموذج.

¹ حيدر عبد الستار فاخر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم (منهج الاقتصاد الكلي)، دار المريخ، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2002، ص ص: (66-67).

$rmt =$ معدل العائد الحقيقي للأسهم في الشهر t .

$Iat =$ المعدل المتوقع للتضخم في الشهر t .

وطبقا لفرضية فيشر فإن قيمة B تكون مساوية للصفر.¹

تستخدم الأسهم حسب فيشر كوسيلة تحوط تجاه التضخم لحماية المستثمرين من مخاطر انخفاض القوة الشرائية لوحدة النقد، وذلك بافتراض أن سعر السهم في بورصة الأوراق المالية يستجيب غالبا للظروف التضخمية فترتفع هي الأخرى مما يحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار وهذا ما أشارت إليه دراسة رزاق في سنة 2011، في حين أظهرت نتائج دراسة الرفاعي (2009) أن استجابة مؤشر عوائد الأسهم للتضخم يعتمد على مستوى التضخم السائد في الدولة، وأنه لا توجد علاقة قوية بين التضخم ومؤشر عوائد الأسهم في الدول ذات معدل التضخم المنخفض، ولكن توجد علاقة قوية وإيجابية بين التضخم ومؤشر عوائد الأسهم في الدول ذات التضخم المرتفع، وأشار آل طعمة في سنة 2007 أن آراء الاقتصادي فيشر المتمثلة في أسعار الفائدة الاسمية والحقيقية هي الحجة التي استند إليها الاقتصاديون ضمن هذا الاتجاه، إذ تعد الأسهم وسيلة تحوط كاملة ضد مخاطر التضخم من خلال ارتفاع أسعار الأسهم الاسمية، فإن المستثمرون يعوضون بالكامل عن الزيادات التي تحصل في المستوى العام للأسعار، وبذلك تبقى القيمة الحقيقية للأسهم دون تغيير في ظل وجود التضخم.²

1-2) - اختبار فرض الاستقلالية لفيشر: قال الاقتصادي الأمريكي إيرفينج فيشر في كتابه عن نظرية سعر الفائدة عام 1930 أن المستوى العام لأسعار الفائدة يتبع المستوى العام للتضخم من خلال العلاقة التالية: سعر الفائدة الاسمي $nominal\ interest\ rate$ يساوي سعر الفائدة الحقيقي $real\ interest\ rate$ بالإضافة إلى معدل التضخم المتوقع، وهذه العلاقة يمكن صياغتها في شكل المعادلة التالية، والتي يطلق عليها تأثير فيشر Fisher effect:

سعر الفائدة الحقيقي = سعر الفائدة الاسمي - معدل التضخم المتوقع.

وفي ظل افتراض الفصل بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد النقدي (الاسمي)، ومع إثارة القضايا الخاصة بالعلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وسوق الأسهم تم إحياء فكرة فيشر بواسطة النقديين الذين وضعوا فرض نظري يقول باستقلال التضخم عن عوائد الأسهم، ولكن في السبعينات وفي ظل معدلات تضخم عالية أصبح علماء الاقتصاد والاستثمار مهتمين بإمكانية أن تكون الأسهم وسيلة جيدة للتحوط (التغطية) Hedging ضد التضخم سواء المتوقع أو غير المتوقع باعتبارها مطالبات على الإنتاج الحقيقي.³

¹ نفس المرجع السابق، ص: 67.

² أحمد حسين بتال، سراب عبد الكريم مطر، أثر التضخم على عوائد أسهم قطاعات سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، المجلد 25، العدد 2، 2017، ص: (97-98).

³ هالة حلمي السعيد، مراجعة أدب العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأداء سوق الأسهم، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، مطبعة جامعة عين شمس، القاهرة، 2008، ص: 439.

لقد ظهرت العديد من الدراسات في الأدبيات الاقتصادية حول هذا الموضوع مثل: دراسة جيبسون وفاما (1982) Fama and Gibons، دراسة فاما (1981) Fama، دراسة ستلز (1981) Stulz، دراسة باتش (1983) Roll، دراسة مارشال (1992) Marshall، دراسة لي (1992) Lee، دراسة كول (1983) Kaul، دراسة لي وميس (1999) Mess and Lee، دراسة جيلستر ولوتون (1987، 1990) Louton، والتي تناقض ما اعتقده فيشر (1930) Fisher من أن هناك علاقة موجبة بين التضخم المتوقع وعوائد السهم الاسمية والمنبثق عنها أن الأسهم العادية هي وقاء ضد التضخم.

2- الفرضيات البديلة:

إن فشل الارتباط الإيجابي بين التضخم وأسعار الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية خاصة خلال عقد السبعينات، التي جاءت مناقضة لفرضية فيشر وأظهرت في الأدب الاقتصادي العديد من التفسيرات للعلاقة السلبية المحيرة بين أسعار الأسهم والتضخم، نوجز أهمها:

2-1- فرضية الضريبة الفعالة: قدم فلدشتاين feldstein في دراسته عام 1980، تفسيراً للعلاقة السلبية بين أسعار الأسهم والتضخم من خلال تأثير الضريبة، إذ أشار إلى أن التضخم يرفع معدل الضريبة الفعال على مصادر دخل الشركة. وأن معدل الضريبة الأعلى على دخل الشركة يسبب انخفاضاً في العائد الصافي الحقيقي الذي يتسلمه المستثمر لكل وحدة من وحدات رأس المال. كما أن الزيادة في معدل الضريبة الفعال جراء التضخم لا تؤثر بشكل سلبي في مستوى أسعار الأسهم فقط، بل إن الانخفاض في الإنتاجية، التكاليف العالية، وزيادة المنافسة الدولية، تعمل جميعها على خفض مستوى الأرباح قبل الضرائب، ومن ثمة ستؤثر سلبياً في أسعار الأسهم. بين فلدشتاين feldstein أن من الضروري التمييز بين معدل التضخم العالي والمستمر، وتأثير الزيادة المتوقعة في معدل التضخم في المستقبل، لفهم العلاقة بين أسعار الأسهم والتضخم. فالتضخم عندما يكون عالياً ومستمرًا، فالأسعار ترتفع بنفس نسبة الارتفاع في المستوى العام للأسعار، وذلك للحفاظ على معدل ثابت لأسعار الأسهم الحقيقية/ العوائد الحقيقية وبالعكس، فإن توقع زيادة في معدل التضخم المستقبلي، يدفع بالأسعار إلى هبوط متزامن في معدل الأسعار/ العوائد الجارية. وعلى الرغم من الارتفاع الحاصل في أسعار الأسهم في حالة التضخم الثابت، فإن معدل أسعار الأسهم/ العوائد الحقيقية ستكون أقل من السابق باستمرار.¹

2-2- الفرضية التوكيلية (النائية): وضح فاما في دراسة عام 1981، أن العلاقة بين عوائد الأسهم والتضخم ليست علاقة حقيقية سببية واحدة، ولكنها علاقة نائية للعلاقة الحقيقية بين النشاط الاقتصادي وعائدات الأسهم. وإن العلاقة بين التضخم وعائدات السهم تعمل من خلال تأثيرات التغيرات المتوقعة في النشاط الحقيقي

¹ نبيل مهدي الجنابي، التوقعات العقلانية (المدخل الحديث لنظرية الاقتصاد الكلي)، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، صص: (245-246).

على مستوى السعر من خلال دالة الطلب على النقود والنظرية الكمية للنقود، لذلك ستكون العلاقة بين عوائد الأسهم والتضخم عكسية حتماً.

ففي حالة توقع ارتفاع النشاط الحقيقي، فإن عوائد الأسهم تزداد، كما أن الزيادات المستقبلية في النشاط الاقتصادي ستؤدي إلى زيادة الطلب على النقود، وفي ظل سياسة نقدية تهدف إلى تحقيق نوع من الاستقرار في عرض النقد، ستخفض معدلات التضخم. لذلك فإن عوائد الأسهم والتضخم ستكون علاقة سلبية وبالعكس في حالة توقع انخفاض النشاط.¹

المطلب الخامس: الدراسات البديلة لفيشر وقرارات الاستثمار في الأسهم

نتائج الدراسات التي رفضت فرض فيشر ووجدت علاقة عكسية بين عوائد الأسهم والتضخم في الأجل القصير كانت دافعا لظهور تفسيرات جديدة بعضها يعتبر تلك العلاقة العكسية إحدى غرائب السوق أو بمعنى آخر ترجع إلى نقائص السوق (عدم تمامه)، وسوف نناقش أهم تلك التفسيرات في النقاط التالية:

1- الدراسات البديلة لنظرية فيشر:

من أهم الدراسات التي رفضت نظرية فيشر هي:

1-1- نظرية فاما كبديل لنظرية فيشر: تعتبر دراسة فاما (1981) من بين الدراسات المهمة في الأدبيات الأولى، والتي نظر فيها على أن الارتباط بين التضخم وعوائد الأسهم هو بالضرورة ارتباط أنابي "a proxy" للعلاقة السالبة بين التضخم والنشاط الحقيقي "Real activity"، وقد اصطلح تسمية التنظير باسم "فرضية الأناية".² وفي ظل السوق التام، افترض العالم الكبير فاما (1981) فرض العلاقة غير المباشرة "Proxy hypothesis"، والذي قال فيه أن العلاقة العكسية بين التضخم والعوائد الاسمية للأسهم والتي ظهرت في العديد من الدراسات هي علاقة زائفة، حيث أنه لا توجد علاقة سببية مباشرة بين الاثنين، وإنما كل منهما يتحدد بواسطة النشاط الاقتصادي الحقيقي حيث أن زيادة الإنتاج المتوقع مستقبلا يرفع كل من الطلب على النقود وأسعار الأسهم، ومع ثبات معدل النمو في المعروض النقدي، فإن زيادة الإنتاج المتوقع يؤدي إلى انخفاض التضخم وذلك في إطار نظرية كمية النقود، ولذا يرى فاما أن التضخم يلعب دور المؤشر أو الممثل Proxy للنشاط الحقيقي، ويظهر وكأن هناك علاقة عكسية بين التضخم وأسعار الأسهم.

والشيء المثير أيضاً أن نتائج دراسة فاما لم تؤيد هذا الفرض تأييداً تاماً، وإنما أعطت فقط تأييد جزئي في حين أن هناك دراسات أيدت تفسير فاما منها دراسة فاندهوف (1986) Vanderhoff التي وجدت أنه عند إضافة متغير يمثل الإنتاج المتوقع فإن العلاقة العكسية بين عوائد الأسهم والتضخم اختفت وأصبحت غير معنوية، وهناك أيضاً دراسة شانغ وبينغر 1987 Chang and Pinegar، التي استخدمت مؤشر أسهم متساوي الأوزان بدلا

¹ نفس المرجع السابق، ص: 246.

² أحمد بن عبد الله علي عسيري، حمد بن محمد آل الشيخ، المحتوى المعلوماتي للمؤشر السعودي العام لأسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، مصر، العدد الثاني، سبتمبر 2004، ص: (336-337).

من المؤشر المرجح بالقيمة الذي استخدمه فاما على أساس أن هذا الأخير يضعف تأثير متغير النشاط الحقيقي المتوقع في معادلة الانحدار، ولقد وجدت الدراسة أن معامل النشاط الحقيقي المتوقع زادت إيجابيته وأن معامل متغير التضخم أصبح أكثر سلبية.¹

1-2)- تحليل هند رشوت وسمرز: على خلاف تحليل فاما، ارتكز هذا التحليل على فروض نظرية نابعة من نقائص السوق. وضع كل من هندرشوت (1981) Hendershott وسمرز (1981) Summers فرض الأصول المختلفة من حيث المعالجة الضريبية، والذي يقول أن المعالجة الضريبية لأسعار البيوت لا تتأثر بالتضخم، ومن ثم ارتفاع التضخم يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأصول البيوت، مما يدفع نحو تخفيض أسعار الأصول البديلة ومنها الأسهم خاصة وأن ارتفاع معدل التضخم يرفع الضرائب الفعال على أرباح الشركات.

وحدير بالذكر أن هذا التفسير يشبه التفسير الذي قدمه فلدشتاين (1980) Feldstein، والذي ميز بين نوعين من المستثمرين الأول هو القطاع العائلي الذي يخضع لضرائب الدخل والأرباح الرأسمالية، والآخر هو المؤسسات المعفاة من الضرائب مثل بعض صناديق المعاشات والمنظمات التي لا تهدف إلى الربح، وقال أنه وباعتبار أن الضرائب يتم فرضها على القيم الاسمية فإن ارتفاع التضخم قد يؤدي ببعض حملة الأسهم للتحويل من الأسهم إلى أصول أخرى مما يقلل أسعار وعوائد الأسهم.²

1-3)- تحليل جيفري أوكسمان (2011): تتناول هذه الدراسة العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم وتعرض العلاقات المختلفة، حيث تعتمد هذه الدراسة على مقاييس التضخم وذلك باستخدام مقاييس ربع سنوية، امتدت من الربع الرابع من العام 1966 إلى الربع الرابع من عام 2009 حيث تشمل 172 مشاهدة، كما تم تقسيم فترة الدراسة إلى قسمين لتعكس التغيرات الحادثة في الثلاث المعايير للتضخم حيث تم استخدام عام 1983 كنقطة فاصلة بين الفترتين. في هذه الدراسة تم تطبيق أسلوب الانحدار المتجه VAR الذي طوره Lee حيث يتضمن النموذج العوائد الإضافية بالإضافة إلى علاوة المخاطر والتضخم. كما تم تضمين مؤشر S&P500 وبيانات العوائد والتوزيعات. مقاييس التضخم كانت بالتعديل الموسمي للرقم القياسي لسعر المستهلك CPI، وتضمين مخفض الإنفاق الشخصي الاستهلاكي PCE، والرقم القياسي للمنتج PPI، بينما تم استخدام التعريف الضيق لعرض النقود M1 وتضخم كل الأسعار وبيانات الناتج المحلي الإجمالي.³

وتوصلت الدراسة إلى أن العوائد ترتبط عكسيا مع الأنماط المختلفة للتضخم، لكن الارتباط الوحيد ذو المعنوية الإحصائية كان مع الرقم القياسي للاستهلاك CPI. بينما التوزيعات كانت ترتبط طرديا وبمعنوية إحصائية مع مقاييس تضخم الأسعار ولكنها ترتبط عكسيا مع التضخم النقدي، وهذه كانت نتيجة الفترة الأولى. بينما تم

¹ هالة حلمي السعيد، مرجع سبق ذكره، ص: 442.

² نفس المرجع السابق، ص: 441.

³ يوسف سعيد أحمد أمين، العلاقة بين أسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية (دراسة تطبيقية على سوق الخرطوم للأوراق

المالية)، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، أوت 2014، ص: (16-17).

التوصل في الفترة الثانية إلى أن التوزيعات ترتبط طرديا وبمعنوية إحصائية مع تضخم الإنفاق الاستهلاكي الشخصي PCE، وعكسيا مع الرقم القياسي للمنتج PPI، كما وأن التوزيعات ترتبط وبمعنوية إحصائية مع تضخم عرض النقود M1، حيث أوضحت النتائج أن تقسيم فترة الدراسة إلى فترتين كان ذو أهمية بالغة.¹ جاءت دراسة فيشر وتطبيقاتها لتبين الاستقلال بين العائد المتأتي من الأسهم والتضخم، وهذا ما رفضته دراسة فاما والعديد من المفكرين الذين قالوا بأن هناك علاقة عكسية فيما بين التضخم وعوائد الأسهم، ومن وجهة نظري هذا صحيح، فباعتبار التضخم هو ارتفاع المستوى العام للأسعار، فإنه يفقد القدرة الشرائية للتوزيعات السنوية المتأتية من الأسهم، وانخفاض القيمة الحقيقية للأسهم، وهذا ما يؤدي بحاملي الأسهم إلى طرح أسهمهم للبيع في البورصة واسترجاع أموالهم المستثمرة فيها للتقليل من خسائر تدهور قيمة النقد، وبالطبع فإن ظاهرة التضخم وتبعياتها السلبية من شأنها أن تؤثر سلبا على نفسية المستثمرين، وتجعلهم مترددين باتخاذ قرارات تخص الاستثمار في الأسهم، باعتبارها استثمارا طويلا لأجل نتائج غير مؤكدة في ظروف التضخم.

(2-2) - أثر التضخم على قرارات الاستثمار في الأسهم وتوزيعاتها:

(1-2) - أثر التضخم على قرارات الاستثمار في الأسهم:

يلعب معدل التضخم دورا أساسيا عند اتخاذ المستثمر قراراته الاستثمارية حيث تكون حسابات العائد والتكلفة على أساس الأرقام الحقيقية وليس الاسمية ولكن عندما تتغير الأسعار بمعدلات مرتفعة، لا تعتبر البيانات الاسمية للعوائد المتولدة عن الاستثمارات مؤشرا جيدا للحكم على أداء هذه الاستثمارات، ذلك لأن هذا العائد يفقد جزء من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال الفترة. ومن ناحية أخرى، نجد أن ارتفاع معدلات التضخم المتوقعة يصاحبه ارتفاع في درجة عدم اليقين بشأن المعدلات الفعلية للتضخم، وبالتالي انخفاض قيمة الأرباح والخسائر التي يحققها كل من المقرضين والمقترضين الذين لا يأخذون هذا المتغير في اعتبارهم. وتؤدي حالة عدم اليقين إلى انخفاض متوسط أجال استحقاق الأصول المالية التي يتم طرحها خلال هذه الفترات.² وباعتبار الأسهم أوراق مالية ليس لها تاريخ استحقاق، فإن عملية طرحها ببورصات الأوراق المالية للبيع تزداد، وهذا ما يؤدي إلى زيادة عرض الأسهم وانخفاض أسعارها.

(2-2) - أثر التضخم على توزيعات الأسهم:

يعتبر نموذج التوزيعات المخصوصة (D.D.M) أحسن وسيلة لتوضيح العلاقة بين أسعار الأسهم، معدل العائد عليها والتضخم. ففي إطار التوازن الجزئي نعتبر أن المستثمرين يحددون سعر السهم في الفترة t أي S_t حين يتساوى معدل العائد المتوقع للسهم مع معدل العائد المطلوب على الاستثمار، وبافتراض أن معدل التضخم مساو

¹ نفس المرجع السابق، ص: 17.

² رمضان الشراح، سوق الكويت للأوراق المالية.. الأداء والعوامل المؤثرة، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، العدد الرابع، أكتوبر 2004، ص: 177.

للصفر وأن التدفقات النقدية مستمرة للأبد ونرمز لها ب \hat{C} يكون حينها سعر السهم هو القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة وهو معطى بالمعادلة التالية:¹

$$st = \frac{\hat{C}}{\overline{r_t^0}}$$

حيث أن: S_t هو سعر السهم في الفترة t .

\hat{r}_t^0 : معدل العائد المطلوب عندما يكون معدل التضخم المتوقع معدوم $\hat{I}_t = 0$.

وبافتراض أن معدل التضخم يأخذ قيمة موجبة هذا معناه أن التدفقات النقدية الناتجة عن نشاط المؤسسة تتغير، وذلك لأن التضخم يؤثر على كل من الأرباح والتكاليف، ولذلك فإن التدفق النقدي \hat{C} يصبح معدل تدفق نقدي اسمي \hat{C}^n ينمو بمعدل ثابت $g(I)$ مرتبط بمعدلات التضخم المتوقعة، كذلك بالنسبة لمعدل العائد المطلوب \hat{r}_t^0 الذي يستبدل بعائد اسمي لحساب رمزه $\hat{R}_t(\hat{I})$ يستعمل لحساب القيمة الحالية ويصبح هذا المعدل معبر عنه بالمعادلة:²

$$\hat{R}_t(\hat{I}) = \hat{r}_t^+ + \hat{I}_t + (r_t^+ \times \hat{I}_t)$$

r_t^+ هو معدل العائد الحقيقي المطلوب في حالة وجود تضخم موجب، ويصبح سعر السهم في هذه الحالة معبر عنه بالمعادلة:

$$\bar{S}_t = \frac{\hat{C}^n}{\hat{R}_t - g(\hat{I})}$$

حيث أن \bar{S}_t هي سعر السهم في حالة وجود التضخم.

ومن هنا يمكن القول أن تصبح الأسهم أداة تحوط اتجاه التضخم إذا كان $S_t = \bar{S}_t$ أي:

$$\frac{\hat{C}}{\overline{r_t^0}} = \frac{\hat{C}^n}{\hat{R}_t - g(\hat{I})}$$

ويتمكن المستثمر من تفادي مخاطر انخفاض قيمة ثروته إذا تحققت الفرضية التالية:

التضخم يزيد من حجم التدفقات النقدية الداخلة للشركة، وهذا بعد أن يأخذ التضخم I في كل التعاملات النقدية بعين الاعتبار، وهذا معناه أن $g=1$ ، وبالتالي تصبح المعادلة كالتالي:³

$$\frac{\hat{C}}{\overline{r_t^0}} = \frac{\hat{C}(1+\hat{I})}{R(\hat{I})-\hat{I}}$$

وهذا يستوجب أن تكون: $R_t(\hat{I}) - \hat{I} = \hat{r}_0 (1 + \hat{I})$

¹ سمية بلجبلية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري محمد، قسنطينة، الجزائر، 2010، ص: (146-147).

² نفس المرجع السابق، ص: (146-147).

³ نفس المرجع السابق، ص: 147.

$$R_t(\hat{I}) = \hat{r}_0 + I + (I \times \hat{r}) \quad \text{وأيضاً:}$$

أما إذا قارنا المعادلتين وأخذنا بعين الاعتبار الفرضية السابقة، يمكن أن توفر الأسهم حماية من مخاطر التضخم إذا تحققت الشرطين التاليين:

- أن تكون التدفقات النقدية الاسمية = التدفقات النقدية الحقيقية مضروبة في معدل التضخم.

- أن يكون معدل الفائدة الحقيقي مستقل عن معدل التضخم المتوقع.

ويرى اقتصاديون أن التضخم يؤثر على أسعار الفائدة وتختلف درجة تأثيره باختلاف الأمد الزمني لأسعار الفائدة فيما إذا كانت قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، فلو كانت التوقعات تشير إلى أن التضخم سوف يزداد في المستقبل فإن هذا سيدفع حملة السندات وأصحاب الودائع (الدائنون) إلى تصفية مراكزهم وشراء الأسهم، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة أسعار تلك الأسهم.

وهناك من يرى أن معدل التضخم يترك أثراً عكسياً على أسعار الأسهم، وذلك لسببين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر. فالسبب المباشر يتمثل في أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى ارتفاع في معدل العائد المطلوب وبالتالي انخفاض في القيمة السوقية للأسهم بينما يتمثل السبب غير المباشر في انخفاض القيمة الحقيقية لأرباح الشركات وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها.

3- علاقة التضخم بالمتغيرات الاقتصادية الكلية:

تؤثر ظاهرة التضخم في العديد من المتغيرات الاقتصادية على غرار سعر الصرف، سعر الفائدة، والعرض النقدي، والتي تؤثر بدورها على أسعار الأسهم، ويمكن بيان العلاقات السببية الأحادية الاتجاه من هذه المتغيرات إلى التضخم من خلال التالي:

3-1- ارتفاع الأسعار وسعر الصرف: التضخم من وجهة النظر الاقتصادية يقصد به زيادة أسعار السلع والخدمات نتيجة لعجز الإنتاج عن تلبية الطلب المتزايد على هذه السلع والخدمات. ويعني ذلك أن الأسعار ترتفع لأسباب أخرى بخلاف التغير في طبيعة الإنتاج أو جودته، فعندما تزيد الكمية المتاحة من النقود عن الكمية المعروضة من السلع تكون النتيجة زيادة أسعار تلك السلع أو ما يسمى بالتضخم. ويؤثر معدل التضخم السائد في دولة ما على سعر صرف عملة هذه الدولة، فعندما يكون معدل التضخم مرتفعاً في إحدى الدول، فإن قيمة عملتها تقل مقارنة بعملة أي دولة ذات معدل تضخم أقل. وتربط النظرية الاقتصادية بين معدلات التضخم النسبية بين دولتين وبين التغير في سعر الصرف بين عمليتي هاتين الدولتين، وتفترض هذه النظرية أن التغير في سعر الصرف بين عمليتي أي دولتين تكون مساوية للتغير في مستويات الأسعار بين هاتين الدولتين أي أن:

سعر الصرف لعملة الدولة (س) بالنسبة لعملة الدولة (ص) يساوي مستوى الأسعار في الدولة (س) مقسوم على مستوى الأسعار في الدولة (ص).¹

3-2)- ارتفاع الأسعار وسعر الفائدة: تتخذ العديد من الإجراءات لتشجيع أصحاب الديون (المقرضون) المتضررون على تقديم أموالهم إلى المؤسسات المالية، من بينها آلية تحديد سعر الفائدة المتضمن لمعدل التضخم المتوقع، حيث تضاف علاوة التضخم إلى سعر الفائدة لتعويض الخسارة و من هنا يجب التمييز بين سعر الفائدة الاسمي و سعر الفائدة الحقيقي حيث يمكن أن يحسب هذا الأخير حسب معادلة فيشر كما يلي² :

$$R = I - F.$$

حيث يمثل:

R: معدل الفائدة الحقيقي؛

I : معدل الفائدة الاسمي؛

F: معدل التضخم المتوقع.

ويفترض فيشر بأن معدلات الفائدة الحقيقية لا تتغير كثيرا و إلا سيكون هناك طلب أو عرض كبير للقروض، بناء على ذلك فإن ارتفاع معدل التضخم يرافقه ارتفاع نسبي في معدل الفائدة الاسمي حتى يتم الحفاظ على المستوى التوازني لمعدل الفائدة الحقيقي.

إن التحليل الذي قام به فيشر هو امتداد للطرح الذي قام به جيبسون في سنة 1923، والذي سمي تناقض جيبسون Paradoxe de Gibson، وهو قائم على أساس التمييز غير الطبيعي بين سعر الفائدة الحقيقي وسعر الفائدة الجاري، وقد بين أن معدلات الفائدة المنخفضة ترتبط بمستوى أسعار مرتفع، وهذا لأن انخفاض معدل الفائدة يؤدي إلى ارتفاع الاستثمار، وهذا ينتج عنه ارتفاع الطلب على القروض، ويؤدي ذلك إلى ارتفاع كمية النقود وبالتالي ارتفاع الأسعار.³

لكن من جهة أخرى، تؤدي ازدياد معدلات التضخم إلى خفض القيمة الشرائية للنقد، وارتفاع تكاليف المشروعات الاستثمارية في حالة ارتفاع أسعار المواد الخام والوسيطة وارتفاع تكاليف الأجور، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على رؤوس الأموال لتمويل المشروعات المقترحة، وهذا ما يتسبب في ارتفاع أسعار الفائدة.

¹ مصطفى محمود محمد أحمد، العوامل المؤثرة على أسعار الصرف، مقال على شبكة الأنترنت في الموقع: <http://kenanaonline.com/users/mostafamahmoud2020/>، تاريخ الاطلاع: 2018/05/04، التوقيت: 11:23 سا.

² لامية بوهسانال، أثر التضخم على أسعار الفائدة، موضوع منشور على رابط الأنترنت التالي: <http://cte.univ-setif.dz/coursenligne/BouhssaneLamy/co/efftax.html>، تاريخ الاطلاع: 2018/05/04، التوقيت: 12:10 سا.

³ صلاح الدين كروش، تأثير معدلات التضخم ومعدلات الفائدة على سعر الصرف في الجزائر خلال الفترة 1970-2014، مقال منشور في موقع المنهل على الرابط الإلكتروني التالي: <https://platform.almanhal.com/Reader/2/93665>، تاريخ الاطلاع: 2018/05/04، التوقيت: 14:53 سا.

3-3- ارتفاع الأسعار وكمية النقود المتداولة: يترتب على ارتفاع معدلات التضخم ارتفاع في أسعار المواد الاستهلاكية والخدمات، وكلما ارتفعت الأسعار انخفضت قيمة النقود ونتج عن ذلك اضطراب في السوق بين البائعين والمشتريين، المنتجين والمستهلكين مما يدفع صغار المدخرين إلى استبدال العملة المحلية التي تفقد قيمتها يوماً بعد يوم، ويلجأون إلى استبدالها بعملات أكثر استقراراً أو شراء مثل الذهب والعقارات، وذلك لأن التضخم يؤثر على منظومة الأسعار النسبية المختلفة لأن ارتفاع الأسعار لا يشمل جميع السلع والخدمات بنسبة واحدة أو في وقت واحد فبعض السلع والخدمات ترتفع أسعارها بسرعة في حين أن البعض الآخر يتغير بسرعة أقل (بيطء) كما أن بعض السلع والخدمات تظل أسعارها جامدة،¹ وإنَّ أولى الفئات المتضررة بهذا الارتفاع هم أصحاب الدخل المحدود، فضلاً عن وجود كتلة نقدية كبيرة متداولة في السوق، وقد تكون هذه الكتلة محصورة بين أيدي مجموعة صغيرة لا تشكل إلا نسبة ضئيلة جداً من السكان، مما يعكس آثاره الاقتصادية السلبية على المستويات المعاشية للسكان.²

قد يسود اعتقاد بأن ارتفاع معدل التضخم من شأنه أن يدفع البنك المركزي من تبني سياسة نقدية تقييدية (سياسة اقتصادية انكماشية)، مما يترتب عليه انخفاض في التدفقات النقدية لمنشآت الأعمال - بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها -، الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض مستوى أسعار الأسهم.

الظاهر من السؤال أننا بصدد سياسة استهداف التضخم كإطار حديث في إدارة البنك المركزي للسياسة النقدية هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن دراسة هذا الانحراف في المعدل المعلن (المستهدف) عن المعدل المحقق فعلاً يعتبر مؤشراً سلبياً على مصداقية السياسة النقدية للوفاء بالتزاماتها المعلنة وهو ما يزيد في حالة عدم اليقين والتأكد ضمن قرارات المستثمرين بصفة عامة وهو ما يؤثر بالتبعية على أسعار الأسهم بالسلب طبعاً، إلا أن الكلام السابق يبدو بسيطاً في طرحه، جذاباً في فهمه، وهو عكس ذلك، إذ أن المستوى العام للأسعار في البلد يؤثر أو له علاقة مباشرة بسعر الصرف الحقيقي الذي يعتبر مؤشراً على مدى تنافسية الاقتصاديات فيما بينها، ومن هنا يتضح اختلاف تأثير هذا الإعلان حسب طبيعة نشاط الشركة كونها شركة تصديرية أم أنها شركة تعتمد أساساً على الاستيراد، والواضح الجلي أن مبيعات ومن ثم أرباح الشركات التصديرية وبالتبعية مقسوم الأرباح المتوقع كلها تتوجه نحو الانخفاض وكذلك أسهمها.

أما الشركات المستوردة فإنها تستفيد من الأسعار العالمية وهو ما يؤثر على تخفيض التكاليف ومن ثمة زيادة هوامش الربح، وبالتبعية فإنه يتوقع ارتفاع أسهم الشركات المستوردة أو تلك الشركات التي كانت تعتمد في السابق على المواد الأولية المحلية ثم توجهت للاستيراد. إلا أن التحليل السابق لا يعني استثناء الشركات المستوردة

¹ أحمد الدهشان، التضخم وأثاره الاقتصادية والاجتماعية، مقال منشور في موقع الاقتصاد والتشريعات المالية، تاريخ النشر: 2017/02/17، بدون صفحة.

² محمد محسن حاكم، أثر التضخم ومعدلات الفائدة في أسعار الصرف، مجلة أهل البيت، جامعة أهل البيت، كربلاء، العراق، المجلد 1، العدد 1، 2004، ص: 172.

من مخاطر التضخم ذلك باعتباره من الأخطار المنتظمة فهو يدخل في حساب معامل B للأخطار المنتظمة، ومن ثمة ارتفاع معدل خصم التدفقات المستقبلية وهو ما يقزم القيمة العادلة المحورية مقارنة بالقيمة السوقية للسهم، وبالتالي يصبح لزاما على المستثمر الخروج من هذا السهم والتوجه نحو آخر.¹

المبحث الثاني: العرض النقدي وتأثيره على أسعار الأسهم

يعتبر العرض النقدي من المتغيرات الاقتصادية التي يجب على المحلل الاهتمام بها، وذلك لتأثيرها على أسعار الأوراق المالية، ونظرا لكونه من مؤشرات تحليل الأداء الاقتصادي الكلي التي تشير إلى طبيعة السياسة النقدية المتبعة من طرف البنك المركزي. وباعتبار البورصة أحد أهم مجالات الاستثمار التي لكبار وصغار المستثمرين تحقيق الأرباح في ظل تنامي حركة التوسع المالي في اقتصاديات الدول المتقدمة، ظهرت دراسات تشخص طبيعة العلاقة الموجودة بين العرض النقدي وأسعار الأسهم، فهناك دراسات ترى أن للعرض النقدي قدرة تفسيرية وتنبؤية لأسعار الأسهم بينما ترى دراسات أخرى عكس ذلك.

المطلب الأول: مفهوم العرض النقدي وآلياته

يمثل العرض النقدي الكمية الإجمالية للأصول النقدية المتاحة في اقتصاد ما في وقت محدد. وتقوم الحكومة عادةً أو المصرف المركزي للدولة بتسجيل بيانات العرض النقدي ونشرها. ولا يزال يهتم المحللون العاملون بالقطاعين العام والخاص بمراقبة التغييرات التي يتعرض لها المعروض النقدي، وذلك نظراً لتأثيره على مستوى الأسعار والتضخم وسعر الصرف والدورة الاقتصادية.

1- مفهوم العرض النقدي:

يستخدم الاقتصاديون عدة تعاريف لعرض النقد (السيولة المحلية) اعتمادا على طبيعة الودائع البنكية المشمولة في عرض النقد. وهناك تعريفين لعرض النقد أحدهما تعريف ضيق ويرمز له بالرمز M1، والأخر تعريف موسع ويرمز له بالرمز M2.

1-1- المفهوم الضيق لعرض النقد M1:

هو المفهوم الضيق ويقتصر هذا المفهوم على إدراج صافي البنكنوت المتداول خارج الجهاز المصرفي يضاف له العملة المساعدة (النقود المعدنية، التي عادة ما تكون قيمة المعدن فيها أقل من القيمة أو القوة الشرائية المحددة على قطعة المعدن)، بالإضافة إلى الودائع الجارية الخاصة تحت الطلب من البنوك التجارية (DD). ويتوافق هذا المفهوم الضيق للكتلة النقدية مع وظيفة النقود كوسيط للتبادل، ذلك أن المدفوعات تتم إما باستخدام أوراق البنكنوت وإما بالنقود المساعدة وغالبا ما تتم بواسطة الشيكات.²

¹ أهلاوي دمياني، العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم، <http://www.startimes.com/?t=12763489>، تاريخ الاطلاع: 2018/05/16،

التوقيت: 1:33 سا.

² بسام الحجار، عبد الله رزق، مرجع سبق ذكره، ص ص: (185-186)

يمثل المفهوم الضيق لعرض النقود الوسائل النقدية التي تؤثر تأثيراً مباشراً على النشاط الاقتصادي في المجتمع، ويشمل هذا المكون النقد المتداول "العملة الورقية" المتداولة في أيدي الأفراد، وكذلك العملة المساعدة والودائع تحت الطلب بالدينار. ويطلق على هذه الأنواع من النقود لفظ وسائل الدفع الجارية أو عرض النقد الضيق، ويرمز له بالرمز M1.

$$M1 = \text{النقد المتداول} + \text{ودائع تحت الطلب}$$

1-2- المفهوم الواسع لعرض النقود M2:

نتيجة التطور الاقتصادي الحديث وتعدد صور التمويل، ظهرت أصول أخرى عديدة تتمتع بسيولة كبيرة وتقترب من النقود، بحيث أصبح يطلق عليها اسم (شبه النقد). وهي وإن كانت لا تتمتع بصفة السيولة النقدية إلا أنها تندرج تحت وصف السيولة المحلية.

وهذا يعني أن مفهوم السيولة المحلية يعد أكثر اتساعاً من مفهوم عرض النقد بالمفهوم الضيق M1، حيث أنه يشمل بالإضافة إلى M1 بمكوناته المختلفة ما يسمى بشبه النقد. لذا يطلق على السيولة المحلية عرض النقد الواسع ويرمز له بالرمز M2.¹

وبدأ الاهتمام يتحول إلى مفهوم أوسع للكثلة النقدية هو مفهوم السيولة الخاصة، وبذلك اتسع نطاق عرض النقد ليشمل بالإضافة إلى العناصر المذكورة أعلاه، الودائع لأجل، كونها، كما أشار ميلتون فريدمان، مخزن مؤقت للقوة الشرائية، ويعطى مفهوم السيولة المحلية الخاصة في الإحصاءات الدولية الرمز M2، وينصرف إلى تحديد عرض النقود على أساس:²

$$M2 = M1 + \text{الودائع الأجلة و بإخطار}$$

1-3- المفهوم الأوسع للعرض النقدي (M3):

وهو مفهوم أكثر اتساعاً، حيث يتضمن بالإضافة إلى مكونات المفهوم الواسع (M2) على الودائع لدى صناديق الادخار والتوفير وسندات الخزينة وعليه:³

$$M3 = M2 + \text{سندات الخزينة} + \text{الودائع لدى صناديق الادخار و التوفير}$$

يشير العرض النقدي إلى وسائل الدفع المتداولة في الاقتصاد، وفي إطار هذا المفهوم تتعدد مفاهيم العرض النقدي بحسب ما يحتوي عليه كل المفهوم الواسع والمفهوم الأوسع للعرض النقدي، إلى جانب النقد المتداول والعملة المساعدة مثل الودائع تحت الطلب، الودائع الادخارية، البطاقات الائتمانية،... إلخ، أي بتعبير آخر يشمل العرض النقدي كل وسيلة دفع يمكن تحل محل النقود بمفهومها الضيق وتلعب دورها.

¹ حسام علي داود، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 210.

² بسام الحجار، عبد الله رزق، مرجع سبق ذكره، ص: 186.

³ عابد بشيكر، مرجع سبق ذكره، ص: 169.

(2) - الأجزاء المقابلة للكتلة النقدية:

يعتبر البنك المركزي بنك الإصدار الوحيد للنقود الورقية القانونية، ويقوم البنك المركزي بعمليات إصدار النقود القانونية في المجالات التالية:¹

أ- شراء الذهب: ينتج عن عملية شراء الذهب زيادة في موجودات البنك المركزي من الذهب، وهذه الوضعية تمكن من إصدار النقود القانونية لسداد قيمة المشتريات، والتي تعني زيادة في التزامات البنك المركزي اتجاه الأطراف البائعة للذهب.

ب- شراء العملات الأجنبية: يؤدي شراء العملات الأجنبية من أية جهة كانت سواء من الأفراد أو المؤسسات الاقتصادية والمالية الأخرى، إلى زيادة أرصدة البنك المركزي من هذه العملات المشتراة، ويقابل ذلك زيادة في الموجودات بميزانية البنك المركزي. يكون مصدرها من خلال صافي الميزان التجاري (X_M)، أو مصدرها رؤوس الأموال الأجنبية والقروض وتحويلات الأفراد من وإلى الخارج مثل الهبات والإعانات، وهذا ما يؤدي إلى إصدار النقود القانونية لسداد قيمة هذه العملات المشتراة، ويعني ذلك زيادة التزامات البنك المركزي اتجاه الأطراف البائعة للعملات مما يتطلب سدادها.

ج- الاقتراض من الخارج: تعني عملية الاقتراض من الخارج الحصول على عملات أجنبية من المؤسسات المالية الدولية أو منظمات دولية أو دول أجنبية، هذه القروض تستخدم داخليا بالعملة المحلية، وعليه فالبنك المركزي عند الاقتراض يقوم بتحويل هذه القروض إلى عملة محلية بسعر الصرف السائد، وهذا يتطلب إصدار نقود قانونية.

د- شراء الأوراق المالية: عندما يرغب البنك المركزي في زيادة النقود المتداولة في الاقتصاد يقوم بإصدار النقود القانونية لتمويل عملية شراء الأوراق المالية، ويستخدم عادة في ذلك سندات الحكومة الصادرة عن الخزينة العامة وتزداد موجودات البنك من الأوراق المالية، الشيء الذي يمكنه من إصدار كمية نقود قانونية مساوية لقيمة هذه الأوراق المالية، لأن عملية الإصدار لا تتم من فراغ.

ر- تقديم مساعدات أو سلفيات: تحتاج عادة الحكومة إلى تغطية نفقاتها وعجزها، فلهذا تلجأ إلى البنك المركزي عن طريق الخزينة العامة، الشيء الذي يؤدي إلى إصدار البنك المركزي لنقود قانونية تمول ذلك، خاصة عند تقادم القروض إلى الاقتصاد بشكل مباشر.

ز- إقراض البنوك التجارية: عندما تحتاج البنوك التجارية إلى سيولة أو عدم قدرة على مواجهة السحوبات الحالية، تلجأ البنوك إلى طلب القروض من البنك المركزي بهدف تمويل هذا العجز وزيادة سيولتها وزيادة التوسع في نشاطها الإقراضي مما يؤدي بالبنك المركزي القيام بعملية الإصدار النقدي.

¹ محمد سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، الجزائر، 2003، ص: (89-90).

هـ- إعادة خصم الأوراق التجارية المقدمة من البنوك التجارية: مقابل القيام بهذه المهمة من طرف البنك المركزي، حيث تزيد موجوداته من الأوراق التجارية، الشيء الذي يجعله مدينا للبنوك التجارية فيصدر النقود القانونية لسد هذه الالتزامات.

و- القروض المقدمة للخزينة العمومية: عندما تكون الخزينة العمومية للدولة في حالة عجز تلجأ إلى الطرق التالية، تسبيقات البنك المركزي، قروض البنوك والمؤسسات المالية، قروض من الجمهور على شكل سندات يتم الاكتتاب بها.

ولجأت الجزائر إلى ضخ ما مقداره 6556 مليار دينار جزائري بدون مقابل لتمويل عجز الميزانية العامة، وقد تم إصدار هذه السندات في إطار تطبيق أحكام المادة 45 مكرر في قانون القرض والنقد لسنة 2003 والمعدل في أكتوبر 2017 بشكل يسمح للخزينة العمومية بشكل استثنائي الاقتراض من بنك الجزائر المركزي خلال مدة خمسة سنوات عبر سندات تصدرها الخزينة و ذلك للمشاركة خصوصا في تغطية طلبات التمويل للخزينة و تمويل الدين العمومي و كذا تمويل الصندوق الوطني للاستثمار¹.

ي- القروض المقدمة للاقتصاد: حيث تقوم البنوك التجارية بتقديم القروض على أساس الودائع المقدمة لها، والمتمثلة في حساباتها الجارية، وهذا ما يؤدي إلى زيادة وسائل الدفع وفي نفس الوقت خلق نقود الودائع.

وبلغت القروض الموجهة للاقتصاد الوطني 9.408.1 مليار دينار إلى غاية جوان 2018 مقابل 8.880 مليار دينار إلى نهاية ديسمبر 2017 مسجلة بذلك ارتفاعا بلغت قيمته 528 مليار دينار، ما يمثل زيادة بنسبة 6 بالمائة ما بين فترتي المقارنة. وفيما يتعلق بتركيبة القروض حسب القطاعات القانونية لوحظ أن القروض الممنوحة للقطاع العمومي ارتفعت إلى 49.3 بالمائة نهاية جوان 2018 مقابل 48.55 بالمائة إلى نهاية ديسمبر 2017 في حين قدرت نسبة القروض الموجهة للقطاع الخاص (بما فيها الموجهة إلى الأسر) 50.67 بالمائة نهاية جوان 2018 مقابل 51.44 بالمائة إلى نهاية ديسمبر 2017.²

3- البنوك وآلية خلق النقود:

تلعب البنوك دورا كبيرا في تحديد حجم النقد في أي دولة من خلال دور خلق النقود، حيث يتم إقراض المبالغ بعد حسم نسبة الاحتياطي الإلزامي، وبالتالي يستطيع البنك خلق النقود بمقدار مضاعف النقود البسيط الضيق) = $\frac{1}{\text{نسبة الاحتياطي الإلزامي}}$ ، حيث التغير في عرض النقد = المضاعف × المبلغ الأساسي، ولكن هذا المضاعف يفترض عدة افتراضات منها:³

¹ وكالة الأنباء الجزائرية، التمويل غير التقليدي، إصدار سندات بقيمة 3585 مليار دينار حتى نهاية ماي 2018، مقال منشور في الموقع

الإلكتروني، <http://www.aps.dz/ar/economie>، تاريخ الاطلاع: 2019/03/04، التوقيت: 19:45 سا.

² إحصائيات وزارة المالية، <https://www.mfdgi.gov.dz>، تاريخ الاطلاع: 2019/03/31، التوقيت: 9:05 سا.

³ نداء محمد الصوص، مرجع سبق ذكره، ص ص: (74-75).

أ- إن الناس تودع كافة أموالها في البنوك، ولكن هذا غير صحيح لأن الناس تحتفظ بنسبة من الدخول كسيولة جارية ولنفرض هذه النسبة في (Cd).

ب- إن البنوك تقوم بإقراض كل المبالغ بعد خصم نسبة الاحتياطي الإلزامي، وهذا غير صحيح حيث أن البنوك تحتفظ بنسبة من الأموال المودعة عندها، وذلك لتوفير السيولة والخشية من التقلبات الاقتصادية وإمكانية إفلاس أحد العملاء، ولنفرض هذه النسبة هي Excess reserves (rd).

ج- يتم التمييز بين القاعدة النقدية (H) وهي مجموع النقود التي تم تداولها وبين عرض النقد (M1)، وتكتب صيغها وفقا لهذا الشكل: $M1=CR+DD$ و $H=CR+R$ ، R: الاحتياطي الإلزامي، CR: النقود المتداولة، DD: الودائع الجارية.

وبأخذ هذه النقاط بعين الاعتبار يصبح مضاعف النقود الموسع $\frac{\Delta Ms}{\Delta H} = \frac{1+cd}{rd+cd}$ ، ومن هنا نجد أن مضاعف النقود يتأثر بالعوامل التالية:¹

- نسبة الاحتياطي للودائع rd بحيث إذا ازدادت فإن المضاعف ينخفض وهذا يتحكم به البنوك التجارية والبنك المركزي.

- نسبة السيولة للودائع cd بحيث إذا ازدادت فإن المضاعف ينخفض وهذه يتحكم بها الجمهور.

- القاعدة النقدية H حيث إذا ازدادت فإن المضاعف يزداد، وهذه يتحكم بها البنك المركزي.

المطلب الثاني: الآثار المترتبة على تغير العرض النقدي

يلعب تغير العرض النقدي عن طريق السياسة النقدية دورا مهما في توجيه مسار الاقتصاد، فزيادة عرض النقود قد تؤدي إلى تحفيز القوة الشرائية وتحسين معدلات الاستثمار، ولكن الارتفاع الكبير في العرض النقدي المقترن بانعدام التخطيط والدراسة المسبقة له يؤدي إلى تضخم الأسعار؛ بينما يتسبب تخفيض العرض النقدي بطريقة خاطئة في الركود الاقتصادي والتي يمكن أن تتحول إلى كساد عام في البلد.² وهناك طرق عديدة لتشخيص الآثار المترتبة على تغير العرض النقدي في الاقتصاد لعل أهمها صيغة فيشر، ونظرية الأرصد النقدية (مارشال) والنظرية الكينزية.

1- الآثار المترتبة على تغير العرض النقدي حسب صيغة فيشر:

تضمنت صيغة فيشر أربعة عناصر أو مكونات ($M^S = \text{عرض النقود}$)، و (V سرعة تداول النقود في المعاملات)، و (P المستوى العام للأسعار)، و (T المعاملات أو المبادلات)، وكانت هذه الصيغة كما يأتي:

$$M^S V = PT$$

¹ نفس المرجع السابق، ص: 76.

² نصيرة بن نافلة، أثر السيولة وحيادية النقود (دراسة قياسية لكل من دولة الجزائر والمغرب)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2011، ص.ب، بنظر.

والمعادلة السابقة هي مجرد متطابقة تناظر كمية النقود التي قدمها إيرفينج فيشر والتي عرفت باسمه، وأحد طرفيها هو حاصل ضرب الرصيد النقدي في عدد مرات دوران وحدة النقد في عملية التمويل للمعاملات خلال فترة، ومن ثمة فإن MV تمثل إنفاق المجتمع على المعاملات، وهذا الطرف يجب أن يتساوى مع الطرف الآخر والذي يمثل عدد المعاملات مضروباً في متوسط سعر كل معاملة.

ويفترض الكلاسيك أن V ثابتة في الأجل القصير و t ثابتة للاعتقاد بأن الاقتصاد يعمل في الحالة العادية عند مستوى التوظيف أو التشغيل الكامل ولا يوجد بطالة، أما M فهي متغير يتحدد بشكل مستقل عن المتغيرات الثلاث، وهذا ما يترتب عليه أن P يعتبر المتغير التابع الوحيد في العلاقة¹. وعلى ذلك فإن التغير في M سوف ينعكس بشكل تناسبي على التغير في P في ظل ثبات T و v فتكون معادلته من الشكل:

$$P = \frac{MV}{T}$$

ومما يشار إليه هنا أن V ترتبط بعوامل تتسم بنوع من البطؤ في التغيير مثل تنظيم الصيرفة والائتمان وتكرار مدفوعات الدخل وسرعة التعاملات ونظم المعلومات... كما وأنها ترتبط من ناحية أخرى بالطلب على النقود M^d مستوى معين من الدخل القومي حيث أن هناك علاقة عكسية بين (V) و (M^d) . وعند ربط مستويات الناتج الحقيقي وكمية النقود والأسعار وسرعة التداول، فإن الصيغة الآتية يمكن اعتمادها:

معدل التضخم + معدل نمو الناتج الحقيقي = معدل نمو العرض النقدي + معدل نمو سرعة التداول.

وحسب نظرية كمية النقود، عندما تكون سرعة التداول مستقرة نسبياً خلال الزمن، تتأكد العلاقة الطردية بين تغيرات عرض النقد وتغيرات القيمة الاسمية للناتج (PT) من خلال تغيرات المستوى العام للأسعار (P) . وبما أن النقود تعد محايدة فإن تغيرات عرض النقود تنعكس مباشرة على المستوى العام للأسعار (P) . ترفع المستويات العليا للأسعار (قصير الأجل) التكلفة الفرصية للاحتفاظ بالنقد فتزداد بالتالي سرعة تداولها. ويبدو أن الصيغة المبسطة لنظرية كمية النقود في تفسير العلاقات النقدية أو السوقية تجمع عدة عناصر اعتبرت متغيرات مستقلة، إلا أنها في الواقع لا يمكن اعتبارها كذلك بسبب عدم وجود علاقات سلوكية أو دالية تربط المكونات السابقة، والتي يفترض بها أن تكون في صيغ معدلات تغير أو ميول أو باعتماد مرونة معينة.²

(2) - الآثار المترتبة على تغير العرض النقدي حسب نظرية الأرصد النقدية (مارشال):

تعتبر نظرية مارشال تحولاً جوهرياً في التحليل النقدي، فبينما تركز نظرية كمية النقود اهتمامها في التداول النقدي (عرض النقود)، نجد نظرية الأرصد النقدية ترمز اهتمامها في التفضيل النقدي (الطلب على النقود). وتتلخص نظرية مارشال للأرصد النقدية فيما يلي:³

¹ جيلالي بورزامة، محاضرات في التحليل النقدي، مطبوعة موجهة إلى طلبة الماجستير، تخصص المالية والبنوك، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2013/2014، ص: 42.

² معروف هوشيار، التحليل الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص: (241-242).

³ محمود سحنون، مرجع سبق ذكره، ص: 53.

- إن الطلب على النقود يساوي كمية النقود المتاحة.

$$L=M \dots\dots\dots(1)$$

حيث أن: L تمثل الطلب على النقود و M تمثل عرض النقود.

يتكون الطلب على النقود من التفضيل النقدي للأغراض الدخلية ($L1$) والتفضيل النقدي للأغراض المالية ($L2$)
حيث:

$$L=L1+L2\dots\dots\dots(2)$$

علما أن مارشال يركز تحليله على التفضيل النقدي للأغراض الدخلية، والذي يساوي نسبة معينة من الدخل النقدي حيث:

$$L=KY \dots\dots\dots(3)$$

مع: Y يمثل الدخل النقدي، K هي تلك النسبة من الدخل التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها في شكل أرصدة نقدية، وبالتعويض في المعادلة رقم (1) عن L تساويها في المعادلة رقم (3) نحصل على:

$$M=K.Y \dots\dots\dots(4)$$

$$K=M/Y \dots\dots\dots(5)$$

ومنه نجد أن:

أي أن: L تساوي النسبة بين الأرصدة النقدية التي يحتفظ بها الأفراد في مركز التوازن ودخلهم النقدي (Y)، وهي بذلك تعتبر الصيغة العكسية لسرعة تداول النقود للأغراض الدخلية (V) حيث أن:

$$V=Y/M \dots\dots\dots(6)$$

أي أن:

$$K=LM \dots\dots\dots(7)$$

وبالتعويض عن K في المعادلة رقم (7) بما تساويها نحصل على:

$$M=(LV).Y \dots\dots\dots(8)$$

$$MV=Y \dots\dots\dots(9)$$

أي أن:

$$Y=PO \dots\dots\dots(10)$$

ومن تعريف الدخل النقدي يتبين:

حيث أن: P يمثل المستوى العام للأسعار، و O يمثل الدخل الحقيقي.

وبالتعويض في المعادلة (9) عن Y بما تساويها في (10) نحصل على:

$$MV=PO \dots\dots\dots(11)$$

$$P=MV/O \dots\dots\dots(12)$$

وهي معادلة فيشر عن كمية النقود مع إحلال الدخل الحقيقي محل حجم المعاملات، وإحلال سرعة تداول النقود الداخلية محل سرعة تداول النقود لأغراض المعاملات، وبالرغم من كل ذلك فإن نظرية مارشال للأرصدة النقدية تختلف عن نظرية كمية النقود، وتكمن أهم أوجه الاختلاف في:¹

- تختلف نظرية الأرصدة النقدية عن نظرية كمية النقود والمستوى العام للأسعار، بعبارة أخرى أن نظرية الأرصدة النقدية تسمح للتغيرات النقدية بالتأثير على حجم الإنتاج والمستوى العام للأسعار عكس نظرية كمية النقود.

- تركز نظرية الأرصدة النقدية اهتمامها على التفضيل النقدي (الطلب على النقود)، بينما نظرية كمية النقد تركز اهتمامها على عرض النقد. وبعبارة أخرى، تقرر نظرية الأرصدة النقدية أنه يمكن أن يتغير مستوى الدخل (الإنتاج والأسعار) حتى ولو بقيت كمية النقود المتداولة ثابتة.

- اعتبرت معادلة التبادل أن النقود تقوم بوظيفتي وسيط في المبادلة ووسيلة للدفع، أما بالنسبة لمعادلة كمبريدج فإنها أضافت وظيفة أخرى للنقود ألا وهي وظيفة الادخار أي مستودع للقيمة.

3- الآثار المترتبة على تغير العرض النقدي حسب النظرية الكينزية:

تعد النظرية الكينزية بمثابة ثورة حقيقية في النظامين النقدي والاقتصادي، ففي الوقت الذي تؤمن فيه النظرية الكلاسيكية بجمادية النقود تقوم النظرية الكينزية على أساس أهمية الدور الذي يمكن أن تلعبه النقود على مستوى الاقتصاد القومي، بمعنى أن تغير كمية النقود يؤثر بالتبعية في المتغيرات الاقتصادية سواء العمالة والإنتاج والاستهلاك والادخار والاستثمار وبالتالي يؤثر في الوضع الاقتصادي ككل، وبهذا فإن وجهة النظر النقدية عند كينز قد قامت على فروض تخالف فيه فروض نظرية كمية النقود عند الكلاسيك.

يعتبر كينز أن السياسة المالية أكثر فعالية وتأثيراً في حل المشكلات الاقتصادية، إلا أنه أقر للسياسة النقدية بلعب دور المساعد لتلك السياسة، ويعود تأكيده على دور السياسة النقدية لإيمانه على خلاف الكلاسيك بأن للنقود وظيفة أخرى مهمة، غير كونها وسيلة للمبادلة، وإنما هي مخزن للقيمة جاعلاً للنقود الدور المحرك في التغيير الاقتصادي من خلال الدخل والإنتاج والاستخدام، إذ أن الاحتفاظ بالنقود بدلاً من استثمارها جاء نتيجة عنصر الشك بالمخاطر المستقبلية الذي يسيطر على الأفراد، وبما يؤديه ارتفاع أسعار الفائدة من انكماش في حجم الاستثمار ومن ثم نقص في الطلب الكلي، الفعال والذي ينعكس بدوره على مستويات الدخل والإنتاج والاستخدام، ويميل التفضيل النقدي للانخفاض، وهكذا يعد التفضيل النقدي طبقاً للتحليل الكينزي مصدراً مهماً من مصادر التقلبات الاقتصادية.

ويركز التحليل الكينزي بصفة أساسية على أثر تغير المعروض النقدي على المتغيرات الاقتصادية ومن ثم المسار الاقتصادي، كما أن إيمان كينز بمبدأ تدخل الدولة جعله يفوض إدارة وتحديد كمية النقود اللازمة للاقتصاد، وعليه فإن كمية النقود المعروضة تعد بمثابة متغير خارجي يتحدد من خارج السلطة النقدية، في حين عد الطلب

¹ نفس المرجع السابق، ص: 54.

على النقود يتحدد بتفضيل السيولة، أي أن تفضيل الرصيد النقدي يعد من أبرز مميزات التحليل الكينزي عن التحليل الكلاسيكي بعد أن حدد كينز ثلاث دوافع للطلب على النقود (دافع التبادل، دافع الاحتياط ودافع المضاربة)، فقيام السلطة النقدية بزيادة كمية النقود المعروضة كسواء الأوراق المالية من السوق النقدية على سبيل المثال سوف يؤدي إلى تحول منحني عرض النقود، وتوظيف هذه النقود لأغراض المضاربة في السندات من لدن الأفراد مما يؤدي إلى زيادة الطلب على السندات فترتفع أسعارها السوقية، وبما أن هناك علاقة عكسية بين سعر السند ومعدل الفائدة فإن معدل الفائدة سوف ينخفض، وبالتالي يؤثر ذلك في الاستثمار الذي يتمتع بمرونة عالية بالنسبة إلى معدل الفائدة، وبما أن هذا الأخير قد انخفض فهذا يعني أن المنتجين سوف يزيدون من المشاريع الاستثمارية وعليه يرتفع الاستثمار، وهذا ما يؤثر حسب التحليل الكينزي في الطلب الكلي الفعال والذي يتحدد وفق الاستهلاك والاستثمار، وبما أن الاستثمار أحد المكونات الرئيسية للطلب الكلي فزيادته تؤدي إلى زيادة الدخل.¹

4- الآثار المترتبة على تغير العرض النقدي حسب النظرية النقدية المعاصرة:

تعزى النظرية النقدية التقلبات في النشاط الاقتصادي، ومن ثم عدم الاستقرار والأزمات الاقتصادية، إلى التغيرات في كمية النقود التي لا تتناسب مع التغيرات في إنتاج السلع والخدمات حيث يؤكد فريدمان أن معظم أوضاع الانكماش أو الركود الاقتصادي يسببها انخفاض في معدلات نمو عرض النقد، وأن حالات التوسع الاقتصادي تسبقها تزايد في معدلات نمو عرض النقد. وقد عبر فريدمان عن ذلك من خلال النموذج التالي:

$$y_t = F(M_T)M_t$$

حيث F دالة لسلوك الماضي لكمية النقود M_T ، ومنه توصل فريدمان إلى أن الدخل تتحكم فيه كمية النقود المعروضة خلال نفس الفترة t وكميات النقود السابقة خلال الفترة T .

يرى فريدمان أن عرض النقود هو المحدد الرئيسي لمستويات الناتج والعمالة في المدى القصير، وذلك لأن أثر التوسع النقدي سوف ينصرف إلى زيادة الأسعار والإنتاج معاً، لأن ارتفاع الأسعار سوف يشجع المنتجين على زيادة إنتاجهم ما دام هناك طاقات عاطلة، كما أن أسعار الخدمات الإنتاجية سوف تتأخر عن الارتفاع لكونها مرتبطة بعقود بين مختلف الأفراد، وهذا ما يسمح للمنتجين من الاستفادة من الأرباح الإضافية التي يتيحها الارتفاع في الأسعار. أما على المدى الطويل والذي يذهب حسبه على عدة عشرات أو ما أطلق عليه فريدمان زمن الكلاسيك والذي سبق تناوله، فإن الأثر الوحيد لتغير كمية النقود هو زيادة الأسعار دون الإنتاج.²

يعتبر فريدمان عرض النقود متغيراً خارجياً ليس له أي أثر على النشاط الاقتصادي في المدى الطويل وإنما له أثر على المستوى العام للأسعار، وتؤدي زيادة عرض النقود من خلال عمليات السوق المفتوحة إلى ارتفاع أسعار

¹ محمد بلواي، السياسة النقدية في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: (474-475).

² الطاهر حليط، دراسة قياسية لأثر العرض النقدي على التضخم والنمو الاقتصادي في الجزائر، مجلة البديل الاقتصادي، جامعة بوزيان عاشور، الحلقة، الجزائر، المجلد3، العدد2، ديسمبر 2016، ص:98.

الأوراق المالية وانخفاض العائد، ومن ثمة زيادة الأرصدة النقدية لدى الأفراد والمشروعات. وبما أن الأفراد لا يرغبون في الاحتفاظ بأرصدة نقدية فإن ذلك يدفعهم نحو شراء أوراق مالية مربحة أو زيادة إنفاقهم على السلع والخدمات وبالتالي سيقود هذا الإنفاق أو الشراء إلى تزايد أسعار السندات وانخفاض العائد عليها.¹

أهم الاختلافات بين الكينزيين والنقديين حول العرض النقدي:

يمكن إبراز أهم الاختلافات بين الكينزيين والنقديين حول العرض النقدي في النقاط التالية:²

➤ العلاقة بين عرض النقود ومستوى النشاط الاقتصادي هي علاقة غير مباشرة عند الكينزيين في حين أن هذه العلاقة تعد مباشرة عند النقديين، ذلك أن الكينزيين ينظرون إلى التغيير في كمية النقود على أنه يؤثر في المقام الأول على سعر الفائدة، ومن هنا فهم ينظرون إلى الإنفاق بأنه يتأثر بطريقة غير مباشرة بتغيير كمية النقود، في حين أن التغيير في سعر الفائدة يغير من الإنفاق على الاستثمار ورجحيته، وأن هذا الإنفاق سوف يؤثر بدوره على الإنتاج عن طريق المضاعف، أما النقديون فهم على عكس ذلك، ويعتقدون بوجود علاقة مباشرة بين التغيرات في عرض النقود والتغيرات في الإنفاق الكلي والإنتاج الكلي، فوفقا لتحليلهم يترتب على زيادة الأرصدة النقدية زيادة مباشرة على كافة الأصول الطبيعية والمالية.

➤ أن مجال الإحلال بين مختلف الأصول يعد أكثر اتساعا لدى النقديين عنه لدى الكينزيين، ففي النموذج الكينزي ينصرف أثر زيادة كمية النقود إلى الأصول المالية فقط ويؤدي إلى تخفيض سعر الفائدة، أما في النموذج النقدي سوف يكون هناك زيادة في النقود بالنسبة لهيكل الثروة المبدئي للأفراد مما يؤدي إلى حدوث انخفاض في المنفعة الحدية للنقود، بالنسبة للسلع الأخرى، وهنا نلاحظ حدوث عملية إعادة توزيع الثروة في صالح السلع الأخرى، وحجة النقديين هنا أن النقود أصل فريد يختلف عن الأصول المالية في كونها لا تطلب لذاتها بل تطلب بصفتها وسيطا للتبادل، وبالتالي فهي ليست بديلا لمجموعة من الأصول المالية بل لكافة الأصول.

➤ الخلاف الثالث يدور حول حيادية النقود ويعد من أهم الخلافات لأنه يمس جوهر المدرستين، ولا يخفى أن الكينزيين يدافعون بشراسة عن سعر الفائدة وأهميته كآلية لتنشيط الاقتصاد لأن نقل الأثر إلى النشاط الاقتصادي يعتمد كلية على سعر الفائدة، إذ يؤمن الكينزيون بأن للسياسة النقدية أثر فعال خلال فترة زمنية طويلة خصوصا عند تطبيق السياسة العامة لكبح الأزمات، وعليه فغياب سعر الفائدة تحتفي المدرسة بأكملها، وبما أن تفعيل دور سعر الفائدة يؤدي إلى تفعيل مفهوم الطلب على النقود لأجل المضاربة، وهذا يعني منطقيا أن الطلب على النقود وعرض النقود هما الذين يحددان سعر الفائدة في السوق والذي سيؤثر على الادخار والاستثمار والإنتاج. "في حين يرى فريدمان أن لتغيرات سعر الفائدة دورا ثانويا بينما تغيرات الدخل الدائم هي المصدر الأساسي للطلب على النقود في المدى الطويل، في الوقت الذي تشهد الأذواق وترتيب الأفضليات نوعا

¹ معتوق محمد سهير، الاتجاهات الحديثة في التحليل النقدي، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، 1988، ص: 163.

² نذير عبد الرزاق، داودي الطيب، السياسة النقدية بين المرونة ومنهج القواعد في ميزان الاقتصاد الإسلامي، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، العدد 15، جوان 2014، ص ص: (340-341).

من الاستقرار خلال الفترة القصيرة. ويرى فريدمان أن الطلب الحقيقي على النقود مرتبط فقط بالدخل الدائم أي أن $f(Y_P) = \frac{M_d}{P}$ ، وهو ما أثبته فريدمان من خلال دراسة تجريبية أجراها على سلسلة من البيانات المتعلقة بالكتلة النقدية للولايات المتحدة الأمريكية خلال فترة 1868 إلى 1957 مع زميله شوارتز¹.

➤ تعد استقلالية النقود مسألة هامة تدرس علاقة الإنتاج بالمعرض النقدي، فالكينزيون يرون أن التغيرات في الدخل النقدي من شأنها أن تؤدي إلى تغير المضاعف النقدي والذي بدوره يؤدي إلى تغير حجم المعرض النقدي، ويحدث هذا التغير نتيجة تغير نسبة النقد المتداول إلى الودائع تحت الطلب أو تأثير الدخل النقدي على سعر الفائدة الذي يؤثر على نسبة الاحتياطات النقدية إلى الودائع تحت الطلب، بينما يرى النقديون أن زيادة الإنتاج تسبقها زيادة في المعرض النقدي فالسببية تجري من النقود إلى الإنتاج، وعليه يمكن التحكم في النقود كمتغير مستقل من خلال البنك المركزي للتأثير في المستوى العام للأسعار.

المطلب الثالث: النظرية الاقتصادية للعلاقة الموجودة بين العرض النقدي وأسواق الأسهم

تشهد العلاقة بين العرض النقدي وأسعار الأسهم اهتماما بالغا بين الدوائر السياسية والبحثية على السواء. ويعود ذلك بصفة أساسية إلى ما واجهته البنوك المركزية من تحديات عبر التاريخ الاقتصادي الحديث نتيجة للارتفاعات غير المبررة في ارتفاع أسعار الأسهم. ولذلك يتناول هذا العنصر قنوات تأثير العرض النقدي على أسعار الأسهم وتحديد إطارها الرياضي والتطبيقي.

1- الإطار الاقتصادي للعلاقة الموجودة بين العرض النقدي وأسواق الأسهم:

لاشك أن المستثمر أو المدخر يبحث عن الفرص الاستثمارية التي تحقق له أعلى عائد وأقل مخاطرة، ولكن المشكلة بالنسبة للمستثمر أن العلاقة بين العائد والمخاطر طردية، بمعنى أنه كلما ارتفعت المخاطر زاد العائد والعكس صحيح. ولذا فيمكن أن يكون هناك نوعا من المنافسة بين الأدوات المالية لكل من سوق رأس المال والبنوك، وذلك على أساس أن أدوات سوق رأس المال تعد طويلة الأجل وتحمل قدرا من المخاطر أكبر من الأدوات المالية لسوق النقد الممتلئة في العرض النقدي بمفهومه الموسع، وهو ما يجعل بعض الأدبيات الاقتصادية تشير إلى إمكانية التأثير السلبي لنشاط سوق رأس المال على الودائع بالبنوك، وفي المقابل ترى بعض الأدبيات الاقتصادية أن سوق رأس المال تؤثر إيجابيا على الودائع بالبنوك، حيث أن السوقيين مكملين لبعض ولا يوجد بينهما تنافس نتيجة اختلاف الأدوات المالية. كما يمكن للبورصة أن تجذب رؤوس أموال أجنبية يتم إيداعها في البنوك، كما أن قيام المشتري بسحب ودائعه من البنوك لشراء أوراق مالية يقابله إيداع من البائع،

¹ عبد الرزاق كبوط، النظرية الكمية النقدية الجديدة، سلسلة دروس منشورة على الرابط التالي: economie.univ-batna.dz، جامعة باتنة،

فحركة البيع والشراء في البورصة تتم من خلال الودائع بالبنوك وانتقالها من فرد لآخر أو من فرد لشركة داخل الجهاز المصرفي.¹

وتعتمد النظرية الاقتصادية في الربط بين نشاط بورصة الأوراق المالية وأداء البنوك خاصة فيما يتعلق بتطور المدخرات بالبنوك على تأثير تعظيم الثروة الذي ينتج من نشاط البورصة، ويؤدي لزيادة الدخل الذي يعمل على زيادة الاستهلاك والمدخرات، وتعني الثروة مجموع قيم كل الأصول الموجودة بالمجتمع، أما صافي الثروة فإنه يعني الفرق بين الأصول والخصوم، وهي تتكون من إجمالي المدخرات بالمجتمع بالإضافة إلى العائد أو الدخل المتحقق.

وتشير النظرية الاقتصادية إلى أن زيادة انتعاش البورصة يؤدي إلى زيادة الادخار والاستهلاك حيث أن انتعاش أسعار الأسهم أو أسعار الأصول يؤدي لزيادة النشاط الاقتصادي والعكس صحيح مع زيادة ثروة الفرد، فإن هذا يؤدي لزيادة الادخار والاستهلاك وفقاً لدرجة كل من الميل الحدي للاستهلاك والميل الحدي للادخار.

والمدخر يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس عدة معايير توفر له الربح والأمان وزيادة الثروة. وتتسم الأدوات المالية التي توفرها بورصة الأوراق المالية مثل السندات والأسهم بأنها لا تتعرض للإهلاك كما أنها تولد دخلاً خلال فترة الاحتفاظ بها. ومن ثم فإن زيادة قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة المدخرات وزيادة العائد على الأصول المالية يعينان زيادة الثروة في الاقتصاد وبالتالي زيادة المدخرات في البنوك.

كما تقوم بورصة الأوراق المالية بوظيفة تعبئة المدخرات من خلال الأدوات المالية التي توفرها للمدخرين مثل الأسهم والسندات إلى جانب إتاحة فرص الربح للمدخر والمستثمر، الأمر الذي يعمل على زيادة المدخرات وتوفير بورصة الأوراق المالية ميكانيزمات لخفض تكاليف المعاملات فيما يتعلق بتكلفة المعلومات والوسطاء لأن نشاط بورصة الأوراق المالية يقوم على توفير المعلومات أمام جميع المتعاملين بتكلفة زهيدة للغاية، مما يوفر على المدخر والمستثمر عبء تكاليف المعلومات. وتنعكس قدرة بورصة الأوراق المالية في تعبئة المدخرات من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز لتتيح لها الاتساع في الاستثمار.²

(2) - الإطار النظري للدراسات التي تناولت علاقة العرض النقدي بأسعار الأسهم:

يعد نموذج المحفظة الذي وضعه فريدمان الإطار النظري للعلاقة الموجودة بين العرض النقدي وأسعار الأسهم، تلتها دراسات مؤيدة له مثل دراسة جيف وهانة (Hana and Jaffe (1971)، دراسة كيران (Keran (1972)، دراسة كوشين وهامبرجر (Hamburger and Kochin)، والتي ترى أن للعرض النقدي قدرة تفسيرية وتنبؤية لأسعار الأسهم؛ ودراسات معارضة له مثل دراستي روزف وكوبر (Rozeff (1974)، Copper (1974) ترى عكس ذلك.

¹ إيهاب إبراهيم الدسوقي، الأثار الاقتصادية لسوق رأس المال على المدخرات في البنوك مع التطبيق على الاقتصاد المصري، مجلة النهضة، جامعة القاهرة، مصر، المجلد 7، العدد 4، أكتوبر 2006، ص: 37.

² نفس المرجع السابق، ص: (38-39).

2-1) - نموذج المحفظة والدراسات المؤيدة له:

فيما يتعلق بعلاقة المعروض النقدي على أسعار الأسهم، فإن الفرض النقدي الأساسي هو نموذج المحفظة النقدية الذي وضع بواسطة علماء النظرية النقدية مثل فريدمان (1961)Friedman، برونر (1961)Brunner، فريدمان وشوارتز (1963)Friedman and Schwartz، وهذا النموذج يتوقع أن زيادة المعروض النقدي يؤثر إيجاباً على أسعار الأسهم حيث يفترض أن النقود مثل أي أصل مالي أو حقيقي ضمن الأصول في محفظة المستثمرين وبالتالي التغيرات غير المتوقعة تدفع المستثمرين إلى الإحلال بين النقود والأصول الأخرى داخل المحفظة للوصول إلى مستوى مستهدف، والنموذج يفترض أن استجابة المستثمرين لتغير المعروض النقدي تكون بفترة إبطاء وهذا يعني إمكانية التنبؤ بأسعار الأسهم.

وهناك دراسات أيدت هذا النموذج منها دراسة جيف وهانا (1971)Hana and Jaffe، دراسة كيران (1972)Keran، دراسة كوشين وهامبرجر (1971)Hamburger and Kochin، ومعظمها استخدم المعروض النقدي الفعلي بالمعنى الضيق (M1)، وهذا يعني أن تلك النتائج لا تتفق مع فرض السوق الكفؤ حيث يمكن استخدام بيانات المعروض النقدي في الماضي للتنبؤ بأسعار الأسهم في المستقبل.¹

2-2) - الدراسات البديلة لنموذج المحفظة:

ظهرت في المقابل دراسات أخرى غير مؤيدة لنموذج المحفظة النقدية حيث أوضحت أن المعروض النقدي ليس له قدرة تنبؤية بأسعار الأسهم، وإنما هناك تأثير في الاتجاه العكسي بمعنى أن أسعار وعوائد الأسهم هي التي تؤدي إلى تغير المعروض النقدي، ومن أهم تلك الدراسات دراسة روزف (1974)Rozeff، دراسة كوبر (1974)Copper، وجميع الدراسات السابقة سواء المؤيدة أو غير المؤيدة استخدمت تحليل الانحدار وبيانات شهرية أو ربع سنوية، ولكن هناك دراسة غير مؤيدة أيضاً استخدمت اختبار العلاقة السببية لجرانجر (1977)Granger، وهي دراسة روجلانكي وفينسو (1977)Rogalski and Vinso.

ومع نهاية السبعينات وخلال الثمانينات، ظهرت دراسات جديدة تستخدم بيانات يومية أو أسبوعية لقياس مدى استجابة أسعار الأسهم للإعلان عن السياسة النقدية، وميزت تلك الدراسات بين التغيرات المتوقعة والتغيرات غير المتوقعة في المعروض النقدي، ووجدت أن أسعار الأسهم تستجيب سلباً للتغيرات غير المتوقعة في اتجاه سياسة نقدية أقل تقيداً، وهذه النتائج لا تتعارض مع فرض السوق الكفاء، باعتبار أن التغيرات المتوقعة تنعكس في أسعار الأسهم، ومن أمثلة تلك الدراسات: بيرس ورولاي (1985)Pearce and Roley، كورنال (1983 - Cornell)، وهاردفلوس (1987)Hardouvelis، وكلها استخدمت المعروض النقدي بالمعنى الضيق،

¹ هالة حلمي السعيد، مرجع سبق ذكره، ص. 437.

وأحد المشاكل التي تترتب على ذلك أن التغيير فيه يعكس التغيير في الطلب على النقود Money demand بنفس القدر الذي يعكس عرض النقود Money supply.¹

2-3- أثر نمو عرض النقد بمفهومه الواسع M2:

تؤدي زيادة عرض النقد بمفهومه الواسع إلى زيادة حجم الاستثمارات، وبما أن جزءاً من هذا الاستثمار سيتم تمويله عن طريق طرح أدوات تمويل جديدة، فمن المتوقع أن يترك أثراً إيجابية على أسعار الأسهم والسندات. "فالزيادة في حجم المعروض من المال تشجع الوكلاء على الاستهلاك أو الاستثمار. وعندما يكون عرض النقود كبيراً فإنه يولد نشاطاً اقتصادياً ونموً، على العكس من ذلك، فإن الانخفاض في كمية الأموال المتداولة يؤدي إلى انكماش النشاط الاقتصادي بسبب الافتقار إلى السيولة، مما قد يؤدي إلى انخفاض النمو والأزمات والصراعات الاجتماعية."²

ويعتبر عرض النقود أحد أهم المعايير الأساسية في الاقتصاد ويقاس وفره أو ندرة الأموال. إذ تميل أسعار الأسهم إلى الارتفاع عندما يكون العرض النقدي في الاقتصاد مرتفع. فالكثير من الأموال المتداولة في الاقتصاد توفر المزيد من الأموال للاستثمار في الأسهم، كما أنها تجعل أدوات الاستثمار البديلة مثل السندات أقل جاذبية.³

3- آليات تأثير العرض النقدي على أسعار الأسهم:

تشكل النقود عاملاً ديناميكياً يؤثر في مستوى النشاط الاقتصادي تأثيراً مباشراً، بمعنى أن الزيادة في القوة الشرائية للنقود مع بقاء الأمور الأخرى ثابتة تؤدي إلى زيادة الطلب الكلي وبالتالي زيادة الاستثمار والإنتاج والتوظيف، ويؤدي انخفاض القوة الشرائية للنقود على عكس هذه النتائج. ومن الضروري بمكان، والحالة هذه، أن نعرف التغيرات في عرض النقود، بصرف النظر عن التعريف الذي نعتمده للكتلة النقدية، ومصادر هذه التغيرات، لنستطيع اتخاذ الإجراءات والسياسات الملائمة في الوقت المناسب، ولتكون معدلات النمو متناسقة مع الحاجة الفعلية للنشاط الاقتصادي. حيث يتم تحديد السهم من خلال القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، ويتم حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية بمعدل الخصم، وللعرض النقدي علاقة قوية بمعدل الخصم وبالنتيجة مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية.

3-1- آلية المحفظة: تؤثر تغيرات العرض النقدي وبعده طرق على كل المتغيرات المستقلة والمحددة لأسعار

الأسهم، وسوف نوجز هذه الطرق كما يلي:

أ- **أثر السيولة:** إن أول هذه التأثيرات وأكثرها شيوعاً هو ما يسمى بأثر السيولة وانعكاساتها على أسعار الفائدة، فلأن النقود تعتبر إحدى مكونات الحافظة الاستثمارية، فإن زيادة كميتها في الحافظة يسبب انخفاضاً

¹ نفس المرجع السابق، ص ص: (437-438).

² E-classroom, **Les effets de la variations de la masse monétaire**, rédigé le 22/12/2016, consultée sur le cite suivant : <http://e-classroom.over-blog.com/les-effets-de-la-variation-de-la-masse-monetaire>, le : 19/05/2017, 9 :00H .

³ **The Relationship Between Money Supply & Stock Prices**, est vu sur le cite d'internet: <https://finance.zacks.com> > Investing > Investing for Beginners, Le 17/05/2018, à 12:00 h.

في المنافع الناجمة عن الوحدة النقدية الأخيرة. أي انخفاض المنفعة الحدية للنقود في الحافظة الاستثمارية، لذلك فإن التغيرات في عرض النقد يمكن أن تكون بديلاً عن التغيرات في العائد على النقود.

(ب) - **أثر العوائد:** إن القناة الثانية والمهمة التي تؤثر بها النقود في أسعار الأسهم بشكل غير مباشر هي من خلال التغير في الطلب الفعال على السلع والخدمات. ولدينا كما يشير نموذج H&K العديد من الشواهد التي توضح بأن التغيرات في عرض النقد مهمة في تحديد مستوى الطلب الفعال وإن عوائد الشركات واحدة من أكثر عناصر الدخل التي تستجيب للتغيرات الحاصلة في هذا الطلب.¹

(ج) - **مكافأة المخاطرة:** إن الأسهم العادية هي جزء أو أحد المكونات المهمة لمجموع الثروة، وطالما أن التحركات في أسعار الأسهم تكون كبيرة فإن المستثمرين يطالبون بمكافأة مخاطر أعلى إذا كانوا يحتفظون بأسهم عادية والتي توصف بأنها أكثر الاستثمارات المالية مخاطرة. وهناك العديد من الشواهد التي تدعم وتساند هذه الفرضية. منها، أن المعدل المتوسط للعائد على أسهم الشركات أعلى وبعده نقاط من العائد على سندات الشركات الخاصة خلال معظم الفترات من تاريخ الولايات المتحدة. فمنذ عام 1871 ولغاية عام 1937 كان المعدل الكلي للعائد على الأسهم العادية نحو (6,8%) في السنة، ومعدل العائد حسب مؤشر ستاندربورز (S&P500) منذ عام 1920 ولغاية 1960 بلغ نحو (10%)، وبالمقابل كان معدل الفائدة على السندات طويلة الأجل منذ عام 1871 ولغاية عام 1960 نحو (3,9%) ولم يتجاوز (6,5% مطلقاً). وعلى كل حال فإن تحركات أسعار الأسهم والناجمة عن التغيرات في عرض النقد يمكن أن تكون متزامنة مع التقلبات في قيمة الموجودات الأخرى في الحافظة.

وما تجدر الإشارة إليها هو أن مكافأة المخاطرة على الأسهم العادية تتأثر بالتغيرات في عرض النقد. حيث أن التقلبات في عرض النقد تسبب زيادة في تقلب أسعار الأسهم والاقتصاد ككل، وبالتالي فإن مكافأة المخاطرة على الأسهم سوف تزداد بزيادة التغيرات في عرض النقد.²

(2-3) - **آلية الثروة:** تكون آلية الثروة قائمة على أساس الأسلوب الذي تؤثر من خلاله التغيرات في كمية النقود على صافي الثروة غير البشرية، ومن ثمة تؤثر بدورها على الطلب الكلي، وقد استخدم فريدمان آلية تأثير الثروة من خلال نظريته -النظرية الكمية الحديثة-، وبالرغم من أن نظريته تتعلق بأرفن فيشر والنظرية الكمية، إلا أن تحليله في الطلب على النقود هو أقرب إلى التحليل الكينزي واقتصادي كميريدج من فيشر، وفي تحليله لدور الثروة في الطلب على النقود، حيث فرق فريدمان بين الثروة البشرية والثروة غير البشرية. وأحد محددات صافي الثروة الاسمية غير البشرية هو W_{NH} هي:

$$W_{NH} = H + P_V K$$

إذ أن كمية النقود الاسمية من النقود المدارة هي: H.

¹ حيدر فاخر عبد الستار، مرجع سبق ذكره، ص ص: (42-43).

² نفس المرجع السابق، ص ص: (43-44).

القيمة الحالية السوقية لخزين رأس المال: $P_V K$.

يتضمن التحليل تأثير بيحو، حيث يؤدي انخفاض مستوى الأسعار إلى ارتفاع القيمة الحقيقية للنقود المدارة، حيث يؤدي انخفاض مستوى الأسعار إلى زيادة معدل الفائدة من الممتلكات النقدية بصورة موجبة ومساوية لنسبة الانخفاض في الأسعار. وهذه الزيادة في القيمة الحقيقية للنقود المدارة H تنتج زيادة في صافي ثروة العوائل، وبما أن الاستهلاك هو دالة للثروة، فإن الاستهلاك يشهد زيادة، ووفقا لهذا النموذج، يمكن تحديد طريقة أخرى تمكن القوى النقدية من التأثير على الثروة غير البشرية، وبالتالي على الاستهلاك، وذلك من خلال القيمة السوقية لخزين رأس المال $P_V K$ ، بافتراض أن البنك المركزي أجرى عملية شراء من خلال عمليات السوق المفتوحة، التي تؤدي إلى زيادة الطلب على السندات وأذونات الخزينة، وبالتالي زيادة في أسعارها وانخفاض معدلات الفائدة عليها، وبصورة أولية يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم بالمقارنة مع السندات الحكومية كحل بديل، ومن ثمة ترتفع أسعار الأسهم، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة $P_V K$ ، وعند ثبات مستوى الأسعار فإن مالكي الأسهم يكونون أكثر ثراء، ومن ثم يشهد الاستهلاك ارتفاعا.¹

3-3- قنوت تأثير العرض النقدي وفق نموذج القيمة الحالية:

يمكن وصف طبيعة العلاقة بين العرض النقدي وأسعار الأسهم العادية بسهولة أكبر إذا ما نظرنا إلى حصة من الأسهم العادية كأصل يحقق عائده للمستثمر بمرور الوقت. ومن ثمة يمكن كتابة قيمة السهم من حيث القيمة المخصومة الحالية لأرباح الأسهم المتوقعة وفق المعادلة التالية:²

$$PDV_0 = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{D_0(1+g_t)^t}{(1+r_t+p_t)^t} \dots$$

مع: D_0 مستوى حصص الأرباح الحالية.

g_t معدل نمو الأرباح المتوقع في الزمن t .

r_t معدل الخصم المتوقع الذي يركز على معدل المخاطرة.

p_t علاوة المخاطرة.

ينبغي على المستثمر أن يكون راغبًا بالتعويض عن دفع سعر مساو لقيمة pdv لأي سهم. وعليه، يتم تحديد سعر أي سهم من الأسهم العادية وفقا لمعدلات نمو أرباح الأسهم، ومعدل المخاطرة. وهنا يظهر أن عرض النقود مرتبط بشكل إيجابي بمستوى ومعدل نمو توزيعات الأرباح، وبشكل سلبي بمعدل الفائدة وقيمة المخاطرة. وبالتالي، هناك علاقة طردية موجبة ما بين المستوى المتوسط لأسعار الأسهم والعرض النقدي.

¹ أحمد حسن الهيبي، الدكتور أوس فخر الدين أيوب، دور السياسات النقدية والمالية في النمو الاقتصادي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار، العراق، العدد 08، 2012، صص: (23-24).

² Kenneth E. Homa, Dwight M. Jaffee, The supply of the money and common stock prices, the journal of finance, Vol.26, N° 5, Decembre 1971, P:1046.

يؤدي انخفاض العرض النقدي إلى زيادة معدلات الفائدة وتخفيض النفقات الحساسة للفوائد مثل استثمار رأس المال، وهذا ما يتسبب في انخفاض مبيعات الشركة وبالتالي تدهور أرباحها. ويعتمد توقيت تأثير الأرباح المنخفضة على توزيعات الأسهم ووضع السيولة للشركة. وعلى الرغم من أن السعر الحالي للأسهم العادية سوف ينخفض إذا حدث انخفاض في الأرباح الموزعة، فإن النقطة الرئيسية للرافعة المالية هي أن التأثيرات المتوقعة لإمدادات النقود على توزيعات الأرباح لا تقل أهمية عن أي تأثيرات فعلية قصيرة المدى في تحديد قيمة السهم.¹

وعلاوة على ذلك، يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة على معدل خصم المستثمر، فالزيادة الواضحة في أسعار الفائدة السوقية الناجمة عن زيادة القيود النقدية قد يتم تعزيزها عن طريق تخفيض الائتمان في أسواق القروض. وهذا ما يؤدي بدوره إلى انخفاض العرض النقدي، زيادة معدل الخصم وتدني توزيعات الأرباح. فعنصر المخاطرة ينشأ بسبب عدم اليقين المرتبط بالقيم المستقبلية لمعدل نمو أرباح الأسهم وزيادة معدلات الفائدة بدون مخاطر. وبافتراض أن المستثمر لا يجب المخاطر، فإن علاوة المخاطرة ترتبط بشكل إيجابي مع زيادة عدم اليقين. وهنا يمكن القول أن انخفاض العرض النقدي يؤدي إلى زيادة درجة عدم اليقين التي تتم بها توقعات المستثمر، وبالتالي ارتفاع علاوة المخاطرة. وهذا ما يشير بدوره إلى أن الزيادات في درجة الضائقة النقدية قد تكون مؤثرة مثل زيادة العرض النقدي في إضعاف علاوة المخاطرة.

وما تجدر الإشارة إليه هنا هو أنه يجب أن تحدد العلاقة، إذا كانت تقديرية وتستخدم للتنبؤ. وقد تم تطوير دراسة هذه العلاقة من طرف الاقتصادي بيرلي سبرينكل Berl Sprinkel من خلال مقارنة نقاط التحول في مؤشر أسعار الأسهم مع نقاط التحول في معدل نمو العرض النقدي، صاغ سبرينكل Sprinkel قاعدة الاستثمار في الأسهم بالطريقة التالية "إن السوق الهابط في أسعار الأسهم كان متوقعا بعد 15 شهرا من كل ذروة في النمو النقدي، وأنه تم توقع وجود سوق صعودية بعد شهرين من الوصول إلى كل مستوى قاع في النمو النقدي".²

¹ Ibid, pp:(1046-1047).

² Ibid, p:1047.

المطلب الرابع: نماذج دراسة أثر العرض النقدي على أسعار الأسهم

تناولت العديد من الدراسات التطبيقية علاقة أسعار الأسهم بالعرض النقدي حيث حاولت إسقاط الجانب النظري لها في بيئات وظروف اقتصادية مختلفة، نذكر منها:

(1) - منهج القيمة الحالية والعلاقة الحتمية والمتباطئة بين عرض النقد وأسعار الأسهم (Berly w.Sprinkel)

لقد استندت أفكار بيرلي سبرينكل (Sprinkel) على النتائج التي توصل إليها من قبل فريدمان وشوارتز (Friedman-Schwartz) في دراستهما "النقود والدورات الاقتصادية" المنشورة عام 1963، وترتكز هذه الأفكار على فرضية مفادها أن التغيرات في نمو عرض النقد تسبق التغيرات في أسعار الأسهم، واختبر هذه الفرضية بواسطة دراسة السلاسل الزمنية لنمو عرض النقد وباستخدام مؤشر متحرك لمدة ستة أشهر ومؤشر أسعار الأسهم (S&P425).

وأشار التحليل البياني (visual) الذي قام به (Sprinkel) للمدة 1963-1918 ومن ثمة للمدة 1970-1918 إلى الاستنتاج التالي: على الرغم من ثقتنا بأن معظم مراحل ارتفاع أسعار الأسهم في السوق لا يمكن أن تنشأ بدون التوسع في النمو النقدي، وأن الانخفاض في أسعار الأسهم في السوق لا يمكن أن يحدث بدون الانخفاض في النمو النقدي، إلا أننا لا يمكن أن نكون متأكدين من طول المدة الزمنية التي تسبق بها التغيرات النقدية التحركات الرئيسية لأسعار السوق. إن التقدم الزمني (led) للتوسع النقدي قبل الارتفاع في أسعار السوق كان قصيرا بشكل مؤكد، حوالي (1-3 أشهر)، أما المدة التي تفصل بين الانخفاض في عرض النقد ومن ثمة الانخفاض في أسعار الأسهم فتصف بكونها شاذة، فهي تتراوح ما بين الصفر في عامي 1912 و 1966 وحوالي (2-15) شهرا في السنوات الأخرى، ومن الواضح أن تغير النمو النقدي ليس العامل المؤثر الوحيد في تغيرات أسعار الأسهم، ولكن من المؤكد أن التقلبات في حجم السيولة لها تأثير رئيسي على أسعار الأسهم، ويجب أن لا نهمل عند القيام باتخاذ قرارات الاستثمار في الأسهم التي تتطلب قدرا من التنبؤ الصريح أو الضمني للمستقبل.¹

وعلى كل حال، فإن هنالك، كما يشير سبرينكل (Sprinkel)، علاقة واضحة جدا بين التغير النقدي من جهة والتغير في أسعار الأسهم والاقتصاد من جهة أخرى، فمن الواضح أن الانكماش في السيولة يسبق اعتياديا، الانخفاض في أسعار الأسهم والنشاط الاقتصادي. أن المعدل الزمني الفاصل بين انخفاض حجم السيولة والانخفاض في أسعار الأسهم يكون بنحو 15 شهرا. بينما الانخفاض في حجم السيولة يسبق الانخفاض في مستوى النشاط الاقتصادي بنحو (20) شهرا. ويشمل هذا التفسير العوامل التالية:²

- الضعف في الحالة الفنية للسوق ويعزو هذا إلى الإفراط في المضاربة وخاصة في الإصدارات الجديدة.

¹ فاخر عبد الستار حيدر، مرجع سبق ذكره، ص ص: (31-32).

² نفس المرجع السابق، ص ص: (33-34).

- الارتفاع غير الاعتيادي في معدل السعر/العائد (P/E) للأسهم العادية.
 - الزيادة الحادة في معدل العائد على الودائع الادخارية في البنوك التجارية والتي وصلت إلى (4%) .
- (2) - نموذج بارو (Barro, 1990):

يدرس نموذج بارو (Barro, 1990) العلاقة الموجودة بين العرض النقدي والعائد على السهم حيث يعرف بارو (Barro, 1990) العرض النقدي وفقا للمعادلة التالية:

$$MS = Cx|nt| + Ms|nt|$$

حيث:

Ms : يمثل العرض النقدي.

$Cx|nt|$: العملة من القطع النقدية المتداولة المقترنة بتأثيرات السياسة النقدية في الوقت t.

$Ms|nt|$: العملة من الأوراق النقدية المتداولة والمقترنة بتأثيرات السياسة النقدية في الوقت t.

بينما تدخل العوامل والمتغيرات الاقتصادية الجزئية والكلية في تعريف العائد على الأصل المالي (السهم). ويعرف نموذج العائد على السهم المطبق وفقا للمعادلة التالية:

$$R_{it} = \alpha_1 + \sum_{i=1}^N \beta_{im} F_{mt}^w + \sum_{j=1}^K \gamma_{ijt} F_{ijt}^L + \epsilon_{it} \dots$$

F_{mt}^w تشير إلى العوامل والمتغيرات الاقتصادية الجزئية.

F_{ijt}^L تشير إلى العوامل والمتغيرات الاقتصادية الكلية.

R_{it} تشير إلى معدل العائد على الأصل المالي.

واستعمل بارو أسلوب جوهانسون للتكامل المشترك لتشخيص طبيعة العلاقة الموجودة فيما بين التضخم والعرض النقدي.

(أ) - تحليل التكامل المشترك: تنص الفرضية الأولى على أنه كلما يزيد العرض النقدي، ترتفع عوائد الأسهم وهذا ما يؤدي إلى زيادة أسعارها، وبالتالي توجد علاقة طردية موجبة بينهما. وتم اختيار اختبار التكامل المشترك لجوهانسون johansen حيث يعتبره شيمد (Schmid 2001) مناسباً للتقدير السليم لأكثر من علاقة واحدة متكاملة. وتم اختيار اختبار جوهانسون كذلك نظراً لأن لديه قوة إحصائية أكبر بالمقارنة مع اختبار ديكي فولر Dickey Foller وباقي الصيغ المطورة لها مثل أنجل وجرانجر (Engel and Granger 1987) ، وفيليبس Phillips (1991).¹

(ب) - تحليل السببية بين العرض النقدي وأسعار الأسهم:

تفترض الفرضية الثانية على أن العرض النقدي يؤثر على أسعار الأسهم. ويشير اختبار جرانجر إلى حالة من الأولوية بين المتغيرات محل الدراسة. ووفقاً ل (Dufour 2006)، يشير التعريف الأصلي لسببية جرانجر

¹ Mpho Bosupeng , Sensitivity of stock prices to money supply dynamics, international journal of novel research of marketing management and economics,vol1, Issu1, December 2014, P:60.

إلى القدرة على التنبؤ للمتغير X_t ، وقابلية استعمال نموذج تصحيح الخطأ في تحليل سببية جرانجر. وهذا الأخير مبين وفقاً للعوامل المدروسة في النموذجين التاليين:

$$\Delta MS = \alpha_1 + \sum_{i=1}^m \beta_{1t} \Delta \dot{I}_{t-i} + \sum_{i=1}^m \delta_{1t} \Delta MS_{t-i} + \sum_{i=1}^r \varphi_{1i} ECM_{r,t-1} + \varepsilon_{1t}$$

$$\Delta P_t = \alpha_1 + \sum_{i=1}^m \beta_{1t} \Delta \dot{I}_{t-i} + \sum_{i=1}^m \delta_{1t} \Delta MS_{t-i} + \sum_{i=1}^r \varphi_{1i} ECM_{r,t-1} + \varepsilon_{1t}$$

ج- نتائج دراسة بارو: توصلت هذه الدراسة إلى أن هناك تكامل مشترك بين العرض النقدي وأسعار الأسهم، وعلاقة سببية بينهما، وأبلغت النتائج عن إدراك معتدل للقدرة التفسيرية للعرض النقدي على إعادة ضبط أسعار الأسهم. ومن المعقول بعد ذلك أنه بالنظر إلى محدودية تنبؤ المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الأسهم، فأدلة العرض النقدي التي أفادت بأن صدمات العرض النقدي تحقق زيادة قصيرة الأجل في أسعار الأسهم الحقيقية يتم تحريكها من نموذج تقييم القيمة العادلة للأسهم.¹

3- نموذج مظفر حبيب الله Muzafer Habibullah (عام 1998):

تهدف هذه الدراسة للتحقق تجريبياً من العلاقة بين عرض النقود وأسعار الأسهم حسب مؤشر سوق كوالبور للأوراق المالية (KLSE)، وذلك باستخدام بيانات شهرية تغطي الفترة من جانفي 1984 إلى سبتمبر 1992، حيث تم استخدام البيانات الشهرية لسلسلة زمنية لسوق كوالبور للأوراق المالية، كما تم أخذ اللوغاريتم الطبيعي للسلاسل الزمنية. وتم اختبار فعالية السوق بالنسبة للمعلومات عن طريق اختبار العلاقة السببية بين عرض النقود M3 وأسعار الأسهم باستخدام أسلوب التكامل المشترك.²

المنهجية التي تم استخدامها في الدراسة تتضمن أسلوب جرانجر للسببية، حيث تم استخدام منهجية جرانجر التي طورها في عام 1969 لاختبار فعالية المعلومات في سوق الأسهم، حيث تم الاختبار المباشر للعلاقة بين أسعار الأسهم (S) وعرض النقود (M3) من خلال تقدير المعادلتين التاليتين:³

$$\Delta S_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^K \alpha_i \Delta S_{t-1} + \sum_{j=1}^N \beta_j \Delta M_{t-j} + U_{1t}$$

$$\Delta M_t = \gamma_0 + \sum_{i=1}^K \gamma_1 \Delta S_{t-1} + \sum_{j=1}^N \delta_j \Delta M_{t-j} + U_{2t}$$

¹ Ibid,p:63

² يوسف سعيد أحمد أمين، مرجع سبق ذكره، ص:9

³ نفس المرجع السابق، ص ص: (9-10).

و يمكن تطبيق هذه المنهجية لمعرفة وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من أسعار الأسهم إلى عرض النقود، أو من عرض النقود إلى أسعار الأسهم أو وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين أسعار الأسهم وعرض النقود.

أما في نموذج تصحيح الخطأ (VECM)، فقد صيغ النموذج بالشكل التالي:¹

$$\Delta S_t = \theta_1 \cdot t_{-1} + \text{Lagged}[\Delta S_t \cdot M_t] + \varepsilon_{1t}$$

$$\Delta M_t = \theta_2 \cdot t_{-2} + \text{Lagged}[\Delta S_t \cdot M_t] + \varepsilon_{2t}$$

حيث أن: $\theta_1, \theta_2 \neq 0$ ، و ε_{1t} و ε_{2t} هي الوسائط المتحركة لرتبة محددة.

وبإعادة كتابة كل من المعادلتين (1) و (2) لتأخذ في الحسبان حد تصحيح الخطأ، يتم اتباع نموذج جرانجر لتصحيح الخطأ (1998) لتكون المعادلات:

$$\Delta S_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^K \alpha_i \Delta S_{t-i} + \sum_{j=1}^N \beta_j \Delta M_{t-j} - \theta_1 Z_{t-1} + U_{1t}$$

$$\Delta M_t = \gamma_0 + \sum_{i=1}^K \gamma_i \Delta S_{t-1} + \sum_{j=1}^N \delta_j \Delta M_{t-j} - \theta_2 Z_{t-1} + U_{2t}$$

حيث أن: Z_{t-1} تمثل تأخير البواقي من انحدار التكامل المشترك بين الأسهم وعرض النقود عند المستوى. وكانت النتائج التي توصلت إليها الدراسة كما يلي:²

* كل سلاسل ومؤشرات الأسهم وعرض النقود كانت مستقرة عند المستوى.

* توجد علاقة تكامل مشترك بين M_3 وأسعار الأسهم.

* حسب نموذج تصحيح الخطأ، فإن عرض النقود M_3 يسبب أسعار الأسهم، وهي نتيجة لا تتسق وفرضية السوق الفعالة.

هذه النتائج توضح أن بإمكان المشاركين في بورصة الأوراق المالية التنبؤ بأسعار الأسهم في سوق كوالبور للأوراق المالية. ويتم ذلك باستخدام المعلومات المتوافرة عن نمو عرض النقود بالمفهوم الواسع M_3 كقاعدة للتجارة لكسب عوائد إضافية. وأبرزت الدراسة إمكانية السلطات النقدية استخدام العرض النقدي بمفهومه الواسع كأداة نقدية للتأثير على أسواق الأسهم عند الحاجة لدفعها.

¹ نفس المرجع السابق، ص: 10.

² نفس المرجع السابق، ص: (10-11).

المطلب الخامس: علاقة العرض النقدي ببعض المتغيرات الاقتصادية

من المعروف بأنه ليس بإمكان الأفراد أو المؤسسات زيادة حجم النقود في الاقتصاد طالما أن مصدر السيولة هو البنك المركزي. ولكن الوحدات الاقتصادية باستطاعتها أن تحسن من موقف السيولة لديها مع ضرورة الإشارة إلى أن أي نجاح تحققه بعض الوحدات الاقتصادية في هذا المجال سيكون على حساب الوحدات الاقتصادية الأخرى طالما أن حجم السيولة ثابت نسبياً.

1- علاقة العرض النقدي بالسيولة وأسعار الأسهم:

تحاول الوحدات الإنفاقية الحفاظ على الأرصدة النقدية الموجودة وتزداد سرعة تداول النقود في الاقتصاد، وإذا ما استمر النقص في السيولة مقارنة بالحجم المرغوب به، يصبح من الضروري إجراء المزيد من التعديلات، وستكون هناك محاولة للتحويل من الموجودات الأقل سيولة إلى الموجودات الأكثر سيولة. أي بمعنى التحويل من الأسهم والتخلص منها والإقبال على شراء السندات كمرحلة أولى (والتي تعتبر أكثر سيولة من الأسهم)، ومن ثمة التحويل من الأوراق المالية إلى الأرصدة النقدية السائلة، أي أن الانتقال يتم بالشكل التالي:¹

أسهم ← سندات ← نقود في حالة الانخفاض في السيولة.

أو: أسهم → سندات → نقود في حالة الارتفاع في السيولة.

وسيكون هنالك اتجاه شديد للتخلص من الأسهم وبيعها وبالتالي انخفاض أسعارها.

أما إذا استمر الانخفاض في حجم السيولة مقارنة بالحجم المرغوب به، فسيتم اللجوء إلى الحل الأخير ألا وهو التقليل من الإنفاق مقارنة بالدخل أو جزء من الأصول الحقيقية، وعندما يلجأ عدد كبير من الوحدات الاقتصادية إلى هذا الأسلوب فإن الإنفاق الكلي سينخفض وتتجه أرباح الشركات إلى الانخفاض ويدخل الاقتصاد مرحلة الكساد، ولكن قبل الوصول إلى هذه المرحلة تكون أسعار الأسهم وأرباح الشركات قد انخفضت بشكل ملحوظ. أما في حالة انخفاض الدخل، وعندما تكون السيولة المتاحة في الاقتصاد أكبر من المستوى المرغوب به، يتحول الأفراد من النقود إلى موجودات أقل سيولة وذات عائد صريح على شكل سعر فائدة (السندات) أو مقسوم الأرباح (الأسهم).

لقد حاول سبرينكل (Sprinkel) أن يعيد صياغة هذه الآلية بالشكل التالي:²

(أ) - افتراض الاقتصاد في حالة توازن أي أن السيولة المتاحة تساوي السيولة المرغوب بها من قبل الأفراد.

(ب) - حدوث زيادة في النمو النقدي، عبر قيام البنك المركزي بشراء السندات الحكومية سواء من الوحدات المصرفية أو من الأفراد، وفي كلتا الحالتين سترداد الاحتياطات النقدية لدى البنوك التجارية (وذلك لقيام الأفراد الذين قاموا ببيع أوراقهم المالية بإيداع المبالغ المستحصلة أو جزء منها لدى البنوك التجارية).

¹ فاخر عبد الستار حيدر، مرجع سبق ذكره، ص ص: (35-36).

² نفس المرجع السابق، ص ص: (36-37).

(ج) - زيادة السيولة لدى الوحدات الاقتصادية سيدفعها إلى التوجه لشراء السندات بدلا من تلك التي قاموا ببيعها، ولكن استمرار هذه العملية سيؤدي إلى ارتفاع أسعارها.

(د) - أن ارتفاع أسعار السندات، وانخفاض العائد عليها سيجعل الأسهم أكثر جاذبية وسيتوجه المستثمرون لشراء المزيد منها، وكذلك بالنسبة للموجودات الحقيقية.

(هـ) - إن شراء المزيد من الأسهم أو الموجودات الحقيقية سيدفع الشركات إلى التوسع في بناء رأس المال، وكذلك زيادة الطلب على الموجودات الحقيقية كالعقارات والسلع المعمرة والمكائن، وبالتالي زيادة إنتاجها والمعروض منها، أي أن التأثير يتم من خلال الأوراق المالية (السندات، الأسهم)، ومن ثم على الموجودات الحقيقية والاقتصاد برمته، وهذا يفسر لنا سبب التقلب في أسعار الأسهم قبل التغيرات الحاصلة في مستوى النشاط الاقتصادي ككل.

(و) - يرتبط التغير في عرض النقد بشكل قوي بالتغير في أسعار الأسهم وكذلك بالتغير في أرباح الشركات قبل دفعها للضرائب.

لقد اعتمد سبرينكل (Sprinkel) على طريقة التحليل البياني في التوصل إلى استنتاجاته، ولم يستخدم طرق القياس الاقتصادي المعروفة لتقدير العلاقة بين تغيرات عرض النقد وتغيرات أسعار الأسهم، ولعل هذه الناحية كانت إحدى الانتقادات التي وجهت إليه من قبل بعض الاقتصاديين، ومهما يكن يبقى سبرينكل (Sprinkel)، رائدا في بحث العلاقة ما بين عرض النقد وأسعار الأسهم وأن أفكاره وأراؤه كانت المدخل لفتح باب الجدل العلمي لسنوات طويلة لاحقة.

2- علاقة العرض النقدي بالمتغيرات الأخرى:

(أ) - علاقة العرض النقدي بسعر الفائدة: إذا تجاهلنا احتمال عدم وجود علاقة سببية موجبة بين العرض النقدي ومعدل الفائدة، فإننا نواجه حالة عدم اليقين لعلاقة سببية سلبية من سعر الفائدة إلى أسعار الأسهم. وترتكز هذه العلاقة السلبية المفترضة جزئيا على الرأي القائل بأن انخفاض أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض تكاليف الاقتراض بالنسبة للشركات وارتفاع أرباحها في المستقبل، وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم. ويقال أيضا أن انخفاض أسعار الفائدة يدفع المستثمرين لنقل الأموال من سوق السندات إلى سوق الأسهم. لكن لا تتغير الأرباح المستقبلية إذا تزامن انخفاض أسعار الفائدة مع تدني الطلب على منتجات الشركات أو زيادة تكاليفها الإنتاجية. وهذا ما يؤدي بدوره إلى انخفاض قيمة مبيعاتها وعدم تغير أسعار الأسهم، و تدهورها في حالة انخفاض أرباح الشركات. وفي هذه الحالة، يؤدي انخفاض أسعار الفائدة إلى توقع المزيد من الانخفاض بشأن أسعار الأسهم، وهذا ما يدفع بعض المستثمرين للبقاء في سوق السندات، فهي توفر لهم فرصة لتحقيق الربح في خطر أقل. علاوة على ذلك، قد يتحول هؤلاء المستثمرين الذين لا يستثمرون في الأسهم إلى السندات بسبب أن العلاقة العكسية بين أسعار

الفائدة والسندات هي المحدد الأكثر أهمية لأسعار السندات، في حين تعتمد عملية تحديد أسعار الأسهم على عوامل أخرى كثيرة.¹

(ب) - **علاقة العرض النقدي بسعر الصرف:** لعل خير دليل لتبيين أثر تغيير العرض النقدي على سعر صرف العملة هو سياسة التيسير الكمي، والمتمثلة في قيام البنك المركزي في طبع كميات من أوراق البنكنوت، وإعادة ضخها إلى الأسواق مما يعني زيادة المعروض النقدي. وقد استخدمت هذه السياسة على نطاق واسع بعد اشتعال الأزمة المالية العالمية. ففي عام 2009 قام بهذا الإجراء البنك الاحتياطي الفدرالي، والبنك المركزي البريطاني وأيضا البنك المركزي الياباني. وكان الغرض من هذه السياسة هو دعم القطاع المصرفي العالمي المتداعي خاصة بعد نقص السيولة الحاد الذي واجه هذا القطاع إثر أزمة الرهن العقاري التي اندلعت في أواخر عام 2008 التي نتج عنها أزمة سيولة وائتمان خانقة، وبالتالي فإن الغرض الأساسي لهذه السياسة هو مواجهة الأزمات المالية الحادة.²

و أعلن البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي رسميا في نوفمبر من سنة 2010 عن موجة ثانية من التيسير الكمي بقيمة 600 بليون دولار في ظل وتيرة النمو الضعيفة وسوق العمل المتداعي وضعف الائتمان، تلتها موجة ثالثة من التيسير الكمي في عام 2012 والمتضمنة شراء البنك ما يعادل 40 مليار دولار من السندات والأوراق المالية كي يتمكن من تحقيق الاستقرار للاقتصاد الأمريكي المنهك بالفعل. والهدف من هذه الخطوات ليس فقط دعم الاقتصاد لكن أيضا خفض قيمة الدولار الأمريكي، بمعنى آخر رفع مستوى العرض النقدي للدولار الأمريكي للولايات المتحدة الأمريكية، ومن ناحية أخرى ففي ظل سعر فائدة منخفض للغاية مقارنة بباقي دول العالم، فإن هذه الأموال التي تم خلقها وطباعتها من البنك المركزي تنتقل وتتدفق من الولايات المتحدة الأمريكية وتتحه إلى دول تتمتع بسعر فائدة مرتفع، كي يتم الاستفادة من فروق العائد ويطلق على ذلك تجارة العائد، وأيضا يتم استثمارها في أسواق أسهم هذه الدول، وهو ما يطلق عليه بالأموال الساخنة.³

ينتج عن هذا الإجراء السابق الإشارة إليه ارتفاع سعر صرف عملة الدولة ذات سعر الفائدة المرتفع (المستقبلية)، ويتم ذلك عن طريق ارتفاع عملية الشراء على العملة المحلية مقابل بيع الدولار الأمريكي بمعنى آخر تغيير الدولار الأمريكي إلى العملة المحلية، ومن ثم رفع سعر صرف العملة المحلية أمام الدولار الأمريكي.⁴

¹ Sara Alatiq, Shookofeh Fazel, **Can money supply predict stock prices**, journal for economic educators, Depatements of economics and finance, Middle teneese university state, Murfreesboro, États-Unis, 8(2), fall 2008, PP : (55-56).

² للاطلاع أكثر أنظر:

- رمزي محمود، **التيسير الكمي سياسة نقدية غير تقليدية لتنشيط الاقتصاد القومي**، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2019، ص: 128.

- نجمة دلامي، **دراسة تحليلية للعلاقات التجارية الأمريكية الصينية في ظل حرب العملات**، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة حسينة

بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2012، ص: 68.

³ نفس المرجع السابق، ص: (72-73).

⁴ نفس المرجع السابق، ص: 73.

(ج) - العلاقة بين عرض النقود والتضخم: تتطلب العلاقة القائمة بين كمية النقود والأسعار والتضخم المرور بالنظرية الكلاسيكية (نظرية كمية النقود)، إذ أنها تؤكد على وجود علاقة تناسبية بين كمية النقود المعروضة وبين المستوى العام للأسعار، وتصف الأول بأنه متغيرا مستقلا والثاني متغيرا تابعا، وفي ظل افتراض الكلاسيك الخاص بثبات حجم الإنتاج وثبات سرعة دوران النقود فإن مسؤولية السلطات النقدية تنحصر في كمية النقود المعروضة زيادة أو نقصانا، وذلك سينعكس تلقائيا على المستوى العام للأسعار، وجاء رأي النقديين وأولهم فريدمان داعما للرأي الكلاسيكي، إذ أنهم يعتقدون أن الزيادة في كمية النقود (عرض النقود) هي المسؤولة عن ارتفاع المستوى العام للأسعار، وبالتالي هي المسؤولة عن التضخم. أما رأي المدرسة الكينزية، فإن التضخم فسر على أساس أنه تضخم الطلب أي أن السبب في زيادة الأسعار وبالتالي حدوث التضخم هو الزيادة في حجم الطلب الكلي، بعبارة أخرى إن أية زيادة تحصل في أحد أو بعض أو كل مكونات الطلب الكلي كزيادة الاستثمار العام أو الخاص، أو زيادة صافي التجارة الخارجية على سبيل المثال، فإنها ستؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار وبالتالي حدوث التضخم.¹

المبحث الثالث: تحليل العلاقة بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم

تتحكم أسعار الفائدة على مقدار التكاليف المضافة إلى رأس المال المقترض، والذي يعتبر محدد رئيسي لأرباح مشاريع الشركات. وتتأثر هذه الأخيرة بمعدلات الفائدة وتغيراتها، ولذلك فإن القطاعات المختلفة تنظر لتغيرات معدلات الفائدة بأنها عملية ذات ارتباط مباشر بسلسلة الأعمال الخاصة بها كون التمويل الخارجي أحد أهم أركان الهيكل المالية لتلك القطاعات.

المطلب الأول: أساسيات حول سعر الفائدة

تشغل أسعار الفائدة دورا كبيرا في البناء الاقتصادي، وتعتبر من أهم المؤشرات التي تستخدم لتحليل حركة واتجاه النشاط الاقتصادي وتوجيهه عن طريق السياسة النقدية. وبطبيعة الحال يختلف سعر الفائدة تبعا لاختلاف خصائص الأدوات المالية وإمكانية تسويقها ودرجة مخاطرها ففي الواقع لا يوجد سعر فائدة واحد وإنما هناك أنواع عديدة من أسعار الفائدة تختلف باختلاف الأدوات المالية، فأسعار الفائدة على القروض المصرفية تختلف عن أسعار الفائدة على السندات التي تصدرها الحكومة أو الشركات المقترضة، كما أنها تختلف باختلاف شروط الأداة نفسها فيمكن مثلا لشركة واحدة أن تصدر سندات متنوعة بأسعار فائدة مختلفة.

1- مفهوم سعر الفائدة:

تعرف الفائدة في اصطلاح الاقتصاديين بأنها: الثمن الذي يدفعه المقترض مقابل استخدام نقود المقرض، وعادة يعبر عن هذا الثمن في صورة نسبة مئوية في السنة، ولهذا سمي معدل أو سعر الفائدة، ويقرر رجال الاقتصاد

¹ عبد الحسين جليل الغالي، سوسن كريم الجبوري، أثر مقاييس عرض النقد على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في عينة من الدول المتقدمة، الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، النجف الأشرف، العراق، المجلد 2، العدد 12، 2009، ص:10.

بأن الائتمان هو التنازل عن مال حاضر في نظير مال مستقبل، وأن أهم سلعة تكون موضوعاً لعملية الائتمان هي النقود، وتجسيدا لهذا المفهوم يطلق على الفائدة اصطلاح سعر الفائدة، بمعنى السعر المحدد ثمناً للنقود.¹ يعتبر سعر الفائدة تكلفة عندما يدفع على الودائع المصرفية وإيراداً عندما تحصل عليه المصارف من القروض التي تمنحها. أما إذا احتفظت الوحدات المدخرة بمدخراتها بشكل أرصدة نقدية فإن سعر الفائدة في هذه الحالة هو تكلفة الفرصة البديلة أي مقدار التضحية التي تتحملها هذه الوحدات نتيجة احتفاظها بثروتها بشكل أرصدة نقدية وتنازلها عن العائد الذي يمكن أن تحصل عليه من عملية الإقراض.²

يمثل سعر الفائدة المبلغ الذي يدفعه أصحاب المشروعات على رأس المال النقدي المقترض من السوق النقدي أو المالي، والمخصص لإقامة مشروعات جديدة أو شراء سلع إنتاج، وإضافة توسعات رأسمالية.³ كما يعبر سعر الفائدة أيضاً عن السعر الذي يدفعه البنك المركزي على إيداعات البنوك التجارية سواء أكان استثماراً لمدة ليلة واحدة أو لمدة شهر أو أكثر. ويعد هذا السعر مؤشراً لأسعار الفائدة لدى البنوك التجارية التي ينبغي أن لا تقل عن سعر البنك المركزي، كما يساعد سعر الفائدة البنك المركزي في التأثير في حجم الاستثمار والادخار، وضبط معدل التضخم والتحكم في العرض النقدي من خلال تغيير هذا السعر صعوداً ونزولاً في المدى المتوسط.⁴

وقد تطور مفهوم أسعار الفائدة ودورها في الاقتصاديات تبعاً لتغير النظم الاقتصادية والظروف العالمية، ويورد الاقتصاديون مفاهيم عدة لسعر الفائدة، حيث يرى كينز أن الفائدة تدفع مقابل التخلي عن السيولة أو عدم الاكتناز، ويعتبر الفريد مارشال أن الفائدة تدفع مقابل الانتظار، أي تدفع من قبل الذين يريدون الاقتراض مقابل تأجيل الانتفاع بجزء من دخلهم لمدة معينة في المستقبل، وتدور في جوهرها حول التعريف التالي: "الفائدة هي السعر النقدي للأموال القابلة للاقتراض".⁵

¹ عبد السلام مخلوفي، مصطفى العرابي، أهم الانتقادات الموجهة لسعر الفائدة باعتباره سعراً استراتيجياً في النظام الاقتصادي المعاصر، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المنتدى الدولي الثاني الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي بخميس مليانة، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2009، ص:3.

² سامر منصور، تقلبات أسعار الفائدة وأثارها في معدلات النمو الاقتصادي_دراسة مقارنة بين سوريا وتونس-، مذكرة ماجستير، جامعة حلب، سوريا، 2014، ص ص: (3-4).

³ محب خلة توفيق، الاقتصاد النقدي والمصرفي (دراسة تحليلية للمؤسسات والنظريات)، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2011، ص:118.

⁴ خالد عيجولي، فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المنتدى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص:6.

⁵ محمد الحسين الصطوف، عثمان أحمد، العلاقة بين سعر الفائدة ومعدل النمو الاقتصادي الفعلي في سورية، مجلة جامعة البعث، سوريا، العدد 10، 2014، ص:126.

(2) - أنواع أسعار الفائدة:

يمكن تصنيف أسعار الفائدة إلى أنواع عديدة، نذكر منها:

(أ) - **سعر الفائدة الاسمي وسعر الفائدة الحقيقي**: يقصد بسعر الفائدة الاسمي السعر السائد في الأسواق المالية والذي تتقاضاه المؤسسات المالية لقاء منح القروض إلى المستثمرين مثلاً أو الذي تمنحه البنوك على حسابات التوفير أو الذي يعطى كعائد على سندات القرض الحكومية أو الخاصة. أما سعر الفائدة الحقيقي فيقصد به سعر الفائدة بعد استبعاد تأثير التضخم أي ارتفاع معدل الأسعار العام على العوائد النقدية.¹

(ب) - **سعر الفائدة الدائن والمدين**: تتوضح آلية عمل البنوك التجارية بقبول الأموال المودعة على شكل ودائع من جهات الفائض، ومنحها لجهات العجز على شكل قروض، وعلى الرغم من تنوع أشكال الودائع وتعددتها، إلا أن المصارف تتعهد عند قبولها الودائع بالحفاظ عليها وتقديمها للمودعين عند الطلب، بالإضافة إلى تعهدها بتسديد مبلغ مالي معين يختلف حسب نوع الودائع وأجلها، ويتم التعبير عن هذا المقدار بسعر فائدة سنوي على المبلغ المالي والذي يسمى **سعر الفائدة الدائنة**. وكذلك الأمر بالنسبة لمنح القروض، حيث يشترط المصرف على المقترض نسبة من الائتمان الممنوح يدفعه المقترض للمصرف ويعبر عنه **بسعر الفائدة المدينة**. وهكذا فإن: **سعر الفائدة الدائنة** هو سعر الفائدة الذي يدفعه المصرف للمودعين لقاء إيداعهم الأموال لديه، و**سعر الفائدة المدينة** هو سعر الفائدة الذي يتقاضاه المصرف لقاء منحه القروض.²

(ج) - **سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الثابت**: يمثل سعر الفائدة الجاري السعر الملاحظ من المضاربين المستثمرين خلال لحظة زمنية معينة في السوق المالية، أي هو ذلك السعر السائد فعلياً في السوق. أما سعر الفائدة الثابت فإنه يمثل ذلك السعر الذي يراه المضاربون والمستثمرون اعتيادياً ومعقولاً في ضوء خبرتهم العملية المكتسبة من تجاربهم المادية، ومعرفتهم الظروف الاقتصادية والسياسية وحساب الاحتمالات. وهو سعر يتقلب ببطء حسب الأوضاع الاقتصادية.

(د) - **سعر الفائدة المعلن والفعلي**: بسبب تعدد الأوقات واختلاف الأوقات التي يدفع بها المبلغ الأصلي والفائدة المستحقة عليه فلا بد من التمييز بين سعر الفائدة المعلن وسعر الفائدة الفعلي، حيث يختلف السعر الفعلي عن السعر المعلن باختلاف أوقات الدفع، وذلك لأمر تتعلق بإمكانية استثمار الفائدة نفسها، فكلما كان

¹ إبراهيم سليمان قطف، نزار سعد الدين العيسى، الاقتصاد الكلي مبادئ وتطبيقات، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص:ص (192-193).

² غيث علي علي، سياسة أسعار الفائدة في سورية (دراسة نظرية تطبيقية)، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2013، ص:ص 45.

دفع الفائدة أسرع كلما كان سعر الفائدة الفعلي أعلى من سعر الفائدة المعلن، وذلك لإمكانية الحصول على مردود إضافي نتيجة استثمار هذه الفائدة¹

3- وظائف أسعار الفائدة:

يعتبر سعر الفائدة سعرا لخدمات الائتمان وبهذا المفهوم يعتبر جزء من الآلية السعرية في اقتصاد السوق. فعندما يرتفع سعر الفائدة فإنه يعطي إيعازا للوحدات المدخرة بتقديم حجم أكبر للمدخرات بينما يؤدي انخفاضه إلى تقليص تدفق الأموال في السوق المالية. كما أن ارتفاع سعر الفائدة يعني ارتفاع تكلفة الاقتراض لأغراض بناء المشروعات الاستثمارية مما يؤدي إلى تباطؤها بينما يحفز انخفاضه على إقامة مثل هذه المشروعات وبالتالي ارتفاع معدل النمو الاقتصادي. وبشكل عام تنحصر وظائف سعر الفائدة فيما يلي:²

- يعتبر سعر الفائدة ضمانا لتدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز، وهذا ما يشجع على زيادة الادخار لأغراض استثمارية مما يؤدي إلى تنشيط الإنتاج وتخفيض معدلات البطالة.

- يحقق سعر الفائدة في الأسواق التي تسودها المنافسة الكاملة كفاءة أكبر في استخدام الموارد الاقتصادية من خلال توجيه الأموال نحو المشروعات الاستثمارية التي تعطي مردودات أعلى.

- يعتبر سعر الفائدة من المتغيرات الأساسية التي تؤثر في الطلب على النقود وبذلك يمكن أن يحقق التوازن في سوق النقود بين عرض النقد والطلب عليه.

- يؤثر سعر الفائدة في تدفق الأموال على المستوى الدولي حيث أن ارتفاع سعر الفائدة في دولة ما مقارنة بالدول الأخرى سيحفز انتقال الأموال إلى هذه الدولة.

ويستطيع المصرف المركزي من خلال سعر الفائدة أن يعالج الاختلالات والأزمات التي تصيب الاقتصاد القومي، فإذا كان الاقتصاد الوطني يعاني من الركود الاقتصادي والذي قد يؤدي إلى فترات الكساد تلجأ البنوك المركزية إلى خفض معدل إعادة الخصم ليؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة في الأسواق المالية، والذي يؤدي بدوره إلى زيادة حجم الإئتمان من طرف البنوك التجارية، وبالتالي يزداد حجم الاستثمار ويرتفع حجم الناتج المحلي الإجمالي تبعا لذلك، أما في فترة التضخم تعمل البنوك المركزية على الرفع من معدل إعادة الخصم ليؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة، ومن ثم يؤدي ذلك إلى انخفاض حجم الإئتمان المقدم من طرف البنوك التجارية، وبالتالي تراجع السيولة في الاقتصاد والتي تؤدي إلى مكافحة ظاهرة التضخم.

¹ لخضر بن فليس، أثر سعر الفائدة على المتغيرات الاقتصادية في الجزائر 1990_2011 (دراسة حالة قياسية)، مذكرة ماجستير، جامعة المسيلة، الجزائر، 2013/2014، ص:10.

² سامر منصور، مرجع سبق ذكره، ص:5.

المطلب الثاني: سعر الفائدة في النظريات النقدية

تناولت النظريات النقدية سعر الفائدة وعلاقته بالنشاط الاقتصادي حيث كان لكل واحدة منها تصورا مختلفا عن نظيرتها وهذا ما سنبينه فيما يلي:

1- سعر الفائدة في النظرية التقليدية:

يبرز قانون ساي تطور التحليل الكلاسيكي والذي ظهر في تفسيره لعلاقة سعر الفائدة بالنشاط الاقتصادي. وهو يتكون من مبدئين الأول مقدمة والثاني استنتاج، حيث تنص المقدمة على أن المنتجات يتم دفع مقابلها بمنتجات ويقود ذلك إلى استنتاج أن الإنتاج هو الذي يفتح المنافذ للإنتاج. ويتضمن هذا المبدأ أن الإنتاج الكلي لا يمكن أن يزيد عن الحد اللازم، فالإفراط في بعض المنتجات يلغى بواسطة نقص في منتجات أخرى ولن يكون هذا الإفراط إلا في الأجل القصير. أما المضمون الثاني فهو أنه لا يمكن أن تكون هناك زيادة في الادخار نظرا لأن المصدر الرئيسي للإنتاج الإضافي عند الاقتصاديين الكلاسيك هو التراكم الرأسمالي كإضافة لصندوق الأجر الذي يستخدم لتوظيف عمال أكثر، ولا يمكن أن يكون الإنتاج الكلي أكبر من اللازم لأن ذلك يعني لا يمكن أن يكون زائدا عن اللزوم.

أعطى قانون ساي للمنافذ تعريفا دقيقا لسعر الفائدة حيث قام بالفصل بين الربح والفائدة، واعتبر أن عناصر الإنتاج هي الأرض ودخلها الربح، والعمل ودخله الأجر، ورأس المال ودخله الفائدة، والتنظيم ودخله الربح. ويقول ساي في تفسيره للفائدة أنها إيجار لرأس المال كما أنها تمثل علاوة تأمين مقابل الخطر الذي يتعرض المقرض في حالة عدم استرداد رأس المال المقترض. ويخضع معدل الفائدة لحجم رؤوس الأموال المتاحة وبالتالي يتحدد بالعرض والطلب في سوق رأس المال. وحسب ساي فإن المحدد الوحيد لمعدل الفائدة هو سوق رأس المال، ولذلك لا يصح الخلط بين النقد ورأس المال إذ أن ندرة النقد لا تؤثر في معدل الفائدة، فما يتم إقراضه سواء كان نقدا أو سلعة ما هو إلا قيمة متراكمة مخصصة للتوظيف.¹

عند التقليديين تكون الفائدة ثمنا لعرض رأس المال، ومن ثمة تتحدد كأى ثمن، بتفاعل قوى العرض والطلب أي عرض رأس المال (الادخار) والطلب على رأس المال (الاستثمار)، ويتكفل سعر الفائدة تلقائيا بتحقيق التوازن بين عرض وطلب رأس المال. ويشير منحني الادخار (S) إلى العلاقة الطردية مع سعر الفائدة (I)، أما منحني الاستثمار (I) فيشير إلى العلاقة العكسية بين الاستثمار وسعر الفائدة، ويتحدد سعر الفائدة تبعا للتغيرات الحاصلة في كل من الادخار والاستثمار، إذ ينخفض سعر الفائدة عند زيادة الادخار على الاستثمار، ومن ثمة يؤدي انخفاض سعر الفائدة إلى زيادة حجم الاستثمار، وتستمر هذه الزيادة حتى يتساوى الادخار مع الاستثمار

¹ جمال بوزيدي، دور سعر الفائدة في إحداث الأزمات المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2012، ص:78.

تلقائياً. وتؤدي زيادة الاستثمار متمثلة بانتقال منحى الاستثمار إلى (I1) إلى ارتفاع سعر الفائدة إلى (i1)، فيندفع الأفراد إلى زيادة مدخراتهم حتى يعود التوازن التلقائي من جديد بين الادخار والاستثمار. والانتقاد الموجه إلى هذه النظرية هو أن التقليديين يفترضون ثبات حجم الدخل القومي. ذلك أن النظرية تستبعد أثر تغيرات الدخل على الادخار، أي استقلال منحى الادخار عن منحى الاستثمار، وهو ما يتم عن طريق تغيرات الدخل القومي، ذلك أن الدخل دالة في الاستثمار كما أن الادخار دالة في الدخل.¹

(2)- سعر الفائدة في النظرية الكينزية:

يعتبر كينز المضاربة إحدى محددات الطلب على النقود، حيث تتمثل المضاربة في بيع وشراء الأوراق المالية من أسهم وسندات في أسواق المال بغية الحصول على الربح. وعلى ذلك يصبح الربح عبارة عن الفرق بين ثمن شراء الورقة المالية وبيعها. ويعتمد حجم الربح المحقق على قدرة المضارب في التنبؤ بأحوال بورصة الأوراق المالية. وبناء على ذلك يحتفظ المضارب بأرصدة نقدية سائلة بغرض الاستفادة من التغيرات المتوقعة في أسعار الأوراق المالية حتى يتمكن من تحقيق أرباح رأسمالية في الفترة القصيرة.

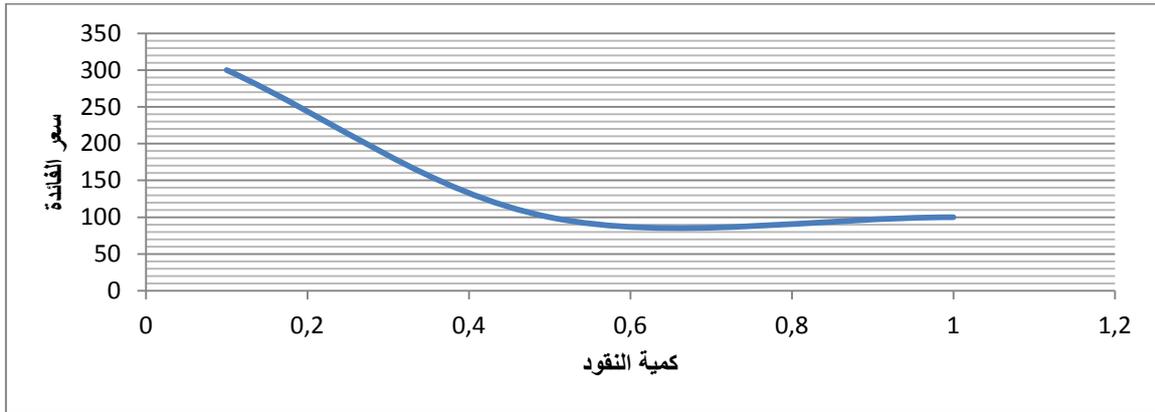
وتتناسب أسعار السندات تناسباً عكسياً مع سعر الفائدة. إذ يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى انخفاض أسعار السندات، فإذا توقع المضارب انخفاض أسعار السندات (ارتفاع أسعار الفائدة)، عندئذ سيحاول التخلص من الأوراق المالية والاحتفاظ بالنقود بدل السندات، أي بيعها والاحتفاظ بالنقود عوضاً عنها. ويحصل العكس تماماً إذا توقع ارتفاع أسعار السندات (انخفاض أسعار الفائدة)، إذ في هذه الحالة سيحاول شراء السندات بما لديه من أرصدة نقدية سائلة، أي سيتخلص من السيولة النقدية المحتفظ بها لغرض المضاربة مقابل حصوله على السندات. ويعود السبب في العلاقة العكسية بين أسعار السندات وأسعار الفائدة إلى محدودية العائد السنوي المستحصل من السند² إلى جانب أهمية عنصر التوقع في سلوك الأفراد المضاربين. فالأفراد يلجؤون إلى بيع سنداتهم لتوقعهم أن القيمة الجارية للسندات قد وصلت إلى حدها الأقصى وستبدأ بالانخفاض بعد هذا الحد، كما أن الأفراد يقومون بشراء السندات عند انخفاض قيمتها الجارية (نتيجة لارتفاع سعر الفائدة) لأنهم يتوقعون أن القيمة الجارية للسندات قد وصلت إلى حدها الأدنى وستبدأ بالارتفاع بعد هذا الحد، وهذه التوقعات قد تتحقق وقد لا تتحقق إضافة إلى ذلك قد تتضارب توقعات الأفراد، فمثلاً قد يتوقع البعض الآخر استمرار الارتفاع في القيمة الجارية للسندات.³ وهذا ما يوضحه الشكل أدناه:

¹ ضياء مجيد، الاقتصاد النقدي (المؤسسة النقدية، البنوك التجارية، البنوك المركزية)، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، القاهرة، مصر، 2008، ص ص: (145-146).

² ضياء مجيد الموسوي، النظرية الاقتصادية التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 1994، ص ص: (251-252).

³ جيلالي بورزامة، محاضرات في التحليل النقدي، مرجع سبق ذكره، ص ص: (62-63).

الشكل رقم (3): الطلب على النقود لغرض المضاربة



المصدر: جيلالي بورزامة، محاضرات في التحليل النقدي، مطبوعة موجهة إلى طلبة الماجستير، تخصص المالية والبنوك، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2013/2014، ص: 63.

يبين الشكل أعلاه وجود علاقة عكسية بين دالة الطلب على النقود ومعدلات الفائدة ونمير حالتين:¹

- عندما يكون معدل الفائدة مرتفع جدا إلى درجة أن يتوقع الأعوان الاقتصاديون انخفاضه، يقومون بشراء السندات والتخلي عن النقود.

- عندما يكون معدل الفائدة منخفض جدا إلى درجة تجعل الأعوان الاقتصاديون يتوقعون ارتفاعه يقومون ببيع السندات (التي يمتلكونها) أو يمتنعون عن شرائها ويفضلون الاحتفاظ بالسيولة، حيث يؤدي معدل فائدة منخفض جدا إلى الاحتفاظ بشكل مطلق بالسيولة وهذا ما يسمى بمصيدة السيولة.

وتتحدد الفائدة في السوق شأنها في ذلك شأن سائر الأسعار عند المستوى الذي يتعادل عنده العرض والطلب، فمعدل الفائدة الذي يجب أن يدفع يتحدد مستواه بمدى التفضيل النقدي لدى الأفراد، فكلما كانت الرغبة في السيولة أكثر كلما كانت الفائدة التي يجب أن تدفع أكبر، وبالعكس إذا انخفض تفضيل الأفراد للاحتفاظ بالنقود، وبالتالي بين تفضيل السيولة وسعر الفائدة علاقة طردية، حيث يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى التنازل عن السيولة والعكس بالعكس. والعامل الثاني الذي يؤثر في سعر الفائدة هو الكمية النقدية، ونشير إلى أن زيادة عرض النقود ستؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة، وبالعكس يرتفع سعر الفائدة إذا انخفض عرض النقود.²

(3)- سعر الفائدة في النظرية النقدية المعاصرة:

استخدم فريدمان نظرية رأس المال كأساس لتحديد سعر الفائدة، وبذلك تميز غيره، حيث جعل الطلب على رأس المال هو دالة لمتغير سعر الفائدة، والعلاقة بينهما عكسية، أما عرض رأس المال فهو دالة لمتغير سعر الفائدة، والعلاقة بينهما علاقة طردية. وفرق فريدمان في طريقة تحديد سعر الفائدة التوازني بين حالتين، حالة

¹ أمينة دبات، السياسة النقدية واستهداف التضخم بالجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015، ص: (36-37).

² بسام الحجار، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2006، ص: (267-268).

التوازن وحالة عدم التوازن، ففي حالة التوازن يتقاطع منحني طلب رأس المال مع منحني عرض رأس المال فنحصل على كمية التوازن لسعر الفائدة وكمية رأس المال وذلك خلال المدى الطويل المستقر.

في حالة عدم التوازن، يرى أنه من التعامل مع الواقع العملي فإن كمية رأس المال يمكن أن لا تكون هي كمية التوازن، وفرق فريدمان بين حالتين، حالة عدم وجود حافز للإنتاج وحالة وجود حافز للإنتاج. ففي حالة عدم وجود دوافع لزيادة الإنتاج، فإن كان أصحاب المشروعات الاستثمارية ليس لديها حافز لزيادة أو تغير كمية رأس المال في أي مستوى من مستويات سعر الفائدة، ومن ثمة فإن سعر التوازن في هذه الحالة سوف يتحدد في السوق لكن عند مستوى منخفض مما يدفع في المستقبل إلى أن يجفز المستثمرين إلى الاقتراض وفي نفس الوقت سوف لا يدفع المدخرين على الإقراض.¹

أما في حالة وجود دافع الإنتاج وقيام المستثمرين ورجال الأعمال بإدخال آلات ووسائل ومعدات تكنولوجيا جديدة، فسوف يزيد ذلك في كمية رأس المال، وهذا القرار سوف يؤدي إلى ارتفاع في سعر الفائدة، مما يدفع المدخرين إلى الرفع من مستوى مدخراتهم للإقراض، في حين سيدفع المستثمرين إلى الإحجام والامتناع عن زيادة كمية رأس المال حتى لا يشجع ذلك على رفع سعر الفائدة.

ويرى فريدمان أنه من الممكن أن يكون سعر التوازني سالبا، حيث يكون هذا الافتراض الممكن الحصول في المدى الطويل عندما لا يوجد عناصر رأسمالية يمكن أن تحقق دخلا اقتصاديا دائما، ويتلاقى ذلك مع رغبة مالكي الثروة في إبقاء الحال على ما هو عليه، ولكن يجب أن يكون لمالكي الثروة مصادر رأسمالية أخرى تمكنهم من الحصول على المبالغ التي يقومون بدفعها، وفي هذه الحالة يكون المجتمع في حالة استقرار، ولكنه سيكون متجها إلى الانهيار. إلا أن فريدمان يعقب على سعر الفائدة التوازني السالب أنه نادر الحدوث، وهي أن تكون هناك حالة توازن ناتجة عن الوصول إلى حالة التوظيف الكامل وأن يستمر هذا التوازن لمدة طويلة.²

4- المدرسة السويدية الحديثة وسعر الفائدة:

من الضروري أن نشير إلى أهمية السويد في الاقتصاد المعاصر وذلك عن طريق جامعاتها الثلاث الكبرى (جامعة ستوكهولم وإيسالا ولاند)، علما بأن الاقتصادي العالمي فيكسل Vicksell هو أحد أساتذة جامعة لاند، وقام هذا الأخير بتركيز الأضواء على وجود سعرين للفائدة، ولنشير إلى هذين بالرمزين ت ن، ت م، حيث تعبر (ت ن) عن سعر الفائدة الطبيعي (أي العادي أو الحقيقي)، أما (ت م) فإنها تعبر عن سعر الفائدة النقدي والتي يعبر عنها أحيانا بمعدل فائدة السوق، ويعتبر فيكسل أول اقتصادي نجح في التقريب بين نظرية الفائدة والنظرية النقدية فقبل ذلك الحين كانت كل من النقود وسعر الفائدة مستقل تماما عن الآخر. أما الآن، وبفضل فيكسل فإنه لا يمكن معالجة أي نظرية منهما بمعزل من النظرية الأخرى، أي أن فيكسل هو الذي وجد هاتين النظريتين:³

¹ الخضر بن فليس، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

² نفس المرجع السابق، ص: 34.

³ أحمد فريد مصطفى، الاقتصاد النقدي والدولي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2009، ص: (198-199).

أ- **المعدل النقدي أو المعدل المصطنع:** يتحدد سعر الفائدة على مستوى السوق النقدي بتلاقي كل من العرض والطلب. ولكن إذا لم يكن هناك سوق نقدي بالمعنى الحقيقي، فإن سعر الفائدة-سعر الخصم يتحدد بقرار من المنظمات أو السلطات النقدية، وهذا معناه أن المعدل النقدي لسعر الفائدة هو سعر إرادي أي متعلق بإرادة الإنسان، وكذلك فإنه معدل محتمل حيث أن الفرد هو الذي يقوم بتحديدده، فضلا عن أن تحديده يكون دالة لتفضيلات مصطنعة وليست طبيعية أي ليست متعلقة بقوى العرض والطلب، ولكن متعلقة بتدخل السلطات النقدية، وبذلك فقد اعتبر فيكسل أن هذا المعدل أداة تستخدمها السلطات النقدية للمواءمة بين عرض الأرصدة القابلة للاقتراض وكذلك عرض المدخرات الاختيارية حيث أن الأولى تتوقف على الثانية ولكن قد لا يسيران في نفس الاتجاه، ولذلك يستطيع هذا المعدل العمل على تحقيق التوازن بينهما.

ب- **المعدل الطبيعي لسعر الفائدة:** يعتبر هذا المعدل عكس المعدل النقدي أو المصطنع حيث لا يتحدد طبقا لإرادة الأفراد ولا طبقا لقرارات السلطات النقدية، ونظرا لكثرة المناقشات والجدال حول تحديد هذا المعدل، فقد حاول فيكسل أن يضع له تعريف أكثر تحديدا، ففي هذا المجال لو طبقنا مبادئ نظرية الإنتاجية الحدية، والتي يتحدد على أساسها قيمة أو سعر الشيء سواء كان سلعة أو رأس مال، فإنه من الضروري أن نقسم الشيء وليكن رأس مال إلى وحدات صغيرة، وعلى هذا الأساس فإن الوحدة الحدية من رأس المال، وهي التي تحدد الإنتاجية الحدية لرأس المال، وهنا نجد أن الإنتاجية الحدية للوحدة الأخيرة لرأس المال المستخدم في الإنتاج تحدد سعر تأجير هذا المقدار من رأس المال.

نجد أن التوازن النقدي في نموذج فيكسل لا يتحقق إلا إذا كانت معدل سعر الفائدة المحدد طبقا لقوى السوق (ف_ن) يساوي سعر الفائدة على الائتمان الممنوح بواسطة السلطات النقدية (ف_م)، ولكن هذا لا يتحقق إطلاقا إلا بعد قليل من التعويض. ومعنى هذا أن هناك دائما فجوة بين المعدلين (الطبيعي والنقدي) فإذا افترضنا ف_ن أكبر من ف_م أي أن السلطات النقدية قد حددت سعر فائدة أقل من السعر الذي كان يمكن أن يتحدد بتلاقي الطلب والعرض، وذلك بغرض سحب الفائض من احتياطات البنوك عن طريق زيادة الطلب على الاقتراض. ومعنى هذا أن سعر الفائدة على القروض (الفائدة الدائنة) الممنوحة من الجهاز المصرفي سوف تكون منخفضة بالنسبة للإنتاجية الحدية لرأس المال وهنا يكون عائد رأس المال أكبر من تكلفة خدمة الدين النقدي والمتمثل في سعر الفائدة المنخفض المحدد بواسطة السلطات النقدية وهو ف_م. وحينما يكون العائد في صورة طبيعية أكبر من التكلفة النقدية أي عندما تكون ف_ن أكبر من ف_م فهذا يحث المشروعات على التوسع، وذلك حيث يزيد الطلب على الائتمان لتمويل التوسعات الاستثمارية التي تساعد على تعظيم إنتاجية وربحية المشروع في الوقت الذي تخفض فيه تكلفة رأس المال.

والعكس تماما حينما تكون ف_ن - الإنتاجية الحدية لرأس المال - أدنى من تكلفة الائتمان الذي يرغب المشروع في الحصول عليه لزيادة رأس ماله، فمعنى هذا أن المشروع سوف يعاني من اختلال هيكله المالي لتزايد عبء الدين

وانخفاض معدلات أرباحه، وهذا يعرض مركزه المالي للانهيار، نظرا لضعف سيولة المشروع وعدم استطاعته الوفاء بالتزاماته النقدية العاجلة.¹

المطلب الثالث: سعر الفائدة والتوازنات الاقتصادية الكلية

تشمل التوازنات الاقتصادية ثلاث مستويات وهي سوق السلعة (الحقيقي)، السوق النقدي، والتوازن الآني في كلا السوقين. وترجم هذه المستويات في ثلاث منحنيات وهي منحنى IS (السوق الحقيقي)، منحنى LM (السوق النقدي)، ونموذج IS-LM.

1- سعر الفائدة وتحقيق التوازن في سوق السلع والخدمات-منحنى IS:

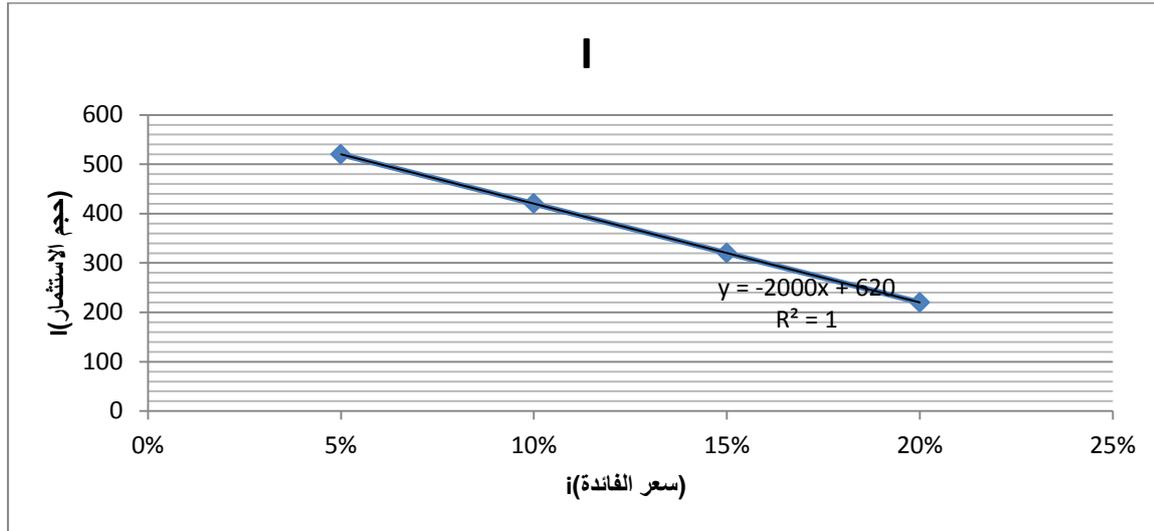
نفترض أن الاستثمار دالة عكسية في سعر الفائدة، ومن ثم يمكن لنا كتابة دالة الاستثمار على الصورة التالي:

$$I = I_0 - ai$$

حيث I حجم الاستثمار، I_0 الجزء الثابت من الاستثمار، a ميل دالة الاستثمار، i : سعر الفائدة.

ويمكن توضيح دالة الاستثمار بيانيا كما في الشكل التالي:

الشكل رقم (4): منحنى هيكس (IS)



المصدر: فوزي محمدي أبو السعود، مقدمة في الاقتصاد الكلي مع التطبيقات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004، ص: 233.

ونتيجة لإدخال الاستثمار كدالة في سعر الفائدة، وذلك في نموذج تحديد الدخل القومي، فإن معادلات النموذج سوف تتغير على النحو التالي:²

$$Y = C + I + G$$

تمثل Y : الدخل.

$$C = C_0 + b(Y - T)$$

C معادلة الاستهلاك وهي:

حيث: الدخل المتاح Y ، الميل الحدي للاستهلاك b ، الضريبة T ، الاستهلاك التلقائي C_0 .

¹ نفس المرجع السابق، ص: 199.

² فوزي محمدي أبو السعود، مقدمة في الاقتصاد الكلي مع التطبيقات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004، ص: 234.

$$I = I_0 - ai$$

I معادلة الاستثمار و هي:

$$T = T_0$$

T: الضريبة حيث:

$$G = G_0$$

G: الإنفاق الحكومي حيث

وبالتعويض في المعادلة الأولى:

$$Y = C_0 + b(Y - T_0) + I_0 - ai + G_0$$

$$Y = \frac{C_0 - bT_0 + I_0 + G_0 - ai}{1 - b}$$

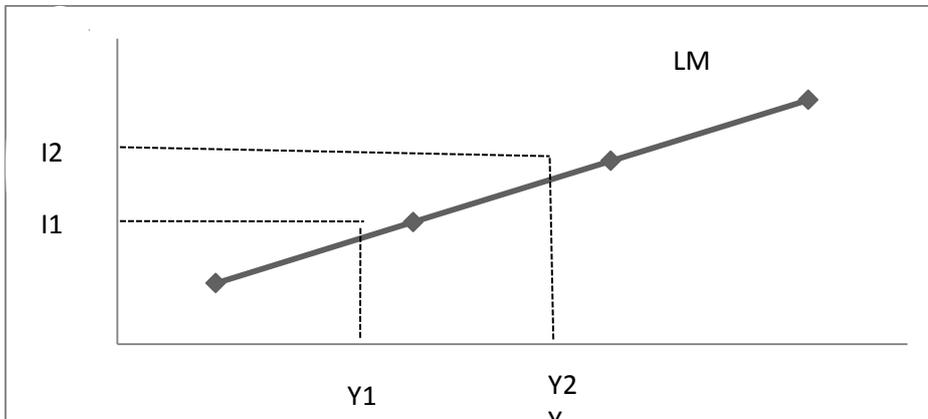
والمعادلة السابقة هي معادلة منحنى IS والتي توضح العلاقة العكسية بين كل من الدخل وسعر الفائدة، ومنحنى IS يوضح جميع التكوينات الممكنة من الدخل وسعر الفائدة والتي تحقق التوازن في سوق الإنتاج (التسريبات=الإضافات).

ويتضح من المعادلة أعلاه أن مستوى الدخل التوازني (Y) الذي يحقق التوازن في سوق الإنتاج يتوقف على سعر الفائدة السوقي (i)، بمعنى أنه إذا كان سعر الفائدة معروف ومعطى، فإنه يمكن الحصول على قيمة وحيدة للدخل التوازني ومن ثمة يوجد حل واحد للنموذج السابق، ولكن طالما أن سعر الفائدة غير معروف فإنه لا يمكن الحصول على قيمة وحيدة للدخل التوازني.

2- سعر الفائدة وتحقيق التوازن في السوق النقدي - منحنى LM:

يشير منحنى LM إلى التوازن في سوق النقد. ويمثل توفيقات لأسعار الفائدة ومستويات الدخل. ويكون ميله موجبا إذ أن الزيادة في سعر الفائدة تقلل من الطلب على الأرصد الحقيقية، وللمحافظة عليه عند مستوى العرض الثابت يزداد مستوى الدخل. إذ يستلزم التوازن في السوق النقدية أن تتبع الزيادة في معدلات الفائدة زيادة في مستويات الدخل.¹

الشكل رقم (5): منحنى هانسن LM.



¹ كلثوم صافي، أثر الإنفاق الحكومي وعرض النقود على اتجاهات الواردات (تطبيق على حالة الجزائر)، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة

وهران، وهران، الجزائر، 2015، ص: 21.

المصدر: كلثوم صافي، أثر الإنفاق الحكومي وعرض النقود على اتجاهات الواردات (تطبيق على حالة الجزائر)، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة وهران، وهران، الجزائر، 2015، ص: 21.

ويتكون منحني LM من جانبيين وهما:

(أ) - **عرض النقود**: إن المكونات الرئيسية لعرض النقود هي الودائع تحت الطلب والعملة، ويشير الرمز I_0 الملحق بالتغيير في الدخل Y إلى أننا نحسب الزيادة في الدخل الذي يحقق التوازن في سوق السلع والخدمات عند معدل فائدة مقدراه I_0 ، وهذا هو مقدار الانتقال الأفقي في منحنى IS.

ويلاحظ أن مقدار الانتقال الأفقي في منحنى IS لكل زيادة في G بمقدار وحدة هو $\frac{1}{1-c}$ وهو عبارة عن مقدار مضاعف الإنفاق الحكومي K_g وهذا ليس بغريب ذلك لأننا بتثبيت سعر الفائدة فإن الاستثمارات لن تتغير ويصبح المتغير الوحيد هو ΔG وبالتالي فإن مقدار ΔY المترتب على ذلك إنما يكون $\Delta G \times K_g$.

إن البنوك المركزية لها رقابة كاملة على عرض النقود فتستطيع أن تحدد مقدار المعروض من النقود، وعادة ما ينظر إلى عرض النقود على أساس أنه متغير خارجي مستقل.¹

(ب) - **طلب النقود**: يتكون الطلب على النقود من المكونات التالية:²

$$\frac{M_t}{P} = KY = L1(Y)$$

$$\frac{M_s}{P} = L2(i) = mi$$

$$\frac{M_t}{P} + \frac{M_s}{P} = \frac{M_d}{P}$$

(3) - **التوازن في سوق النقد ومنحنى LM**:

يتحقق التوازن في سوق النقد عندما يتساوى عرض النقود مع الطلب عليها، وكما بينا سابقا فإن عرض النقود يفترض أنه متغير خارجي أي أنه يساوي حجما معيناً، ويبقى في هذا الحجم إلا إذا اتخذ البنك المركزي إجراءات من شأنها أن تزيد أو تنخفض من عرض النقود، وبوضع دالة عرض النقود تساوي دالة الطلب على النقود نحصل على معادلة التوازن:

$$\frac{M}{P} = ky - mi$$

فلعرض معين من النقود وعند مستوى معين من الدخل فإنه لا يوجد سوى سعر فائدة واحد بإمكانه تحقيق المعادلة فجميع أسعار الفائدة الأخرى تمثل اختلالاً وعدم توازن. فعند أي سعر فائدة أعلى من التوازن فإن الأفراد يزيدون من مقدار ما يحتفظون به من سندات وبذلك ترتفع أسعار السندات وينخفض سعر الفائدة في اتجاه التوازن. ويحدث العكس عندما تكون أسعار الفائدة أقل من سعر التوازن فيزيد الطلب على النقود وتنخفض أسعار السندات ويرتفع سعر الفائدة في اتجاه التوازن.

¹ جيلالي بورزامة، محاضرات في التحليل النقدي، مرجع سبق ذكره، ص: 92.

² نفس المرجع السابق، ص: 92.

بينما تخفض الزيادة الحقيقية في عرض النقود سعر الفائدة الحقيقي، طالما أن بعض النقود الجديدة تستخدم في شراء السندات. وكما في أي سوق فإن زيادة طلب السندات سترفع أسعارها والتي هي الشيء نفسه كتخفيض سعر الفائدة. فسعر الفائدة يجب أن ينخفض عندما يزداد عرض النقود ما لم يكن الاقتصاد قد ووجه بمصيدة السيولة. ففي المصيدة فإن الأفراد لن يشتروا السندات ولذلك فإن العلاقة بين عرض النقود وسعر الفائدة تنفصم. ويلاحظ أنه عندما يقترب الاقتصاد من حالة كساد جديدة، فإنه يقترب من مصيدة السيولة، ويعني ذلك أن استجابة سعر الاقتصاد للتغيرات في عرض النقود تنخفض خلال فترات الانكماش الجديدة.¹

4- سعر الفائدة ونموذج IS-LM:

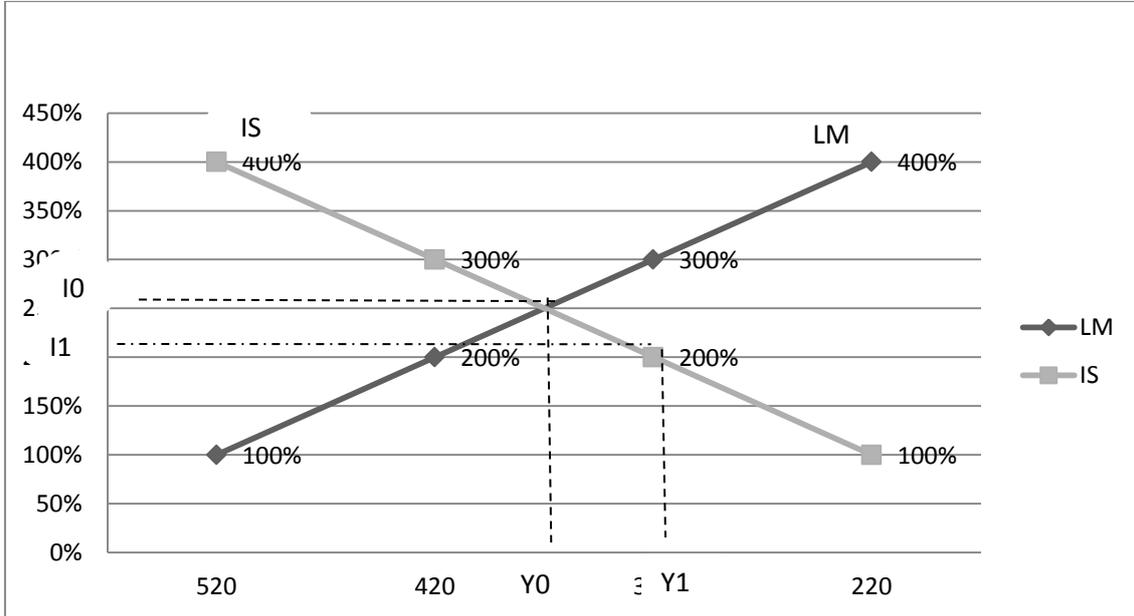
لبناء نموذج IS=LM، يؤخذ بعين الاعتبار أثر التغير في الأسعار، ثم اشتقاق منحنى الطلب الكلي الذي يعبر عن العلاقة بين المستوى العام للأسعار ومستوى الناتج الوطني. يرتبط منحنى الطلب الكلي بسوق النقود وسوق السلعة، وعلى ذلك يعتمد اشتقاق منحنى الطلب الكلي على نموذج IS=LM.

في الأشكال البيانية السابق شرحها تم الحصول على مجموعات من y, i عند مستوى التوازن في كل من سوق السلعة ممثلاً بالمنحنى IS، وسوق النقود ممثلاً بالمنحنى LM. وعند تمثيل المنحنيين في شكل واحد، أي عند حل معادلتين IS و LM أنما نحصل على مجموعة واحدة من y, i ، عندها يتحقق التوازن الآني في كلا السوقين، حيث يتقاطع المنحنيين IS و LM كما هو مبين في الشكل أدناه حيث يتحدد كل من y_0, i_0 . إلا أن مثل هذا التوازن الآني لا يتحقق عند المجموعة y_1, i_1 في الشكل أدناه، إذ عند هذه المجموعة يتحقق التوازن في سوق السلعة فقط، طالما أن المجموعة y_1, i_1 تقع على المنحنى IS. في حين أن المجموعة y_1, i_1 لا تقع على المنحنى LM، أي أن سوق النقود لا يكون في حالة توازن عند المجموعة y_1, i_1 . ففي سوق النقود تعبر النقطة i_1 عن مستوى دون مستوى سعر الفائدة التوازني i عند مستوى دخل y_1 . وبعبارة أخرى يوجد هناك فائض طلب على النقود عند مستوى سعر فائدة i_1 . ومعنى هذا أن الأفراد يحاولون شراء النقود أو بيع السندات، ويواجهون صعوبة في ذلك، وحتى يتمكنوا من الحصول على النقود لابد لهم من دفع عائد أعلى (سعر فائدة) على السندات، وعلى ذلك تأخذ أسعار الفائدة بالارتفاع متسببة في ابتعاد سوق السلعة عن مستوى التوازن أي منحنى IS. إذ يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة في سوق السلعة إلى إحداث حالة من عدم التوازن فيه وتخفيض الطلب الاستثماري ومستوى المبيعات النهائية، فيزداد تراكم المنتجات في المخازن، ويضطر المنتجون إلى تقليل حجم الإنتاج، وينخفض مستوى الدخل. وهكذا عند ارتفاع i وانخفاض y يتجه التوازن نحو المستوى y_0, i_0 في الشكل أدناه. وبأسلوب آخر يمكن القول أن فائض الطلب في سوق النقود يؤدي مباشرة إلى رفع سعر الفائدة، ومن خلال دالة الاستثمار ينخفض الدخل بشكل غير مباشر. وهذا بدوره يؤدي إلى انخفاض الطلب

¹ جمال بوزيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 167.

على النقود لغرض المعاملات، ومن ثم تقليل فائض الطلب، وأخيرا يتجه الاقتصاد نحو مجموعة التوازن المجموعة y_0, i_0 ¹.

الشكل رقم (06): نموذج هيكس هانسن IS-LM.



المصدر: ضياء مجيد الموسوي، النظرية الاقتصادية التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 1994، ص: 278.

المطلب الرابع: علاقة سعر الفائدة بالنشاط الاقتصادي ككل وبعض متغيرات الدراسة

يقترن ارتفاع سعر الفائدة بالزيادة في الاستثمار والادخار، وهذا ما يحسن من إمكانية النمو الاقتصادي، بينما تؤدي سلبية أسعار الفائدة إلى هروب رؤوس الأموال المحلية وتحويل نسبة كبيرة من المدخرات أو الأرصدة إلى ودائع العملة الأجنبية، وهذا ما يتسبب في ارتفاع أسعار الصرف والتضخم.

1- العلاقة بين سعر الفائدة ومعدل التضخم:

يرى فيشر أن سعر الفائدة الحقيقي يتحدد بالقوى الحقيقية للادخار والاستثمار، أي أن سعر الفائدة الحقيقي هو سعر التبادل بين السلع الحاضرة والمستقبلية. إلا أن هذا السعر ليس بالضرورة هو السعر الذي يحصل عليه المقترض، فهو يقتض بسعر السوق أو السعر الاسمي للفائدة، وهو سعر التبادل بين النقود الحاضرة والمستقبلية، وفي غياب التضخم وعندما تكون كل المبادلات بالنقود وسعر الفائدة الحقيقي والسعر الاسمي يكونان متطابقان إلا أن سعر الفائدة الاسمي يتأثر بمعدل التضخم المتوقع، وعليه اختلفت آراء الاقتصاديين حول نوعية العلاقة التي تربط سعر الفائدة الاسمي وسعر الفائدة الحقيقي.

إن التحليل الذي قام به فيشر هو امتداد للطرح الذي قام به جيبسون Gibson سنة 1923، والذي سمي بتناقض جيبسون، وهو قائم على أساس التمييز غير الطبيعي بين سعر الفائدة الحقيقي وسعر الفائدة الجاري،

¹ ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص ص: (277-278).

وقد بين أن معدلات الفائدة المنخفضة ترتبط بمستوى أسعار فائدة مرتفع وهذا لأن انخفاض معدل الفائدة يؤدي إلى ارتفاع الاستثمار، وهذا ينتج عنه ارتفاع الطلب على القروض ويؤدي ذلك إلى ارتفاع كمية النقود وإلى ارتفاع الأسعار.

فإذا توقع الأعوان الاقتصاديون ارتفاعا في الأسعار، فمنحنيات الطلب والعرض على الأرصدة النقدية المتاحة للإقراض تتحول إلى أعلى، ويتحدد سعر السوق وهو أكبر من السعر الحقيقي، فالفرق بين السعر الحقيقي المتوقع والجاري الاسمي هو إذا توقعات التضخم. ويفترض فيشر أن سعر الفائدة الحقيقي مستقل عن معدل التضخم، وذلك أن الطلب على النقود كمحدد للطلب على الأرصدة النقدية المتاحة للإقراض مرتبط عنده بسعر الفائدة الحقيقي، إلا أن مندل 1963 يرى أن التكلفة الحقيقية للحصول النقدي هو سعر الفائدة الاسمي وليس سعر الفائدة الحقيقي، وفي هذه الحالة كلما كانت التوقعات التضخمية مرتفعة كلما كان سعر الفائدة الاسمي مرتفعا. إلا أن الدراسات التي قام بها كل من فلدشتاين وإلستين **Feldstein, Elestein** سنة 1970 في أمريكا تبين صحة ما ذهب إليه فيشر في المدى الطويل، حيث أن سعر الفائدة الحقيقي مستقل عن معدل التضخم. وعليه فالتضخم المتوقع عند سعر فائدة اسمي معين سيخلق اختلافا بين إنتاجية الاستثمار والعائد من الادخار، وهذا الاختلاف يساوي معدل التضخم، وللحفاظ على تساوي الادخار والاستثمار عند حدوث التضخم لا بد أن يرتفع سعر الفائدة الاسمي بمعدل التضخم.¹

(2)- العلاقة بين سعر الفائدة، العرض النقدي والاستثمار:

تؤثر سياسة إعادة الخصم على حجم الائتمان المصرفي وبالتالي على عرض النقد وفقا للآلية التالية: إذا شعر المصرف المركزي أن عرض النقد قد ارتفع إلى مستوى غير مرغوب فيه نتيجة التوسع المفرط في منح الائتمان، سارع إلى انتهاج سياسة نقدية انكماشية تهدف إلى تقليص الكمية الإجمالية المتداولة عن طريق رفع سعر إعادة الخصم أي رفع كلفة القروض أو السيولة التي يقدمها للمصارف التجارية، مما يؤدي إلى تقليل اقتراضها من المصرف المركزي، وهذا بدوره يؤدي إلى عدم توفر احتياطات نقدية كافية لدى المصارف التجارية لأغراض التوسع في منح الائتمان مما يقيد مقدرتها في خلق ودائع جديدة. وعليه فإن عرض النقود يرتبط بعلاقة عكسية مع سعر الفائدة إذ أنه بازدياد عرض النقود ينخفض سعر الفائدة وبالعكس، ولذلك يمكن القول أن عرض النقود يمارس تأثيرا مباشرا على سعر الفائدة.

ويؤثر سعر الفائدة كذلك على حالة التوازن الكلي للاقتصاد وله دور في حدوث التقلبات الاقتصادية، والتي تعرف على أنها تغيرات في حجم ومستويات النشاط الاقتصادي لأن هذه التغيرات تحدث بصورة متكررة في فترات متعاقبة. فالسبب المباشر للرواج هو الإفراط في الاستثمار، بينما يعتبر الانكماش مرحلة ضرورية لعلاج

¹ مراد عبد القادر، دراسة أثر المتغيرات النقدية على سعر صرف الدينار الجزائري خلال الفترة 1974-2003، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011، صص: (51-52).

الإفراط السابق، وإن كان بعض الاقتصاديين يرون أن التقلبات الاقتصادية ليست ظاهرة نقدية بحتة في جوهرها، لكن سياسة سعر الفائدة تلعب دوراً مهماً في زيادة حدتها، حيث أن المصارف تزيد من فرص التوسع في الاستثمار عن طريق خفضها لسعر الفائدة، فتشجع بذلك المستثمرين على توسيع إنتاجهم، وهذا التصرف من جانب المستثمرين من شأنه أن يسحب الموارد من الإنتاج الاستهلاكي، إلى صناعات السلع الاستثمارية، وهذا يكون بمثابة ادخار إجباري للمجتمع الذي يتغير دخله الحقيقي نتيجة ارتفاع أسعار السلع الاستهلاكية، ويزداد بالتالي الطلب على السلع الاستثمارية مرة أخرى، وبعد فترة زمنية تجدد المنشآت المصرفية أنها بالغت في الإقراض فتعتمد على رفع سعر الفائدة، وهنا تبدأ مرحلة الانكماش في النشاط الاقتصادي.¹

(3) - العلاقة بين سعر الفائدة وسعر الصرف:

يعتبر دور سعر الفائدة في تحقيق مستوى معين من سعر الصرف من الموضوعات الهامة والمعقدة التي تشغل بال كثير من الاقتصاديين، حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة في بلد ما من شأنه أن يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع المحلية وبالتالي تحسن قيمة العملة الوطنية، هذه الاستجابة تشترط الكثير من الشروط (مناخ الاستثمار، مرونة بين أسعار الفائدة والاستثمار، مرونة في الجهاز الإنتاجي، استقرار الكثير من المتغيرات الاقتصادية...)، وعندما تكون العملة ضعيفة مثلاً يقوم البنك المركزي باعتماد سياسة سعر الفائدة المرتفع لتعويض خطر انهيار العملة.²

تقوم البنوك المركزية من خلال التلاعب بسعر الفائدة بالتأثير على التضخم وسعر الصرف، فسعر الفائدة المتغير يؤثر على التضخم و على قيم العملات. يقدم سعر الفائدة المرتفع للمقترضين في الاقتصاد عوائد أعلى مقارنة بالدول الأخرى. لهذا السبب يجذب سعر الفائدة المرتفع رؤوس الأموال الأجنبية و يتسبب في رفع سعر الصرف. إلا أن تأثير سعر الصرف المرتفع يقل إذا ما كان التضخم في الدولة أعلى بكثير من غيرها، أو إذا ما كان هناك عوامل أخرى تساهم في خفض قيمة العملة، والعكس صحيح.³

(4) - العلاقة بين سعر الفائدة والنشاط الاقتصادي ككل:

أعطى كينز دوراً هاماً للنقد في تحديد مستوى الدخل والتشغيل من خلال تأثير سعر الفائدة، وبذلك استطاع أن يربط بين النظرية النقدية ونظرية الدخل والتشغيل، كما عارض كينز الفكر التقليدي الذي يعتبر

¹ سامر منصور، مرجع سبق ذكره، ص: (8-9).

² مراد عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 52.

³ موقع فوركس، **6 عوامل تؤثر في سعر الصرف**، <https://arab.dailyforex.com/forex-articles/2013/04/6>، تاريخ الاطلاع:

2018/05/28، التوقيت: 12:37 سا.

الادخار هو دالة لسعر الفائدة، واعتبر أن الادخار هو دالة لمتغير الدخل وليس لسعر الفائدة، كما اعتبر أن قرار الاستثمار يرجع لمتغيرين هما الكفاية الحدية لرأس المال وسعر الفائدة.¹ وبذلك أصبح سعر الفائدة ظاهرة نقدية تحدد تبعاً لحجم العرض والطلب على النقود، لذا اعتمدت المصارف المركزية على معدلات الفائدة كأهداف وسيطة للسياسة النقدية لتحقيق الاستقرار النسبي للأسعار ومستوى مناسب من التشغيل والنمو الاقتصادي والتوازن في ميزان المدفوعات. لكن مع ارتفاع معدلات التضخم العالمي، وتوسع حجم الأسواق المالية، انتشرت أفكار المنهج النقدي بزعماء ملتون فريدمان، حيث أصبحت إدارة معدلات الفائدة المدينة منها على القروض والتسهيلات الائتمانية، والدائنة على الودائع أحد أهم وسائل السياسة النقدية.

وذلك باللجوء إلى استخدام أسعار تمايزية للفائدة لدعم القطاعات التنموية مثل قطاعي الزراعة والصناعة، بمنح قروض طويلة الأجل وأسعار فائدة مناسبة لها، أو تحديد أسعار الفائدة الدائنة لجذب الإيداعات بين حسابات جارية وآجلة تبعاً لاحتياجات الاقتصاد الوطني. وقد تكون الكفاية الحدية للاستثمار مرتفعة جداً عن سعر الفائدة في حالة الرواج بما يشجع على الاستثمار، وفي حالة الكساد يصعب اعتبار سعر الفائدة محدد للاستثمار، حيث التكلفة الحدية للاستثمار بمعدلات كبيرة جداً على الرغم من انخفاض سعر الفائدة، وذلك نتيجة تشاؤم المستثمرين حول المستقبل، حيث يرضى العديد منهم بالعمل عند مستوى أدنى من الطاقة الإنتاجية.²

المطلب الخامس: عوامل وآليات تأثير سعر الفائدة في أسعار الأسهم

يعتبر سعر الفائدة المحرك الأساسي لتوظيفات رأس المال وانتقاله بين الأسهم والسندات والبنوك، وذلك لاعتباره الفرصة البديلة للمستثمر، فإذا كان سعر الفائدة مرتفعاً يفضل المستثمرون توظيف أموالهم في البنوك والحصول على عائد سنوي ثابت، وفي حالة انخفاض أسعار الفائدة يتجه المستثمرون إلى الاقتراض لزيادة رأس المال والحصول على عائد أعلى من سعر الفائدة.

1- عوامل تأثير سعر الفائدة في أسعار الأسهم:

ضمن ضرورات متابعة الأداء المالي تظهر العلاقات الاقتصادية بين العديد من المتغيرات والمؤشرات ما يستوجب التوقف والتقييم والتحليل، ذلك أن فهم طبيعة العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية يفضي إلى قدرة أفضل في فهم الواقع الاقتصادي وفي استشراف آفاق المستقبل ووضع التوقعات ضمن دوائر أكثر موضوعية وعلمية.

أ- دائرة الاستثمار: ما من شك أن موضوع الاستثمار هو الأساس في تحديد علاقة المتغيرات الاقتصادية في بعضها البعض، وضمن هذا السياق فإن سعر الفائدة وأسعار الأسهم يعتبر من المؤشرات ذات العلاقة بالاستثمار، فأسعار الأسهم على سبيل المثال سجلت خطأ متصاعداً في الأسعار يتناسب ويتزامن مع بدء فترة

¹ محمد الحسين الصطوف، أحمد عثمان، العلاقة بين سعر الفائدة ومعدل النمو الاقتصادي الفعلي في سورية، مجلة جامعة البعث، جامعة البعث، سوريا، العدد 10، 2014، ص ص: (126-127).

² نفس المرجع السابق، ص: 127.

اتخاذ سعر الفائدة على العملة خطأ تنازلياً. وهذا في حقيقة الأمر وضعاً طبيعياً باعتبار أن مردود السهم يزداد كلما نقصت أسعار الفائدة، أضف إلى ذلك أن أي تسجيل للعوائد والأرباح يفوق معدل الفائدة من شأنه أن يشكل قوة جذب إضافية باتجاه الطلب على النقود لأغراض المضاربة والتي تشكل المضاربة بالأسهم العمود الفقري لها.¹

ب)- دائرة التمويل: تنعكس أسعار الفائدة والخصم مباشرة على أسعار الأسهم التي هي أكثر حساسية من تلك القرارات وذلك لعدد من الأسباب، أهمهما مقدار التمويلات المتوقعة بعد القرار نحو شراء الأوراق المالية، بمعنى آخر تخص تلك القروض التي تقابل ضمانات ذات طبيعة خاصة، وهي أوراق مالية ما بين أسهم أو سندات أو كل منهما. وتعمل معظم المؤسسات المالية المدرجة في بورصات الأوراق المالية في نطاق قرار التغيير لأسعار الفائدة، بحيث يكون الفارق ما بين سعر الفائدة المحصلة من عملاتها وسعر الخصم المستحق عليها جراً حصولها على تمويلات نقدية لتجارة الأوراق المالية أو نشاط ذي طبيعة مشابهة، وهذا هو ناتج العمليات ويحدد الأرباح والخسائر وفق ذلك الهامش، إضافة إلى فوارق التغييرات السعرية التي تمر بها الأوراق المالية في البورصات.

ج)- دائرة الودائع: تعتمد تدفقات الودائع الطبيعية على مقدار الفائدة المقررة من البنك المركزي، ولذلك نجد أن الأدوات الأخرى المنافسة تشهد نشاطاً كبيراً حال تخفيض سعر الفوائد، ومن أهم تلك الأدوات المنافسة الأوراق المالية والأسواق المالية بشكل عام، وهذا ما يفسر الوضعية التصاعدية لأسواق رأس المال والبورصات فور قرارات التخفيض لسعر الفائدة في مختلف البنوك المركزية عالمياً.

ومن أهم القرارات التاريخية التي أثرت على بورصات الأوراق المالية في العالم هو قرار الفيدرالي الأميركي رفع الفائدة بشكل مفاجئ وبتوقيت خاطئ في عام 1937 لينتج عن ذلك القرار الكساد المالي المعروف في ذلك الوقت، وهذا ما تمت الاستفادة منه في معالجة آثار الأزمة المالية في عام 2008 لتقوم المصارف المركزية بتخفيض سعر الفائدة وتقلل من حجم الخسائر التي منيت بها الأسواق المالية العالمية جراً تعامل السوق الأميركي بالهامش العقاري الذي تفاقمت مشاكله جراً إقراض كبير في ذلك المجتمع بتسهيلات طويلة الأجل وبفوائد كبيرة.

ومن كل ما سبق فإن العلاقة العكسية ما بين أسواق رأس المال والبورصات من جانب وأسعار الفائدة من جانب آخر قد حددت مسبقاً كيفية التعامل من قبل المتداولين والمستثمرين في تلك الأسواق مع أي قرار يخص تخفيض أو رفع سعر الفائدة، كما أن اجتماعات المراجعة في الدول المتقدمة يتم الإعلان عنها مسبقاً لما تحمله تلك المعلومات من آثار جوهرية تغير الكثير من القرارات ذات الصلة في التداولات اليومية في الأسهم والسندات والتي تختلف تماماً عن الأدوات الأخرى.²

¹ محمد ميثال عصفور، أسعار الأسهم وأسعار الفائدة، مقال منشور في صحيفة الرأي، متاح على الموقع الإلكتروني: <http://alrai.com/article/90182.html>، تاريخ الاطلاع: 2018/05/29، التوقيت: 8:40 سا.

² ميثم الشخص، أثر أسعار الفائدة على الأوراق المالية، جريدة العربي الجديد، منشورة في الموقع الإلكتروني: <https://www.alaraby.co.uk/supplementmoneyandpeople/2015/6/22>، تاريخ الاطلاع: 2018/05/29، التوقيت: 7:53 سا.

(2) - آلية تأثير أسعار الفائدة في أسعار الأسهم:

إن التأثير المباشر لرفع معدل الفائدة هو ارتفاع تكلفة الاقتراض على البنوك من البنك المركزي. نتيجة لذلك تقوم البنوك برفع تكلفة الاقتراض على المقترضين من الأفراد والشركات، ما يقلل من حجم الأموال المتاحة للإنفاق و يؤدي إلى انخفاض في الطلب على السلع (انخفاض إنفاق المستهلكين). وكنتيجة طبيعية لانخفاض الإنفاق الاستهلاكي، تتأثر إيرادات وأرباح الشركات. ومن ناحية أخرى، يؤدي ارتفاع تكلفة الاقتراض إلى انخفاض الإنفاق الاستثماري التوسعي من قبل الشركات، وهذا ما قد ينعكس سلباً على نمو الأرباح. و تتأثر ربحية الشركات أيضاً من رفع معدل الفائدة في حال تحملها لقروض ذات فائدة متغيرة، حيث إن ارتفاع تكاليف التمويل ينعكس مباشرة على الأرباح.

يؤدي التأثير السلبي لرفع معدل الفائدة على ربحية الشركات إلى خفض تقييمات الأسهم في بورصة الأوراق المالية، فالضغوط على الربحية مع انخفاض توقعات النمو المستقبلي ينعكسان سلباً على التقييم العادل لأسعار الأسهم بطرق التقييم التي تعتمد على التحليل الأساسي (مثل طريقة خصم التدفقات النقدية) ، وكل هذه العوامل تؤثر سلباً بالنهاية على الأسعار السوقية للأسهم حتى تتناسب مع الأرباح والتوقعات المستقبلية المحدثة بعد رفع معدل الفائدة.¹

(3) - قنوات أخرى لتأثير أسعار الفائدة على أسعار الأسهم:

يمكن تلخيص قنوات تأثير أسعار الفائدة على أسعار الأسهم في النقاط التالية:²

(أ) - ظروف المستهلك: يؤثر ارتفاع سعر الفائدة على أسواق الأسهم بطريقة غير مباشرة عبر القدرة الاستهلاكية للمواطنين، والتي تتأثر بمعدلات الفائدة المطبقة داخل الدولة. تؤدي زيادة تكلفة اقتراض المصارف من البنك المركزي إلى قيامها أيضاً بتمرير تلك الزيادة إلى الأشخاص من خلال رفع تكاليف القروض بكل أنواعها. ويتأثر الأفراد تبعاً لذلك عن طريق زيادة سعر الفائدة على بطاقات الائتمان، ومعدلات الرهن العقاري، خاصة في حالة تضمن تلك القروض معدل فائدة متغير، مما يؤدي إلى خفض كمية المال الذي ينفقه الفرد بعد ذلك. وهذا ما يؤدي في النهاية إلى خفض معدلات الإنفاق وتدني مستويات الاستهلاك، مما يؤثر على أرباح وإيرادات الشركة، وتؤثر مستويات الأرباح والإيرادات بدورها في أي شركة على أداء سهمها.

(ب) - أوضاع المستثمرين: يقوم الأفراد عادة بالمفاضلة بين عدد كبير من الاستثمارات، لكن الأمر ينحصر في النهاية بين استثمار آمن وآخر يحمل مخاطرة، ويمنح الأخير عائداً مرتفعاً مقارنة بالاستثمارات الآمنة. ولكن مع رفع البنوك لمعدلات الفائدة على الودائع والشهادات الاستثمارية فإن المستثمرين يتجهون إلى هذه

¹ محمد النظامي، ما هو تأثير رفع سعر الفائدة على أسواق الأسهم؟، موضوع منشور في الموقع الإلكتروني: <http://www.elnozamy.com/news-38>، تاريخ الاطلاع: 2018/05/29، التوقيت: 9:03 سا.

² نجي النحاس، كيف تتأثر أسواق الأسهم بسعر الفائدة؟، <https://www.mubasher.info/news/3251173>، تاريخ الاطلاع: 2018/05/29، التوقيت: 9:36 سا.

الفئات من الأصول الآمنة مبتعدين عن الأسهم التي تمثل استثماراً خطراً، كما أن رفع البنوك للفائدة على القروض الممنوحة للمستثمرين يزيد من تكلفة الرافعة المالية ويهدد المستثمرين بالعجز عن سداد ديونهم وقد يدفعهم لبيع الأسهم لسداد مستحقات شركات الوساطة أو المصارف، وهذا ما يتسبب بانخفاض أسعار الأسهم.

(ج) - أداء الأعمال: تقترض الشركات للاستمرار في عملها مثل الأفراد، وعندما ترفع البنوك تكلفة الاقتراض، تصبح تلك التكلفة أعلى أيضاً على الشركات، مما قد يحجم من معدل اقتراضها نحو الخفض. وقد تتجه بعض الشركات إلى تعطيل خططها التوسعية والمشاريع الجديدة، وفي النهاية يؤدي ذلك إلى خفض سعر سهم الشركة المدرجة بالبورصة.

(د) - تخفيض التقديرات: عندما تواجه الشركة ارتفاع تكاليف الاقتراض بخفض الإنفاق أو الأرباح، تتراجع تقديرات التدفقات النقدية. وبالقياس على ذلك يتعرض سعر سهم الشركة التي تواجه مثل تلك الظروف إلى التراجع بالتبعية. ونتيجة لذلك، يؤدي تراجع أسعار أسهم الشركات إلى تراجع كلي في البورصة أو مؤشرات مثل "داو جونز" و"ستاندرد آند بورز"، وبالتالي يتعرض سوق الأسهم كله إلى الهبوط. ويتراجع المستثمرون وسط تدفقات نقدية أقل وتوقعات سلبية عن الاستثمار بشكل كبير في البورصة.

المطلب السادس: الإطار التطبيقي لتأثير أسعار الفائدة على أسعار الأسهم

حاولت العديد من الدراسات تبين تأثير سعر الفائدة على أسعار الأسهم حيث يختلف هذا التأثير حسب درجة تطور كل من القطاع المالي والبيئة الاقتصادية للدول المعنية. تؤكد غالبية الدراسات وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم مثل دراسة بيرس ورولاي (Pearce and Roley)، دراسة هافر Hafer، ودراسة هاردفلوس Hardouvelies.

1- الآراء التي تثبت أهمية قناة سعر الفائدة:

تشير الدراسات التي أجريت على الدول المتقدمة بشكل عام إلى أن قناة سعر الفائدة هي المهيمنة في حالة الدول الكبيرة كالولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي كمجموعة، في حين أن قناتي سعر الفائدة وسعر الصرف مهمتين في حالة الدول المتقدمة الصغيرة ذات نظام سعر الصرف الحر. أما عن أثر هذه القنوات فهو مطابق لما هو متوقع نظرياً، حيث توصل أنجلوني (Angeloni 2002) في دراسته لدول الاتحاد الأوروبي إلى أهمية قناتي سعر الفائدة والقروض في حالة ألمانيا، هولندا، البرتغال، وقناة الإقراض في حالة إيطاليا وبلجيكا. في حين تشير نتائج دراسة مورسينغ وبيومي (Morsink and Bayoumi 2001) إلى هيمنة قناتي سعر الفائدة والقروض في حالة اليابان. أما على مستوى الدول النامية فإن نتائج الدراسات التي أجريت على مجموعة من هذه الدول تشير إلى وجود تباين في أهمية سعر الفائدة كقناة تأثير وطبيعة أثرها، ففي دراسته لدول شرق آسيا ممثلة بكل من أندونيسيا، كوريا الجنوبية، ماليزيا، الفلبين، سنغافورة، تايوان، وتايلاند توصل فانغ (Fung, 2002) إلى أهمية قناة سعر الفائدة، فهذه القناة أثر عكسي في الناتج في الدول السابقة فيما عدا كوريا الجنوبية وتايوان، في حين

أن لهذه القناة أثرا عكسيا على المستوى العام للأسعار وبالتالي أثر طردي على أسعار الأسهم في حالي كوريا الجنوبية وسنغافورة، وطردي في حالة الدول الأخرى. وعليه يتضح لنا التباين في النتائج المتوصل إليها في الدراسات التطبيقية، والتي تعكس بشكل عام تباين درجة تطور القطاع المالي والبيئة الاقتصادية للدول المعنية.¹

(2) - تشخيص طبيعة العلاقة بين أسعار الأسهم ومعدلات الفائدة:

أقرت أغلب نتائج الدراسات بوجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم، وذلك يعود إلى عدة أسباب في عملية تقييم الأسهم، ففي البداية يتم تحديد معدل الخصم والذي بدوره يعكس كل من القيمة الزمنية للنقود ومخاطر السهم. ويمثل معدل العائد الخالي من المخاطرة القيمة الزمنية للنقود، وتمثل علاوة المخاطرة التعويض عن المخاطرة ويتم قياسها بالمقارنة مع المعدل الخالي من المخاطرة. ويعتبر معدل الخصم المقرر من قبل المستثمر معدل العائد المطلوب حيث تعد نظرية تسعير الأصول الرأسمالية واحدة من النماذج التي تحدد هذا الأخير:

$$E(R_i) = RF + B_i(E(RM) - RF)$$

$E(R_i)$: العائد المتوقع على الأصل i .

RF : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

$E(RM)$: العائد المتوقع لمحفظة السوق.

B_i : معامل المخاطرة (بيتا).

يصف النموذج أعلاه العلاقة بين المخاطر والعائد المتوقع، ويحسب معدل العائد المطلوب لتسعير الأصول المالية المحفوفة بالمخاطر، مما سبق نلاحظ أهمية تحديد معدل العائد المطلوب في عملية التقييم، لأن التغير في أسعار الفائدة يؤثر على القيمة الاسمية للسهم عن طريق التأثير على معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر، ويمكن تطبيق DDM لتحديد قيمة الأسهم:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

V_0 : القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح.

r : معدل العائد المطلوب.

وكلما قام البنك المركزي بتعديل أسعار الفائدة الرئيسية، فإن معدل العائد الخالي من المخاطرة يتغير، فإذا ارتفعت أسعار الفائدة فإن معدل العائد من المخاطرة يرتفع أيضا، ومن شأن ذلك أن يرفع من معدل السوق في حال بقاء العوامل الأخرى ثابتة. مما سبق نرى أن السعر المستهدف للسهم يجب أن ينخفض نتيجة انخفاض ارتفاع معدل العائد المطلوب والعكس صحيح. ففي حالة انخفاض معدلات الفائدة مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة

¹ حسين علي العمر، تقييم قنوات تأثير السياسة النقدية، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الإنسانية والاجتماعية، الإمارات العربية المتحدة، العدد الثالث، أكتوبر 2009، ص: 256.

يؤدي ذلك إلى ارتفاع سعر السهم المستهدف لأن معدل العائد المطلوب قد انخفض، وبالإضافة إلى ذلك فإن معدل العائد المطلوب يرتفع إذا ما ارتفعت علاوة المخاطر.

بالإضافة إلى ما سبق، تؤثر أسعار الفائدة على أنشطة الشركة، لأن أي ارتفاع في أسعار الفائدة سيؤدي إلى ارتفاع في تكاليف رأس المال بالنتيجة يتوجب على الشركة العمل بجهد لتوليد عوائد في بيئة الفائدة المرتفعة. وإلا فإن تضخم مصروف الفائدة سيخفض من الأرباح المتحققة وبالتالي انخفاض في التدفقات النقدية وارتفاع في معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر، ويترجم كل ما سبق إلى انخفاض في القيمة العادلة لأسهم الشركة.¹ وعلاوة على ذلك، إذا كانت تكاليف أسعار الفائدة مرتفعة إلى مستوى تواجه فيه الشركة مشاكل في سداد ديونها فقد يكون بقاء الشركة مهدداً وفي هذه الحالة، فإن المستثمرين يطالبون علاوة مخاطر أعلى، ونتيجة لذلك فإن القيمة العادلة ستشهد المزيد من الانخفاض.

ويعتقد الخبراء الكينزيين بوجود علاقة سلبية بين أسعار الفائدة وأسعار الأوراق المالية، وذلك لأن ارتفاع سعر الفائدة يقلل من القيمة الحالية للأرباح المستقبلية نتيجة لارتفاع معدل الخصم، مما يؤدي إلى انخفاض في أسعار الأسهم إضافة إلى انخفاض في حجم الاستثمارات نتيجة لارتفاع الفوائد على القروض بدافع القيام بالأنشطة الاستثمارية. وعلى العكس يؤدي انخفاض أسعار الفائدة إلى انخفاض تكلفة الفرصة البديلة للاقتراض، وينتج عن هذا الانخفاض تحفيز الاستثمارات والأنشطة الاقتصادية التي من شأنها أن تسبب في ارتفاع أسعار الأسهم. كذلك الأمر بالنسبة إلى انخفاض معدل الخصم بانخفاض أسعار الفائدة، حيث ستتنخفض معدلات الخصم ما يؤثر إيجابياً على القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية،² ومن هنا تتوضح لنا العلاقة العكسية بين عوائد الأسهم وأسعار الفائدة.

3- الدراسات التي ساهمت في بحث العلاقة بين تغيرات أسعار الفائدة وأسعار الأسهم:

أ- مساهمة بيرسونس وفرايكاى **Persons & Frickey**: في دراسة للاقتصادي نشرت في المجلة الاقتصادية الأمريكية عام 1916، توصل الباحث إلى أن الزيادات في المعدلات السنوية لأسعار الفائدة على الأوراق التجارية قد حدثت بعد الزيادة في أسعار الأسهم وبمعدل تخلف زمني مقداره سنة واحدة. وفي دراسة لاحقة للاقتصادي بيرسونس (**W.M. Persons**) نشرت في عام 1919 اعتمد الكاتب فيها على البيانات الشهرية للمدة 1903-1914، أوضح بأن أسعار الفائدة تتخلف نحو (4) أشهر كمعدل، بعد التقلبات بيرسونس في أسعار البيع بالجملة وبنحو (8-14) شهراً في المتوسط عن التغيرات في أسعار الأسهم.

¹ فاطمة صالح خليل، أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة، مذكرة ماجستير في الأسواق المالية، جامعة دمشق، سوريا، 2015، ص: 85.

² نفس المرجع السابق، ص: 86.

وللحصول على فكرة أوضح عن العلاقات الزمنية للمتغيرات الدورية بين أسعار الأسهم وأسعار الفائدة والنشاط الاقتصادي، قام الباحث بيرسون **Persons** باستخدام ثلاثة منحنيات هي: (A) للمضاربة، (B) للنشاط الاقتصادي، وأخيراً المنحنى (C) الخاصة بأسعار الفائدة، وقام الباحث بعد ذلك باستخراج معاملات الارتباط بين كل زوج من هذه المنحنيات والتباطؤات الزمنية المختلفة للمنحنيين B و C.¹

ويؤكد الباحثان أن الفترات التي تشهد انخفاضاً في أسعار الفائدة ترتبط بارتفاعات في أسعار الأوراق المالية. من جهة أخرى يمكن التنبؤ بانخفاض أسعار الأوراق المالية قبل حوالي ستة أشهر في حالة الارتفاعات الحادة في أسعار الفائدة.²

(ب) - دراسة بيرس ورولاي (Pearce and Roley)، دراسة هافر (Hafer)، ودراسة هاردفلوس (Hardouvelies): أكدت دراسة بيرس ورولاي (Pearce and Roley) في سنة 1985 على العلاقة العكسية بين معدل الخصم وبين أسعار الأسهم (مؤشر s&p500) خلال الفترتين (1977-1979) و(1979-1982) ولكن دراسة هافر (Hafer، 1986) التي تم تطبيقها على ثلاث فترات (1977-1979)، (1979-1982)، (1982-1984)، وعلى عدة مؤشرات للأسهم: مؤشر (S&P400)، مؤشر (S&P500)، وثلاث قطاعات رئيسية فوجدت أن تخفيض معدل الخصم يؤدي إلى تخفيض أسعار وعوائد الأسهم خلال الفترة (1979-1982)، وفي المقابل يؤدي إلى ارتفاع أسعار وعوائد الأسهم خلال الفترتين الأخيرتين، أما دراسة هاردفلوس (Hardouvelies) استخدمت في سنة 1987 مؤشر الأسهم لشركة فاليلولين (Value line)، وأثبتت العلاقة العكسية بين معدل الخصم وبين أسعار الأسهم خلال الفترة (1979-1982)، ولكنها لم تجد علاقة معنوية بينهما خلال الفترة (1982-1984).

(ج) - دراسة جنسن وجوهانسون (Jensen and Johanson, 1983): أكدت هذه الدراسة على العلاقة العكسية خلال ثلاث فترات (1962-1979)، (1979-1982)، (1982-1990)، وباستخدام مؤشر CRSP ومؤشر بورصة نيويورك (Nyse index)، ولقد أكد الباحثين الأخيرين العلاقة العكسية بين معدل الخصم وأسعار الأسهم، وذلك من خلال دراسة أحدث لجنسن وهانسون (Jensen and Johanson 1995)، والتي تم فيها استخدام فترات أطول (1962-1979)، (1979-1991)، ومن خلال فترة أطول حول الإعلان عن تغيير معدل الخصم (16 قبل وبعد الإعلان).³

¹ حيدر فاخر عبد الستار، مرجع سبق ذكره، ص: (125-126).

² نفس المرجع السابق، ص: 127.

³ هالة حلمي السعيد، مرجع سبق ذكره، ص: (446-447).

المبحث الرابع: العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم

يعد سعر الصرف من أهم العوامل التي تؤثر في النشاط الاقتصادي وأداء أسواق الأوراق المالية. وتقع مسؤولية التحكم بسعر الصرف وإدارة حجم العرض النقدي على عاتق البنك المركزي في أي دولة. يرتفع سعر الصرف لأسباب عديدة مثل ارتفاع أسعار الفائدة أو بسبب الارتباط بعملة رئيسية ارتفعت أسعار صرفها. فإذا كان ارتفاع أسعار العملات للظروف المذكورة وليس بسبب تحسن الأوضاع الاقتصادية، فإن ارتفاعها يؤدي غالباً إلى انخفاض أسعار الأسهم طالما أن الاقتصاد في وضعه العادي. وهذا ما سنوضحه خلال ما يلي:

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول سعر الصرف

يشير سعر الصرف إلى السعر الذي يتم به شراء أو بيع عملة مقابل وحدة واحدة من عملة أخرى في سوق تسمى سوق الصرف. وهي المكان الذي تعالج فيه كل عمليات الصرف بيعا وشراء عاجلة والآجلة للعملة المحلية مقابل عملات أجنبية وبكل حرية في التحويل.¹

(1) - مفهوم سعر الصرف:

يعرف سعر الصرف بأنه نسبة مبادلة عملتين، بإحدى العملتين تعتبر سلعة والعملة الأخرى تعتبر ثمنًا لها، فسعر الصرف عبارة عن عدد الوحدات التي يجب دفعها من عملة معينة للحصول على وحدة واحدة من العملة الأخرى.²

و يعرف سعر الصرف سعر الوحدة من النقد الأجنبي معبرا عنها بوحدات من العملة الوطنية، أو سعر الصرف عدد وحدات العملة الوطنية التي يجب دفعها لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية.³ ويتم كتابة تسعيرة العملات بطريقتين:⁴

التسعيرة المؤكدة: حيث أن معظم الدول تبين في تسعيرة الصرف المؤكدة الكمية المتغيرة من الوحدات النقدية الأجنبية المستبدلة بوحدة واحدة من العملة الوطنية.

التسعيرة غير المؤكدة: هي الطريقة العكسية للتسعيرة المؤكدة فهي تشير إلى الكمية المتغيرة من الوحدات النقدية الوطنية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملات الأجنبية.

¹ راضية رنان، دور بنك الجزائر في إدارة سياسة سعر الصرف في ظل التعويم المدار خلال الفترة (2000-2013)، Revue d'économie et de statistique appliquée، المدرسة الوطنية للإحصاء والاقتصاد التطبيقي، الجزائر، المجلد 12، العدد 2، ديسمبر 2015، ص: 275.

² جمال طباش، سعيدة شطباني، محددات سعر صرف الدينار الجزائري ودوره في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، مجلة الاستراتيجية والتنمية، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، المجلد 06، العدد 11، جويلية 2016، ص: 313.

³ نور الدين بوالكور، قياس أثر المستوى العام للأسعار والأرصدة النقدية على سعر صرف الدينار الجزائري للفترة (1990-2013)، حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة قلمة، الجزائر، المجلد 8، العدد 13، ديسمبر 2015، ص: 596.

⁴ بنين بغداد، محمد براق، دراسة قياسية لمحددات سعر الصرف الحقيقي (الدينار الجزائري نموذجاً 2000-2014)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الوادي، الجزائر، المجلد 09، العدد 02، أوت 2016، ص: 212.

فسعر الصرف هو السعر الذي يتم به مبادلة عملة بلد ما بعملة بلد آخر، فعلى سبيل المثال، إذا كان اليورو مساويا ل 100 دينار جزائري (1 يورو=100 دينار جزائري)، فقيام تاجر بشراء بضاعة من فرنسا بمقدار 10000 يورو تكلفه 1000000 دج، في هذه الحالة فإنه تم تحديد عدد الوحدات من العملة الوطنية (الدينار الجزائري) التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية (اليورو)، هذه الطريقة تسمى بطريقة التسعير غير المباشر ومعظم الدول تستعملها بما في ذلك الجزائر. ويمكن تحديد أو تسمية العملة المحلية في نفس السوق بعدد من وحدات العملة الأجنبية، كأن نقول 1 دج يساوي 0.01 يورو، وهذا ما يسمى بالسعر التبادلي، في هذه الحالة تم تحديد عدد الوحدات من العملة الأجنبية (اليورو) الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية (الدينار الجزائري)، وهذه الطريقة تسمى بطريقة التسعير المباشر.¹

2- أهمية سعر الصرف:

تبرز أهمية سعر الصرف من خلال النقاط التالية:²

- يمثل سعر الصرف حلقة الوصل بين الأسعار العالمية والأسعار المحلية من خلال ثلاث أسواق (سوق السلع والخدمات، وسوق الأصول المالية وسوق العمل)، ففي سوق السلع والخدمات يؤدي ارتفاع سعر الصرف الأجنبي إلى ارتفاع السلع الأجنبية بالعملة المحلية في السوق المحلية، وبالتالي يجعلها أقل قدرة على المنافسة في الأسواق المحلية ويرفع القدرة التنافسية للسلع المحلية بالأسواق العالمية.

- يشتق سعر الصرف أهميته من كونه أداة ربط بين اقتصاد مفتوح وباقي اقتصاديات العالم، فهو يمثل حلقة تربط بين أسعار البيع والتكلفة بين الشركاء التجاريين على المستوى الدولي، فبواسطته تتم ترجمة الأسعار فيما بين الدول، وفي الوقت نفسه يلعب دورا بارزا في قدرة الاقتصاد التنافسية، وبالتالي في وضع ميزان المدفوعات وفي معدلات التضخم والنمو الحقيقي.

- إن أهمية هذا السعر لا تكمن فقط في أسواق السلع بل في أسواق رأس المال وعوامل الإنتاج، وما يرتبط ذلك من ارتدادية أو انعكاسية على جل المتغيرات الاقتصادية، لذلك يمكن اعتباره من أهم الأسعار وأخطرها في الوقت ذاته، فهو من أهم الأسعار كونه إذا استخدم كأداة للسياسة الاقتصادية بشكل مرض وفعال يمكن من تحسين القدرة التنافسية لصادرات الدولة وما يترتب عن ذلك من تحقيق نتائج توسعية في مجال الإنتاج، العمالة والنمو بشكل عام. وهو من أخطر الأسعار كونه إذا استخدم بشكل سيء وغير مرض يؤدي إلى ازدياد تدهور القدرة التنافسية للدولة وما يرتبط بذلك من انعكاسات انكماشية على الاقتصاد في كامل جوانبه.

¹ أمين راشدي، تيجاني بالربي، أثر تغيرات أسعار صرف العملات الأجنبية على القوائم المالية وفق متطلبات المعيار المحاسبي الدولي 21 والنظام المحاسبي المالي، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة طاهري محمد، بشار، الجزائر، المجلد الثالث، العدد 01، مارس 2017، ص: 155.

² عبد الحق بوعتروس، أثر تغير سعر الصرف على الأسعار المحلية، مجلة الاقتصاد والمجتمع، جامعة قسنطينة 2، قسنطينة، الجزائر، المجلد 3، العدد 3، نوفمبر 2005، ص ص: (10-11).

3- وظائف سعر الصرف:

تتمثل وظائف سعر الصرف في النقاط التالية:¹

- **وظيفة قياسية:** يمثل سعر الصرف حلقة الوصل بين الأسعار المحلية والأسعار العالمية فالمنتجون المحليون يعتمدون على سعر الصرف لمقارنة الأسعار المحلية لسلعة ما مع أسعار السوق العالمية.

- **وظيفة تطويرية:** يستخدم سعر الصرف في الرفع من حجم صادرات معينة إلى مناطق معينة من تخفيض سعر صرف عملة هذه الصادرات حتى تكون هذه الأخيرة أرخص سعرا مقارنة بصادرات الشركاء التجاريين مثل ما يحدث من تبادل تجاري بين الولايات المتحدة الأمريكية والصين، حيث أن اليوان الصيني المنخفض مقارنة بالدولار أدى إلى ارتفاع حجم الصادرات الصينية اتجاه الولايات المتحدة الأمريكية ودول أخرى مقارنة بالسلع الأمريكية نحو الصين ودول أخرى كذلك.

- **وظيفة توزيعية:** يؤدي سعر الصرف وظيفة توزيعية على مستوى الاقتصاد الدولي من خلال إعادة توزيع الدخل القومي العالمي بين دول العالم، لإغذا افتراضنا أن اليابان تستورد القمح من الولايات المتحدة وارتفعت القيمة الخارجية للدولار الأمريكي مقابل الين فإن اليابان ستضطر إلى دفع زيادة في الدولارات لقاء وارداتها من القمح مما يؤثر على احتياطات اليابان من الدولارات الأمريكية في حين ترتفع الاحتياطات الأمريكية من الدولارات.

4- العوامل المؤثرة في سعر الصرف:

عندما تتعرض العملة إلى تقلبات مستمرة تحدث تغيرات في المعاملات الاقتصادية للدولة نتيجة تأثير مجموعة من العوامل نذكر أهمها:²

- **التغيرات في قيمة الصادرات والواردات:** عندما ترتفع قيمة الصادرات مقارنة بالواردات فإن قيمة العملة تتجه لتزايد طلب الأجانب على هذه العملة، مما يشجع عملية الاسترداد من الخارج وهذا ما يعمل على إعادة التوازن لسعر الصرف.

- **تغير معدلات التضخم:** بافتراض ثبات العوامل الأخرى، يؤدي التضخم المحلي إلى انخفاض في قيمة العملة في سوق الصرف، فيما تؤدي حالة الركود إلى ارتفاع قيمة العملة، فمثلا عندما ترتفع قيمة عملة بلد ما بنسبة 10% ويكون المستوى العام للأسعار في البلدان الأخرى مستقر، فالتضخم المحلي في هذا البلد يدفع المستهلكين إلى زيادة طلبهم على السلع الأجنبية وبالتالي على العملات الأجنبية. وكنتيجة للأسعار المرتفعة في هذا البلد بسبب التضخم المحلي، يقل استيراد الأجانب من سلع هذا البلد وبالتالي يقل عرض العملة الأجنبية في سوق

¹ عمار جعفري، اشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013، ص:19.

² عبد القادر دربال، محمد رملي، دراسة قياسية للتنبؤ بسعر الصرف الاسمي للدینار الجزائري على المدى القصير، مجلة الاقتصاد والتنمية، جامعة المدية، العدد 05، جانفي 2016، ص:9.

الصرف بسبب تزايد الطلب على هذه العملة، وهذا يعني أن لحالة التضخم أثر في تغير سعر صرف العملات المختلفة.

- **التغير في معدلات الفائدة:** تجذب الزيادة في معدلات الفائدة الحقيقية في البلد رأس المال الأجنبي مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية في سوق الصرف الأجنبي. أما ارتفاع معدلات الفائدة في البلدان الأجنبية سيحفز المستثمرين على الأمد القصير على استبدال عملاتهم بعملات تلك البلدان وذلك لجني المكاسب في سوق الأجنبي. إذن يعمل ارتفاع أسعار الفائدة على زيادة الطلب على العملات الأجنبية مما يؤثر على أسعار صرفها.

- **التدخلات الحكومية:** تحصل هذه التدخلات عندما يحاول البنك المركزي تعديل سعر صرف العملة حينما لا يكون ملائما مع سياستها المالية والاقتصادية.

- **العوامل السياسية والعسكرية:** ترتبط هذه العوامل عادة بالأبناء والنشريات الاقتصادية والمالية أو عبر تصريحات المسؤولين فتؤثر على المتعاملين في أسواق العملات والأسهم الذين غالبا ما يتخذون قراراتهم المالية بناء على هذه الأخبار.

المطلب الثاني: أنواع أسعار الصرف وأنظمتها

يمكن تصنيف أسعار الصرف إلى أنواع عديدة فمنها سعر الصرف الاسمي، سعر الصرف الحقيقي الذي يأخذ بعين الاعتبار القوة الشرائية للعملة، وسعر الصرف الفعلي. وتخضع تغيرات أسعار الصرف بأنواعها لنظام يحدد قواعد تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف حيث إذا كان هذا النظام قائم على سعر صرف العملة الوطنية تجاه العملات الأخرى فهو نظام ثابت، وإذا كانت سعر صرف العملة الوطنية تجاه العملات الأخرى يتحدد وفقا لقواعد سوق الصرف فهو نظام معوم.

1- أنواع أسعار الصرف:

يمكن تصنيف أسعار الصرف إلى الأنواع التالية:

- **سعر الصرف الاسمي:** يعرف على أنه سعر عملة أجنبية بدلالة وحدات عملة محلية، ويدل سعر الصرف الاسمي على سعر العملة الجاري والذي لا يأخذ بعين الاعتبار قوتها الشرائية من سلع وخدمات ما بين البلدين، ويتم تحديد سعر الصرف الاسمي لعملة ما تبعا للطلب والعرض عليها في سوق الصرف في لحظة زمنية ما، ويتغير سعر الصرف الاسمي يوميا إما تدهورا أو تحسنا، وينقسم سعر الصرف الاسمي إلى سعر صرف رسمي وسعر صرف موازي وهو السعر المعمول به في الأسواق الموازية.¹

¹ صالح أويابة، عبد الرزاق خليل، أثر التغيرات في سعر الصرف على التضخم المحلي دراسة حالة الجزائر، دراسات ، العدد الاقتصادي، جامعة عمار ثلجي، الأغواط، الجزائر، المجلد 15، العدد 02، جوان 2018، ص: 164.

- **سعر الصرف الحقيقي:** يعبر عن الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، فهو بذلك يأخذ بعين الاعتبار مستوى الأسعار في البلدين، ويفيد أصحاب القرار من المتعاملين الاقتصاديين ويحسب وفق المعادلة:¹

$$E_t = E \cdot P^* / P$$

E: سعر الصرف الاسمي.

E_t : سعر الصرف الحقيقي.

P^* : سعر المنتج الأجنبي بالعملة الأجنبية.

P: سعر المنتج المحلي بالعملة الوطنية.

يقيس سعر الصرف الحقيقي القدرة التنافسية للمنتجات الوطنية، ويلاحظ وجود علاقة عكسية بين قدرة الدولة التنافسية ومستوى سعر الصرف الحقيقي للعملة المحلية، فكلما ارتفع سعر الصرف الحقيقي انخفضت عدد الوحدات من السلع المحلية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع الأجنبية، والعكس صحيح، فسعر الصرف الحقيقي ما هو إلا سعر الصرف الاسمي معدلا بمؤشرات الأسعار النسبية، وكلما كان سعر الصرف الحقيقي قريب من سعر الصرف الاسمي كلما كان التضخم منخفض.²

- **سعر الصرف الفعلي:** سعر الصرف الفعلي هو عدد الوحدات العملة المدفوعة فعلياً أو المقبوضة لقاء معاملة دولية قيمتها وحدة واحدة، مع العلم أنه لا يوجد سعر صرف فعلي واحد، وعموماً في الأدبيات الاقتصادية سعر صرف فعلي للصادرات وآخر للواردات.³

- **سعر الصرف الفعلي الحقيقي:** يعرف هذا السعر على أنه معدل صرف فعلي اسمي مرجح بالأسعار النسبية بين البلد المعني وأهم شركائه التجاريين. ومعدل الصرف الفعلي الاسمي هو تطور سعر صرف البلد موضع الاعتبار مقابل، ليس عملة أجنبية واحدة، وإنما عملات أهم الشركاء التجاريين لهذا البلد.⁴

- **أسعار الصرف المتقاطعة:** هي الأسعار التي تتم في الأسواق النقدية (الفوركس) من خلال تبادل العملات الأجنبية لبعضها. وقد تطورت مختلف التعاملات النقدية خلال الثلاث عقود الأخيرة وذلك نتيجة المخاطر والخسائر المترتبة على التعويم والتقلبات الكبيرة في أسعار صرف العملات. وقد اتخذت هذه التعاملات صيغاً أهمها

¹ عبد المجيد عبود، أثر تغيرات سعر الصرف على أرصدة ميزان المدفوعات الجزائري، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، المركز الجامعي ميلة، الجزائر، المجلد 1، العدد 04، أوت 2017، ص: (176-177).

² محمد لموتي، قياس أثر سعر الصرف على معدل التضخم في الجزائر (1970-2016)، مجلة الأبحاث الاقتصادية لجامعة البليدة 2، جامعة البليدة 2، الجزائر، المجلد 13، العدد 1، جوان 2018، ص: 316.

³ زهير سعدي، محمود جمام، سعر الصرف وتبادل القوة الشرائية دراسة حالة الجزائر، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، المجلد 4، العدد 02، ديسمبر 2017، ص: 331.

⁴ سمير أيت يحيى، علي لزعر، معدل الصرف الفعلي الحقيقي وتنافسية الاقتصاد الجزائري، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، المجلد 11، العدد 11، ديسمبر 2012، ص: 50.

صيغة التحويل الآني وصيغة التحويل الأجل، فشكلت فيما بعد أسواقا أطلق عليها الأسواق الآنية والأسواق الآجلة والمستقبلية.

كما أن التعاملات والتحويلات ترتبط بسعرين، سعر للبيع وسعر للشراء لكل عملة مع ما يقابلها من عملات أخرى وترتبط أسعار صرف العملات مع بعضها وفق مفهوم المثلث التوازني لشراء وبيع عملة مقابل أخرى والتي تنتهي بعائد للعملة الأصلية من أجل تحقيق أعلى الأرباح ووجود هذا المثلث غالبا ما يجعل بعض أسعار العملات تحقق فوائض مقابل الأخرى.¹

(2) - أنواع أنظمة الصرف:

يعرف نظام الصرف بأنه مجموعة القواعد المحددة لتدخل السلطات النقدية في سوق الصرف بغرض التأثير على سلوك سعر الصرف، ويضم أنظمة ثابتة ومرنة.²

- **أنظمة أسعار الصرف الثابتة:** يعود نظام أسعار الصرف الثابتة بأصوله إلى قاعدة الذهب حيث كان سعر التثبيت يحدد بمقدار الذهب، ومن ثمة ارتبط هذا النظام بعضوية البلد في كتلة أو منطقة نقدية فصار أساس لقياس العملة الرئيسية في هذه الكتلة. وعندما عقدت اتفاقية بريتون وودز ارتبط سعر صرف العملات بالدولار الأمريكي وبعد اختيار نظام بريتون وودز اعتمدت دولاً عديدة وفي فترات متباعدة نظام أسعار الصرف الثابتة بشكل منفرد. ويقوم هذا النظام على تبني قيمة ثابتة للعملة الوطنية تجاه العملات الأجنبية بالاعتماد على أساس أو مرجع نقدي أو معدني معين. يندرج تحت هذا النظام أنواع متعددة من النظم منها: نظم أسعار الصرف شديدة الثبات وأسعار الصرف مرهنة قابلة للتعديل.³

- **نظام سعر الصرف المرن:** حيث يترك لسعر الصرف حرية التغيير بشكل مستمر عبر الزمن وبما يتفق وقوى السوق، ويقتصر تدخل السلطات في التأثير على سرعة التغيير في سعر الصرف، وليس الحد من ذلك التغيير، وهناك أنماط عديدة لهذا النظام منها:⁴

- **التعويم الحر:** يتحدد سعر الصرف في هذا النمط وفق عوامل العرض والطلب، حيث أن التعويم الحر لا يحتاج إلى وجود احتياطات من النقد الأجنبي لدى السلطات المحلية، وأغلب البلدان لا تحبذ تطبيق نظام التعويم الحر بصورة مطلقة.

¹ عبد الرحمن علي الجيلاني، أنظمة أسعار الصرف وعلاقتها بالتعويم، مجلة التنظيم والعمل، جامعة معسكر، معسكر، الجزائر، المجلد 4، العدد 3، سبتمبر 2015، ص: 8.

² عبد المجيد عبود، مرجع سبق ذكره، ص: 177.

³ إسماعيل صاري، مراد تهمان، اختيار نظام الصرف بين الثبات والمرونة في ظل استدامة عجز الحساب الجاري (دراسة حالة الجزائر)، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، جامعة يحيى فارس المدينة، الجزائر، المجلد 7، العدد 07، أبريل 2017، ص: 230.

⁴ عمران بشرير، مراد تهمان، أثر أنظمة الصرف على النمو الاقتصادي في الدول العربية مع إشارة خاصة لحالة الجزائر، المجلة المغربية للاقتصاد والتسيير، جامعة معسكر، معسكر، الجزائر، المجلد 2، العدد 01، ماي 2015، ص: 8.

- **التعويم في إطار نطاق محدد:** في هذا النمط يسمح لسعر الصرف الاسمي بالتقلب والتحرك في حدود نطاق محدد إما مقابل عملة محددة أو سلة من العملات.

- **سعر الصرف الزاحف:** في هذا النوع يتم تعديل سعر الصرف بين فترة وأخرى على أساس ما يحدث من تغير في مؤشرات معينة كمعدلات التضخم أو وضع ميزان المدفوعات، أو حصول عجز في ميزان المدفوعات، حيث يتم تحديد حدود دنيا وحدود عليا لتضييق الفجوة بين سعر الصرف في السوق الرسمي والسوق الموازي، والبلدان التي تعاني من معدلات تضخم مرتفعة تحاول تطبيق هذا النمط. ويبين الجدول أدناه أنظمة الصرف ودرجة تدخل البنك المركزي فيها:

الجدول رقم (01): مميزات أنظمة الصرف ودرجة تدخل البنك المركزي فيها.

النظام	درجة تدخل البنك المركزي	مميزاته
التعويم الحر	-عدم تدخل البنك المركزي والحرية التامة لقوى السوق من الناحية النظرية .	-هناك استجابة مباشرة لسعر الصرف للضغوط في سوق الصرف. -يتحدد سعر الصرف بين البنوك وعملائها في سوق ما بين البنوك.
التعويم المدار	يقوم البنك المركزي بتحديد سعر الصرف، وتدخله يكون للحد من تقلبات سعر الصرف والتأثير على ميزان المدفوعات.	تتدخل في تحديد سعر الصرف عدة عوامل، نذكر منها: - سعر الصرف الفعلي الحقيقي، احتياطات الصرف، معدلات التضخم، ورصيد ميزان المدفوعات.
نظام الربط المقيد (سلة العملات والربط بعملة واحدة)	يحاول البلد تثبيت قيمة عملته بربطها بعملة واحدة رئيسية مثل الدولار واليورو أو سلة عملات تختار وفقا لمعايير معينة.	يتم تبني هذا النوع من الأنظمة من قبل البلدان التي لديها ضعف في الجهاز المصرفي. - يوفر معدلات تضخم منخفضة نسبيا، أسعار فائدة أقل في ظل تثبيت سعر الصرف.

المصدر: راضية رنان، دور بنك الجزائر في إدارة سياسة سعر الصرف في ظل التعويم المدار خلال الفترة (2000-2013)، مجلة الاقتصاد والإحصاء التطبيقي، المدرسة الوطنية للإحصاء والاقتصاد التطبيقي، الجزائر، المجلد 12، العدد 2، ديسمبر 2015، ص: 277، بنظر.

المطلب الثالث: نظريات سعر الصرف ونماذجه

أدى تعدد الأنظمة النقدية التي اتخذت مقاييس مختلفة يتم على أساسها اختيار القاعدة النقدية، واختلاف المؤشرات الاقتصادية والمالية المقدمة في تحديد قيمة العملة إلى تعدد النظريات المفسرة لسعر الصرف ونماذجه النقدية:

1- نظريات سعر الصرف:

تحاول العديد من النظريات الاقتصادية تفسير اختلاف أسعار الصرف بين الدول نذكر منها:

أ- **نظرية تعادل القوة الشرائية:** وفقا لهذه النظرية يتحدد سعر صرف أي عملة وفقا للقوة الشرائية لهذه العملة في السوق المحلية مقارنة بقوتها الشرائية الخارجية. أي أن العلاقة بين عملة دولة معينة وعملة دولة أخرى يتحدد وفقا للعلاقة بين مستويات الأسعار السائدة في كل من الدولتين. أي:¹

$$R = \frac{P_a}{P_b}$$

حيث:

R سعر الصرف.

P_a مستوى الأسعار المحلية مقوم بالعملة الوطنية.

P_b مستوى الأسعار العالمية بإحدى العملات القيادية.

وبما أن مستوى الأسعار يتم قياسه عن طريق استخدام فكرة الأرقام القياسية للأسعار يصبح سعر الصرف:²

$$R_1 = RP_{a0}/P_{b0}$$

حيث :

R₁ : سعر الصرف الجديد.

R : سعر الصرف.

P_{a0} : الرقم القياسي للتغير في الأسعار المحلية.

P_{b0} : الرقم القياسي للتغير في الأسعار العالمية.

ب- **نظرية تعادل القوة الشرائية المطلقة:** يمكن الحصول على الصيغة المطلقة لحساب تعادل القوة الشرائية، بافتراض أن السوق تامة وعدم وجود حواجز جمركية أمام حركات السلع، إضافة إلى انتقال المعلومات بين الأسواق بشكل تام وتجانس السلع فيها. وتبين هذه الصيغة أن سعر الصرف التوازني لعملتين مختلفتين يساوي العلاقة بين مستويات الأسعار حيث:

$$P_t = EP_i$$

¹ نور الدين بوالكور، مرجع سبق ذكره، ص: 598.

² نفس المرجع السابق، ص: 598.

و:

E سعر الصرف الذي يحدد العملة المحلية بالنسبة للعملة الأجنبية.

P_i و P_t مستوى الأسعار المحلية والأجنبية على التوالي.

لقد عرفت هذه الصيغة عدة صعوبات في تطبيقها عمليا وهذا لوجود اختلاف بين أسعار السلع في مختلف الأسواق وفي نفس الوقت يطرح التساؤل أي الأسعار تدخل في الحساب، وأي وزن يعطى لكل سلعة في النموذج، ويفسر بعض الاقتصاديين هذا الاختلاف بصعوبة تحويل السلع المتبادل بها دوليا وبدون تكلفة بين الأسواق غير متجانسة الأسعار، بالإضافة إلى صعوبة تحصيل المعلومات من حركة الأسعار في السوق والقيود على التجارة التي تزيد من تكلفة العملية.¹

ج- نظرية تعادل أسعار الفائدة: حسب هذه النظرية، يرجع معدل التدهور أو التحسن في عملة ما اتجاه عملة أخرى إلى التباين في معدلات الفائدة، فالرفع من سعر الخصم في دولة معينة من شأنه أن يدفع بسعر الفائدة إلى الزيادة وهو ما يؤدي إلى تنشيط حركة رؤوس الأموال نحو هذه الدولة قصد الاستثمار، بمعنى أن سعر الفائدة المطبق هو أعلى منه في الدول الأخرى فيزداد الطلب الأجنبي على العملة المحلية، ومنه ارتفاع سعر الصرف ويحدث العكس تماما عند انخفاض سعر الخصم. بعبارة أخرى نظرية تعادل معدلات الفائدة تشير إلى معدل تأخير الاستلام ومعدل تأجيل التسليم لعملة أجنبية يجب أن يعكس فروق معدلات الفائدة بين البلدين، بمعنى أن أسعار الصرف الآجلة للعملة الأجنبية تتغير وتعديل على أساس تعادل معدلات الفائدة، ويمكننا أن نعبر عن ذلك رياضيا كما يلي:²

$$\frac{X_{T0}}{X_{C0}} = \frac{1 + i_{D0}}{1 + i_{E0}}$$

حيث أن: X_{T0} سعر الصرف العاجل.

X_{C0} سعر الصرف الأجل.

i_{D0} سعر الفائدة المحلي الاسمي.

i_{E0} سعر الفائدة الأجنبي الاسمي.

إلا أن هذه النظرية واجهت العديد من الانتقادات التي تقلل من أهميتها، وهي:³

- إمكانية وجود حواجز على حركة انتقال رؤوس الأموال في حالة الرقابة على الصرف.

¹ إيمان نعمون، عبد الرزاق بن الزاوي، دراسة قياسية لانحراف سعر الصرف الحقيقي عن مستواه التوازني في الجزائر، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، المجلد 10، العدد 10، جوان 2012، ص ص: (85-86).

² عمار جعفري، إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013، ص ص: (31-32).

³ نفس المرجع السابق، ص: 32.

- أسعار الفائدة تشكل عاملا واحدا مهما ولكن هناك عوامل أخرى مؤثرة مثل عامل السيولة.
- وفي الأخير يمكن أن تحدث المضاربة أثارا تذبذبية.

2- نماذج سعر الصرف:

من أهم نماذج سعر الصرف:

أ- النموذج النقدي لسعر الصرف: يعتبر المدخل النقدي أن عرض النقود والطلب عليها من المحددات الرئيسية لسعر الصرف، كما أنه يؤكد على الدور الكبير الذي تلعبه السياسة النقدية في تحديد كل من سعر الصرف ومعدل التضخم في الأجلين الطويل والقصير، إلا أن ذلك لا يعني عدم تأثير المتغيرات الحقيقية على سعر الصرف بالنسبة للنماذج النقدية، إذ تمارس المتغيرات الحقيقية تأثيرها على سعر الصرف ولكن بطريقة غير مباشرة من خلال تأثيرها على الطلب على النقود، كذلك يبرز المنهج النقدي دور التوقعات في تحديد سعر الصرف مع الأخذ بعين الاعتبار الطبيعة النقدية لهذه التوقعات.¹

ب- النموذج النقدي للسعر المرن FLMA: يهدف النموذج النقدي للسعر المرن إلى تفسير كيفية تأثير التغيير في طلب وعرض النقود على سعر الصرف، ويقوم على الافتراضات التالية:²

- العالم يتكون من اقتصاديين محلي وأجنبي؛ العرض النقدي متغيرا خارجيا (يحدد من طرف البنك المركزي)؛ دالة الطلب على النقود مستقرة بالنسبة لمستوى الدخل الحقيقي، مستوى سعر الفائدة والأسعار؛ مرونة الطلب الداخلية على النقود موجبة؛ العلاقة بين الأرصدة النقدية الحقيقية وسعر الفائدة عكسية؛ تساوي مرونة الطلب الداخلية على النقود ومرونة بالنسبة لسعر الفائدة في كلتا الدولتين. وتم الوصول إلى المعادلة التالية:

$$E = (m - m^*) - \phi(y - y^*) + \lambda(r - r^*)$$

توضح المعادلة أن حدوث أي زيادة في المعروض النقدي تؤدي إلى انخفاض متناسب في قيمة العملة المحلية بالنسبة للعملة الأجنبية في المدى الطويل (ارتفاع سعر الصرف E). وتؤدي الزيادة في الناتج المحلي إلى تحسن قيمة العملة المحلية، وبالمثل فإن ارتفاع أسعار الفائدة المحلية يؤدي إلى خفض قيمة العملة المحلية.

يوضح النموذج بأن هذه المتغيرات تؤثر على سعر الصرف فقط من خلال تأثيرها على الطلب على النقود، إذ تؤدي الزيادة في الدخل الحقيقي المحلي إلى زيادة الطلب على الأرصدة النقدية المحلية، حيث يقوم المتعاملون بزيادة أرصدهم النقدية الحقيقية، في نفس الوقت فإنهم يخفضون من إنفاقهم، وبالتالي يحدث هنا انخفاض في الأسعار ليتم الوصول إلى توازن سوق النقود طبقا لنظرية PPP فإن انخفاض الأسعار يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية.

¹ عمار زيتوني، ناديا سحاب، المنهج النقدي وسعر الصرف، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة باتنة 1 الحاج الخضرم، باتنة، الجزائر، المجلد 07، العدد 04، ديسمبر 2017، ص: 327.

² ناديا سحاب، النقود وسعر الصرف، مجلة الباحث الاقتصادي، جامعة سكيكدة، سكيكدة، الجزائر، المجلد 5، العدد 08، ديسمبر 2017، ص: (176-177).

ج- النموذج النقدي للسعر الجامد: يعرض هذا النموذج ديناميكية لسعر الصرف لها كل خصائص التوازن في المدى الطويل للنموذج النقدي، بينما ينحرف في المدى القصير كل من سعر الصرف الاسمي (وكذلك سعر الصرف الحقيقي بفعل صلابه الأسعار) ومعدل الفائدة عن مستواهم للمدى الطويل. بصيغة أخرى، ينتج عن تغيير حاصل في مستوى العرض الاسمي للنقود، تغيير على مستوى العرض الحقيقي بسبب صلابه بعض الأسعار. مما يحدث أثارا حقيقية، خاصة على مستوى سعر الصرف. من خلال هذا، يقوم مفهوم التعديل الزائد على الفكرة التالية: تبتعد بعض المتغيرات عن مستواها التوازني للمدى الطويل من أجل تعويض بطء استجابة وتصحيح متغيرات أخرى خاصة أسعار السلع.¹

المطلب الرابع: الإطار النظري للعلاقة بين سوق الصرف وبورصة الأوراق المالية

تعتبر تقلبات سعر الصرف من أهم القضايا التي تواجه واضعي السياسات النقدية في الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء، وتعتمد التقلبات بشكل أساسي على نظام سعر الصرف من ناحية وأهم محددات سعر الصرف من ناحية أخرى. ويعد سعر الصرف من المؤشرات التي تؤثر على أداء البورصة، حيث أن استقراره يعبر عن سلامة وازدهار الاقتصاد، وهذا ما يشجع المستثمرين على توظيف أموالهم في أسواق الأوراق المالية فتتبعش الأسعار فيها وتحسن مؤشرات أدائها.

1- تشخيص أهمية تأثيرات تقلبات سعر الصرف في بورصة الأوراق المالية:

يؤدي سعر الصرف دورا كبيرا في التأثير على بورصة الأوراق المالية، حيث أن استقرار سعر الصرف يؤدي إلى الاستقرار الاقتصادي. ويتضمن الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الناشئة أصولا مقومة بعملة أجنبية تكون عرضة لمخاطر العملة الناتجة عن تغيرات أسعار الصرف، ويؤدي تغير أسعار الصرف إلى التأثير إيجابا أو سلبا على قيمة الأصول المالية المقومة بالعملة الأجنبية.

ويمارس سعر الصرف تأثيره على بورصة الأوراق المالية أيضا من خلال تأثيره على حركة تدفقات رؤوس الأموال، فاستقرار سعر الصرف يؤثر إيجابا على تدفق الاستثمارات الأجنبية لسوق الإصدار، والعكس في حالة تقلب سعر الصرف، بسبب تأثير سعر الصرف على هيكل التكاليف والأرباح، وهو ما ينعكس على الأرباح المحولة التي يستهدفها المستثمر الأجنبي.²

وتختلف درجة التأثير باختلاف سياسة سعر الصرف المتبعة ما بين التعويم الكامل والربط الكامل، وتجدد الإشارة إلى أن بعض الدول كانت تتبع نظاما لتعدد سعر الصرف، إلا أن هذا النظام يحدث كثيرا من الاختلالات

¹ سعيد صحراوي، محمد بن بوزيان، دراسة قياسية للنماذج النقدية لتحديد سعر الصرف في الجزائر، مجلة Cahier de MECAS، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، المجلد 7، العدد 1، ديسمبر 2011، ص: 114.

² محمود ثابت حسن علي، أثر السياسة النقدية على أسواق الأوراق المالية في ظل استهداف التضخم بالتطبيق على مصر، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة أسيوط، القاهرة، مصر، مارس 2014، ص: 123.

في القرارات الاستهلاكية والإنتاجية للمواطنين في الدول التي تطبقه بسبب ما ينتج عنه من اختلاف بين الأسعار النسبية للسلع في داخل الدولة وفي باقي دول العالم.¹

(2) - قنوات تأثير سعر الصرف على أسعار الأسهم:

ناقشت الأدبيات الاقتصادية العلاقة بين سوق الصرف وسوق الأوراق المالية من خلال القنوات التالية:²

أ- **قناة أسواق السلع:** تنتقل التقلبات من أسواق الصرف إلى أسواق الأوراق المالية من خلال هذه القناة، إذ أن التغيرات في أسعار الصرف تؤثر على تنافسية الشركات في الأسواق الدولية، مما يؤدي إلى التأثير على موجودات ومطلوبات الشركات، فعند ارتفاع سعر صرف العملة المحلية فإن قيمة الصادرات بالعملة المحلية سوف تنخفض وهذا سيقود إلى خسارة وانخفاض أسعار الأسهم. في المقابل، فإن ارتفاع سعر صرف العملة المحلية له تأثير إيجابي على البلد المستورد، إذ أن هذا الانخفاض سوف يؤدي إلى انخفاض تكاليف الاستيرادات وفي نفس الوقت فإن تنافسية الموردين سوف تزداد في السوق المحلية، وبالنتيجة فإن قيم أرباح الشركات الأجنبية سوف ترتفع، وهذا سوف يكون له أثر سلبي على الصناعات المحلية التصديرية وأثر إيجابي على الصناعات الأجنبية.

ب- **قناة المحفظة المالية:** وحسب هذه القناة فإن التقلبات تنتقل من بورصات الأوراق المالية إلى أسواق الصرف الأجنبي، والمفتاح الأساسي لهذه القناة هو معاملات حساب رأس المال، إذ أن ارتفاع الأسهم في سوق الأوراق المالية سوف يجذب تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل، وهذا يقود إلى زيادة الطلب على العملة المحلية وبالنتيجة سوف يرتفع سعر الصرف. كما أن انخفاض سعر صرف العملة المحلية يقود إلى انخفاض أسعار الأصول المالية وبضمنها أسعار الأسهم بالنسبة للمستثمرين الأجانب مما يؤدي إلى زيادة طلب المستثمرين الأجانب عليها وارتفاع أسعارها تلقائياً هذا من جهة، ويؤدي انخفاض أسعار صرف العملة المحلية إلى زيادة الطلب على الأصول المالية من قبل المستثمرين المحليين لغرض التخلص من أرصدهم النقدية من جهة أخرى.

يتسبب ارتفاع مؤشر بورصة الأوراق المالية بزيادة أرباح الشركات المدرجة، وهذا يعزز النمو الاقتصادي في البلد ويقود إلى زيادة الناتج والإنفاق، وحسب المنهج الكينزي لتوازن ميزان المدفوعات فإذا كان الإنفاق المحلي أكبر من الاستيعاب (الدخل) سوف يتم تغطية هذه الزيادة في الإنفاق من خلال زيادة الاستيرادات، وهذا سوف يقود إلى ظهور عجز في حساب الميزان التجاري وبدوره سوف يؤدي إلى انخفاض سعر صرف العملة المحلية، أما إذا كان الإنفاق المحلي أقل من الاستيعاب (الدخل)، فإن ذلك يقود إلى حصول فائض في الميزان التجاري والذي يعمل على زيادة سعر صرف العملة المحلية.

¹ هالة حلمي السعيد، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية، سلسلة رسائل البنك الصناعي، بنك الكويت الصناعي، العدد 62، سبتمبر 2000، ص: 18.

² أحمد حسين بتال، العلاقة بين تقلبات سوق الصرف وسوق الأوراق المالية في العراق (دراسة قياسية)، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار، جمهورية العراق، المجلد 7، العدد 14، 2015، ص: 3.

3- آلية تأثير سعر الصرف على بورصة الأوراق المالية:

يؤدي التغير في سعر صرف العملة الوطنية إلى تغير في القوى الشرائية للعملة الوطنية في الخارج والعملات الأجنبية في الداخل، مما يعني حدوث تغير في أسعار السلع الوطنية في الخارج وأسعار السلع الأجنبية في الداخل، ومن ثمة حدوث تغير في الطلب على السلع الوطنية في الخارج والسلع الأجنبية في الداخل، وتتأثر بذلك أرباح شركات المساهمة المقيدة في بورصة الأوراق المالية نتيجة للتغير في الطلب على السلع الوطنية في الخارج، والسلع الأجنبية في الداخل. وتتأثر الاستثمارات في بورصة الأوراق المالية بالتغيرات في سعر صرف العملة الوطنية اتجاه العملات الأخرى كما يلي:¹

أ- إن تخفيض سعر صرف العملة الوطنية اتجاه العملات الأخرى يؤدي إلى زيادة الاستثمارات في الأسهم، لأن تخفيض سعر الصرف يؤدي إلى زيادة الطلب على منتجات الشركات الوطنية، ومن ثمة زيادة أرباحها المتوقعة، مما يؤدي إلى زيادة العائد المتوقع من الاستثمار في الأسهم، فيزداد الطلب المحلي على شراء الأسهم، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها السوقية.

ب- إن رفع سعر صرف العملة الوطنية تجاه العملات الأخرى يؤدي إلى انخفاض الاستثمار في الأسهم، نظراً لأن رفع سعر الصرف يؤدي إلى انخفاض الطلب الخارجي على منتجات الشركات الوطنية، ومن ثم انخفاض أرباحها المتوقعة، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها السوقية.

ولا تحدث هذه الآثار على بورصة الأوراق المالية إلا بتوافر عدد من الشروط من أهمها: مرونة الجهاز الإنتاجي، مرونة الطلب على الواردات، مرونة الطلب الخارجي على الصادرات، مرونة عرض الصادرات المحلية، وضرورة توافر جهاز مصرفي ذو كفاءة عالية.

¹ أشرف محمد السيد سيد أحمد، قياس تأثير سياسة تحرير سعر الفائدة على نشاط سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة الزقازيق، القاهرة، مصر، أكتوبر 2000، ص ص: (74-75).

المطلب الخامس: الإطار التطبيقي للعلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم

تعتبر الدراسات السابقة للعلاقة الموجودة بين سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الأسهم ركيزة أساسية لأي دراسة تطبيقية إذ تبين التطور التاريخي لها وأهم العوامل المؤثرة فيه. ويختلف النموذج المحدد لهذه العلاقة حسب تطور بيانات سعر الصرف وأسعار الأسهم خلال فترة الدراسة. وتعد قيمة معامل الارتباط بين هاتين المتغيرتين مهما في تحديد طبيعة العلاقة الرياضية بينهما.

1- أهم الدراسات التي تناولت تأثير تقلبات سعر الصرف على أسعار الأسهم:

تناولت دراسات عديدة تأثير تقلبات سعر الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم نذكر منها:

أ- دراسة محفوظ جبار (2016): بينت هذه الدراسة أن تأثير تقلبات أسعار صرف العملات الرئيسية (الدولار واليورو) على الأسواق المالية للدول المتقدمة أعلى بكثير من تأثير العملات العربية على الأسواق المالية العربية، وإن كانت متوسطة على العموم، بسبب الاستقرار النسبي للعملتين العالميتين أيضا خلال فترة الدراسة. إذ جاء معامل ارتباط بورصة نيويورك بالدولار مساويا لـ 0,50، ومعامل ارتباط ستاندرد بورز يساوي 0,46، وبورصة طوكيو 0,58، وبورصة لندن 0,66. كما لوحظ أن هناك ارتباطا قويا بين الدولار واليورو وبورصتي فرانكفورت وباريس (0,89 و 0,83 على التوالي). وهذا راجع بطبيعة الحال إلى أن الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية الغربية مقيمة بتلك العملات الرئيسية وإلى التشابك بين الأنظمة المالية لتلك الدول.¹

ب- دراسة علي جيران علي (2010): توصلت هذه الدراسة إلى أن تحركات أسعار صرف العملات تكون نظريا إيجابية وتمثل تحوط طبيعي للاستثمار بالأسهم إذا ارتبطت بعلاقات سالبة معها وسلبية إذا كانت العلاقة موجبة. وفي الجانب التطبيقي، اتسمت العلاقة بين سعر صرف الدينار العراقي وتحركات أسعار الأسهم بالضعف، وكانت إيجابية (ارتباط سالب) في 17 مشاهدة وسلبية (ارتباط إيجابي) في المشاهدات المتبقية. كما قدم المتغير المستقل في هذه الدراسة والممثل في مؤشر أسعار الصرف قدرة تفسيرية ضعيفة لتحركات أسعار الأسهم، وبالنظر لكونه أدنى من الحد المقبول إحصائيا (50% في حالة المؤشر الواحد)، يستنتج أن أسعار الأسهم وبالتالي عوائدها لا تستجيب لسعر صرف العملة المحلية (الدينار العراقي) في الفترة المبحوثة.²

ج- دراسة عامر عمران كاظم المعموري وسليم رشيد عبود الزبيدي (2014): اتضح من خلال هذه الدراسة أن هناك علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية تنجّه من سعر الصرف إلى المؤشر العام لأسعار الأسهم من جهة، ومن المؤشر العام لأسعار الأسهم إلى سعر الصرف من جهة أخرى، وهذا يعكس أن التغيرات في سعر الصرف تسبب التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الأسهم، وأن التغيرات في المؤشر العام لأسعار الأسهم تسبب التغيرات الحاصلة في أسعار الصرف،

¹ محفوظ جبار، أثر تقلبات أسعار الصرف على الأسواق المالية (دراسة إحصائية لبعض الأسواق المتقدمة والنامية خلال السداسي الأول من سنة 2015)، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، المجلد 16، العدد 16، 2016، ص: 29.

² علي جيران عبد علي الخفاجي، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

وهذا ينسجم مع الجانب التحليلي للدراسة والمؤكد على أسبقية التحرك في المؤشر العام لأسعار الأسهم مقارنة بالتغير بتقلبات أسعار الصرف للدراسة والمؤكد على أسبقية التحرك في المؤشر العام لأسعار الأسهم مقارنة بالتغير بتقلبات أسعار الصرف، وبالتالي اعتبار إمكانية مؤشر سوق الأسهم كمؤشر عام حول اتجاه النشاط الاقتصادي المستقبلي.¹

(2) - أهم النماذج المحددة للعلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم:

من أهم النماذج المحددة للعلاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الأسهم هي:

(أ) - نموذج الانحدار الخطي البسيط: قدم هذا النموذج في عام 1984 من قبل الباحثان أدلر ودوميس **Adler and Domus** لقياس التعرض لمخاطر أسعار الصرف، باعتبار أن معدل العائد على السهم في السوق هو المتغير المعتمد، ومعدل التغير في أسعار العملة هو المتغير المستقل، ويفترض النموذج وجود علاقة خطية بين معدل التغير في سعر الصرف ومعدل التغير في عائد السهم وفق الصيغة الآتية:²

$$R_{it} = \alpha + \beta \Delta \delta + e$$

R_{it} معدل العائد على السهم العادي.

α معامل ألفا وتعبر عن حد القطع.

β حساسية عائد السهم للتغير في سعر الصرف.

$\Delta \delta$ معدل التغير في سعر الصرف.

e الخطأ العشوائي.

(ب) - نموذج جوريون **gorion**: تم تطوير نموذج الانحدار الخطي البسيط من قبل جوريون **gorion**، وذلك عام 1990 بإضافة متغير آخر إلى النموذج يتمثل في عائد محفظة السوق، الذي يحسن في قياس التعرض لمخاطر أسعار الصرف وفق الصيغة التالية:³

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 \delta E + \beta_2 R_m + e$$

R_{it} معدل العائد على السهم العادي.

α معامل ألفا وتعبر عن حد القطع.

β_1 حساسية عائد السهم للتغير في سعر الصرف.

δE معدل التغير في أسعار الصرف.

¹ عامر عمران كاظم العموري، سليم رشيد عبود الزبيدي، أثر تقلبات أسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2005-2011)، مجلة الإدارة والاقتصاد، المجلد الثالث، العدد الثاني عشر، 2014، ص: 153.

² شهاب الدين حمد النعيمي، تحليل تأثير مخاطر أسعار الصرف على القيمة السوقية للأسهم العادية (دراسة تطبيقية على عينة من المصارف المتفرعة محليا وخارجيا- الأردن نموذجاً)، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، جامعة كربلاء، العراق، المجلد 04، العدد 22، 2008، ص: (164-165).

³ نفس المرجع السابق، ص: 165.

β_2 حساسية عائد السهم للتغير في معدل عائد محفظة السوق.

R_m معدل عائد محفظة السوق.

e الخطأ العشوائي.

(3) - التفسير الرياضي للعلاقة بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم:

تسعر كل العملات الأجنبية في سوق الصرف مقابل الدولار الأمريكي ولأن التقلبات في قيمة العملة هي التي تنتج مخاطرة سعر الصرف فإن هذه التقلبات تحسب باستخدام الانحراف المعياري أو التباين في قيمة تلك العملة، غير أنه من الجدير بالإشارة أن تحركات قيمة أي عملة لا تحمل تأثيراً سلبياً بالمطلق على أسعار الأسهم وبالتالي عوائدها، ذلك أن بعض هذه التحركات تكون مفضلة وتعتبر بمثابة تحويط طبيعي لمخاطرة العملة من وجهة نظر حملة الأسهم، وذلك يعتمد بدرجة كبيرة على قيمة معامل الارتباط بين تحركات سعر الصرف وتقلبات أسعار الأسهم التي تتراوح من القيمة الموجبة (1,0) التي تشير إلى ارتباط موجب تام بين المتغيرين والقيمة السالبة (-1,0) التي تدل على علاقة عكسية بينهما وعلى وفق ما يلي:¹

أ- في حالة عدم وجود ارتباط بين عوائد الأسهم وتحركات سعر الصرف فإن هذا يعني عدم وجود ردود فعل نظامية بين المتغيرين وبالتالي فإن مخاطرة العملة ستكون مساوية للصفر.

ب- يشير الارتباط السالب إلى أن سعر السهم المحلي سيستفيد من انخفاض سعر صرف العملة المحلية، أي أن انخفاض سعر الصرف للعملة سيقابله ارتفاع في قيمة السهم والعكس صحيح، ما يعني أن التحركات المختلفة بين أسعار الأسهم وقيمة العملة تعوض بعضها بعضاً.

ج- يعني الارتباط الموجب أن سعر السهم سوف ينخفض كرد فعل للانخفاض في قيمة العملة المحلية، وفي هذه الحالة فإن مخاطرة حامل السهم ستترب من الانخفاض في قيمة العملة المحلية، وفي هذه الحالة فإن مخاطرة حامل السهم ستترب من الانخفاض في قيمة العملة والانخفاض في العائد الرأسمالي معاً.

في ضوء العلاقات أعلاه يحسب الانحراف المعياري لعائد الدولار الكلي (المتكون من جزأي المخاطرة) على وفق المعادلة أدناه:²

$$\sigma_s = \left[\sigma_f^2 + \sigma_g^2 + 2\sigma_f\sigma_g P_{fg} \right]^{\frac{1}{2}}$$

σ_s : الانحراف المعياري لعائد الدولار الكلي.

σ_f^2 : التباين لعائد العملة الأجنبية.

¹ علي جبران عبد علي الخفاجي، قياس استجابة أسعار الأسهم لتحركات سعر الصرف، مقال منشور على الرابط التالي: <http://qu.edu.iq/repository/wp-content/uploads/2016/11/35-8.pdf>، تاريخ الاطلاع: 2018/11/12، التوقيت: 12:20، ص:9.

² نفس المرجع السابق، ص:9.

σ_g^2 : تباين التغيير في سعر الصرف.

P_{fg} : الارتباط بين تقلبات العملة وتقلبات سعر السهم.

يؤدي تخفيض سعر صرف العملة الوطنية اتجاه العملات الأخرى إلى زيادة الاستثمارات في الأسهم من خلال زيادة الطلب على منتجات الشركات الوطنية وارتفاع أرباحها المتوقعة، وهذا ما يسبب زيادة العائد المتوقع من الاستثمار في الأسهم، فيزداد الطلب المحلي على شراء الأسهم وترتفع أسعارها السوقية. وتتحدد هذه العلاقة النظرية في الجانب التطبيقي حسب إشارة معامل الارتباط فيما بين أسعار الأسهم وسعر الصرف فإذا كان معامل الارتباط معدوما فهذا يدل على أنه لا توجد علاقة فيما بينهما، أما إذا كان معامل الارتباط موجبا فهذا يعني أن سعر السهم سوف ينخفض إثر انخفاض قيمة العملة المحلية والعكس صحيح. ويمكن تشخيص هذه الوضعيات باستخدام نموذج الانحدار الخطي الذي يعتبر أن أسعار الأسهم هي المتغير التابع بينما سعر الصرف هو المتغير المستقل، أو نموذج jorion الذي يأخذ بعين الاعتبار حساسية عوائد الأسهم لتغيرات أسعار الصرف.

خلاصة الفصل الثاني:

يتمثل المظهر العام لظاهرة التضخم في ارتفاع غالبية أسعار السلع والخدمات، وهو ما يؤدي إلى زيادة أرباح الشركات المنتجة لها، وبالتالي ارتفاع القيم الحقيقية لأسهمها، لكن هناك من يرى أن التضخم يولد حالة من عدم اليقين تؤثر على توقعات المستثمرين، وتجعلهم يحجمون عن الاستثمار في الأسهم ويتوجهون نحو الاستثمار في السندات ذات العائد الثابت والمضمون، وهو ما يؤثر سلباً على الطلب على الأسهم وأسعارها. وهذا ما أكدته دراسة فلدستاين التي مفادها ضرورة الأخذ بعين الاعتبار معدل التضخم العالي والمستمر وتأثير زيادته المتوقعة في المستقبل، فمن شأن هذا الأخير في حال استمرار تدهور معدلات النمو الاقتصادي تخفيض توقعات المستثمرين بشأن ربحية الأسهم وأسعارها الحقيقية وفقاً لنموذج خصم التدفقات النقدية.

ويرى نموذج المحفظة الذي وضعه فريدمان أن للعرض النقدي قدرة تفسيرية وتنبؤية لأسعار الأسهم باعتبار أن النقود هي أصل بديل ومنافس للأسهم والسندات، فهذا النموذج يفترض أن استجابة المستثمرين لتغير العروض النقدي تكون بفترة إبطاء وهذا يعني إمكانية التنبؤ بأسعار الأسهم، وعليه يمكن الجزم بأن هناك علاقة عكسية فيما بين العرض النقدي وأسعار الأسهم. في حين يرى الاقتصاديان روزف (1974) وروبر (1974) أن العرض النقدي ليس له قدرة تنبؤية بأسعار الأسهم، وإنما هناك تأثير في الاتجاه العكسي بمعنى أن أسعار وعوائد الأسهم هي التي تؤدي إلى تغير العروض النقدي.

أما التأثير المباشر لرفع معدل الفائدة هو ارتفاع تكلفة الاقتراض على البنوك من قبل البنك المركزي. ويفرض هذا التأثير المباشر بدوره على البنوك التجارية رفع معدلات الفائدة المدينة، أي معدلات الفوائد على القروض التي تمنحها للشركات، وهذا ما يؤدي بدوره إلى ارتفاع أعباء هذه الأخيرة وتقليص استثماراتها التوسعية، بالتالي تدي أرباحها وانخفاض أسعار أسهمها، ونفس الأثر يحدث لما ترتفع معدلات الفائدة الدائنة، أي سعر الفائدة الذي يدفعه البنك للمودعين لقاء إيداعهم الأموال لديه، حيث ترتفع تكلفة الفرصة البديلة والخالية من المخاطر و ينخفض الطلب على الاستثمار في الأسهم.

ويؤدي تخفيض سعر صرف العملة الوطنية اتجاه العملات الأخرى إلى زيادة الطلب على منتجات الشركات الوطنية وارتفاع أرباحها المتوقعة، وهذا ما يسبب زيادة العائد المتوقع من الاستثمار في الأسهم، فيزداد الطلب المحلي على شراء الأسهم وترتفع أسعارها السوقية. ويتوقف ظهور هذه العلاقة النظرية حسب طبيعة البيئة الاقتصادية للبلد المعني ودرجة تطور قطاعه المالي. ويمكن الاستعانة بمعامل الارتباط فيما بين سعر الصرف والأسهم لتشخيص طبيعة العلاقة الموجودة فيما بينهما، فإذا كان معامل الارتباط معدوماً فهذا يدل على أنه لا توجد علاقة فيما بينهما. أما إذا كان معامل الارتباط موجباً فهذا يعني أن سعر السهم سوف ينخفض إثر انخفاض قيمة العملة المحلية والعكس صحيح.

الفصل الثالث:

البيئة الاقتصادية لبورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء المغربية.

تمهيد الفصل الثالث:

شهدت السنوات الأخيرة اهتماما متزايدا بموضوع إنشاء الأسواق المالية وتطويرها في الدول العربية، وقد جاء هذا الاهتمام انطلاقا من إيمان راسخ لدى رجال المال والسياسة بأن مثل هذه الأسواق سوف تساعد على زيادة النمو الاقتصادي وتقليل الاعتماد على التمويل الخارجي باعتبارها أحد أهم القنوات الرئيسية في حشد الموارد المالية. وسلكت دول المغرب العربي نفس الاتجاه لمواكبة التطورات الاقتصادية العالمية، باستثناء دولة موريتانيا التي لازالت لم تتوفر على سوق خاصة بالأوراق المالية.

ففي المغرب، قامت السلطات منذ 21 ديسمبر 1993 بسلسلة من الإصلاحات القانونية والمؤسسية والتقنية في المجال المالي، الشيء الذي ساهم بشكل فعال في تطويره وتحريك عجلة الاقتصاد، حيث تم ذلك بالموازاة مع الانفتاح على الخارج من أجل مواكبة التطورات العالمية في إطار العولمة الاقتصادية والمالية. وتميز هذا الإصلاح الذي انتهجه المغرب منذ سنة 1993 بديناميكية ومرونة كبيرة جدا، حيث كانت له عدة محطات تعديلية تم بموجبها تعديله منذ سنة 1997.

أما بورصة الجزائر فتعتبر حديثة النشأة، حيث تم تأسيسها سنة 1988 بموجب نصوص تشريعية استندت على عدد مهم من المعايير الدولية. وفي إطار تحريك نشاطها قامت السلطات بتعديل النصوص القانونية المؤسسة لها عدة مرات أهمها كان في 23 ماي 1993 بموجب المرسوم التشريعي 93-10، كما تم أيضا إصدار قانون الخصخصة في 26 أوت 1995 بموجب القانون رقم 95-22 المعدل في مارس 1997، وتقديم إعفاءات ضريبية بموجب قانون المالية لسنة 2019 منها الإعفاء المتعلق بالرسم على الدخل الإجمالي والضريبة على القيمة المضافة لصالح المؤسسات الاقتصادية والمساهمين.

يرتكز الاقتصاد الجزائري على صادرات النفط التي تعد المحرك الأساسي للنمو الاقتصادي، والمتحكم بحركة المتغيرات الاقتصادية الكلية حيث تبلغ مساهمته في تكوين الناتج الداخلي الخام نسبة 68 بالمائة، كما يمثل نسبة 96 بالمائة من مداخيل الجزائر من العملة الصعبة، ولا تزال الإيرادات من الجباية البترولية تحتل مكانة هامة في الميزانية العامة للجزائر تصل نسبتها 36 بالمائة ما ساعدها في التوسع في الإنفاق الحكومي والذي ساهم بدوره في تمويل برامج التنمية الاقتصادية. في حين يعرف أداء الاقتصاد المغربي تحسنا مستمرا ليتصدر قائمة دول المغرب العربي على مستوى أرصدة الدخل الخارجي المضمون من قبل الحكومة بأكثر من 30 مليار دولار، ويتصدر أيضا قائمة صافي التدفقات الوافدة في الاستثمار الأجنبي بقيمة 2,3 مليار دولار، ويحقق أدنى نسبة بطالة في المغرب العربي بنسبة 9,98 بالمائة، ويحتل المرتبة الثانية بعد الجزائر في قائمة صادرات السلع على مستوى دول المغرب العربي.

وعلى هذا الأساس، يعرض هذا الفصل دراسة مقارنة بين البيئة الاقتصادية لبورصة الجزائر ونظيرتها في المغرب، ليبين في خاتمه أهم نقاط الاختلاف بين البورصتين الجزائرية والمغربية وبيئتهما الاقتصادية والمالية وفقا للمباحث التالية:

المبحث الأول: واقع بورصة الدار البيضاء المغربية وتطوراتها

المبحث الثاني: البيئة الاقتصادية لبورصة الدار البيضاء المغربية

المبحث الثالث: واقع بورصة الجزائر وأفاقها

المبحث الرابع: البيئة الاقتصادية لبورصة الجزائر

المبحث الأول: واقع بورصة الدار البيضاء المغربية

يمكن تعريف بورصة الدار البيضاء المغربية على أنها شركة تتوفر على إدارة عامة ومجلس إداري، وهي خاضعة لوصاية وزارة الاقتصاد والمالية، وتزاول نشاطها وفقا لأطر و قواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة حيث تكمن مهمة بورصة الدار البيضاء فيما يلي:¹

- مراقبة ورصد حصة التداول.
- إصدار ونشر معلومات السوق.
- مساعدة الجهات المصدرة عند تداول قيمهم المنقولة وتنفيذ عملياتهم المالية.
- التدخل عند إتمام الصفقات المبرمة بين مختلف الأطراف.
- ضمان حركة الأوراق المالية في حال عجز أحد الوسطاء.

منذ إنشائها سنة 1929، مرت بورصة الدار البيضاء بعدة مراحل بدأت بإنشاء مكتب التصفية بالقيم المنقولة، حيث تتم عمليات التداول عن طريق المقاصة الحرة بين البنوك لأسهم الشركات المغربية. وفي المرحلة الثانية تغير اسم مكتب المقاصة ليصبح مكتب تسعيرة القيم المنقولة. أما المرحلة الثالثة فتبدأ من سنة 1967، حيث صدر المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وتنظيم السوق الأولية، وقانون الشركات الصادر في عام 1992.²

المطلب الأول: أطر تأسيس بورصة الدار البيضاء المغربية

وضعت بورصة الدار البيضاء المغربية في إطار مزاولة نشاطها وتطبيقا للمهام التي أسندت إليها رؤية واضحة وطموحة لأهدافها، تركز على مواكبة التطورات الاقتصادية الحاصلة في المجال المالي، والمساهمة بشكل أكثر فعالية في تمويل الاقتصاد المغربي بتسهيل التواصل بين المستثمرين والمدخرين، وتلبية حاجات الفاعلين في السوق واحتلال الصدارة بين أسواق الأوراق المالية في إفريقيا.

1- الإطار التنظيمي والتقني لبورصة الدار البيضاء المغربية:

عرفت بورصة الدار البيضاء المغربية في سنة 1993 هيكلة كبرى، تهدف لزيادة المساهمة في تنشيط الاقتصاد الوطني، وقد كان للتحويلات التي عرفها المغرب في هذه الفترة أثر حاسم في التعجيل بإصلاح بورصة الدار البيضاء المغربية لمواكبة المستجدات الناتجة على الخصوص عن إعادة هيكلة القطاع العمومي والشروع في تنفيذ برنامج الخصخصة، حيث تم إصدار ثلاث قوانين لتنظيم بورصة الدار البيضاء المغربية وهي:

¹ نسرين بوتة، الأسواق المالية ودورها في تنشيط استراتيجية الخصخصة "دراسة لواقع التجربة المغربية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، ص: 178.

² رشيد بوكساني، الإصلاحات الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 1999-2003 مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، القليعة، تيبازة، المجلد 1، العدد 02، 2007، ص: 50.

- ظهير شريف معتبر بمثابة قانون رقم 1.93.211 الصادر في 4 ربيع الثاني 1414 (21 سبتمبر 1993) يتعلق ببورصة القيم المنقولة.
- ظهير شريف معتبر بمثابة قانون رقم 2.93.121 الصادر في ربيع الثاني 1414 (21 سبتمبر 1993) يتعلق بمجلس القيم المنقولة، وبالمعلومات المطلوبة من الأشخاص المعنوية التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها وسنداتها.
- وشهدت بورصة الدار البيضاء بعد صدور هذه القوانين المنظمة للسوق المالية مجموعة من التطورات مست الإطّار التنظيمي والتقني وذلك عبر العديد من الإجراءات، نذكر منها¹ :
 - جويلية 1994: إنشاء مجلس القيم المنقولة .
 - أكتوبر 1994 : الترخيص لإثني عشر شركة من شركات البورصة للعمل كوسطاء بالبورصة .
 - فبراير 1995 : إنشاء الجمعية المهنية لشركات البورصة .
 - أوت 1997 : إنشاء شركة بورصة القيم الدار البيضاء (SBVS) .
 - جانفي 1997 : إصدار القانون 34.96 المغير والمتمم للقانون رقم 1-93-211 الصادر في 4 ربيع الثاني 1414 (21 سبتمبر 1993) المتعلق ببورصة القيم، وكذلك القانون رقم 35.96 المتعلق بإحداث وديع مركزي وتأسيس نظام عام لقيود بعض القيم في الحساب.
 - مارس 1997 : انطلاق نظام التسعير الالكتروني بالنسبة للقيم التالية: " مجموعة أوننا"، " البنك المغربي للتجارة الخارجية"، "شركة سامير" و"بنك الوفاء".
 - جوان 1998 : تعميم التسعير الالكتروني على جميع قيم قسم الأسهم .
 - أكتوبر 1998 : الانطلاق الفعلي "الماروكليبر Maroclear" وإعادة تنظيم طرق التسوية.
 - نوفمبر 1998: إحداث سوق مركزي وسوق للكامل لكي يحل محل السوق الرسمية وسوق التفويت المباشر.
 - سبتمبر 2000: إصدار القانون رقم 29.00 المعدل والمتمم للظهير الشريف المعتبر بمثابة قانون رقم 1.93.211 الصادر 21 سبتمبر 1993 المتعلق ببورصة القيم، والذي نص على إحداث قسم ثالث ببورصة القيم وفتح القسم الأول لامتيازات تدبير المرافق العمومية.
 - ديسمبر 2000: تبنى بورصة القيم لبنية شركة مساهمة ذات مجلس إدارة جماعية ومجلس رقابة طبقا للقانون رقم 17.95 المتعلق بشركات المساهمة وللنظام الأساسي لبورصة الدار البيضاء ولدفتر التحملات. وتم تغيير تسمية الشركة المسيرة من " شركة بورصة القيم الدار البيضاء" إلى "بورصة الدار البيضاء" .

¹ الخاميس فاضلي، شركات البورصة والشركة المسيرة للدار البيضاء، مقال منشور في موقع العلوم القانونية التابع لمركز إدريس الفاخوري للدراسات والأبحاث في العلوم القانونية، وحدة، المغرب، <http://www.marocdroit.com>، تاريخ الاطلاع: 2017/11/5، التوقيت: 8:27 سا.

- مارس 2002: إحداه مؤشرين جديدين لبورصة الدار البيضاء وهما مؤشر مازي ومادكس ، مؤشر مادكس (Moroccan Most Active Shares Index) madex يعبر عن الرسملة في السوق ويضم القيم المنقولة الأكثر نشاطاً، ومؤشر مازي (Moroccan All Shares Index) Masi يشير إلى المؤشر العام للرسملة، ويعبر عن القيمة السوقية للرأسمال العائم لجميع القيم المتداولة في البورصة .
- أبريل 2004 : إصدار مجموعة من القوانين، والتي غيرت وتمت على التوالي الظهائر الشريفة الصادرة في 21 سبتمبر 1993 المنظمة للسوق المالية، وكذا القانون المتعلق بالوديع المركزي وتأسيس نظام عام لقيود بعض القيم في الحساب، وإصدار قوانين متعلقة بالعروض العمومية في البورصة.
- مارس 2006: أصدر المشرع القانون رقم 41.05 المتعلق ببيئات توظيف الأموال لخدمة تمويل المقاولات الصغرى والمتوسطة.
- أبريل 2007: صدور القانون رقم 44.06 القاضي بتغيير وتتميم الظهير الشريف المعتر بمثابة قانون رقم 121.93.2 الصادر في 4 ربيع الثاني 1414 (21 سبتمبر 1993)، والمتعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات المطلوبة من الأشخاص المعنوية التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها وسنداتها.
- أبريل 2008 : قرار لوزير الاقتصاد والمالية بالمصادقة على النظام العام لمجلس القيم المنقولة.
- (2)- تشخيص درجة تطور بورصة الدار البيضاء المغربية:**

تعد بورصة الدار البيضاء أحد أوجه التقدم الاقتصادي للمغرب الحديث، وقد استفادت من ثورة الانترنت حيث أصبحت جل التعاملات تتم انطلاقاً من موقعها الإلكتروني <http://www.casablanca-bourse.com>. ولم يعد المتعاملون مجبرين على اللجوء إلى مقر البورصة نظراً لاستفادتهم من جميع التسهيلات والإمكانيات الممكنة لاقتناء وبيع الأسهم والسندات. وفيما يلي أهم التطورات التنظيمية التي عرفتها بورصة الدار البيضاء المغربية خلال سنتي 2016 و 2017.

(1-2)- أهم التطورات التنظيمية لبورصة الدار البيضاء المغربية خلال سنة 2016:

يمكن حصر أهم التطورات التي مست الجانب التنظيمي لبورصة الدار البيضاء المغربية خلال سنة 2016 في النقاط التالية:¹

(أ)- قانون البورصة: اعتماد ظهير شريف رقم 1.16.151 بتنفيذ مشروع القانون رقم 19.14 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة ومستشاري الاستثمار المالي الصادر في 25 أوت 2016 من طرف مجلس المستشارين.

- تعديل الفصول 1، 2، 3، 4، 5، 6 و 7 من المادة III بالنظام العام لبورصة القيم، وذلك في إطار إنشاء النظام المعلوماتي "ميليونيوم".

¹ التقرير السنوي 2016، بورصة الدار البيضاء المغربية، المغرب، 2016، ص:16.

(ب) - قانون بورصة العقود الآجلة: صدور ظهير شريف رقم 1.14.96 بتاريخ 20 ماي 2019 بتنفيذ القانون رقم 42.12 المتعلق بالسوق الآجلة للأدوات المالية.

(ج) - قانون هيئات التوظيف الجماعي العقاري: اعتماد مشروع القانون رقم 70.14 المؤطر لهيئات التوظيف الجماعي العقاري من طرف أعضاء المجلس الحكومي الصادر بتاريخ 23 جوان 2014.

(2-2) - الإحاطة بالجوانب التنظيمية الجديدة لبورصة الدار البيضاء المغربية خلال سنة 2017: تخضع بورصة الدار البيضاء لأطر تنظيمية جديدة، وهي:¹

(أ) - قانون البورصة: صدور النسخة الفرنسية من القانون 14-19 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة ومستشاري الاستثمار المالي بالجريدة الرسمية شهر مارس 2017. وتجدر الإشارة إلى أنه تمت المصادقة على هذا القانون سنة 2016، وصدرت نسخته العربية بالجريدة الرسمية بتاريخ 19 سبتمبر 2016.

(ب) - قانون هيئات التوظيف الجماعي العقاري: صدور النسخة الفرنسية من القانون رقم 14-70 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي العقاري بالجريدة الرسمية شهر مارس 2017.

(ج) - لجنة سوق الرساميل: صدور مرسوم وزير الاقتصاد والمالية رقم 1705-17، المؤرخ في 19 أكتوبر 2017 والمحدد لتركيبه واشتغال لجنة سوق الرساميل بالجريدة الرسمية.

(2-3) - افتتاح بورصة الدار البيضاء على الأسواق الدولية:

تم إبرام اتفاقيتي شراكة مع بورصة مسقط وبورصة اسطنبول في سنة 2012 بهدف تبادل الخبرات في مجال التكوين والإعلام بين السوقين. فضلا عن ذلك، استقبلت بورصة الدار البيضاء المغربية وفدا لممثلي المتعاملين الرئيسيين لبورصة الجزائر، حيث اندرجت هذه الزيارة في إطار مشروع الإصلاح الذي تنتهجه بورصة الجزائر بدعم من برنامج الأمم المتحدة الإنمائي (PNUD).²

وفي سنة 2013، شجعت بورصة الدار البيضاء المغربية إنتاج ونشر معلومات السوق لتعزيز حضورها على شاشات العديد من مزودي البيانات. وفي إطار انفتاحها على المجتمع المالي الدولي، زار بورصة الدار البيضاء عدة شخصيات مثل اللورد شارمان دو ريدلينش، المبعوث التجاري للوزير الأول البريطاني إلى المغرب والسيد دافيد فلينت القنصل العام البريطاني، والسيد رفايل تولغ نسو، رئيس لجنة مراقبة السوق المالي لإفريقيا الوسطى.

ومن أجل تعزيز علاقات تعاونها مع السوق المالي الإفريقي، عقدت بورصة الدار البيضاء شراكة مع البورصة الجهوية للقيم المنقولة (BRVM)، تخصص أربع محاور رئيسية وهي تبادل المعلومات والتجارب، التكوين والمساعدة التقنية، إنعاش السوقين، وتطوير التسعيرات المزدوجة.³

¹ التقرير السنوي 2017، بورصة الدار البيضاء المغربية، المغرب، 2017، ص:17.

² التقرير السنوي 2012، بورصة الدار البيضاء المغربية، المغرب، 2012، ص:18.

³ التقرير السنوي 2013، بورصة الدار البيضاء المغربية، المغرب، 2013، ص:14.

وزارت عدة وفود للأسواق الدولية بورصة الدار البيضاء في سنة 2014 منها على سبيل المثال وفد بورصة شانغهاي. بالموازاة مع ذلك، عقدت بورصة الدار البيضاء بروتوكول اتفاق مع بورصة تونس العاصمة، بخصوص أربع محاور رئيسية، وهي تبادل المعلومات والتجارب، التكوين والمساعدة التقنية، إنعاش ثقافة البورصة وتطوير التسعيرات المزدوجة.¹

2-4- تصنيف بورصة الدار البيضاء المغربية:

باعتبار بورصة الدار البيضاء المغربية واحدة من الأسواق المالية العربية والمغاربية، يمكن تشخيص درجة تطورها وتحديد خصائصها وفق التصنيف المحدد أدناه، والذي يصنف الدول العربية بصفة عامة تبعا لمعيار درجة التطور:²

(أ) - المجموعة الأولى: تشمل الدول التي تتمتع بالفوائد المالية والحرية الاقتصادية، وهي دول مجلس التعاون الخليجي، وهذه الدول لها أسواق أوراق مالية منظمة.

(ب) - المجموعة الثانية: ويقع ضمن هذه المجموعة خمس دول وهي الأردن، لبنان، مصر، المغرب وتونس حيث يتوافر لدى هذه الدول أسواق مالية منظمة، وتتميز دول هذه المجموعة بالعجز المالي والحرية الاقتصادية.

(ج) - المجموعة الثالثة: والتي تشمل كل من الجزائر وسوريا والعراق وليبيا حيث أعطت هذه الدول القطاع العام الدور الأساسي في تحقيق التنمية الاقتصادية، إلا أن التطورات الاقتصادية العالمية انعكست على توجه هذه الدول إلى تطوير القطاع الخاص وتفعيل دوره في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية وإنشاء بورصات للأوراق المالية.

(د) - المجموعة الرابعة: وتمثل في كل من جيبوتي والصومال والسودان وموريتانيا واليمن، حيث أن حجم النشاط الاقتصادي لهذه الدول لا يسمح بعد بإنشاء أسواق مالية متطورة، بالرغم من وجود سوق للأوراق المالية في بعضها.

وفقا للتصنيف المدون أدناه، تقع بورصة الدار البيضاء المغربية ضمن المجموعة التي تمتلك أسواقا ثانوية بشكل كامل حيث يوجد قانون خاص يتعلق بسوق الأوراق المالية في حين تعالج القوانين والأنظمة الأخرى (كقانون الشركات) الأحكام التي تتعلق بشركات المساهمة.

¹ التقرير السنوي 2014، بورصة الدار البيضاء المغربية، المغرب، 2014، ص:15.

² بن اعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص:139.

المطلب الثاني: تنظيم بورصة الدار البيضاء المغربية والفاعلون فيها

تعتبر الإصلاحات الأخيرة التي عرفتها السوق المالية المغربية خصوصا بعد سنة 1993، وكذا التعديلات التي لحقتها أحد الركائز المعول عليها في دعم الاستثمار، وبالتالي تفعيل طرق التعامل مع المستثمرين من أجل خلق قنوات استثمارية جديدة حيث أصبحت بورصة الدار البيضاء تتكون من سوقين وهما:¹

1- السوق الأولية:

إن السوق الأولية هي سوق خاصة بالإصدارات الجديدة حيث يتم جمع الأسهم لأول مرة، وتضع المدخرين والمستثمرين في علاقة مباشرة؛ إذ تقوم شركات المساهمة بطرح أسهمها لأول مرة في هذه السوق من أجل الوصول إلى تلك الموارد التمويلية اللازمة. كما تساهم هذه السوق (الأولية) في تمويل المشاريع والنشاطات الجديدة بشكل مباشر وبالتالي توسيع النشاطات القديمة، لكن الدخول إلى السوق الأولية والتقييد بأسعار البورصة غير مفتوح في وجه الجميع بل مرتبط بشروط متفاوتة الشدة حسب نوع الأسواق التي تتكون منها هذه السوق:

1-1- سوق الأسهم:

لقد كانت هذه السوق تتكون من قسمين، وكان ذلك قبل التعديل الذي عرفه الظهير المنظم للسوق المالية، حيث أصبحت تتكون من ثلاث أقسام، وهي:

أ- القسم الأول: وهو مفتوح للشركات الكبرى، وشروط التسجيل فيه هي:

- التسجيل في هذا القسم مفتوح أمام الشركات الكبرى ذات رأسمال لا يقل عن 50 مليون درهم.
- الشكل القانوني إما شركات مساهمة أو شركات توصيات الأسهم.
- أن تعرض على المتعاملين رأسمال من السندات لا يقل عن 250000 سند.
- أن تعرض على المتعاملين عدد من سندات رأسمال لا يقل مبلغها عن 75 مليون درهم.
- ضرورة دمج الحسابات بالنسبة للشركات المتوفرة على فروع.
- إعداد الحسابات لثلاث سنوات سابقة.

ب- القسم الثاني: يخصص هذا القسم للشركات المتوسطة، أما شروط التسجيل فيه هي:

- هذا القسم مفتوح أمام الشركات المتوسطة.
- إصدار على الأقل 25 مليون درهم.
- إنجاز رقم أعمال لا يقل عن 50 مليون درهم.
- إعداد حسابات سنوية لسنتين سابقتين.
- أن تعرض على المتعاملين سندات رأسمال لا تقل عن 100000 سهم.

¹ موقع بورصة الدار البيضاء المغربية: <http://www.casablanca-bourse.com>، تاريخ الاطلاع: 2017/11/5، التوقيت: 3:02 سا.

- إبرام مع شركات البورصة اتفاقية معدة وفق النموذج المحدد من لدن مجلس القيم المنقولة لمدة سنة تنص على التزامات الشركة لتنشيط سنداتها بسوق البورصة ويمكن تحديد هذه الاتفاقية بطلب من الشركة المسيرة.
- ج)- القسم الثالث:** وهو مخصص للشركات الصغيرة، وشروط التسجيل فيه هي:
 - التسجيل بهذا القسم مفتوح في وجه الشركات الصغيرة التي سجلت نتائج جيدة.
 - أن يكون رأسمال الشخص المعنوي مدفوعا بكامله.
 - أن يعرض على المتعاملين سندات رأسمال لا يقل مبلغها عن 10000000 درهم (إصدار على الأقل 30000 سهم للمتعاملين).
 - يمكن للمبلغ أو العدد المذكور أن يغير بواسطة قرار صادر عن وزير المالية باقتراح من الشركة المسيرة، وذلك بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة.
 - إبرام مع شركة البورصة اتفاقية معدة وفقا لنموذج محدد من لدن مجلس القيم المنقولة لمدة ثلاث سنوات.

1-2- سوق السندات:

- بموجب التعديل الذي عرفته السوق المالية خلال 2004، تم إنشاء قسم مستقل بسندات الدين القابلة للتداول، وذلك من أجل الرفع من رأسمال الأشخاص المعنوية عن طريق الاقتراض من السوق المالية، وذلك وفقا للشروط التالية:
- أن تتعلق بمبلغ لا يقل عن 20 مليون درهم.
 - ويمكن للمبلغ أن يغير بقرار من وزير المالية بعد اقتراح من الشركة المسيرة استطلاع رأي مجلس الأعراف المنقولة.
 - أن تشمل مدة تزيد عن سنتين.
 - أن تكون للشخص المعنوي قوائم تركيبية للسنتين الأخيرتين مشهود بصحتها.

1-3- سوق الحصص:

كما تم إحداث بموجب تعديل 2004 قسم آخر خاص بالأسهم والحصص المملوكة لكل من:

- هيئات توظيف الأموال.
- صناديق التوظيف الجماعي للتسديد.

2- السوق الثانوية:

في هذه السوق تتداول الأوراق المالية التي تم إصدارها فيما قبل بالأسواق الأولية، وذلك بالبيع والشراء وفق شروط وقواعد التعامل، وتسمى بالسوق الثانوية، لأن تداول هذه الأوراق لأول مرة يكون في السوق الأولية، أما في هذه السوق فيعاد بيعها وشراؤها للمرة الثانية، فلا يتعلق الأمر بهذه السوق بعملية تمويل جديد أو مباشر

بل بتوفير السيولة، إذا فالسوق الثانوية تقوم بتوفير السيولة باستمرار لحامل القيم المنقولة عن طريق لجوئهم إلى إعادة بيع الأسهم والسندات. وتتلخص وظائف السوق الثانوية فيما يلي:¹

- وظيفة التقييم: تبادل الأوراق المالية.
 - وظيفة التعبئة: حيث يمكن جمع المدخرات بسهولة لضمان تداول الأوراق المالية من قبل الجميع.
 - وظيفة التداول: إمكانية بيع الأوراق المالية لعدد كبير من الناس.
- تتكون سوق التداول من سوقين وهما:²

1-2) - السوق المركزي: يلعب السوق المركزي دورًا رائدًا في أداء سوق الأسهم طالما أن سعر الأسهم يتحدد في السوق المركزي بعد مقارنة أوامر الشراء والبيع. في الواقع، تتمركز جميع أوامر بورصة الأوراق المالية في دفتر أوامر واحد يسمح بمقارنة العرض والطلب وإنشاء سعر التوازن. يعطي هيكل السوق الجديد لبورصة الدار البيضاء للسوق المركزي دورًا رائدًا. وبالتالي، فبصرف النظر عن المعاملات المجمعة، يجب أن تمر أي صفقة على ورقة مالية مدرجة في بورصة الدار البيضاء عبر السوق المركزي.

2-2) - سوق الكتل: ويتم في هذه السوق تنفيذ بعض المعاملات التي تنطوي على مبالغ مالية كبيرة، أي أن سوق الكتل هي عبارة عن سوق يتم فيها تداول مجموعات كبيرة من الأوراق المالية بسبب عدم وجود ما يكفي من الأطراف المقابلة في السوق في وقت تقديمها، وعدم إمكانية تنفيذها بالكامل في السوق المركزي. وهكذا فإن بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية أقامت سوق الكتل للسماح بالتفاوض الفوري لمثل هذه الأوامر من السوق.

3) - الفاعلون في بورصة الدار البيضاء المغربية:

يمكن إبراز أهم الفاعلين في بورصة الدار البيضاء المغربية في النقاط التالية:

3-1) - شركات البورصة:

تم تأسيس شركات البورصة سنة 1995 بمقتضى الظهير المعترف بمثابة قانون رقم 211.93.1 الصادر بتاريخ 21 سبتمبر 1993، وتم الترخيص لها من طرف وزارة الاقتصاد والمالية. وتحتكر هذه الشركات السمسرة في البورصة. ويتمثل نشاطها في تنفيذ الصفقات على القيم المنقولة، إيداع وحفظ الأوراق المالية، إدارة محافظ القيم المنقولة بمقتضى الوكالة، وتنشيط سوق القيم المنقولة المدرجة للتداول.

وعند إجراء عمليات الإدراج في البورصة، تساعد شركات البورصة الشركات الراغبة في الولوج إلى سوق الأسهم المغربية على إعداد وثائق المعلومات الموجهة إلى العموم وعلى جمع طلبات الاكتتاب، إذ لا يسمح

¹ Yacine el Ghrasli, **Bourse de casablanca (perspectives de developpent du marché de valeurs)**, vu sur le cite electronique : <https://www.memoireonline.com/07/08/1320/bourse-de-casablanca-perspectives-developpement-marche-valeur.html>, le 21/09/2018, 11 :56H.

² Amina Tourougou, Ali Chligui, **Les introductions en bourse (rapport de stage à la bourse de Casablanca)**, école supérieure de gestion, 2007 , vu sur le cite electronique : <https://www.memoireonline.com/07/08/1347/les-introduction-en-bourse-rapport-de-stage-bourse-casablanca.html>, le 21/09/2018, 12 :12H.

للمستثمر بيع أو شراء الأسهم مباشرة بالبورصة، فتقوم هذه الشركات بدور الوسيط مقابل عمولة متفق عليها مسبقاً إلى جانب تقديم الاستشارات اللازمة للزبائن¹.

3-2- الهيئة المغربية لسوق الرساميل AMMC:

أنشأت الهيئة المغربية لسوق الرساميل بموجب الظهير رقم 1-13-21 بتنفيذ القانون رقم 12-43، و تسند إليها المهام التالية:

- التأكد من حماية الادخار الموظف في الأدوات المالية.
- السهر على المساواة في التعامل مع المكتتبين، و الشفافية و نزاهة سوق الرساميل، و تزويد المستثمرين بكل المعلومات اللازمة.
- التأكد من حسن سير سوق الرساميل و السهر على تطبيق الأحكام التشريعية و التنظيمية.
- السهر على مراقبة نشاط مختلف الهيئات و الأشخاص الخاضعين لمراقبتها.
- التأكد من احترام الأشخاص و الهيئات الخاضعين لمراقبتها للأحكام التشريعية والتنظيمية المتعلقة بمكافحة غسل الأموال.
- مؤازرة الحكومة في تنظيم سوق الرساميل.

وتناط بالهيئة المغربية لسوق الرساميل باعتبارها دركياً لسوق البورصة هذه المهام المذكورة أنفاً. وأجرت الهيئة خلال سنة 2016 ما مجموعه 14 مهمة تفتيش لدى فاعلين ومقاولات يعملون في السوق ويخضعون لإشرافها، إضافة إلى إصدارها 22 عقوبة إدارية؛ منها عقوبات ضد شركتين، وست عقوبات ضد بنوك، وثلاث عقوبات ضد مصدرين أشخاص معنويين. كما شملت العقوبات الصادرة عن الهيئة تأخيرات في تقديم التقارير التنظيمية عن معاملات إقراض السندات وتقرير المراجع الداخلي، وقد وصل المبلغ الإجمالي لهذه العقوبات 469.000 درهم.²

3-3- المؤمن المركزي (ماروكليس): هو شركة أنشأت في 01 جويلية 1997، وتمثل مهامه الرئيسية في:³

- ضمان المحافظة على القيم المنقولة في عملياتها بتسهيل التداول وتبسيط إدارتها.
- إدارة الحسابات الجارية للقيم المنقولة المفتوحة باسم فروعها.
- إجراء جميع التحويلات بين الحسابات الجارية وفق أوامر المنضمين إليها.

¹ الهيئة المغربية لسوق الرساميل، الجريدة الإلكترونية المغربية هسبريس، الرابط الإلكتروني:

<https://www.hespress.com/economie/367436.html>، تاريخ الاطلاع: 2017/12/18، التوقيت: 10:17 سا.

² يوسف لخضر، سوق البورصة بالمغرب ينتقل من الانكماش إلى الانتعاش في عام واحد، مقال منشور في الجريدة الرقمية المغربية هسبريس، تاريخ النشر: 11 ديسمبر 2017، التوقيت: 3:01 سا.

³ جيلالي بورزامة، عولمة أسواق رأس المال العربية في ظل الأزمات المالية العالمية (دراسة حالة أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات

المغربية، الجزائر، المغرب، تونس)، مرجع سبق ذكره، ص ص: (405-406).

- وضع حيز التنفيذ كل الإجراءات المتعلقة بتسهيل ممارسة الحقوق وتحصيل المنتجات التي يسيرونها.
- ممارسة الرقابة المحاسبية والتدقيق في التوازنات المحاسبية.

كما تضطلع مؤسسة الإيداع بمهمة تجميع الأوامر الواردة للبورصة، وفي هذه الحالة فإن مؤسسة الإيداع تقوم بتحويل الأوامر لشركات البورصة لتنفيذها، ففتح حساب للأوراق المالية في مؤسسة الإيداع يمثل عقدا بين هذه المؤسسة وزبائنها، ويحدد هذا العقد الحقوق والواجبات للطرفين، ويحدد كذلك طرق إعلام الزبائن حول العمليات المنجزة لحسابهم وشروط التسعير.

3-4)- وزارة الاقتصاد والمالية: هي الهيئة الوصية على بورصة الدار البيضاء دون أن تساهم في إدارة هذه الأخيرة، وهي تتدخل من خلال إصدار قوانين متعلقة بسوق البورصة ويقوم مندوب حكومي بتمثيلها في مجلس إدارة بورصة الدار البيضاء.

3-5)- الجمعية المهنية لشركات البورصة: هي جمعية مهنية تضم مجموع شركات البورصة التي تعمل في سوق البورصة المغربي، وتتجلى مهمتها فيما يلي:

- المساهمة في تطوير والنهوض بمهن شركات البورصة والخدمات الاستشارية في السوق المالي المغربي.
- تمثيل أعضائها لدى باقي الفاعلين في السوق ولدى السلطات العمومية.¹

المطلب الثالث: مراحل وإجراءات الإدراج في بورصة الدار البيضاء المغربية

تمر عملية إدراج الشركات في بورصة الدار البيضاء المغربية بالمراحل التالية:²

1)- تكوين ملف العملية:

تتلخص المرحلة الأولى في إعداد ملف الإدراج في البورصة في خطوات عديدة، و للقيام بذلك يتوجب مراعاة ما يلي:

1-1)- اللجوء إلى خدمات الوسيط المالي: يقدم الوسيط المالي أو المنسق العام للعملية (بنك أعمال العون)

المساعدة والإرشادات اللازمة قبل وخلال العملية، ويتم ذلك من خلال:

أ)- تقييم وضعية الشركة.

ب)- إجراء التعديلات القانونية والمحاسبية والضريبية ذات الصلة.

ج)- وضع الجدول الزمني للعملية.

د)- تحديد سعر السهم المعروض ضمن العملية.

ه)- اختيار تاريخ أول عملية تسعير.

و)- إعداد المذكرة الإخبارية الخاصة بالعملية.

¹ موقع بورصة الدار البيضاء المغربية: <http://www.casablanca-bourse.com> ، تاريخ الاطلاع: 2017/11/5، التوقيت: 5:02سا

² موقع بورصة الدار البيضاء: <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdLink=161&Cat=>، تاريخ

الاطلاع: 2018/11/5، التوقيت: 4:35سا.

1-2)- اللجوء إلى خدمات مدققي الحسابات: يقوم مندوبو الحسابات بالمهام التالية:

- أ- المصادقة على حسابات الشركة الخاصة بالسنوات المالية السابقة لعملية الإدراج في البورصة.
 ب- النصح والإرشاد أثناء إجراء عمليات إعادة الهيكلة السابقة لعملية الإدراج وتعديل القانون الأساسي للشركة.
 ج- الملازمة للعملية.

2)- المصادقة على ملف العملية:

ولاجتياز هذه المرحلة، يتعين اللجوء إلى هيئتين:

1-2)- مجلس القيم المنقولة:

مجلس القيم المنقولة هو السلطة المراقبة لسوق البورصة، وهو أول من يستلم ملف إدراج الشركات في البورصة. ويحتوي هذا الملف على مجموعة من الوثائق، من ضمنها على الخصوص، المذكرة الإخبارية المتعلقة بالعملية. ويقوم مجلس القيم بالتحقق من المعلومات الخاصة بالعملية من خلال التأكد من مطابقتها للقواعد الجاري بها العمل. وفي نهاية هذه المرحلة، يعطي مجلس القيم تأشيرته بعد موافقة بورصة الدار البيضاء.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه التأشيرة لا تعني بأي حال من الأحوال أن مجلس القيم المنقولة يضمن صحة المعلومات المعروضة أو الفرص التي توفرها العملية، وإنما يضمن تماسك و انسجام المعلومات التي قدمتها الشركة للعموم عن عملية الإدراج في البورصة.

2-2)- بورصة الدار البيضاء:

بورصة الدار البيضاء هي الشركة المسيرة للسوق. وتتدخل أول الأمر قبل حصول عملية الإدراج على تأشيرة مجلس القيم المنقولة من خلال:

- المساعدة في اختيار إجراء أول عملية تسعير.
- إصدار إعلان الموافقة على العملية.
- تحديد الجدول الزمني النهائي للعملية.

3)- مرحلتي تنظيم عمليات الاكتتاب و تسعير الأوراق المالية:**1-3)- تنظيم عمليات الاكتتاب:** بعد قبول ملف العملية، يعين المستشار المالي نقابة التوظيف التي تتولى

توظيف الأوراق المالية الخاصة بالشركة لدى العموم، وتتكون نقابة التوظيف من:

- قائد المجموعة.
- شركات البورصة و/أو البنوك لتجميع طلبات الاكتتاب.

وخلال فترة الاكتتاب، يقوم أعضاء نقابة التوظيف بجمع استمارات الاكتتاب. وتمركز بورصة الدار البيضاء طلبات الاكتتاب التي تستلمها من أعضاء نقابة الاستثمار، وتعدّ النتائج التقنية التي سيتم نشرها. وتبين هذه النتائج بطريقة إجمالية و مفصلة حصيلة العملية، وعدد المكتتبين لكل نوع من الأوامر مع تحديد جنسياتهم ومناطقهم.

3-2)- تسعير الأوراق المالية: هي مرحلة الإدراج الفعلي للشركة في البورصة، وتسمى كذلك أول يوم تسعير. وابتداء من هذه اللحظة، يتم رسميا تسعير الشركة في البورصة. وبالتالي تصبح حامله لاسم مختصر، وهو صيغة تصغير لاسم الشركة وعلى رمز أوحده تُعرف به كقيمة منقولة.

المطلب الرابع: سير حصة التداول في بورصة الدار البيضاء المغربية

يضم سوق بورصة القيم سوقا مركزيا تتداول فيه مجموع الأوامر المتعلقة ببيع أو شراء قيمة منقولة مقيدة في جدول أسعار بورصة القيم، وسوقا للكنتل تتم فيه بالاتفاق المباشر العمليات المتعلقة بالقيم المنقولة المقيدة في جدول أسعار بورصة القيم وبأحجام تفوق أو تساوي حجم الكنتل الأدنى المحسوب، وفقا لأحكام المادة 4 من ظهير شريف معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 الصادر في 4 ربيع الثاني 1414 (21 سبتمبر 1993) والمتعلق ببورصة القيم المتغيرة، والمعدل بموجب ظهير شريف رقم 1-04-18 الصادر في 21 أبريل 2004.¹

1)- سير حصة التداول وفق نظام التسعير الثابت:

يتم التسعير الثابت من خلال مقابلة جميع الأوامر التي قامت شركات البورصة بإدخالها مسبقا في نظام التسعير الإلكتروني، وإن اقتضى الحال من خلال تحديد سعر أوحده لكل قيمة منقولة. وحسب سيولة القيم، يمكن إجراء عدة عمليات للتسعير الثابت في حصة التداول الواحدة (نظام التسعير الثابت المتعدد).²

أما فيما يخص القيم المنقولة الخاضعة للتسعير الثابت، فتتم المعاملات بالكنتل بأسعار مندرجة ضمن سلم للأسعار بما فيها الحدين الأدنى والأعلى، والذي تم تحديده على أساس آخر سعر تم تداوله، ناقص أو زائد الهامش الأقصى للتغير البالغ 1%.³

2)- سير حصة التداول وفق نظام التسعير المستمر:

يتم التسعير المستمر من خلال مقابلة جميع الأوامر حسب تدفقها على نظام التداول الإلكتروني، وإن اقتضى الحال من خلال تحديد سعر آني لكل قيمة. و يخضع لهذا النظام صفقات الكنتل بسعر متضمن في المتوسط

¹ المادة 1 من ظهير شريف معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 الصادر في 4 ربيع الثاني 1414 (21 سبتمبر 1993) يتعلق ببورصة القيم المتغيرة والمعدل بموجب ظهير شريف رقم 1-04-18 الصادر في 21 أبريل 2004.

² الموقع الإلكتروني: <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/content.aspx?IdLink=284&Cat=21>، تاريخ الاطلاع: 2017/11/5، التوقيت: 3:02 سا.

³ المادة 1 من الإشعار رقم 196/08 متعلق بشروط الأسعار المطبقة على مبادلات الكنتل "ملائمة النصوص المرجعية التنظيمية" نسخة الإشعارات المعتمدة هي النسخ الصادرة باللغة الفرنسية.

المرجح لسلم الأسعار بما فيه الحدين، الذي يتم تحديده انطلاقاً من السوق المركزي، وذلك في حدود التغير الأقصى المطبق خلال حصة التداول بالبورصة.

ويشير المتوسط المرجح لسلم الأسعار إلى المتوسطة الناتجة عن عملية ترجيح كميات أوامر الشراء والبيع المسجلة في السوق المركزي. ويتعين أن تساوي الكمية المتراكمة للأوراق المالية المأخوذة بعين الاعتبار الحجم الأدنى للكتل الخاص بالقيمة المنقولة المعنية بالأمر. ووحدها الكميات الظاهرة هي التي يتم اعتمادها لاحتساب المتوسط المرجح لسلم الأسعار.

وفي حالة عدم كفاية الأوامر في الدفتر باعتبار الحجم الأدنى للكتل، وتعذر بالتالي حساب المتوسط المرجح لسلم الأسعار عند الشراء أو البيع، يكون السعر المعتمد هو أول سعر حدي، زائد أو ناقص حسب اتجاه العملية هامش التغير الأقصى البالغ 5%. وإذا تعذر حساب المتوسط المرجح لسلم الأسعار بسبب حجز / التحفظ على قيمة منقولة ما، يتم تحديد سلم الأسعار المسموح به بحديه الأدنى و الأقصى وفق عتبة التحفظ التي تم تجاوزها على أساس العتبة العليا ناقص هامش التغير الأقصى، أو العتبة الدنيا زائد هامش التغير الأقصى البالغ 5%¹.

3- حالات وقف التسعير وإلغائه:

لا تأخذ بورصة القيم المغربية بمبدأ التسعير السوقي المستمر بشكل مطلق من حيث حرية تحركه أو استمراره بسبب خوفها من انحراف الاتجاه السعري المستمر لإحدى القيم نحو الارتفاع أو الانخفاض الحاد، وكذلك خوفها من التآرجح السعري الحاد والمستمر دون رادع في ظل تحرير سعر السوق المستمر، والذي قد ينتج عنه انهيار توازن الأسعار. وفيما يلي حالات وقف التسعير وإلغائه وفقاً لظهير شريف معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 الصادر في 4 ربيع الثاني 1414 (21 سبتمبر 1993) يتعلق ببورصة القيم المتغيرة، والمعدل بموجب ظهير شريف رقم 1-04-18 الصادر في 21 أبريل 2004.

3-1- حالات وقف التسعير:

ما تجدر الإشارة إليه هو أنه "يجوز للشركة المسيرة أن توقف تسعير واحدة أو أكثر من القيم المنقولة لمدة معينة إذا طرأ على أسعار هذه القيم خلال جلسة بورصة واحدة تغيير من حيث الزيادة أو النقصان يزيد على حد يعينه مجلس القيم المنقولة لا يمكن أن يفوق الحد المذكور 10% من السعر المرجعي للقيم المعنية بالأمر"، وفقاً للمادة 12 من قانون بورصة القيم المتغيرة المغربي.

ويشير السعر المرجعي هنا إلى سعر إغلاق القيمة المتغيرة في يوم التداول السابق، فإن أغلق سهم إحدى الشركات على سعر 100 درهم مغربي مثلاً في يوم 2017/10/13، فإن سعره المرجعي في يوم 2017/10/14 هو 100 درهم مغربي أيضاً.

¹ إشعار رقم 196/08 متعلق بشروط الأسعار المطبقة على مبادلات الكتل الصادر في الدار البيضاء بتاريخ 17 أكتوبر 2008.

وبالتالي فإن للشركة المسيرة للبورصة المغربية أن - تضع وفقا للقانون- حدودا معينة لتحرك سعر السوق دون أن تسمح لهذه القوى بتعميق اتجاه السوق خوفا على توازن البورصة وسيرها المنظم بحيث لا يجوز للسعر أن يتجاوز هذه الحدود، هذا حتى وإن فرضت قوى السوق تحركا يتجاوز هذه الحدود فإن للشركة المسيرة للبورصة أن توقف تسعير القيمة المتغيرة المنقولة فورا.

فلو فرضت الشركة المسيرة للبورصة نسبة تحرك عظمى تبلغ 10% من سعر السهم المرجعي البالغ 1000 درهم مغربي مثلا، فإن الشركة المسيرة ستقوم بوقف التسعير فورا عند ارتفاع سعر هذا السهم إلى 1101 درهم مغربي (لأن الحد الأقصى لهذا الارتفاع هو 10% من 1000=1100)، وبالمقابل فإن انخفاض سعر السهم المذكور ليصل إلى 899 درهم مغربي فإن الشركة المسيرة ستوقف التسعير فورا أيضا (لأن الحد الأقصى للانخفاض هو 10% من 1000=900).¹

3-2- إلغاء التسعير:

لقد نصت المادة 12-4 من قانون بورصة القيم المتغيرة المغربي على أنه: "يمكن للشركة المسيرة إلغاء سعر مسجل، وبالتالي إلغاء مجموع المعاملات المنجزة بذلك السعر، كما يمكنها إلغاء معاملة من المعاملات." ولا يتم تطبيق هذه المادة إلا في حالتين وهما:

أ- لما ترتكب إحدى شركات البورصة خطأ في تبليغ الأمر من دون قصد (بحسن نية). ولا يمكن تطبيق إلغاء السعر إلا إذا طلبت ذلك الشركة وشركات البورصة المعنية، ووافقت على ذلك جميع شركات البورصة المعنية.

ب- حدوث طارئ تقني أو خطأ ارتكبته الشركة المسيرة نفسها في مقاييس التسعير، وفي هذه الحالة يكون الإلغاء بمبادرة منها.

وخولت المادة 16 من قانون بورصة القيم المتغيرة المغربي الشركة المسيرة حق الشطب من جدول الأسعار إما بمبادرة من الشركة المسيرة نفسها أو بمبادرة من مجلس القيم المنقولة، وفي حالة وجود تلاعب تقفل الشركة المسيرة الجلسة ككل.

¹ هام القوسي، الصلاحيات التنظيمية الخاصة بضبط التسعير في البورصة (بين حفظ التوازن وإفساد الكفاءة)-دراسة مقارنة بين قانون بورصة القيم المتغيرة المغربي والقانون المقارن، مجلة القانون والأعمال، جامعة الحسن الأول، مختبر البحث قانون الأعمال، تاريخ النشر: 11 نوفمبر 2017، الرابط الإلكتروني: <http://www.droitentreprise.com/> الصلاحيات-التنظيمية-الخاصة-بضبط التسعير، تاريخ الاطلاع: 2017/12/19، التوقيت: 1:38 سا.

المطلب الخامس: تقييم أداء بورصة الدار البيضاء المغربية

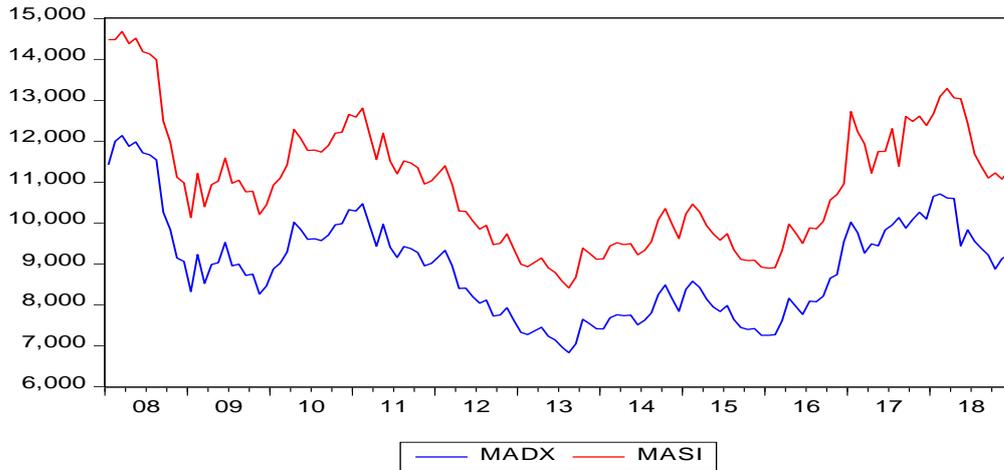
وفي هذا السياق، شهدت بورصة الدار البيضاء المغربية تراجعاً ملموساً في حجم التداولات بالسوق المركزي، مما يعكس تراجع مؤشرات أداء بورصة الدار البيضاء المغربية في انخفاض معدلات الفائدة وتضخم متحكم فيه. ولإبراز ذلك اعتمدنا على مؤشرات مازي ومادكس، حجم المعاملات ومؤشر السوق اللذان يبرزان إجمالي القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة.

(1) - تطور مؤشرات الأسعار - مازي ومادكس -:

عرف مؤشر مازي ومادكس تراجعاً خلال سنة 2009 بنسبة 30,30% و 27,11% على التوالي بسبب تأثير الأزمة المالية العالمية الذي تسبب بانخفاض حركية السوق المركزية وسوق الكتل وتدني عدد عمليات الإدراج ببورصة الدار البيضاء المغربية بعد أن أجلت عدة شركات إدراجها بالبورصة. ويبين الشكل الموالي المنحى التنازلي الذي تأخذه قيم مؤشري مازي ومادكس خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية 2018 حيث انخفض مؤشر مازي من 14684 نقطة في سنة 2008 إلى 11281 نقطة في سنة 2018 بنسبة 23,17%، بينما تراجع مؤشر مادكس من 12138 نقطة سنة 2008 إلى 9233 نقطة سنة 2018. "ويعود سبب هذا التراجع إلى انخفاض رسمية البورصة المغربية بنحو 45 مليار درهم، لتستقر في مستوى 582 مليار درهم، وهو تراجع لم يجد له المحللون تفسيراً منطقياً في ظل تسجيل الشركات المدرجة في سوق الأسهم لنتائج إيجابية بشكل لا يفسر النتائج السلبية التي يسجلها الأداء العام للبورصة. إلى جانب انخفاض النتيجة الصافية لبورصة الدار البيضاء بنحو 17 مليون درهم، أي بنسبة 41%، وتراجع تحملات التشغيل من 110 ملايين درهم في 2017 إلى 97 مليون درهم في سنة 2018 بنسبة إجمالية بلغت 12%".¹

¹ محمد لبيب، مؤشرات مقلقة تخيم على أداء بورصة الدار البيضاء المغربية، مقال منشور في موقع هسبريس، تاريخ الاطلاع: 29 جويلية 2019، التوقيت: 8:25 سا.

الشكل رقم (7): تطور مؤشري مازي ومادكس خلال الفترة (2008-2018).

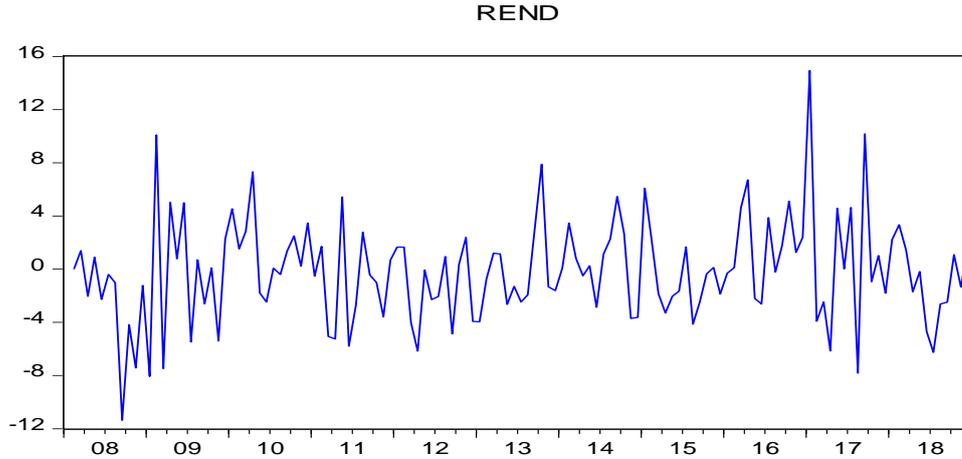


المصدر: بالاعتماد بيانات موقع مؤشرات أسواق الأوراق المالية، <https://sa.investing.com/indices/masi>، تاريخ الاطلاع: 2018/08/03، التوقيت: 5:12 صا.

2- تطور العائد على الاستثمار في بورصة الدار البيضاء المغربية:

يعتبر العائد على الاستثمار مقياس مالي يستخدم لقياس الربحية من خيار استثماري معين أو المقارنة بين عدة خيارات استثمارية. ويوضح الشكل أدناه عدم استقرار معدلات على الاستثمار في بورصة الأوراق المالية على مسار معين خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018، وهذا ما يدل على حركة بورصة الدار البيضاء المغربية بحيث نلاحظ تزايد معدلات العائد خلال معينة وانخفاضها خلال فترات أخرى، فأسعار الأوراق المالية المتداولة فيها في تغير مستمر نتيجة التغير الحاصل في حجم التداول ومتوسطه اليومي. وكانت أعلى قيمة سجلها معدل العائد على الاستثمار في بورصة الدار البيضاء المغربية هي 14,7% في جانفي 2017، بينما كانت أدنى قيمة له -11,4% في سبتمبر 2008. وتتوافق هاتين القيمتين مع وضعيات كل من مؤشر مازي ومادكس خلال هذه الفترة لتؤكد تأثرها بمؤشرات التداول في بورصة الدار البيضاء المغربية والتي سنتناولها في العناصر الموالية.

الشكل رقم (8): تطور معدل العائد على الاستثمار في بورصة الدار البيضاء المغربية خلال الفترة (2008-2018).



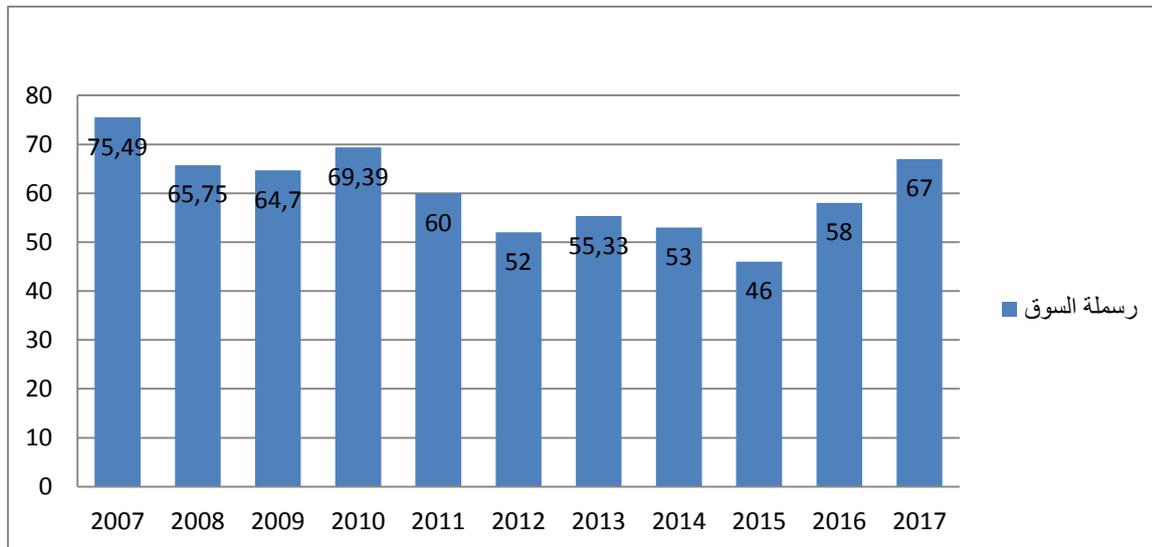
المصدر: بالاعتماد على بيانات موقع مؤشرات أسواق الأوراق المالية، <https://sa.investing.com/indices/masi>، تاريخ الاطلاع: 2018/08/03، التوقيت: 5:12 صا.

3- رسملة السوق:

بمتابعة المسار العام لرسملة بورصة الدار البيضاء المغربية خلال الفترة الممتدة من سنة 2007 إلى غاية 2017، نجد أنه انخفض من 75,49 مليار دولار أمريكي في سنة 2007 إلى 67 مليار دولار أمريكي في سنة 2017. حيث سجلت رسملة بورصة الدار البيضاء المغربية أعلى قيمة لها في سنة 2010 ألا وهي 69,39 مليار دولار أمريكي، وأدنى قيمة في سنة 2015 والمقدرة بـ 46 مليار دولار أمريكي وهذا ما يبينه الشكل المدون أدناه.

الشكل رقم (9) : رسملة بورصة الدار البيضاء المغربية خلال الفترة الممتدة من سنة 2007 وإلى غاية 2017.

الوحدة: مليار دولار أمريكي



المصدر: بورصة الدار البيضاء المغربية، التقارير السنوية الصادرة عن بورصة الدار البيضاء المغربية خلال الفترة الممتدة من سنة 2007 إلى غاية سنة 2017، <http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/>، تاريخ الاطلاع: 2019/03/18، التوقيت: 13:09 صا.

في سنة 2010، بلغت نسبة تطور الرسملة لبورصة الدار البيضاء المغربية بـ 13,78%¹ بحجم معاملات قدره 119,9 مليار درهم مغربي مقابل 72,5 مليار درهم مغربي في سنة 2009.² ومن أهم العمليات التي تدل على تطور هذه البورصة في هذه السنة بالذات هو ارتفاع عدد العمليات المتعلقة بزيادة رأسمال الشركات إلى 10 بعد كانت في سنة 2009 سبع عمليات فقط، وقيام شركتي CNIA Saada و ennaki automobile SA بـ إصدار assurance بسهم ببورصة الدار البيضاء المغربية في 13 جويلية 2010 و 22 نوفمبر 2010 على التوالي.³ وتسجيل 11 عملية إصدار سندات في مقابل 05 عمليات في سنة 2009.⁴

تراجعت رسملة بورصة الدار البيضاء المغربية بنسبة 8% في سنة 2015، ويعود سبب ذلك حسب تقرير بورصة الدار البيضاء المغربية الصادر في سنة 2015 إلى تراجع أسواق الأسهم في العالم.⁵ وربط محللون ماليون استمرار هذا التراجع بمواصلة أسهم كبريات الشركات المغربية، والمدرجة ببورصة القيم المغربية، تسجيل أداء متواضع على مستوى التداولات. إلا أن حجم المعاملات ببورصة الدار البيضاء المغربية قد ارتفع بنسبة 4,6% مسجلا مبلغ 52 مليار درهم في سنة 2015 مقابل 49,8 مليار درهم في سنة 2014.⁶

تعتبر بورصة الدار البيضاء المغربية أكثر البورصات العربية ارتفاعا من حيث القيمة السوقية في سنة 2016 حيث ارتفعت هذه الأخيرة بنحو 25,3%، في حين سجلت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة الدار البيضاء المغربية زيادة قدرها 31,7% مستفيدة من التراجع الذي سجله سعر صرف اليورو أمام العملات الأخرى حيث تعتبر منطقة اليورو الشريك الاقتصادي الاستراتيجي للمغرب.⁷

في سنة 2017، سجلت الرسملة السوقية لبورصة الدار البيضاء المغربية 67 مليار دولار أمريكي، بينما عرف مؤشر MSCI frontier زيادة قدرها 31%، في حين حققت باقي مؤشرات بورصة الدار البيضاء المغربية الرئيسية نتائج إيجابية، وهذا ما سمح لها باحتلال المرتبة الثانية من حيث الرسملة قبل البورصات النيجيرية والمصرية.⁸

¹ التقرير السنوي 2010، بورصة الدار البيضاء المغربية، المغرب، 2010، ص: 12.

² نفس المرجع السابق، ص: 39.

³ نفس المرجع السابق، ص: 40.

⁴ نفس المرجع السابق، ص: 42.

⁵ التقرير السنوي 2015، بورصة الدار البيضاء المغربية، المغرب، 2015، ص: 26.

⁶ نفس المرجع السابق، ص: 30.

⁷ التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي، 2017، ص: 134.

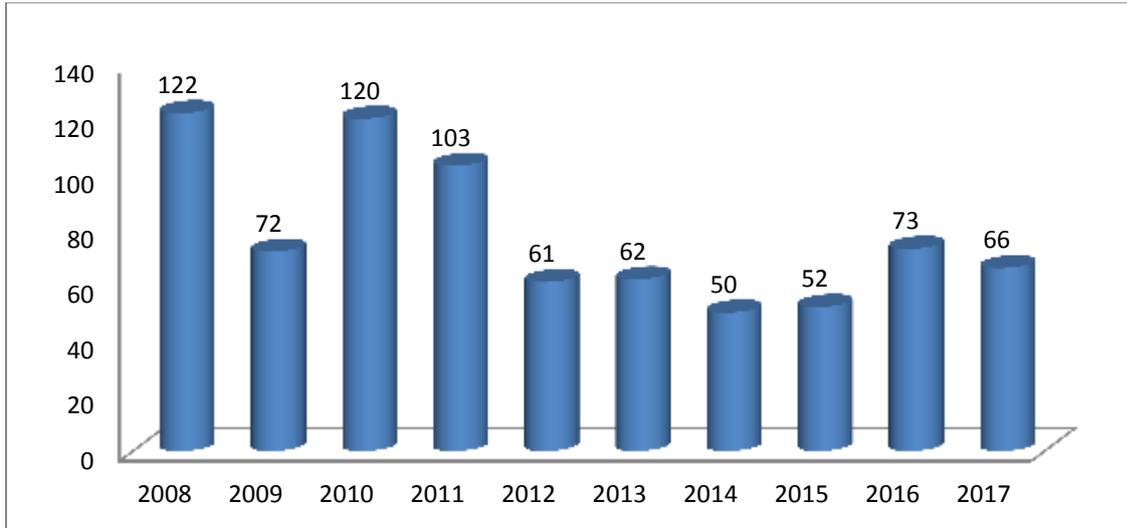
⁸ التقرير السنوي 2017، بورصة الدار البيضاء المغربية، المغرب، 2017، ص: 36.

4- تطور حجم المعاملات لبورصة الدار البيضاء المغربية:

يعرف حجم المعاملات في بورصة الدار البيضاء المغربية انخفاضا متواصلا مسجلا ما قيمته 66 مليار درهم مغربي في سنة 2017 بعدما كان 122 مليار درهم مغربي في سنة 2008. "ويعود هذا الانخفاض إلى الظرفية غير المناسبة التي سادت ابتداء من شهر جوان 2008 والتي كبحت مسلسل الإدراجات والتداولات."¹ ويبين الشكل أدناه أن هناك انخفاض كبير في حجم المعاملات في سنة 2009 بنسبة 50% تقريبا، ويعود سبب ذلك إلى تداعيات الأزمة الاقتصادية والتي طفت إلى السطح مزعجة ثقة المستثمرين في البورصات العالمية، إلا أنه تم اجتياز هذه المرحلة من قبل بورصة الدار البيضاء المغربية واستعادة ديناميكيتها وحيويتها على غرار باقي الأسواق الدولية، حيث تم تسجيل حجم معاملات قدره 120 و103 مليار درهم مغربي في سنتي 2010 و2011 على التوالي.

الشكل رقم (10): تطور حجم المعاملات لبورصة الدار البيضاء المغربية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2017.

الوحدة: مليار درهم مغربي



المصدر: بورصة الدار البيضاء المغربية، التقارير السنوية الصادرة عن بورصة الدار البيضاء المغربية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2017، http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/UserFiles/File/rapports_annuel، تاريخ الاطلاع: 2019/03/18، التوقيت: 13:09 سا.

تظهر بيانات الشكل المدون أعلاه أن هناك انخفاضات متتالية في حجم المعاملات في بورصة الدار البيضاء المغربية بعد سنة 2011 باستثناء سنتي 2016 و2017 ضمينا، حيث سجل هذا الأخير أدنى قيمة له في سنة 2014 قدرها 50 مليار درهم مغربي بنسبة انخفاض تعادل 19,8%²، والذي جاء انسجاما مع التراجع الذي سجله مؤشر بورصة الدار البيضاء المغربية خلال هذه السنة بنحو 4,6%، والذي أغلق عند

¹ التقرير السنوي 2008، بورصة الدار البيضاء المغربية، المغرب، 2008، ص: 39.

² التقرير السنوي 2014، بورصة الدار البيضاء المغربية، المغرب، 2014، ص: 9.

9620 نقطة في نهاية ديسمبر 2014.¹ وسجلت بورصة الدار البيضاء المغربية انتعاشا في سنتي 2016 و2017، حيث شهدت تحسنا ملموسا في أحجام التداول وعدد الأسهم المتداولة، حيث بلغت أحجام المعاملات فيها 73 و66 مليار درهم مغربي على التوالي بعدما كانت 50 مليار درهم مغربي في سنة 2014، وهو ما يمثل تقدما ملحوظا.

5- تطور متوسط التداول اليومي لبورصة الدار البيضاء المغربية:

يشير متوسط التداول اليومي إلى مقدار الأوراق المالية الفردية المتداولة في يوم واحد في المتوسط على مدى فترة زمنية محددة، ويعرف اختصارًا باسم (ADTV). ويتعلق نشاط التداول بسيولة الورقة المالية، فعندما يكون متوسط حجم التداول اليومي مرتفعًا، يمكن تداول السهم بسهولة ويكون ذا سيولة عالية. أما إذا كان حجم التداول يميل إلى الانخفاض فإن الورقة المالية ستميل إلى الانخفاض لأن الناس ليسوا على استعداد لشرائها. ويبين الجدول الموالي التذبذب الحاصل في متوسط التداول اليومي لبورصة الدار البيضاء المغربية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2018، حيث انخفض إلى 22,3 مليون دولار سنة 2009 نظرا لتداعيات الأزمة المالية العالمية وتخوف المستثمرين من الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، ليسجل ارتفاعا ملحوظا في سنة 2010 بقيمة 50,5 مليون دولار بعد تجاوزها تداعيات الأزمة المالية. وبعد هذه السنة عرف متوسط التداول اليومي منحي تنازليا ليبلغ ما مقداره 34,2 مليون دولار سنة 2017 و18,5 مليون دولار سنة 2018. وهذا ما انعكس بدوره في ارتفاع قيم الرسملة السوقية لبورصة الدار البيضاء المغربية وأداء مؤشري مازي ومادكس في سنة 2017 وتراجعها في سنة 2018. وتدل هذه الوضعية على ارتفاع حجم الصفقات والمعاملات المالية في بورصة الدار البيضاء المغربية سنة 2017، وظهور بعض الأخبار الصادرة التي أثرت بشكل سلبي على آراء الأفراد حول الأوراق المالية المتداولة في البورصة المغربية في سنة 2018.

الجدول رقم (2): تطور متوسط التداول اليومي لبورصة الدار البيضاء المغربية خلال الفترة (2008-2018).

الوحدة: ألف سهم

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
متوسط التداول اليومي	42,5	22,3	50,5	28,4	15,7	22,5	14,6	9,8	17,1	34,2	18,50

المصدر: صندوق النقد العربي، النشرات الفصلية الصادرة خلال الفترة (2008-2018)، <https://www.amf.org.ae>، تاريخ الاطلاع: 2020/09/01، التوقيت: 13:22 سا.

¹ النشرة الفصلية للربع الرابع 2014، صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، ص:53.

المطلب السادس: إنجازات بورصات الدار البيضاء المغربية وتحدياتها

شهد المغرب تنفيذ مجموعة من المشاريع الهيكلية التي لم يقتصر أثرها على بورصة الدار البيضاء فحسب، وإنما شمل السوق المالية برمتها، ويرجع ذلك إلى كون هذه المشاريع تهدف إلى المساهمة في إحداث مركز جذب مالي في المنطقة، على غرار مشروع الجيل الجديد الذي تم بموجبه إحداث منظومة تكنولوجية طورتها شركة "ميليونيوم أي تي"، وهي الفرع التكنولوجي التابع لمجموعة "سوق لندن للأوراق المالية". وتسمح هذه البنية التحتية باستباق التطورات ومستقبل سوق رؤوس الأموال المغربي، وتحسين الخدمات التي تقدمها للعملاء والمستثمرين. هذا وتمكن أيضا من الاستجابة بشكل أفضل للاحتياجات المتعلقة بتمويل وتغطية مخاطر السوق، وتوسيع سلة منتجاتها، واعتماد قواعد خاصة تتطابق مع المعايير الدولية. وتوجت هذه الإنجازات بإطلاق منظومة تعلم على الأنترنت القائمة على مفاهيم التعلم الإلكتروني حيث يدخل هذا المشروع في إطار الأنشطة المتعلقة بالتربية المالية، وتمنح هذه المنظومة للمستخدمين فرصة ولوج حصص تدريبية حول المبادئ الأساسية لسوق البورصة.¹ كما قامت بورصة الدار البيضاء المغربية بتجديد شهادتي نظام تدبير الجودة ونظام أمن المعلومات وإحداث قسم للمعاملات بالعملة الأجنبية وستناولهما بشيء من التفصيل فيما يلي:

1-1) إنجازات بورصات الدار البيضاء المغربية:

يمكن تلخيص إنجازات بورصة الدار البيضاء المغربية في النقاط التالية:²

1-1) تجديد شهادتي نظام تدبير الجودة ونظام أمن المعلومات: انخرطت بورصة الدار البيضاء المغربية في دينامية احترام المعايير الدولية بقصد توفير خدمات ذات جودة لزيائنها. وفي هذا السياق، قامت بورصة الدار البيضاء المغربية بتجديد شهادتي نظام تدبير الجودة إيزو 9001 ونظام أمن المعلومات إيزو 27001. ويرمي اعتماد هذه الضوابط والمعايير الدولية إلى تمكين بورصة الدار البيضاء من مواكبة تطورات السوق مع الاستجابة للمقتضيات والضوابط القانونية.

1-2) إحداث قسم للمعاملات بالعملة الصعبة: وفيما يخص جهود وتطوير العرض، قامت بورصة الدار البيضاء بإحداث قسم للمعاملات بالعملة الصعبة. ويصبح بالتالي من الممكن تداول السندات بالعملة الصعبة، وضمها إلى مسار ما بعد التداول، وتأمين نشرها على قنوات مختلفة، علاوة على دمج القيم الأجنبية في حساب المؤشر المرجعي بالدرهم. وسيسمح ذلك للشركات الأجنبية بالإدراج في السوق المغربية ورفع الأموال بالعملة الصعبة من جهة وجذب الرساميل من الشرق الأوسط وآسيا والغرب نحو إفريقيا من جهة أخرى.

1-3) تطوير المقاولات المغربية: بالموازاة مع ذلك، دعمت بورصة الدار البيضاء جهود تطوير المقاولات المغربية. وبعد نجاح برنامج "إليت" الذي بدأ في المغرب سنة 2016، قامت بورصة الدار البيضاء سنة 2017

¹ التقرير السنوي 2016، بورصة الدار البيضاء المغربية، المغرب، 2016، ص ص: (6-7).

² التقرير السنوي 2017، بورصة الدار البيضاء المغربية، المغرب، 2017، ص: 20.

بإطلاق الدفعتين الثالثة والرابعة، وذلك بمشاركة 11 و13 شركة جديدة على التوالي. وقد بلغ بذلك العدد الإجمالي للمقاولات المستفيدة من برنامج "إليت المغرب" 48 مقاولة. ويناهاز رقم معاملات هذه الشركات الموطد 14 مليار درهم، وتشتغل في 16 قطاعا مختلفا، وتوفر ما يعادل 11 ألف منصب شغل. كما استمر توسع دائرة المنخرطين في برنامج "إليت" المغرب. حيث تضم حاليا 7 صناديق استثمارية و20 شريكا، بما في ذلك بنوك ومكاتب محاماة ومكاتب تدقيق الحسابات، والخبراء المحاسبين ومكاتب المستشارين الماليين ومصارف الأعمال.

(2) - تحديات بورصة الدار البيضاء المغربية:

على الرغم من التطورات والتشريعات والأنظمة التي حققتها بورصة الدار البيضاء المغربية خلال السنوات الأخيرة إلا أنها مازالت تعاني من عدد من جوانب الضعف التي تحد من قدرتها على القيام بالدور المطلوب وتقلل من فعاليتها، وهي:¹

- العدد المحدود للشركات المدرجة بالمقارنة مع البورصات العالمية.
- قلة الاكتتاب العام في بورصة الدار البيضاء المغربية وعدم تنوع الخيارات التمويلية.
- سوق السندات غير ديناميكية في بورصة الدار البيضاء
- تواجه بورصة الدار البيضاء صعوبات في جذب المستثمرين الأجانب، والواقع أن معظم معايير اختيارهم خارجية (مخاطر البلد، والبيانات الاقتصادية، وآفاق النمو والتنمية في البلد) حيث لا يمكن لسوق الأسهم التصرف فيها.
- وإذا أخذنا بورصة الدار البيضاء باعتبارها الرائدة على صعيد أسواق الدول المغاربية فنجدها لا زالت تواجه عدة مشاكل على مستوى التسيير والحكامة، حيث عرفت منذ 1993 أزمات في التسيير أبرزها، المشاكل التي عرفت منذ نهاية أبريل 2008، حيث عرفت تراجعا متزايدا استمر حتى بداية 2009 نتج عن التضخم في أسعار الأسهم التي ارتفعت قيمتها السوقية خلال سنة 2007، وتزامن ذلك مع عدد من الأخطاء المرتكبة على مستوى التسيير في الشركة المسيرة، وقد نتج عن ضعف الحكامة في تسيير بورصة الدار البيضاء إقالة مجلس الإدارة الجماعية للشركة، وظهور احتمالات بتغيير أنظمة التسيير بالبورصة والتحضير لاقتراح مجموعة من مشاريع القوانين على البرلمان لتغيير منظومة العمل بالبورصة.²

تفرض جوانب الضعف هذه على القطاع المالي المغربي مواجهة التحديات التالية:³

¹ **Bourse marocaine : historique, réforme de 1993 et évolution.** <http://blog.wikimemoires.com/2012/10/bourse-marocaine-historique-reforme-de-1993-et-evolution/>, vu le 21/09/2018 , 11 :00H.

² عمر العسري، البورصات المغاربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية (بورصة الدار البيضاء نموذجا في إطار دراسة مقارنة مع محيطها المغاربي)، بحث منشور في الموقع الإلكتروني: iefpedia.com/.../d8a7d984d8a8d988d8b1d8b5d8a7d8aa- تاريخ الاطلاع: 2018/09/26، التوقيت: 8:36 ص، ص:189.

³ سامي حطاب، تطور الأسواق المالية العربية فرص التكامل والتنافس، الملتقى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني الموسوم بأسواق رأس المال الصاعدة نظرة مستقبلية، بورصة فلسطين، رام الله، أكتوبر 2008، ص:7، بتصرف.

1-2- استكمال الأطر القانونية والمؤسسية لبورصة الدار البيضاء المغربية: من خلال مراجعة التشريعات القائمة والتركيز على إيجاد قوانين مرنة تسمح باستيعاب التطورات المتوقعة والمحتملة وتكون قادرة على التكيف مع المتغيرات المستجدة وقادرة على التيسير التعامل والحماية للمتعاملين، الأمر الذي يساهم في استحداث الأنظمة والتعليمات التي تساهم في تنشيط التعامل بالسوق وتيسيره واستقراره.

2-2- تنشيط سوق السندات في بورصة الدار البيضاء المغربية: وذلك من خلال تشجيع إصدار هذه السندات وتوعية جمهور المستثمرين والمتعاملين بأهمية هذه الأداة المالية من كونها وسيلة جيدة للتمويل وأقل كلفة مقارنة مع الاقتراض من البنوك التجارية.

2-3- زيادة عمق السوق: وذلك من خلال تشجيع الشركات المساهمة العامة على إدراج أسهمها وكذلك تشجيع الشركات الخاصة على التحول إلى شركات مساهمة عامة، وتشجيع قيام الخبصة عن طريق الأسواق المالية وذلك لزيادة عمق وسيولة هذه الأسواق والأسهم الحرة المتاحة للتداول.

2-4- التركيز على تطبيق معايير المحاسبة والتدقيق ومعايير الإفصاح الدولية: من خلال إلزام الشركات المدرجة بإعداد قوائمها المالية وفقا لهذه القواعد والمعايير بهدف تعزيز الشفافية وحماية المستثمرين من الغش والممارسات الخادعة والتي تشمل استغلال المعلومات الداخلية لصالح فئة من المتعاملين. ومن الوسائل الهامة لتحقيق ذلك هو الالتزام بتطبيق الإفصاح الكامل للمعلومات اللازمة للمستثمر والتي تساعده على اتخاذ القرار الاستثماري السليم وتحديد المخاطر والعوائد المتوقعة من الاستثمار، وفرض العقوبات على الشركات المساهمة التي لا تلتزم بنشر التقارير الدورية والبيانات المالية، لتحقيق العدالة والكفاءة والشفافية للمتعاملين، إذ يجب على التشريعات أن تعزز ممارسات السوق والتي تضمن المعاملة العادلة وتضمن مستوى عال من الشفافية وتوفير المعلومات للمتعاملين في وقت واحد.

المبحث الثاني: البيئة الاقتصادية والمالية لبورصة الدار البيضاء المغربية

تشير البيئة الاقتصادية والمالية إلى مجموع السياسات والعوامل الداخلية والخارجية، الظرفية والهيكلية التي تحدد الواقع الاقتصادي للمغرب، حيث للاقتصاد المغربي نقاط قوة تتمثل في غنى البلاد بالموارد الطبيعية والفلاحية إضافة إلى جاذبيته السياحية. وقام المغرب في العقدين الأخيرين بتبني إصلاحات سياسية ومؤسسية عميقة سمحت له بالانفتاح على مجموعة من المهن ذات الإنتاجية العالية كالإلكترونيك، ترحيل الخدمات، الكيمياء وصناعة السيارات، وصناعات الطيران. رغم ذلك لا يزال يعاني اقتصاد المغرب من معوقات هيكلية، أبرزها ثقل الأعباء الطاقية والمديونية العمومية وارتهاان بعض القطاعات لتقلبات ظرفية مناخية أو خارجية (كالفلاحة والسياحة والفوسفات)، ناهيك عن تناقص إنتاجية وتنافسية بعض القطاعات الكلاسيكية (كالنسيج مثلا).

المطلب الأول: الهيكل الإنتاجي في الاقتصاد المغربي

يتوفر المغرب على موارد معدنية هامة فهو ثالث منتج للفوسفات في العالم وأول مصدر له بحوالي 20 مليون طن، كما يضم مخزوننا من الحديد والمعادن الأخرى من قبيل الباريك والرصاص والمنغنيز والكوبالت والنحاس والزنك والأنتيمون والفليور. وبالمقابل فإن مصادر الطاقة محدودة جدا حيث إن إنتاج البلاد من الأنترايسيت والغاز الطبيعي يغطي بالكاد 20% من الاحتياجات. أما أهم المحاصيل الزراعية للمغرب فهي الحبوب القمح والشعير والذرة والقطاني الفول والجلبانة والعدس والفاصوليا والحوامض، كما تحتل زراعة أشجار الفواكه وتربية المواشي مكانة خاصة في قطاع الفلاحة. ويساهم القطاع الصناعي بحوالي 28% من الناتج الداخلي الخام. وتأتي الصناعات الغذائية في الطليعة، تليها صناعة النسيج والجلد والبناء. كما يعتبر قطاع النقل قطاعا متطورا بالنظر إلى توفر المغرب على شبكة طرقية يبلغ طولها 59.474 كيلومترا، وكذا شبكة من السكك الحديدية تمتد على مسافة 1893 كيلومترا. وسنحاول من خلال ما يلي إظهار تطور الناتج المحلي الإجمالي في المملكة المغربية ونسبة مساهمة القطاعات الاقتصادية فيه خلال الفترة (2008-2017):

1- الناتج المحلي الإجمالي في المملكة المغربية:

يعتبر المغرب بلداً نامياً ذو اقتصاد يؤول نحو اقتصاد السوق، مع تدخل قوي للسلطات العمومية في الاستثمار وتوجيه السياسات الاقتصادية. وصنف المغرب وفق تقرير ويكبيديا كخامس قوة اقتصادية في أفريقيا في سنة 2016، بعد مصر، نيجيريا، الجزائر وجنوب أفريقيا بناتج محلي إجمالي يقدر بـ 104 مليار دولار أي بمعدل 3,108 دولار للفرد. ويبين الجدول أدناه تطور الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2017 من 85,743 مليون دولار في سنة 2008 إلى 109,716 مليون دولار سنة 2017 بنسبة نمو تعادل 27,95 بالمائة حيث تقلص عجز الميزانية إلى 3,6% من الناتج الداخلي الإجمالي وارتفعت العائدات الضريبية بشكل ملموس إلى جانب تحصيل مبالغ هامة برسم هبات بلدان مجلس التعاون الخليجي بقيمة 9,5 مليار درهم، وتواصل الجهود الاستثماري للخرينة حيث ارتفعت نفقات الاستثمار إلى 66,9 مليار.

وبخصوص الحسابات الخارجية، سجلت الصادرات أداء جيداً مع تحسن ملحوظ في صادرات الفوسفات ومشتقاته ومبيعات المهن العالمية للمغرب. وبالموازاة ذلك، وعلى الرغم من تزايد الفاتورة الطاقوية سجلت الواردات تراجعاً ملموساً بنسبة 12%، وهو ما يعكس بالأساس تباطؤ وتيرة مشتريات سلع التجهيز، لتساهم بذلك في تخفيف عجز الحساب الجاري من 4,2% إلى 3,6% من الناتج الداخلي الخام.¹

وقد شكل الاستهلاك النهائي للأسر والاستثمار العمومي وارتفاع وتيرة قروض التجهيز العوامل المحركة الرئيسية لديناميكية الطلب الداخلي. وبالفعل فإن الاستهلاك النهائي للأسر الذي ارتفع بنسبة 3,4 بالمائة سنة 2016، استفاد من نسبة التضخم المنخفضة، ومن ارتفاع عائدات المغاربة المقيمين بالخارج وارتفاع وتيرة قروض الاستهلاك بنسبة 5,4 في المائة. بينما ارتفعت نسبة الاستثمار، إذ سجلت 33,1 في المائة من الناتج الداخلي الخام سنة 2016 عوض 30,8 في المائة سنة 2015.²

الجدول رقم (3): تطور الناتج المحلي الإجمالي للمملكة المغربية خلال الفترة (2008-2017).

الوحدة: مليون دولار

2010	2009	2008	السنوات
91314	90553	85743	الناتج المحلي الإجمالي
2013	2012	2011	السنوات
105333	96187	93574	الناتج المحلي الإجمالي
2016	2015	2014	السنوات
10334	101187	107852	الناتج المحلي الإجمالي
		2017	السنوات
		109716	الناتج المحلي الإجمالي

المصدر: صندوق النقد العربي، تقارير صندوق النقد العربي الصادرة خلال الفترة (2008-2017)،

<https://www.amf.org.ae/ar/content/>، تاريخ الاطلاع: 2019/05/02، التوقيت: 5:39 صا.

¹ التقرير السنوي، بنك المغرب، السنة المالية 2017، المغرب، ص: ii.

² تقرير المجلس الاقتصادي والاجتماعي والبيئي لسنة 2016، المغرب، ص: 14.

2- مساهمة أهم القطاعات الاقتصادية في تشكيل الناتج المحلي الإجمالي:

يمثل القطاع الخدماتي الممثل في إجمالي التجارة والمطاعم، النقل والمواصلات والخدمات الأخرى أعلى نسبة تعادل تقريبا 50 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي للمملكة المغربية ما يجعله من أكثر وأنشط القطاعات الاقتصادية من حيث معدلات الإنتاجية و الربحية على رؤوس الأموال الاستثمارية، ناهيك عن تحقيق عوائد إضافية لخزينة الدولة من الرسوم والإيرادات الضريبية، وذلك بفضل الإصلاحات الكبرى، خصوصا على مستوى قطاع تكنولوجيا الإعلام والاتصال، والقطاع البنكي، والخدمات المقدمة للشركات.¹ وبناء على ذلك فإنه يمكن تصنيف الاقتصاد المغربي في بوتقة الاقتصاد المعني بالدرجة الأولى بقطاع الخدمات حيث تؤكد بيانات الجدول رقم(4) ذلك.

بينما يشكل القطاع الفلاحي من مجمل اقتصاد المملكة بنسبة تتراوح ما بين 13,06 بالمائة في سنة 2008 و 12,37 بالمائة في سنة 2017. ويشمل القطاع الزراعي، الصيد البحري، والزراعة التصديرية والفلاحة (كثيرة المواشي مثلا). ومن أهم المحاصيل الزراعية لاقتصاد المغرب الحمضيات، والفواكه، والزيتون والحبوب (كالقمح والذرة والشعير)، وقصب السكر والقطاني (كالفول والجلبان والعدس والفاصوليا البيضاء). وتعتبر الزراعة مصدرا رئيسيا من مصادر الدخل الفردي لعدد كبير من سكان المغرب، إذ يعتمد زهاء 40% من إجمالي عدد سكان البلاد بشكل أساسي على هذا القطاع الحيوي الهام.

أما الأنشطة الصناعية فهي تتوزع على عدة محاور نذكر منها الصناعة الإستخراجية التي تعنى باستخراج المعادن والمياه والطاقة (كإنتاج الكهرباء وتكرير البترول واستخلاص الزيوت الصخرية والطاقة النفطية ومشتقاتها)، والصناعة الاستهلاكية (كالمنتجات الغذائية والصناعات السمكية والمشروبات)، والصناعة التحويلية (كالصناعات الكيماوية وشبه الكيماوية والبتروكيماوية والمعدنية والتعليلية وصناعة النسيج والجلود والورق المقوى ومعدات النقل، والبناء والصادرات والأشغال العامة.

وارتفعت نسبة مساهمة قطاع الصناعة في الناتج المحلي الإجمالي للمغرب من 15,7 بالمائة في سنة 2008 إلى 18,01 بالمائة في سنة 2017. ومن المنتظر أن يتضاعف هامش الإنتاج الصناعي بفضل عدة عوامل ومتغيرات اقتصادية نذكر منها مثلا تهاوت المستثمرين على المملكة وارتفاع معدلات الطلب على مختلف الصناعات المحلية المغربية، وذلك نظرا لجودتها العالية وأسعارها التنافسية المعقولة على مستوى العالم. ومن أهم الدول الأجنبية التي تستثمر باقية كبيرة من أعمالها ومصالحها التجارية المختلفة في المملكة المغربية، نذكر على سبيل المثال البرتغال والمملكة المتحدة وفرنسا وإسبانيا والولايات المتحدة الأمريكية.

¹ مديرية الدراسات والتوقعات المالية، وزارة الاقتصاد والمالية، ملخص التقرير الاقتصادي والمالي لسنة 2016، المملكة المغربية، صص: (3-4).

الجدول رقم (4): تطور مساهمة أهم القطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي للمملكة المغربية خلال الفترة (2008-2017).

الوحدة: %

السنوات	الفلاحة	الصناعة الاستخراجية	الصناعة التحويلية	التجارة والمطاعم والفنادق	النقل والمواصلات	خدمات أخرى	البناء	التمويل والمصارف
2008	13,06	1,93	13,77	13,05	6,86	31,13	6,41	9,35
2009	14,44	2,31	14,34	12,12	6,53	29,70	6,24	8,58
2010	13,84	3,87	14,13	12,07	6,46	30,13	6,16	7,97
2011	14,31	5,15	14,49	11,94	6,34	31,03	5,97	8,90
2012	13,34	4,87	14,77	12,02	6,20	32,20	6,04	8,82
2013	14,63	4,69	14,34	11,93	6,44	31,97	5,68	8,70
2014	14,26	4,20	14,46	11,94	5,89	31,93	6,05	1,00
2015	12,57	2,28	16,06	9,89	3,65	29,22	5,55	7,14
2016	11,99	2,03	15,77	10,28	5,82	28,61	5,71	5,45
2017	12,37	2,28	15,73	10,43	5,83	27,82	5,56	5,86

المصدر: صندوق النقد العربي، تقارير صندوق النقد العربي الصادرة خلال الفترة (2008-2017)،
<https://www.amf.org.ae/ar/content>، تاريخ الاطلاع: 2019/05/02، التوقيت: 5:39 صا.

(3) - أهم مؤشرات الاقتصاد المغربي:

يمكن إيجاز أهم الحقائق المجردة عن الاقتصاد المغربي في النقاط التالية:¹

- لا يمكن اعتبار التقدم الاقتصادي والاجتماعي المحرز والذي لا يمكن إنكاره على مدى العشرة الأخيرة كأمر مكتسب بشكل نهائي. فمن حيث العرض، لم تسفر الجهود الهامة في مجال الاستثمار المبدولة أساسا من قبل الدولة والمؤسسات العمومية بعد عن مكاسب إنتاجية كبيرة ولا يمكن تعزيزها بشكل أكبر. ومن حيث الطلب، يعزى النمو أساسا إلى الطلب الداخلي في ظل ارتفاع مديونية الدولة والشركات والأسر المعيشية.
- تبرز الديناميكية الهيكلية للاقتصاد المغربي ثلاثة اتجاهات رئيسية: صعوبة توزيع العمالة غير المؤهلة الناتجة عن ضعف التصنيع بشكل عام على الرغم من النجاح المبهر في بعض القطاعات الناشئة (السيارات، صناعة الطائرات، والصناعات الغذائية، والطاقت المتجددة، إلخ)، صعوبة توزيع العمالة المؤهلة الناجمة عن بطء رفع مستوى النسيج الاقتصادي، لا سيما طلبات الأسر المتوسطة والعليا، وصعوبة تخصيص المواهب التي تؤدي

¹ جان بيير شوفور، المغرب في أفق 2040 (الاستثمار في الرأسمال اللامادي لتسريع الإقلاع الاقتصادي)، مجموعة البنك الدولي، 2017، ص: (2-1).

إلى ضعف ديناميكية قطاع المقاولات. وبشكل عام تتسم المقاولات المغربية بحكم ضعف هيكلتها وصغر حجمها وضعف تدويلها بضعف الديناميكية والابتكار.

- يشكل تحقيق مستوى عال من النمو الاقتصادي المدمج، وخلق فرص عمل ذات جودة عالية خلال 25 عاما والحفاظ عليهما أهم التحديات السياسية والاقتصادية للمغرب. وقد أبرز استعراض السيناريوهات المحتملة النقاط التالية:

- يمثل التحول الديمغرافي والتنمية الحضرية للمجتمع في إطار الجهوية الموسعة وارتفاع المستوى التعليمي للسكان ثلاثة اتجاهات عميقة وهيكلية في المجتمع، وتشكل نافذة من الفرص الفريدة من نوعها في تاريخ المغرب.
- ومع ذلك فإن هذه الاتجاهات الهيكلية لن تكون كافية في حد ذاتها لتحريك عجلة النمو بشكل مستدام. وبغية تفادي ما يدعى "فخ البلدان متوسطة الدخل" سيتعين على المغرب تحقيق مكاسب إنتاجية أعلى من السابق والحفاظ عليها طيلة جيل واحد على الأقل.

- يرتكز السيناريو المتمثل في استقرار الاتجاهات التي لوحظت خلال الفترة الممتدة ما بين عامي 2000 و2015 (تراكم عال للأسماال الثابت، وتوفير فرص عمل محدودة، وضعف مكاسب الإنتاجية) على أساس آلية تراكم رأس المال الذي يظهر أنه من الصعب استدامته، إذ أنه لا يمكن أن تستمر نسبة الاستثمار في النمو إلى الأبد إن لم تتسارع مكاسب الإنتاجية، فلا يمكن لوتيرة النمو إلا أن تتباطأ. ولعل الديناميكية البطيئة المسجلة خلال السنوات الأخيرة يمكن أن تفسر كتوطئة لسيناريو الالتقائية البطيئة.

- تمثل مضاعفة المكاسب الإنتاجية بنسبة 2 بالمائة سنويا لعدة عقود تحديا حقيقيا لأنها تتطلب إجراء تحول هيكلية عميق للاقتصاد وتحقيق مكاسب كبيرة على مستوى النجاعة. وبالتالي، فإن مكاسب الإنتاجية الإضافية لن تتحقق فقط من الاستثمارات الجديدة في الأسماال الثابت ولكن من تعزيز الجهود لمراكمة المزيد من الأسماال غير المادي، أي الأسماال البشري والمؤسسي والاجتماعي. وترتبط تطورات الإنتاجية والأسماال غير المادي ببعضها البعض إلى حد كبير، وهكذا فإن مسار النمو وتطور رفاهية الساكنة المغربية بحلول عام 2040 سيتحدد من خلال هاتين المتغيرتين الأساسيتين.

- ومن الطبيعي أن يكون المغرب مضطرا من خلال إعادة توجيه أولويات السياسات العمومية نحو تنمية الأسماال غير المادي إلى تغيير استراتيجيته التنموية و تعزيز حكامه السياسات القطاعية.

المطلب الثاني: تطورات معدل التضخم في المغرب

تميزت سنة 2006 بضغوطات على مستوى الأسعار عند الاستهلاك وارتفاع الرقم الاستدلالي لكلفة المعيشة بنسبة 3,3%، لتراجع فيما بعد ذلك إلى 1 بالمائة سنة 2017 بسبب تباطؤ الزيادة في أسعار المواد الغذائية في الأسواق الدولية. حيث انخفضت معدلات التضخم في سنة 2007 إلى 2% بسبب تراجع عرض المنتجات الفلاحية وارتفاع أسعار المواد الغذائية الأساسية والطاقة في الأسواق الدولية، ويعزى هذا النمو بالأساس إلى الإجراءات الحكومية التي اتخذها المغرب الممثلة أساسا في عمليات تقليص رسوم استيراد الحبوب والحليب، و زوال آثار الزيادات التي عرفت أسعار النقل سنة 2006 وتراجع أسعار الاتصالات واللحوم.¹ في حين ارتفعت نسبة التضخم وفق بيانات الجدول رقم (5) إلى 3,7% في سنة 2008 بسبب تطور أسعار المنتجات الغذائية الأساسية وأسعار النقل الخاص التي سجلت أقوى الارتفاعات، مساهمة بذلك بما مجموعه 2,8 نقطة مئوية في التضخم الإجمالي، إلا أن تدخلات صندوق المقاصة مكنت من التخفيف من آثار تزايد أسعار السلع الأولية الغذائية والطاقة على الأسعار الداخلية خلال هذه السنة.² وفي سنة 2009، تراجع معدل التضخم بشكل ملموس إلى 1% حيث انخفض مؤشر التضخم الأساسي الذي يستثني المواد الغذائية التي تعرف أسعارها تقلبات كبيرة من 4,5% إلى 1%. ويعزى تسجيل هذا المستوى من التضخم بالأساس إلى انخفاض الأسعار العالمية للمواد الأولية وتراجع ضغوط الطلب الموجهة من البلدان الشريكة للمغرب.³

الجدول رقم (5): تطور معدلات التضخم في المملكة المغربية خلال الفترة (2008-2017).

الوحدة: %

السنوات	2006	2007	2008	2009
معدل التضخم	3,3	2	3,7	1
السنوات	2010	2011	2012	2013
معدل التضخم	0,9	0,9	1,3	1,9
السنوات	2014	2015	2016	2017
معدل التضخم	0,4	1,6	1,9	1

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على المصادر التالية:

- البنك المركزي المغربي، التقارير السنوية الصادرة عن البنك المركزي المغربي خلال الفترة (2006-2015)، www.bkam.ma، تاريخ الاطلاع: 2019/05/02، التوقيت: 6:00:00 سا.

- محمد معتز، التضخم في المغرب يرتفع إلى 1,9 بالمئة، منشور في موقع النشرة العربية بتاريخ 2016/12/22، <https://ara.reuters.com>، تاريخ الاطلاع: 2019/05/03، التوقيت: 8:00:00 سا.

- أحمد حلمي علمي، الميزانية الاقتصادية الاستشرافية لسنة 2018، المندوبية السامية للتخطيط، الدار البيضاء، المغرب، 05 جويلية 2017.

¹ التقرير السنوي 2007، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان 2008، ص: 48.

² التقرير السنوي 2008، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان 2009، ص: 69.

³ التقرير السنوي 2009، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان 2010، ص: 68.

ويلخص الجدول أعلاه تطورات معدلات التضخم في المرحلتين التاليتين:

- **الفترة (2010-2013):** وفي سياق يتسم بضعف ضغوط الطلب الداخلي والخارجي، وبالرغم من ارتفاع الأسعار الدولية للمواد الأولية، بلغت نسبة التضخم وفقا لبيانات الجدول أعلاه في سنة 2010 ما قدره 0,9% عوض 1% سنة 2009.¹ لتظل مستقرة عند 0,9% في سنة 2011 و منسجمة مع هدف استقرار الأسعار الذي يتوخاه بنك المغرب بسبب الانخفاض العرضي لأسعار خدمات الهاتف والفاكس في سبتمبر 2011 وتدني أسعار المواد الغذائية المتقلبة.² في حين عرفت معدلات التضخم في سنتي 2012 و 2013 ارتفاعا بفارق قدره 0,4% و 1% على التوالي، ويعود سبب هذا الارتفاع إلى الزيادة التي أقرتها الحكومة في أسعار أهم المحروقات في الفاتح جوان 2012، وارتفاع أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة بنسبة 3%³. ومع ذلك فقد خف تأثير هذه الضغوط في سنة 2013 بفعل تدني الضغوط الخارجية في ظل تقلص الأسعار الدولية للسلع الأولية وتراجع التضخم في منطقة اليورو.⁴

- **الفترة (2014-2017):** سجل التضخم الذي يقاس بتغير مؤشر أسعار الاستهلاك مستوى ضعيفا في سنة 2014 بسبب تراجع أسعار المواد الغذائية المتقلبة الأسعار، إذ انخفض من 1,9% في سنة 2013 إلى 0,4% سنة في 2014.⁵ وفي سنة 2015، سجلت نسبة التضخم مستوى معتدلا إذ بلغت 1,6% بسبب ارتفاع أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأسعار بعد تراجعها القوي سنة 2014. ويعود سبب هذه الزيادة كذلك إلى تزايد حدة غلاء أسعار بعض المنتجات المقننة باستثناء الوقود وزيوت التشحيم التي شهدت أسعارها انخفاضا بواقع 16,1% بعد تناميها بنسبة 7% في سنة 2014، وذلك نتيجة لتدني أسعار النفط على الصعيد الدولي.⁶ بينما ارتفع معدل التضخم في المغرب خلال سنة 2016 إلى 1,9% بعدما كان 1,6% بسبب زيادة أسعار السلع الغذائية وغير الغذائية. حيث ارتفع معدل التضخم السنوي لأسعار السلع الغذائية من 2,2% سنة 2015 إلى 2,8% سنة 2016، بينما سجل معدل التضخم السنوي لأسعار السلع غير الغذائية نسبة 1,3% سنة 2016 بعدما كانت 1,2% سنة 2015.⁷ في حين عرفت سنة 2017 استقرار المستوى العام للأسعار في مستويات منخفضة منتقلا من 1,6% سنة 2016 إلى 1% سنة 2017 بسبب تراجع فاتورة الواردات الغذائية بنسبة 4,4% الذي تزامن مع تراجع عجز الميزانية من 4% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة

¹ التقرير السنوي 2010، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان، 2011، ص:63.

² التقرير السنوي للسنة المالية 2011، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان، 2012، ص:61.

³ التقرير السنوي للسنة المالية 2012، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان، 2013، ص:61.

⁴ التقرير السنوي للسنة المالية 2013، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان، 2014، ص:49.

⁵ التقرير السنوي للسنة المالية 2014، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان، 2015، ص:42.

⁶ التقرير السنوي للسنة المالية 2015، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان، 2016، ص:45.

⁷ محمد معتز، التضخم في المغرب يرتفع إلى 1,9 بالمئة، منشور في موقع النشرة العربية بتاريخ 2016/12/22، <https://ara.reuters.com>

تاريخ الاطلاع: 2019/05/03، التوقيت: 8:00 سا.

2016 إلى 3,8% سنة 2017، وانخفاض معدل الدين العمومي الإجمالي منتقلا من 81,4% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2016 إلى 80,9% سنة 2017.¹

المطلب الثالث: مسار تطور سعر الصرف الدرهم المغربي

سجل مسلسل التحرير المالي تسارعا سنة 2007 لا سيما مع التدابير التي تم اتخاذها في مجال فتح حساب رأس المال لفائدة المقيمين للوصول إلى ملاءمة قوانين الصرف مع الانفتاح المتزايد للاقتصاد المغربي.² وبالموازاة مع ذلك ارتفع سعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي بنسبة 7,36%، في حين انخفض بنسبة (1,58)% مقابل اليورو وبنسبة (1,20)% مقابل الجنيه الاسترليني. وفي سنة 2008، شهد سعر صرف الدرهم المغربي تغيرات معتبرة أمام الدولار والجنيه الاسترليني فيما بقي مستقرا من حيث القيمة الحقيقية.³ ورغم العجز الذي أفرزته المعاملات الجارية مع الخارج سنة 2008 الموازي لـ 5,2% من الناتج الداخلي الإجمالي، والذي يعود بالأساس إلى التراجع الطفيف المسجل في المداخيل السياحية وتحويلات المغاربة المقيمين بالخارج.⁴ و في ظل مناخ دولي تميز بعدم استقرار الأسواق المالية، سجل الدرهم في سنة 2009 ارتفاعا سنويا متوسطا بلغ 11,6% مقارنة بالجنيه الإسترليني و 0,9% مقابل الأورو، بينما انخفضت قيمته إزاء الدولار بواقع 4,4% وأمام الين بنسبة 14,7%.⁵ ويتناول هذا المطلب فترات تطور سعر صرف الدرهم المغربي، والمبينة في الجدول رقم (6).

¹ أحمد حلمي علمي، الميزانية الاقتصادية الاستشرافية لسنة 2018، المندوبية السامية للتخطيط، الدار البيضاء، المغرب، 05 جويلية 2017، ص:3.

² التقرير السنوي 2007، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان 2008، ص:62.

³ التقرير السنوي 2008، بنك المركزي المغربي، المغرب، جوان 2009، ص:111.

⁴ نفس المرجع السابق، ص:84.

⁵ التقرير السنوي 2009، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان 2010، ص:122.

الجدول رقم (6): تطور أسعار صرف الدرهم المغربي مقابل بعض العملات العالمية خلال الفترة (2010-2017).

السنوات	2010	2011	2012
الجنيه الاسترليني	13,1605	13,0266	13,7594
اليورو	11,1923	11,1405	11,0211
الدولار الأمريكي	8,3205	8,3185	8,5865
السنوات	2013	2014	2015
الجنيه الاسترليني	13,3571	13,8983	15,0066
اليورو	11,2223	11,0185	10,5905
الدولار الأمريكي	8,2785	8,8971	9,8640
السنوات	2016	2017	
الجنيه الاسترليني	12,7105	12,7072	
اليورو	10,7986	10,8225	
الدولار الأمريكي	10,1268	9,2850	

المصدر: الموقع الإلكتروني لتحويل العملات، <https://www.exchangerates247.com/ar> /تحويل-العملات، تاريخ الاطلاع: 2019/05/03، التوقيت: 19:00 سا.

ويظهر الجدول أعلاه تطور أسعار صرف الدرهم المغربي مقابل بعض العملات العالمية وفقا للمراحل التالية:

- **الفترة (2010-2012):** ارتفعت قيمة العملة المغربية في بداية هذه المرحلة بنسبة 0,86% مقابل الأورو. بينما انخفضت إزاء الدولار والجنيه الإسترليني بنسبة 9,98% و 3,90% و 2,83% على التوالي. وفي ظل هذه الظروف، انخفضت قيمة سعر الصرف الفعلي الإسمي للدرهم بنسبة 2,5% في المتوسط. وتراجعت كذلك قيمة سعر الصرف الفعلي الحقيقي بنسبة 4,13%¹ بسبب العوامل التالية:

- انخفاض قيمة الأورو في المتوسط السنوي مقارنة مع الدولار الأمريكي والين الياباني والجنيه الإسترليني.

- تباطؤ النمو العالمي وبقاء أسعار النفط في مستوى مرتفع.

- تفاقم عجز الميزان التجاري من جديد سنة 2011، والذي انتقل من 19,4% إلى حوالي 23% من الناتج الداخلي الإجمالي، حيث تزايدت الواردات بواقع 20,1% والصادرات بنسبة 16,3%، وتزايد عجز المبادلات الجارية ليصل إلى 8% من الناتج الداخلي الإجمالي، وهو المستوى الأكثر ارتفاعا منذ بداية الثمانينات.²

وفي سنة 2011، ارتفع سعر صرف الدرهم المغربي ارتفاعا طفيفا، ويعود ذلك لمواصلة البنك تدخلاته بشكل رئيسي من خلال التسيقات لمدة 7 أيام بناء على طلبات العروض، وأحيانا من خلال عمليات الضبط الدقيق، وبعد قرار مجلس البنك في شهر سبتمبر 2011، تم القيام بعمليات إعادة الشراء لثلاثة أشهر بقيمة

¹ التقرير السنوي 2010، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان 2011، ص ص: (112-113).

² التقرير السنوي 2011، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان 2012، ص: 72.

بلغت على التوالي 5 و 10 مليارات درهم في 27 سبتمبر و 22 نوفمبر 2011. ¹ بينما في سنة 2012 ارتفعت قيمة العملة الوطنية بنسبة 1,42% مقابل الأورو، بينما انخفضت بنسبة 6,24% مقابل الدولار الأمريكي و 5,17% إزاء الجنيه الاسترليني. ²

- الفترة (2013-2017): تراجع سعر صرف الدرهم المغربي في بداية هذه المرحلة مقابل الأورو بواقع 0,60% وبنسبة 2,73% مقابل الدولار مما يعكس تغير الأورو مقابل الدولار الأمريكي. في ظل هذه الظروف ارتفعت قيمة العملة الوطنية بشكل مهم مقابل عملات أبرز شركاء المغرب من الدول الصاعدة. وبذلك ارتفعت قيمة الدرهم مقابل الريال البرازيلي بنسبة 13,18% وبنسبة 12,14% مقابل الروبية الهندية وواقع 8,44% مقابل الليرة التركية. وتزايد سعر الدرهم مقابل عملة الصين، ثالث مزود للمغرب، بشكل طفيف لم يتجاوز 0,75%. وأخذا في الاعتبار تطور أسعار عملات باقي الشركاء والمنافسين، تنامي سعر الصرف الفعلي للدرهم بنسبة 1,5% بالقيمة الاسمية وبنسبة 1,3% بالقيمة الحقيقية. ³ في حين ارتفع سعر صرف الدرهم المغربي بنسبة 0,9% بالقيمة الاسمية خلال سنة 2014 بسبب تحسن وضعية الميزان التجاري حيث ارتفعت الصادرات المغربية بنسبة 7,9% بفعل الديناميكية المستمرة لمبيعات قطاع السيارات وانتعاش صادرات مشتقات الفوسفات. بالموازاة مع ذلك، استقرت الواردات تقريبا في نفس مستواها لسنة 2013 حيث تم تعويض انخفاض الفاتورة الطاقية ومشتريات سلع التجهيز بارتفاع على مستوى المشتريات من المنتجات الغذائية والسلع الاستهلاكية. ⁴

وفي ظل تراجع قيمة الأورو مقارنة بالدولار ولتغيير سلة العملات الذي دخل حيز التنفيذ في أبريل 2015، تزايدت قيمة الدرهم بنسبة 3% مقابل الأورو في حين تراجع بنسبة 13,9% أمام الدولار، ومقارنة بعملات باقي أبرز الدول الشريكة والمنافسة سجلت العملة الوطنية تراجعا على الخصوص بواقع 7,3% أمام الجنيه الإسترليني (حسب بيانات الجدول رقم (6)). ⁵

وفي هذا السياق، عرف سعر صرف الدرهم المغربي انخفاضا مقابل الجنيه الاسترليني بنسبة 15,26 بالمائة في سنة 2016 و 4 بالمائة في سنة 2017. في حين انخفض سعر العملة المغربية مقابل اليورو بنسبة 1,96 بالمائة في سنة 2016، وبنسبة 0,2 بالمائة في سنة 2017. بينما انخفض سعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي بنسبة 2,66 بالمائة في سنة 2016 ليرتفع بنسبة 8,31 بالمائة في سنة 2017. وتزامنت هذه التغيرات مع تصريح محافظ البنك المركزي المغربي بأن نظام سعر صرف الدرهم المغربي سيمر رسميا من السعر الثابت إلى السعر المرن مع نهاية جوان 2017 بالتدرج ولن يترتب عنه أي تخفيض لقيمة الدرهم المغربي.

¹ نفس المرجع السابق، ص: 103.

² التقرير السنوي 2012، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان 2013، ص ص: (104-105).

³ التقرير السنوي 2013، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان 2014، ص: 101.

⁴ التقرير السنوي 2014، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان 2015، ص: 64.

⁵ التقرير السنوي 2015، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان 2016، ص ص: (90-91).

وهذا ما جعل المتعاملون يقدمون على بيع الدرهم المغربي مقابل العملات الصعبة تحسبا لانخفاضه، غير أن بنك المغرب تدخل لدى البنوك بداية الأسبوع الأخير من شهر جوان 2017 من أجل كبح هذا التوجه.¹

المطلب الرابع: تحليل تغيرات سعر الفائدة في الاقتصاد المغربي

يعكس قرار المجلس رفع سعر الفائدة الرئيسي إلى 3,5% بتاريخ 23 سبتمبر 2008 (أنظر الجدول رقم 14) تزايد الضغوط على السيولة البنكية في أكتوبر ونوفمبر من سنة 2008، مما تسبب في رفع سعر الفائدة بين البنوك إلى مستويات فاقت سعر الفائدة الرئيسي، وذلك رغم قيام البنك بعدة عمليات لضخ السيولة. وفي نهاية سنة 2008، وبفضل القرار المتخذ في 23 ديسمبر 2008 والقاضي بتقليص نسبة الاحتياطي النقدي، تدنى سعر الفائدة ما بين البنوك بشكل ملموس لينتقل إلى 3,56% في ديسمبر 2008.²

الجدول رقم (7): تطور سعر الفائدة الرئيسي خلال الفترة (2006-2017).

السنوات	2006	2007	2008
سعر الفائدة الرئيسي	3,25%	3,25%	3,5%
السنوات	2009	2010	2011
سعر الفائدة الرئيسي	3,25%	3,29%	3,29%
السنوات	2012	2013	2014
سعر الفائدة الرئيسي	3%	3%	2,75%
السنوات	2015	2016	2017
سعر الفائدة الرئيسي	2,51%	2,25%	2,25%

المصدر: البنك المركزي المغربي، التقارير السنوية الصادرة عن البنك المركزي المغربي خلال الفترة (2006-2008)، www.bkam.ma، تاريخ الاطلاع: 2019/05/02، التوقيت: 6:00سا.

ويبين الجدول أعلاه تطور سعر الفائدة وفق المراحل التالية:

- **الفترة (2009-2011):** انعكس تقليص سعر الفائدة الرئيسي في سنة 2009 إلى 3,25% وفق القرار الذي اتخذته المجلس في مارس 2009 على تطور أسعار الفائدة لأمد قصير حيث بقيت متجهة نحو الانخفاض بشكل عام مقارنة بما كانت عليه سنة من قبل.³ كما مكنت تدخلات البنك في سنة 2010 من الإبقاء على سعر الفائدة بين البنوك في مستوى قريب من سعر الفائدة الرئيسي، إذ بلغ متوسطه اليومي 3,29%. وفي الوقت نفسه انخفض تقلبه بشكل كبير بحيث تراجع الانحراف المعياري من 0,27 في سنة 2009

¹ لحسن مقنع، المغرب يتحول إلى سعر الصرف المرن نهاية الشهر الحالي، مقال منشور في جريدة الشرق الأوسط، بتاريخ 22 جوان 2017، <https://aawsat.com/home/article>، تاريخ الاطلاع: 2019/04/24، التوقيت: 5:51سا.

² التقرير السنوي 2008، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان 2009، ص ص: (117-118).

³ التقرير السنوي 2009، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان 2010، ص: 116.

إلى 0,18 في سنة 2010.¹ وفي سنة 2011، قام بنك المغرب بضخ مبالغ نقدية كبيرة في السوق النقدية للحفاظ على متوسط سعر الفائدة المرجح في السوق ما بين البنوك المحسوب على أساس يومي في مستوى قريب (3,25%) من سعر الفائدة الرئيسي المقدر وفق بيانات الجدول رقم (14) ب 3,29%. وفي الوقت نفسه، ظل تقلبه الذي يقاس بانحرافه المعياري مستقرا مقارنة مع السنة السابقة في حدود 7 نقط أساسية.²

- الفترة (2012-2014): انخفض سعر الفائدة الرئيسي من 3,29% إلى 3% في مارس 2012، وبلغ متوسط سعر الفائدة المرجح في السوق ما بين البنوك 3,19% في المتوسط، بانخفاض قدره 10 نقط أساس مقارنة مع سنة 2011. أما تقلبه فظل شبه مستقر من سنة لأخرى، إذ بلغ انحرافه المعياري 8 نقط أساس. وفي سنة 2013، انخفض سعر الفائدة ما بين البنوك في السوق النقدية بواقع 13 نقطة أساس مقارنة بسنة 2012 ليصل إلى 3,06% في المتوسط. وهي نسبة قريبة من سعر الفائدة الرئيسي. وقد صاحب هذا التغير تدني تقلب سعر الفائدة ما بين البنوك، إذ انخفض انحرافه المعياري من 8 نقاط إلى نقطتي أساس. بينما في سنة 2014، تميزت الأوضاع النقدية بالتيشير على العموم لا سيما بعد قراري بنك المغرب القاضي بخفض سعر الفائدة الرئيسي من 3% إلى 2,75% في 23 سبتمبر 2014 ثم إلى 2,5% في 16 ديسمبر من سنة 2014.³ ويعكس هذا التطور رغم انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق القائمة بين البنوك والدين الخاص الجهود الذي تبذله البنوك من أجل ضمان إخلاص الزبائن وجذب موارد أكثر استقرارا.⁴

- الفترة (2015-2017): واصلت أسعار الفائدة تراجعها سنة 2015 في مختلف الأسواق يدعمها في ذلك توجه سياسة الميزانية وتحسن سيولة الاقتصاد. وفي السوق القائمة بين البنوك تراجع سعر الفائدة المرجح من 2,95% في المتوسط إلى 2,51% مع بقاءه موائما لسعر الفائدة الرئيسي. و صاحب هذا الانخفاض تزايد في حجم المبادلات الذي بلغ 4,7 مليار درهم كمتوسط يومي. إلى جانب ذلك، قامت البنوك بتنفيذ عدة عمليات إعادة الشراء في السوق النقدية. إذ قدر متوسط المبلغ الجاري لتوظيفاتها بواقع 5,1 مليار درهم.⁵ وفي ظل غياب ضغوط تضخمية، واصل بنك المغرب نهج سياسة نقدية تيسيرية لدعم النشاط الاقتصادي. فقد قام في شهر مارس 2016 بخفض سعر الفائدة الرئيسي بمقدار 25 نقطة أساس إلى 2,25%، مع مواصلة تنفيذ برنامجه لدعم التمويل البنكي للمقاولات الصغيرة والصغيرة والمتوسطة. ومن أجل ضبط السيولة في السوق القائمة بين البنوك التي عرفت تحسنا ملحوظا بفضل ارتفاع احتياطات الصرف، رفع البنك نسبة الاحتياطي الإلزامي من 2% سنة 2015 إلى 4% سنة 2016 مع منح تحفيظات للبنوك التي تبذل مجهودا أكبر

¹ التقرير السنوي 2010، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان 2011، ص: 109.

² التقرير السنوي 2011، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان 2012، ص: (107-108).

³ التقرير السنوي 2014، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان 2015، ص: 86.

⁴ نفس المرجع السابق، ص: 89.

⁵ التقرير السنوي 2015، البنك المركزي المغربي، المغرب، جوان 2016، ص: (88-89).

فيما يخص منح القروض. وموازة مع ذلك، حرص بنك المغرب على انتقال قراراته إلى الاقتصاد الحقيقي من خلال تتبع وثيق لها.¹ واستمر بنك المغرب في نهج سياسة نقدية تيسيرية من أجل دعم النشاط الاقتصادي خلال سنة 2017، إذ أبقى على سعر الفائدة الرئيسي دون تغيير وواصل دعم التمويل البنكي للمقاولات. كما استمر في تعزيز إطار الإشراف البنكي مع مواكبة خاصة للبنوك التشاركية التي بدأت خلال هذه السنة في تقديم خدماتها.²

المطلب الخامس: تحليل نمو الكتلة النقدية في الاقتصاد المغربي

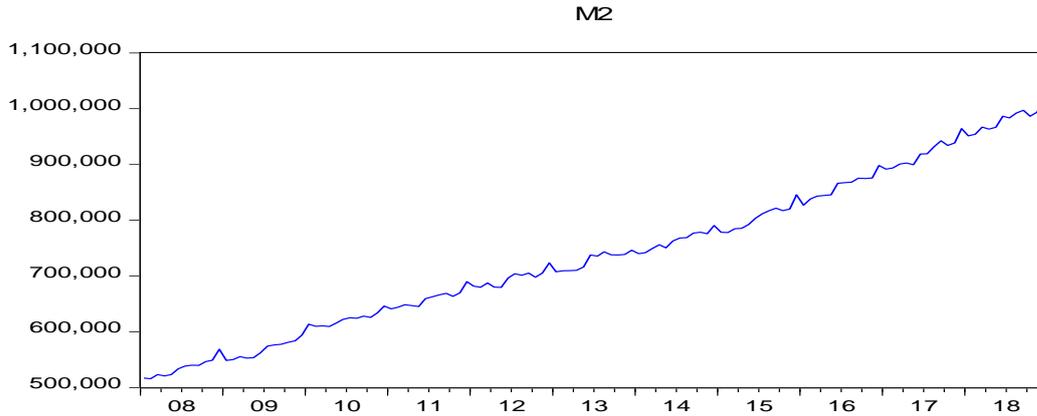
عرف نمو الكتلة النقدية تسارعا خلال الفترة الماضية حيث بلغت نسبته 17% في سنة 2006 بدلا من 14% سنة 2005 و7,8% سنة 2004. ويعكس هذا الارتفاع بالإضافة إلى توسع العملة الائتمانية والودائع تحت الطلب تواصل انتعاش الودائع لأجل التي ارتفع سعر الفائدة عليها بشكل ملموس. كما تواصل في نفس السنة الاتجاه نحو الارتفاع في التوظيفات تحت الطلب. في حين تأثر نمو الكتلة النقدية خلال سنة 2007 بنمو الائتمان على الخصوص والتقلبات التي عرفتتها بعض عناصر الخصوم البنكية لاسيما اقتراضات البنوك. وأدت هذه التطورات التي صاحبها انخفاض هام في الديون الصافية على الدولة في نهاية ديسمبر 2007 إلى تراجع وتيرة نمو الكتلة النقدية لتبلغ نسبة 18,1% سنة 2007 مقابل 14,4% سنة 2006، وهي نسبة تفوق معدل النمو الاقتصادي بكثير، مما أدى إلى زيادة تباطؤ سرعة تداول النقد التي تقاس بالمقارنة مع الناتج الداخلي الإجمالي الكلي. ومع نهاية سنة 2008، ارتفعت الكتلة النقدية بنسبة 10,8% وفقا لبيانات الجدول أدناه مسجلة تباطؤا ملموسا مقارنة بالسنوات الثلاث الأخيرة مما أدى إلى امتصاص الفائض النقدي المتراكم في الماضي من طرف العناصر غير البنكية. وبالمقابل، ظل نمو القروض البنكية قويا، وإن سجل بعض التراجع حيث بلغ 23% مع نهاية ديسمبر 2008 بدلا من 29% في سنة 2007. ويفسر الفارق بين وتيرة نمو النقد ونمو القروض بتراجع الموجودات الخارجية الصافية والديون الصافية على الدولة وزيادة اقتراضات البنوك.³ وفيما يلي الشكل رقم (11) الذي يظهر المنحى التصاعدي للكتلة النقدية خلال فترة الدراسة بالقيم الشهرية المستخرجة من التقارير الثلاثية الصادرة عن بنك المغرب:

¹ بنك المغرب، التقرير السنوي لبنك المغرب (2016) الذي قدمه والي بنك المغرب أمام جلالة الملك، منشور في الموقع الإلكتروني لجريدة الاتحاد، <http://www.alittihad.info>، تاريخ الاطلاع: 2019/04/24، التوقيت: 5:43 سا.

² بنك المغرب، والي بنك المغرب يقدم التقرير السنوي أمام الملك بالحسيمة، منشور في الموقع الإلكتروني لجريدة هبة بريس، <https://ar.hibapress.com>، تاريخ الاطلاع: 2019/04/24، التوقيت: 5:45 سا.

³ التقرير السنوي لبنك المغرب 2008، المغرب، جوان 2009، ص: 126.

الشكل رقم (11): تطور الكتلة النقدية في المغرب خلال الفترة (2008-2018).



المصدر: بنك المغرب، التقارير الثلاثية الصادرة خلال الفترة (2008-2018)، <http://www.bkam.ma>. تاريخ الاطلاع: 2018/01/10، التوقيت: 14:00 سا.

ومن أجل الإلمام بعوامل هذا التطور وتحليله، استعنا بالجدول رقم (8) الذي يبين تطور معدلات نمو الكتلة النقدية في الاقتصاد المغربي المستخرجة من التقارير السنوية الصادرة عن بنك المغرب خلال الفترة (2004-2017):

الجدول رقم (8): تطور معدلات نمو الكتلة النقدية في الاقتصاد المغربي خلال الفترة (2004-2017).

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008
معدل نمو الكتلة النقدية	7,8%	14%	17%	18,1%	10,8%
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013
معدل نمو الكتلة النقدية	4,6%	4,3%	6,4%	4,5%	3,1%
السنوات	2014	2015	2016	2017	
معدل نمو الكتلة النقدية	6,2%	5,7%	4,7%	6,3%	

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على المصادر التالية:

- البنك المركزي المغربي، التقارير السنوية الصادرة عن البنك المركزي المغربي خلال الفترة (2004-2017)، www.bkam.ma، تاريخ الاطلاع: 2019/05/02، التوقيت: 6:00 سا.

- بنك المغرب، التقرير السنوي لبنك المغرب (2016) الذي قدمه والي بنك المغرب أمام جلالة الملك، منشور في الموقع الإلكتروني لجريدة الاتحاد بتاريخ 2017/08/01، <http://www.alittihad.info>، تاريخ الاطلاع: 2019/04/24، التوقيت: 5:43 سا.

- أحمد خليفي علمي، ندوة صحفية حول الوضعية الاقتصادية لسنة 2017 وأفاق تطورها خلال سنة 2018، المندوبية السامية للتخطيط، المملكة المغربية، 2018/01/10، ص ص: (9-10).

ويبين الجدول أعلاه تطور الكتلة النقدية في الاقتصاد المغربي خلال الفترة (2009-2017) وفقاً للمراحل

التالية:

- الفترة (2009-2012): عاد النمو السنوي للكتلة النقدية في سنة 2009 ليتباطأ من جديد إذ بلغ 4,6% عوض 10,8% سنة 2008. ويعكس هذا التباطؤ في الإنشاء النقدي سنة 2009 بالأساس تراجع وتيرة نمو الائتمان وانخفاض الموجودات الخارجية الصافية. فقد سجل للسنة الثانية على التوالي انكماش

في الموجودات الخارجية بلغ في هذه السنة 3,6% بدل 5,3% سنة من قبل. وموازة مع ذلك، تراجع النمو السنوي للقروض البنكية من 22,9% إلى 9,4% إلا أن هذه الوتيرة تبقى قريبة من المتوسط المسجل خلال سنتي 2007 و2008 التي شهدت ارتفاعات استثنائية. ومن جهة أخرى، تنامت الديون الصافية على الدولة بواقع 6%¹. بينما تباطأ نمو الكتلة النقدية في سنة 2010 بسبب تراجع كل من النشاط الاقتصادي ونمو القروض البنكية وبدرجة أقل تزايد الموارد غير النقدية.² وخلال سنة 2011، نمت الكتلة النقدية بواقع 6,4%³. لتتخفف إلى 4,5% في سنة 2012 مما يعكس تباطؤ وتيرة نمو الديون على الاقتصاد من 10,4% سنة 2011 إلى 5,1% سنة 2012، وكذا تراجع الديون الصافية على الإدارة المركزية من 25,8% في سنة 2011 إلى 22,8% في سنة 2012، بالإضافة إلى تراجع صافي الاحتياطيات الدولية بواقع 16,7%. وفي هذه الظروف وبالنظر لارتفاع الناتج الداخلي الإجمالي الاسمي بنسبة 3,2%، وصلت سرعة تداول النقد إلى 0,83، وهو مستوى قريب من المعدل المسجل سنة 2007.⁴

- **الفترة (2013-2017):** تباطأ نمو الكتلة النقدية إلى 3,1% سنة 2013، وهو ما يعكس على الخصوص تباطؤ النقود الكتابية وتراجع الودائع بالعملة الأجنبية بعد أن كانت قد سجلت ارتفاعاً قوياً سنة من قبل. وبفعل التزايد الملحوظ في الاحتياطيات الدولية الصافية بنسبة 20,3% و انخفاض العجز التجاري وزيادة التدفقات النقدية في شكل هبات لفائدة الدولة وقروض ممنوحة للمؤسسات العمومية، تسارعت وتيرة نمو الكتلة النقدية من 3,1% في سنة 2013 إلى 6,2% سنة 2014، حيث عرفت السيولة البنكية تحسناً ملحوظاً إثر تواصل تعزيز احتياطيات الصرف نتيجة لتراجع العجز التجاري وتنامي تدفقات الاستثمارات المباشرة الأجنبية. بينما تراجع المجمع النقدي من 6,2% سنة 2014 إلى 5,7% سنة 2015، فيما انتقلت نسبة سيولة الاقتصاد من 169,5% سنة 2014 إلى 172,4% سنة 2015 بفعل الارتفاع المهم للتوظيفات السائلة.⁵ إلى جانب ذلك، ارتفعت وتيرة نمو الودائع لأجل من 4,4% سنة 2014 إلى 7,4% سنة 2015، وارتفعت وتيرة نمو السندات في حوزة مؤسسات التوظيف الجماعية من 0,4% سنة 2014 إلى 1,5% سنة 2015. أما التوظيفات تحت الطلب، فقد بلغت نسبة ارتفاعها 6,4% سنة 2015 مقابل 8,1% سنة 2014 إثر التراجع الكبير لأسعار الفائدة المطبقة عليها.⁶

¹ التقرير السنوي لبنك المغرب 2009، المغرب، جوان 2010، ص:124.

² التقرير السنوي لبنك المغرب 2010، المغرب، جوان 2011، ص:115.

³ التقرير السنوي 2011، المغرب، جوان 2012، ص:114.

⁴ التقرير السنوي 2012، المغرب، جوان 2013، ص:106.

⁵ التقرير بنك المغرب لسنة 2015، جوان 2016، ص:82.

⁶ نفس المرجع السابق، ص:87.

وفي سنة 2016، تراجع معدل نمو الكتلة النقدية إلى 4,7% في ظل تسارع وتيرة نمو القروض البنكية الممنوحة للقطاع الاقتصادي من 0,3% سنة 2015 إلى 3,9% سنة 2016 مما يعكس رغبة بنك المغرب في سنة 2016 في إنعاش الائتمان البنكي لتمكين المقاولات الصغيرة جدا والصغيرة والمتوسطة من الاستفادة من الصفقات.¹ بينما في سنة 2017، عرفت الكتلة النقدية تحسنا بوتيرة 6,3% سنة 2017 عوض 4,7% المسجلة سنة 2016 حيث أفرزت وضعية المالية العمومية ارتفاعا للقروض الصافية على الإدارات المركزية بحوالي 13,4% في سنة 2017، في حين استقرت نسبة القروض على الاقتصاد في حدود 5,2%. وسجل صافي الاحتياطات الأجنبية من العملة الصعبة تراجعاً طفيفاً ليستقر في حوالي 241 مليار درهم في هذه السنة، أي ما يعادل 5,5 أشهر من الواردات من السلع والخدمات.²

المبحث الثالث: واقع بورصة الجزائر وآفاقها

انتهجت الجزائر منذ الاستقلال سياسة التخطيط المركزي في تنميتها الاقتصادية، والتي نتج عنها سلبيات من بينها سوء تسيير المؤسسات، عدم القدرة على التمويل الذاتي، وارتفاع التكاليف وطول مدة إنجاز المشاريع. وإثر أزمة البترول عام 1986 ظهرت مشاكل أخرى اقتصادية واجتماعية كندرة المواد الاستهلاكية وارتفاع نسبة المديونية أجبرت السلطات على إدخال عدة إصلاحات تمهيدا لتبني اقتصاد السوق، أهمها ما جاء به قانون 01/88 لسنة 1988 المتعلق باستقلالية المؤسسات العمومية وتوجيهها وإصلاح نظام تمويل المؤسسات العمومية والخاصة. ولتحسيد كل هذه الرؤى تم إنشاء صناديق المساهمة، حيث ينقسم رأسمال المؤسسات العمومية إلى عدد من الأسهم ويوزع على مستواها، أي أن هذه المؤسسات تحولت إلى شركات مساهمة تدير وفق لأحكام القانون التجاري، وهذا ما استدعى وجود سوق مالية (البورصة) تتداول فيها الأسهم والسندات.

المطلب الأول: مراحل نشأة بورصة الجزائر وإطارها التشريعي

ظهرت فكرة تأسيس بورصة الجزائر مع التحولات التي شهدتها البلاد منذ سنة 1988 أين تقرر الانتقال من مرحلة الاقتصاد الاشتراكي إلى مرحلة الإصلاحات الاقتصادية والاستعداد للدخول في اقتصاد السوق، ففي ظل هذه التحولات ظهرت الحاجة إلى بورصة للأوراق المالية لإعطاء نفس جديد للاقتصاد الوطني، تحسين فعالية النظام المالي واستقطاب مدخرات الأفراد واستعمالها في تمويل المشاريع الاقتصادية.

¹ بنك المغرب، التقرير السنوي لبنك المغرب (2016) الذي قدمه والي بنك المغرب أمام جلالة الملك، منشور في الموقع الإلكتروني لجريدة الاتحاد، <http://www.alittihad.info>، تاريخ الاطلاع: 2019/04/24، التوقيت: 5:43 س.

² أحمد حلبي علمي، ندوة صحفية حول الوضعية الاقتصادية لسنة 2017 وآفاق تطورها خلال سنة 2018، المندوبية السامية للتخطيط، المملكة المغربية، 2018/01/10، ص ص: (9-10).

1-1- مراحل نشأة بورصة الجزائر:

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988، أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة، فكان ابتداء من سنة 1990، ومنذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي، مرت هذه العملية بعدة مراحل وهي:

1-1- المرحلة التأسيسية (1990-1992):

لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990، ويهدف نص المرسوم رقم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 إلى إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط مفاوضتها، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية، وفي أكتوبر من نفس السنة، ومن خلال هيئات مؤهلة الجمعية العامة لصناديق المساهمة، اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة وهي "شركة القيم المتداولة"، وبتاريخ 09 نوفمبر 1990 قامت صناديق المساهمة الثمانية بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، ويديرها مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل احد صناديق المساهمة، ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة، ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة، بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط، وتتوفر لديها جميع الإمكانيات للرقى والازدهار، ونظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة، والخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه وبضعف رأسمالها، تم تعديل قوانينها ورفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 9.320.000 دج مع تغيير اسمها إلى بورصة الأوراق المالية.¹

1-2- المرحلة الابتدائية (1993-1995):

في هذه المرحلة دخلت الجزائر حيز الخوصصة، فقد تم تعديل القانون التجاري الذي لا يتماشى مع شروط سير البورصة، حيث كان قانون 88-04 يمنع الشركات العمومية الاقتصادية أن تتنازل عن أسهمها إلا للمؤسسات العمومية فقط، ولهذا الغرض وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في هذه المرحلة دخل الاقتصاد الجزائري حيز الخوصصة، فقد تم تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتماشى مع شروط سير البورصة، ولهذا الغرض وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993، تم إدخال مجموعة من التعديلات على القانون التجاري خاصة فيما يتعلق بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة، أما فيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها، والشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند

¹ فضيلة زواوي، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر - حالة الجزائر -، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة احمد بوقرة ، بومرداس ، الجزائر، 2009، ص ص: (114-115).

تأسيس الشركة أو عند رفع رأسمالها، بالإضافة إلى رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين الشركة من 300.000 دج إلى 5.000.000 دج في حالة إجراء العرض العمومي للادخار، و1.000.000 دج عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار. أما فيما يتعلق بالقيم المنقولة، فقد نص القانون على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في الأسهم، شهادات الحق في التصويت، السندات، سندات قابلة للتحويل.¹ وأصبحت بورصة الجزائر بموجب المادة الأولى من المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 تعد إطاراً لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم. وتشتمل بورصة الجزائر بناء على المادة الثالثة من المرسوم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة على لجنة تنظيم ومراقبة العمليات COSOB وشركة لتسيير بورصة القيم SGBVM.

1-3- مرحلة الانطلاقة الفعلية (من سنة 1996 إلى الوقت الحالي):

مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية و التقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث تم اتخاذ الإجراءات التالية:

- تم وضع نص قانوني لإنشاء و تنظيم هذه البورصة.
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة.
- تم تشكيل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB في فيفري 1996 إلى جانب شركة تسيير القيم SGBV مع تحديد مخطط كل منها، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.
- ومع بداية سنة 1997، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية الممثلين لمختلف المؤسسات المالية، حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين، وتنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعيين في كل من تونس وفرنسا، بهدف الاستفادة ولو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين في مجال التعامل بالسوق المالي.
- وقد عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997 على تهيئة الجو الملائم، وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد وهو نهاية سنة 1997. وتم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة في الجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998، متمثلة في القرض السندي لسوناطراك، وذلك فيما يسمى بالسوق الأولي للسوق المالي، وعلى هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي دشن للرساميل في الجزائر في الوقت الذي كان ينتظر أن تصبح بورصة الجزائر عملية.²

¹ صورية شواحي، ناصر المهدي، دور سوق الأوراق المالية في جذب الادخار (واقع وأفاق بورصة الجزائر)، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، الجزائر، المجلد 8، العدد 2، 2017، ص: 208.

² محمد زيدان ، بومدين نورين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول سياسة التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات حالة الجزائر والدول النامية ، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر ، 22/21 نوفمبر 2006، بتصرف.

(2) - الإطار التشريعي لبورصة الجزائر:

تبنّت الجزائر عدة تشريعات لضمان الانطلاقة الفعلية لنشاط بورصة الجزائر تمثلت في تأسيس صناديق المساهمة وتحويل الشركات العمومية إلى شركات أسهم، وإصدار التشريعات المتعلقة بشروط اعتماد الوسطاء في بورصة الجزائر وقواعد تسييرها وتأطير نشاطها وهذا ما سنبينه من خلال النقاط التالية:

(1-2) - أهم التشريعات الصادرة قبل الانطلاقة الفعلية لنشاط بورصة الجزائر:

عرفت الفترة التي سبقت الانطلاقة الفعلية لبداية نشاط بورصة الجزائر أي قبل سنة 1999 عدة تنظيمات تشريعية كانت تصب جميعها في تحقيق هدف نجاحها، نذكر من بينها:¹

(أ) - صناديق المساهمة: في 12 جانفي 1988، تم إصدار القانون رقم 88-03 الخاص بإنشاء صناديق المساهمة، وتقييم رؤوس أموال المؤسسات العمومية بأعداد من الأسهم ووزعت بين صناديق المساهمة الثمانية، وبذلك حولت الشركات العمومية إلى شركات أسهم، وهو ما لا يمكن تصور نجاحه دون إنشاء سوق تتبادل فيها الأسهم.

(ب) - الخوصصة: ظهرت الخوصصة في التشريع الجزائري من خلال الأمر 95-22 المؤرخ في 26 أوت 1995 المعدل بالأمر رقم 97-11 المؤرخ في 19 مارس 1997، وقد حددت المادة الخامسة منه أربع أشكال للخوصصة وهي:

- اللجوء إلى الأسواق المالية وطرح بيع أسهم في هذه الأسواق.
- أسلوب البيع بالمزايدة.
- أسلوب التراضي.
- خوصصة التسيير والإدارة حسب الطرق المحددة بمقتضى التنظيم.

(ج) - نظام الاستثمار بالجزائر: يعتبر قانون 1993 لترقية الاستثمار أحد أهم القوانين التي تنظم وتشجع الاستثمار الخاص في الجزائر المحلي والأجنبي، والذي تم تعديله في شهر أوت 2001، الذي يحتوي المجلس الوطني للاستثمار يترأسه رئيس الحكومة، وتوجد فيه أنظمة حوافز عامة وخاصة. ولكن ورغم هذا يظل الاستثمار المحلي والأجنبي بصفة خاصة موجها إلى قطاعي الخدمات والمحروقات.

(د) - استكمال قيام بورصة الجزائر: قصد استكمال شروط قيام بورصة الجزائر، تم إصدار عدة مراسيم تنفيذية وأنظمة قانونية، نذكر منها:

- النظام رقم 96-03 المؤرخ في 03 جويلية 1996، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وكذا واجباتهم.

¹ رشيد بوكساني، محددات إنشاء بورصة فعالة ومدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أدائها، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، المجلد 2، العدد 04، جوان 2008، ص ص: (14-16).

- المرسوم التنفيذي رقم 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بنظام هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية.

- النظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 ديسمبر 1997 المتضمن قواعد تسيير البورصة. رغم صدور هذه الأنظمة إلا أن بورصة الجزائر مازالت تفتقد لنظام مقاصة وتسوية كفؤ ومستقل.

2-2- النصوص المتعلقة بنشاط بورصة الجزائر:

صدرت النصوص الأولى الخاصة ببورصة الجزائر في أوائل التسعينات تلتها نصوص أخرى في الألفية الثالثة، ومن أهمها:¹

أ- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 الصادر في 28 ماي 1991، والمتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة. ويلاحظ من هذا المرسوم أن أحكامه مستمدة من القانون 88-04 الصادر في 12 جانفي 1988 المتضمن القانون التجاري، لاسيما القواعد المطبقة على المؤسسات العمومية الاقتصادية. وحدد المرسوم 91-169 القيم المنقولة وألزم شركات المساهمة بإصدار الأسهم، وتكلم عن المنتجات المالية وشروط إصدارها، خاصة موافقة لجنة البورصة ونشر المعلومات الضرورية لاتخاذ القرارات الاستثمارية. كما أكد في المادة 13 على الشكل القانوني للبورصة حيث اعتبرها شركة أسهم وحدد الأطراف المتدخلة بما في ذلك الخزينة العمومية وبنك الجزائر والوسطاء.

ب- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 الصادر في 28 ماي 1991، والذي حدد عشرة أنواع من القيم المنقولة وأشكالها، شروط إصدارها من قبل شركات المساهمة، وكذا طرق إصدارها وتداولها وكيفية تحويلها وغيرها من الأمور التفصيلية.

ج- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 الصادر في نفس التاريخ، والذي يتعلق بلجنة البورصة، حيث شرح مهامها وكيفية تكوينها وعقد اجتماعاتها واتخاذ القرارات فيها، وكذا الصلاحيات الواسعة التي أعطيت لها، حماية للمدخرين من الغش والتلاعب.

د- المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر في 23 ماي 1993 الذي أقر إنشاء بورصة الجزائر باعتبارها الإطار الوحيد الذي تتم فيه الصفقات على الأدوات المالية. كما سمح هذا المرسوم للوسطاء بأن يكونوا أطرافاً في الصفقات وطالبهم بتوفير الضمانات الكافية لذلك. وتعرض هذا المرسوم إلى العديد من الأمور مثل شركة إدارة البورصة، نشر المعلومات والرقابة وغيرها.

ر- قانون رقم 03-04 مؤرخ في 17 فيفري 2003 الذي يعدل ويتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 حيث أصبحت بورصة الجزائر بموجبها على المؤمن المركزي على السندات، ونصت

¹ محفوظ جبار، فرص الاستثمار في سوق رؤوس الأموال الجزائرية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، المجلد 1، العدد 01، 2001، ص: 109.

على أن نشاط الوسيط في عمليات البورصة يمارس بعد الحصول على اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وقد يكون الوسيط وفقا لهذا القانون شركة تجارية تنشأ خصيصا لهذا الغرض، أو بنك أو مؤسسة مالية. (هـ)- نظام رقم 04-02 المؤرخ في 10 نوفمبر 2004 والمتعلق بشروط التداول خارج البورصة للسندات المسعرة في البورصة.

(و)- نظام رقم 09-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 2009 الذي يحدد قواعد حساب العمولات التي تتلقاها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة من العمليات التي تجرى فيها.

(ي)- نظام رقم 12-01 المؤرخ في 12 جانفي 2012 الذي يعدل ويتمم النظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة حيث يتوجب بموجبه على أي شركة تطلب قبول سندات في عمليات التداول في السوق الرئيسية أن تعين وسيطا في عمليات البورصة يكلف بمساعدة المصدر في إجراءات القبول والإدخال.¹

المطلب الثاني: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر وإجراءات تسعير القيم المنقولة فيها

تعتبر بورصة الجزائر حديثة النشأة، حيث تم تأسيسها سنة 1988 بموجب نصوص تشريعية استندت على عدد مهم من المعايير الدولية. وفي إطار تحريك نشاطها، قامت السلطات بتعديل النصوص القانونية المؤسسة لها عدة مرات أهمها كان في 23 ماي 1993 بموجب المرسوم التشريعي 93-10، كما تم أيضا إصدار قانون الخوصصة في 26 أوت 1995 بموجب القانون رقم 95-22 المعدل في مارس 1997. ويعد تنظيم بورصة الجزائر الإطار المنظم للسوق المالية والقيم المنقولة المتداولة من خلال هيكله الإداري والفني إذ جاء لتلبية مطالب التنمية وتوسيع فرص الاستثمار للأفراد والمؤسسات.

1- الهيئات المكونة لبورصة الجزائر:

بورصة الجزائر هي عبارة عن تجمع للعديد من المؤسسات والمهنيين الذين يتمثلون في:

1-1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB: تم تأسيس هذه اللجنة بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المتداولة، وهي هيئة تنظيمية مستقلة ذات شخصية اعتبارية واستقلال مالي تتولى مهمة التنظيم والإشراف على سوق القيم المنقولة من خلال السهر بوجه الخصوص على ضمان حماية المدخرين والمستثمرين في الأوراق المالية أو غيرها من المنتجات المالية، وكذلك ضمان السير الحسن والشفافية لعمليات البورصة.

وحتى تتمكن من أداء مهامها تتوفر للجنة صلاحيات تنظيمية ورقابية واسعة منحها إياها القانون، فهي تسن الأنظمة والتعليمات كما تمنح التأشيرات والموافقات والترخيص للمؤسسات والوسطاء المتدخلين على مستوى

¹ النصوص المتعلقة ببورصة القيم المنقولة، موقع بورصة الجزائر، <https://www.sgbv.dz>، تاريخ الاطلاع: 31 مارس 2018، التوقيت: 9:30 سا.

السوق زيادة على مهام الرصد والمراقبة والتحقيق من أجل ضمان سلامة وأمن بورصة الأوراق المالية، بالإضافة إلى صلاحيات تأديبية وتحكيمية من خلال النظر في كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة، وكذا في كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم، وأيضا التحكيم في كل نزاع تقني ينتج عن تأويل القوانين والأنظمة التي تحكم عمل البورصة.¹

1-2)- شركة إدارة بورصة القيم المنقولة SGBVM: وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 485200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25 مايو 1997؛ وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها. وقد شرعت الشركة، منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة.² و تمارس مهامها تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، والتي تتمثل فيما يلي:³

- (أ)- التنظيم العلمي لإدراج القيم المنقولة في البورصة.
- (ب)- التنظيم المادي لحصص البورصة.
- (ج)- تنظيم عمليات المقاصة للمعاملات الخاصة بالقيم المنقولة .
- (د)- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديداتها.
- (هـ)- تسجيل المفاوضات (تقييدها).
- (و)- نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات.
- (ي)- نشر النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.

1-3)- الوسطاء في عمليات البورصة IOB: أدى دخول القانون 10-93 الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 للجنة مراقبة عمليات البورصة (COSOB) مهمة تحديد الجوانب التنظيمية لاعتماد الوسطاء في البورصة. واشترط القانون في هذا الشأن ضرورة اكتتاب الوسيط في رأس مال شركة تسيير بورصة القيم (SGBV)، حتى يكون له اعتماد في البورصة. كما حددت نصوص القرار 97-01 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 كافة

¹ طارق خاطر، سمية بلقاسمي، تحليل نشاط بورصة الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة 1999-2013، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة باتنة 1 الحاج الأخضر، باتنة، الجزائر، المجلد 6، العدد 2، ديسمبر 2016، ص ص: (339-340).

² موقع بورصة الجزائر، شركة تسيير بورصة القيم، <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141>، تاريخ الاطلاع: 2021/01/20، التوقيت: 15:00 سا.

³ عثمان بوزيان، صفية بربار، أثر آليات الحوكمة في تحسين أداء المؤسسات لتحقيق التنافسية الاقتصادية- دراسة تطبيقية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر-، مجلة المغاربية للاقتصاد والماجنت، جامعة معسكر، معسكر، الجزائر، المجلد 4، العدد 02، سبتمبر 2017، ص:121.

الجوانب المتعلقة بالوسطاء في بورصة الجزائر،¹ وسجل لحد الآن وجود أحد عشر وسيط على مستوى بورصة الجزائر، وهم:²

- بنك الفلاحة والتنمية الريفية (مديرية الخزينة وأسواق رأس المال DTMC، شارع الجوهرية، الحامة، العناصر، الجزائر).

- بنك التنمية المحلية (مديرية الخزينة والأسواق DTM، شارع الإخوة بوعدو، بئر مراد رايس، الجزائر).

- البنك الخارجي الجزائري (مديرية الخزينة والسوق DTM، شارع محمد الخامس، الجزائر).

- البنك الوطني الجزائري (مديرية المالية والأسواق المالية DTMF، شارع حسيبة بن بوعلي، الجزائر).

- بي أن بي باريبا الجزائر (إدارة الأصول والخصوم والخزينة وأسواق رأس المال، باب الزوار، الجزائر العاصمة).

- بنك التوفير والاحتياط (مديرية المالية، الشراقة، الجزائر).

- بنك القرض الشعبي الجزائري (مديرية تسير القيم المنقولة DGVM، إقامة شعباني، وادي حيدرة، الجزائر العاصمة).

- سوسيتي جينرال الجزائر (إقامة الكرمة، جسر قسنطينة، بئر خادم، الجزائر العاصمة).

- تل ماركسس (03 طريق ليكرات، حيدرة، الجزائر).

- بنك البركة الجزائري (حي بوثلجة هويدف، بن عكنون، الجزائر العاصمة).

- مصرف السلام (شارع أحمد واكد، دالي ابراهيم، الجزائر العاصمة).

2- إجراءات تسعير القيم المنقولة في بورصة الجزائر:

يلعب الوسطاء دورا مهما في تحديد أسعار الأوراق المالية، والتقريب بين الباعة والمشتريين بتنفيذ أوامرهم، وتوفير السيولة لمختلف الأدوات المالية، وذلك بالتعاون مع السلطات المالية وهيئات تسير البورصة. تقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة بمعدل ثلاثة أيام في الأسبوع من 9:30 إلى 11:00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية. وبمجرد استلام الأمر من قبل الوسيط يتم تقديمه إلى البورصة من أجل تنفيذه. وتتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت.

2-1- تنظيم رزنامة حصص التسعيرة:

أوكلت المادة 78 من النظام رقم 03/97 مهمة ضبط رزنامة اجتماعات التسعيرة لشركة تسير بورصة القيم، التي قامت بتحديدتها بموجب القرار رقم 02/98 وهي كالآتي:

¹ حسان خبابية، بورصة الجزائر بين النظرية والتطبيق، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة الحاج الخضرم، باتنة، الجزائر، المجلد 4، العدد 8، 2003، ص: 82.

² موقع بورصة الجزائر، وسطاء عمليات البورصة، <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=154>، تاريخ الاطلاع: 2021/01/20، التوقيت: 14:00 سا.

- أ)- أيام عمل شركة تسيير البورصة هي من الأحد إلى الخميس، وتجري حصص التداول كل يوم اثنين وأربعاء، وإذا صادف يوم التداول يوم عطلة تؤجل للحصة الموالية، أي الأربعاء المقبل.
- ب)- تفتح الحصة على الساعة التاسعة ونصف، وقد حددت الشركة الحدود الزمنية الدنيا والقصى لكل مرحلة من مراحل التسعيرة.

2-2)- نظام تسعير القيم المنقولة في بورصة الجزائر:

تفتح بورصة الجزائر أبوابها للوسطاء قبل افتتاح حصة التسعيرة، ليتمكن الوسطاء من تسجيل أوامر زبائنهم في ورقة السوق La feuille du marché بواسطة الحاسوب المركزي. تتضمن ورقة السوق كل المعلومات الخاصة بحصة التداول المعلن عنها، نوع وكمية الأوراق المالية المعروضة، الأسعار المقترحة، إضافة إلى السعر النظري الذي يحسب على أساس الأوامر التي تصل إلى السوق، وذلك وفقا لطريقة التسعيرة الثابتة، دون أن تؤدي هذه الأخيرة إلى مواجهة الأوامر.

ولقد تم تحديد النظام الذي تعمل به بورصة الجزائر من طرف شركة تسيير بورصة القيم، حيث تم اختيار نظام التسعيرة الثابتة اليدوية بالنسبة لمرحلة الانطلاق أين يكون حجم المبادلات ضعيف، ويتطور إلى نظام التسعيرة المستمرة باستعمال الإعلام الآلي عند نمو حجم المبادلات.

وتكتسب ورقة السوق أهمية كبيرة في نظام التسعيرة المستمرة، فبواسطتها يتمكن الوسيط من متابعة معطيات السوق، فبعد كتابتها وطباعتها عن طريق الحاسوب المركزي، توزع على كل الأجهزة الخاصة بكل وسيط. ثم تظهر الورقة على شاشة الوسطاء كل المعلومات الخاصة بالقيم المعروضة للتداول، كما تظهر لهم السعر النظري الذي حدده الحاسوب بعد مقارنة الأوامر.

تفتح حصص البورصة بعد الإعلان الرسمي للافتتاح، أين يتم الإعلان عن ورقة السوق وعن السعر النظري للقيم. قد تعقد في هذه المرحلة صفقات إذا ما تناسبت مع السعر النظري المحدد في الورقة وهو ما يعرف بتسعيرة الافتتاح. ويبدأ التنفيذ الفعلي للعمليات بمواجهة الأوامر، فكلما تطابق أمرا إلا ونفذ. وتستمر هذه العملية طوال حصة التداول، وعند انتهائها تنشر إدارة السوق العمليات المنفذة، القيم المتداولة، حجمها وسعرها. أما عن العمليات غير المنفذة فتتخذ في حصص أخرى إذا كانت مدة صلاحية هذه الأوامر تسمح بذلك.¹

¹ نورة حميل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم القانونية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، الجزائر، 2014، ص ص: (396-397).

2-3- شروط الإدراج في بورصة الجزائر:

تخضع الشركات التي يمكن قبول قيمتها المنقولة في التسعيرة الرسمية للبورصة إلى مجموعة من الشروط تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وهي:¹

- يجب أن تكون شركة ذات أسهم ، و رأس مالها يقدر ب 100 مليون دج .
- تحقيق أرباح خلال السنة المالية التي سبقت سنة طلب القبول .
- التوزيع على الجمهور أسهمها ، ما نسبته 20 % من رأس المال الاجتماعي الكلي للمؤسسة.
- توزيع رأسمالها على عدد لا يقل عن 300 مساهم في اجل لا يتعدى يوم الإدخال.
- ويمكن التمييز بين نوعين من شروط الإدراج، وهي:²
- أ- شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج: وهي ممثلة في النقاط التالية:
 - لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات أسهم.
 - لا بد من تحديد قيمة كل سهم.
 - الأسهم المعروضة للأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل وأخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة.

- القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى إلا في عدد الملاك.

ب- شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج: وهي ممثلة فيما يلي:

- الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار.
- نشر الوضعية المالية لسنتي الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.
- تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة تاريخ إيداع طلب الدخول.
- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.

2-4- طرق التسعير في بورصة الجزائر:

إن طرق التسعير المستخدمة عند عرض الأسهم للبيع لأول مرة في السوق المالية هي:

- أ- طريقة السعر الثابت (offre à prix ferme): تحدد المؤسسة والبنك المرافق سعر العرض، ويتم الإعلان عن السعر والكمية قبل بضعة أيام من الإدراج، ويفترض أنها نهائية، وعلى المستثمرين تحرير طلبات الشراء على أساس هذا السعر. ولا مبدئياً تقبل إلا العروض المطابقة للسعر المحدد والذي سيعتمد كأول سعر عند أول

¹ عتيقة وصاف، الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات و أثارها على القطاع المالي في الاقتصاديات العربية - بالتركيز على حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة بسكرة ، بسكرة، الجزائر، 2003 ، ص: 139 .

² بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 229.

حصة تداول. توزع الأسهم بالتناسب مع العروض المستلمة مع إمكانية ضمان حد أدنى لكل مكتتب في حال تجاوز الطلب للعرض.

(ب) - طريقة السعر الافتتاحي أو المزايدة (enchère / offre à prix minimale): وهو خاص بآلية البيع بالمزاد العلني والذي ينطلق مع الإعلان على السعر الأساس وعن الكميات، بعد تلقي العروض يحدد البنك المرافق السعر التوازني أي سعر التعادل بين العرض والطلب وتوزع الكميات دون تمييز بسعر واحد.¹

(ج) - الإجراء العادي: يستعمل هذا الإجراء في حالة دعوة عمومية للدخار قصد زيادة رأس المال أو إصدار سندات، حيث يتم نشر سعر الإدخال المصادق عليه من طرف شركة تسيير البورصة في جدول التسعيرة للتفاوض عليه وفق شروط السوق أين يتحدد سعر التنازل على أساس العرض والطلب.²

المطلب الثالث: الأسواق المكونة لبورصة الجزائر وتقييم أدائها

تضم بورصة الجزائر للقيم المنقولة مجموعة من المتعاملين الاقتصاديين المحليين الموزعين على السوق الرئيسية، سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وسوق سندات الدين. ويقوم هذا المطلب بتبيين أهم المؤسسات المدرجة في هذه الأسواق مع تسليط الضوء على أداء مؤشرات بورصة الجزائر.

1- الأسواق المكونة لبورصة الجزائر

تتكون بورصة الجزائر للقيم المنقولة من سوقين، وهما سوق سندات الدين وسوق سندات رأس المال حيث يتكون هذا الأخير من سوقين وهما:

1-1- السوق الرئيسية: وهي موجهة للشركات الكبرى. ويوجد حاليا خمس شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:³

(أ) - مجمع صيدال saidal الناشط في القطاع الصيدلاني.

(ب) - مجمع بيوفارم الناشطة في القطاع الصيدلاني.

(ج) - مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي el ourassi الناشطة في قطاع السياحة.

(د) - أليانس للتأمينات alliance الناشطة في قطاع التأمينات.

(هـ) - أن-سي-أ-روبية NCA الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.

(و) - أوم أنفست AOM الناشطة في قطاع السياحة.

¹ مبارك فحلول، تقييم وتسعير المؤسسات الاقتصادية عند الإدراج لأول مرة في البورصة في الأسواق المالية المغربية (الجزائر، تونس والمغرب)، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة الحاج الخضر، باتنة 1، الجزائر، المجلد 6، العدد 2، ديسمبر 2016، ص: 327.

² رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة (دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب)، مذكرة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، قسنطينة، الجزائر، 2011، ص: 43.

³ ريمة بلفيطح، اختبار نموذج السير العشوائي في بورصة الجزائر (تحليل سلوك المؤشر Dzair index للفترة (2008-2015))، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، المجلد 10، العدد 17، ماي 2017، ص: 270.

أما فيما يتعلق بحجم إصدارات الشركات الخمسة في السوق الرئيسية يمكن تلخيصها في الجدول التالي:

الجدول (9): الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

رمز ISIN*	الرمز في البورصة	اسم الشركة	القطاع/الفئة	القيمة الاسمية دج	عدد الأسهم
DZ0000010037	ALL	أليانس للتأمينات	التأمينات	200	9287217
DZ0000010045	ROUI	أن سي أ روية	الصناعة الغذائية	100	8491950
DZ0000010029	AUR	م.ت.ف. الأوراسي	الفندقة	250	6000000
DZ0000010003	SAI	صيدال	الصناعة الصيدلانية	250	10000000
DZ0000010052	BIO	بيوفارم	الصناعة الصيدلانية	200	25521875
DZ0000010060	AOM	أوم أنفست	السياحة	100	1159300

المصدر: موقع بورصة الجزائر، http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne_societe، تاريخ الاطلاع: 20/01/2020.

التوقيت: 4:45 سا.

1-2- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

وهي مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق ل 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012). ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.¹ وتوجد فيه شركة مدرجة واحدة وهي شركة أوم أنفست الناشطة في قطاع السياحة والتي أصدرت فيه ما يعادل 3001591 سند بقيمة اسمية 100 دج/السند الواحد.

1-3- سوق سندات الدين:

أما بالنسبة لسندات سوق الاستحقاق نجد كل من شركة سونلغاز SONELGAZ، الجزائر للفندقة والضيافة والعقارات Spa DAHLI، شركة النقل الجوي الجزائرية AIR ALG، والجزائرية للاتصالات، وشركة سوناطراك SONATRACH، فندق رياض سطيف ERIAD، المؤسسة المالية "الائتمان الإيجاري المغاربي" بالجزائر MLA. وبطبيعة الحال، جل هذه المؤسسات المصدرة في هذا السوق حلت تواريخ استحقاق سنداتهما، الأمر الذي استوجب خروجها من البورصة.

* رمز ISIN يعني الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية.

¹ هشام دغموم، واقع نمو وتطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 1999 - 2015، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، المجلد 20، العدد 1، جوان 2016، ص: (77-78).

وسوق كتل سندات الخزينة العمومية OAT المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق سنة 2008 وتحصي حاليا 27 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 320 مليار دينار جزائري. ويتم التداول على سندات الخزينة التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و10 و15 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.¹

(2)- تقييم أداء بورصة الجزائر:

تضم مؤشرات أداء بورصة الجزائر إجمالي المؤسسات المسعرة في السوق الرئيسي من مختلف القطاعات، ويفترض أن تعكس الاتجاه العام للسوق، وتتم عملية تسييرها من قبل رسمي المقصورة لشركة تسيير بورصة القيم. ويتم حسابها باتباع مبدأ ترجيح الرسمة العائمة للسوق، بحيث يكون وزن كل قيمة متضمنة في المؤشر موافقة لعدد الأسهم القابلة للتداول لكل شركة مدرجة بالبورصة.

(2-1)- تطور مؤشر بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2018):

انطلقت بورصة الجزائر في استخدام مؤشر مرجعي أطلقت عليه تسمية "دزاير أندكس"، ويتم حسابه اعتمادا على أسعار قيم العينة عند الإغلاق في نهاية كل حصة تداول على أساس 1000 نقطة ابتداء من تاريخ 03 جانفي 2008. ويوضح الشكل أدناه تطور مؤشر أسعار بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية جوان 2018:

الشكل رقم (12): تطور مؤشر أسعار بورصة الجزائر من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.



المصدر: موقع بورصة الجزائر، <http://www.sgbv.dz/ar>، تاريخ الاطلاع: 2019/03/10، التوقيت: 14:00 سا.

ووفقا لهذا الشكل أخذ مؤشر أسعار بورصة الجزائر منحى تصاعديا خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018، إذ ارتفع من 1005 نقطة في شهر جانفي 2008 إلى 1470 في ديسمبر 2018

¹ عبد الوهاب شمام، عمار زودة، طبيعة سوق الأوراق المالية، المشكلات والحلول، مجلة أفاق العلوم، جامعة زيان عاشور الحلفة، الجزائر، المجلد 1، العدد 2، مارس 2016، ص 159.

بنسبة ارتفاع قدرها 46,92%. ويرجع ذلك إلى ارتفاع حجم التداول الذي بلغ 370 ألف دولار¹، حيث سجل مؤشر أسعار بورصة الجزائر خلال هذه الفترة أعلى قيمة له وهي 1458 نقطة في شهر جويلية 2011، محققا نسبة نمو تقدر بـ 45.72% مقارنة بفترة الأساس (شهر جانفي 2008)، "حيث كانت بورصة الجزائر إلى جانب بورصتي أبو ظبي والخرطوم في هذه السنة استثناء وحيدا من حالة التراجع التي عرفت أسواق الأوراق المالية العربية"². في حين حقق مؤشر أسعار بورصة الجزائر أدنى قيمة له في شهر ديسمبر من سنة 2013 ألا وهي 1074 نقطة، بنسبة انخفاض تقدر بـ (6,86%)، وتزامن هذا الانخفاض مع ارتفاع حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة في البورصة الجزائرية.³

2-2- اتجاه سلسلة عوائد الأسهم في بورصة الجزائر خلال (2008-2018):

تأخذ العوائد المحصلة من تغير مؤشر Dzaïr index منحى تصاعديا، حيث انتقلت من 16 دج في شهر فيفري سنة 2008 إلى 26 دج في شهر ديسمبر سنة 2018 بنسبة نمو قدرها 62,5%، مسجلة أعلى قيمة لها في جوان 2016 (182 دج) وأدنى قيمة لها في أوت 2016 (-98 دج). ويعود ارتفاع عوائد الأسهم في بورصة الجزائر لـ 182 دج في شهر جوان 2016 إلى ارتفاع المؤشر العام لأسعار الأسهم Dzaïr index إلى 1422,83 دج مقارنة بقيمته في شهر ماي من نفس السنة المقدرة بـ 1241,38 دج. وتزامن هذا الارتفاع مع دخول المخبر الصيدلاني الخاص بيوفارم إلى بورصة الجزائر في شهر أفريل من سنة 2016. بينما يعود انخفاض عوائد الأسهم في بورصة الجزائر لـ (-98 دج) في شهر أوت 2016 إلى انخفاض المؤشر العام لأسعار الأسهم Dzaïr index إلى 1326,07 دج مقارنة بقيمته في شهر جويلية من نفس السنة والمقدرة بـ 1423,66 دج. وتزامن هذا الانخفاض إلى "انخفاض نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر في شهر أوت 2016 بنسبة 90,58%. حيث بلغت قيمة المعاملات 1396245 دج مقارنة بالشهر الماضي (جويلية 2016) أين سجلت التداولات ما قيمته 14833710 دج."⁴ وهذا ما يبينه الشكل التالي:

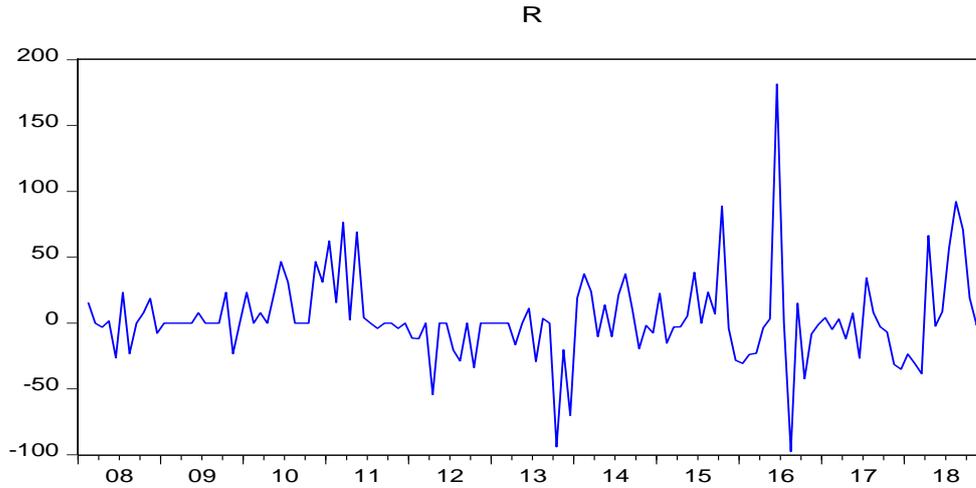
¹ صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 95، 2018، ص.69.

² صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 65، 2011، ص:8.

³ صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 93، 2018، ص:10.

⁴ تقرير بورصة الجزائر الشهري، أوت 2016، الجزائر: شركة تسيير بورصة القيم، ص:1.

الشكل رقم (13): منحى عوائد الأسهم في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية 2018.

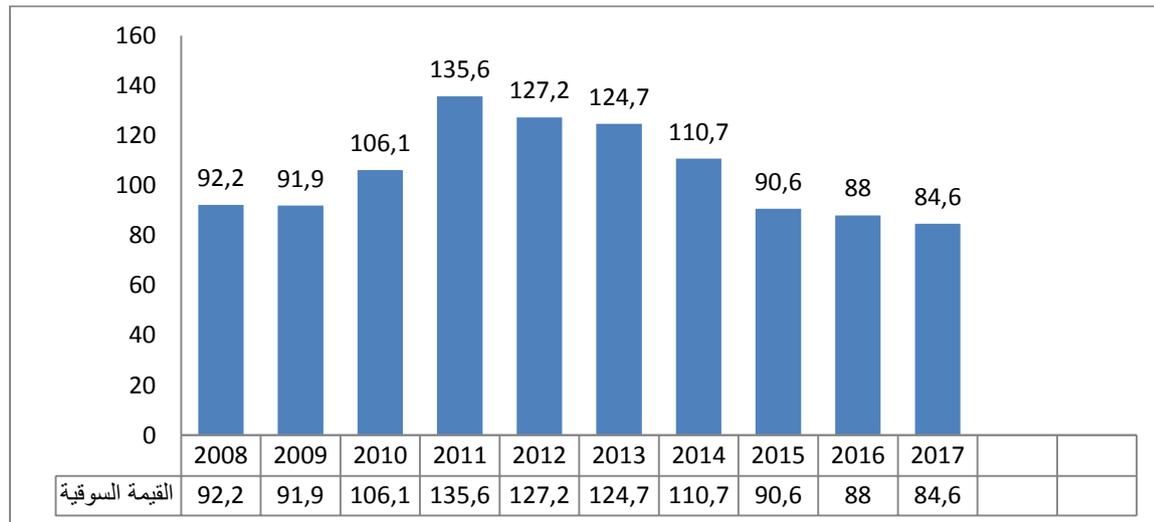


المصدر: بالاعتماد على تغيرات مؤشر DZAIR INDEX المأخوذة من موقع بورصة الجزائر، <http://www.sgbv.dz/ar/index.php>، تاريخ الاطلاع: 2018 /02/02، التوقيت: 12:11 سا.

2-3- تطور مؤشرات التداول لبورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2017):

يبين الشكل أدناه تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2017، حيث أدرج في حساب القيمة السوقية وفق بيانات النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي شركتين فقط. وتم الاعتماد في إعداد هذا الشكل البياني على بيانات النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي الصادرة خلال مدة عشر سنوات الأخيرة، وتحويلها إلى بيانات سنوية من خلال أخذ إجمالي القيمة السوقية لكل سنة على حدى.

الشكل رقم (14): تطور القيم السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2017.



المصدر: بيانات نشرات صندوق النقد العربي خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2017.

أخذت القيم السوقية لبورصة الجزائر منحى تصاعديا خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2011، حيث ارتفعت هذه الأخيرة من 92,2 مليون دولار في سنة 2008 إلى 135,6 مليون دولار في سنة 2011، وهي أعلى قيمة مسجلة خلال فترة الدراسة، حيث كان هناك تطور في عدد الشركات المدرجة بانضمام

شركة أليانس للتأمينات في بورصة الجزائر ليصل العدد إلى سبع شركات في سنة 2010، أين تعادل قيمة الرسملة لبورصة الجزائر مبلغ 106,1 مليون دولار أمريكي، لترتفع بعد ذلك إلى 135,6 مليون دولار أمريكي في سنة 2011، وهذا راجع إلى زيادة كل من حجم التداول لبورصة الجزائر ومتوسط التداول اليومي، مسجلان في هذه السنة قيمة تداول قدرها 254,6 ألف دولار و متوسط قدره 31,82 ألف سهم على الترتيب.

سجلت القيم السوقية لبورصة الجزائر منحي تنازليا خلال الفترة الممتدة من سنة 2011 إلى غاية سنة 2017، حيث انخفضت هذه الأخيرة تدريجيا من 135,6 مليون دولار في سنة 2011 إلى 84,6 مليون دولار في سنة 2017، رغم دخول شركة روية للمشروبات NCA في سنة 2013 وشركة بيوفارم الناشطة في مجال الصيدلة في سنة 2015 لسوق الأسهم، إذ يعتبر هذا الأمر إيجابيا لبورصة القيم المنقولة بما يمكن أن تضفيه من حركية وسيولة أكبر، إلا أن ذلك لم يتحقق نتيجة خروج جميع الشركات الناشطة في سوق السندات نتيجة انتهاء تواريخ استحقاق سنداتهما، وتدني متوسط التداول اليومي لبورصة الجزائر من 31,82 ألف سهم سنة 2011 إلى 11,65 ألف سهم سنة 2012، 11,05 ألف سهم سنة 2013، و 8,97 ألف سهم سنة 2014، 5,15 ألف سهم سنة 2015، 8,18 ألف سهم سنة 2016، و 6,64 ألف سهم سنة 2017. إضافة إلى انخفاض حجم التداول في بورصة الجزائر من 254,6 ألف دولار سنة 2011 إلى 93,2 ألف دولار سنة 2012، 88,4 ألف دولار سنة 2013، 71,8 ألف دولار سنة 2014، 65,4 ألف دولار سنة 2016، و 53,1 ألف دولار سنة 2017. وهذا ما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (10): مؤشرات التداول لبورصة الجزائر خلال الفترة (2011-2017).

السنوات	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
متوسط التداول اليومي (ألف سهم)	31,82	11,65	11,05	8,97	5,15	8,18	6,64
حجم التداول (ألف دولار)	254,6	93,2	88,4	71,8	123,7	65,4	53,1

المصدر: صندوق النقد العربي، التقارير الاقتصادية الموحدة الصادرة خلال الفترة (2011-2017)، <https://www.amf.org.ae>

تاريخ الاطلاع: 2019 /03/04، التوقيت: 13:00 سا.

المطلب الرابع: معوقات تطور بورصة الجزائر وآفاقها

يعتبر تطوير بورصة الجزائر جزء من عملية تطوير القطاع المالي، ويحتاج هذا الأخير إلى منهجية صحيحة تبدأ من خلق بيئة اقتصادية مناسبة لها والتشخيص السليم لمعوقات عملها. ويتم ذلك من خلال معالجة مشاكل ارتفاع التضخم وضعف الادخار وإعداد منظومة مؤسسية جاهزة لممارسة النشاط البورصي.

1- معوقات تطور بورصة الجزائر:

لقد أصبحت بورصة الجزائر واقعا ملموسا من الناحية المؤسسية، وهذا في حد ذاته خطوة هامة نحو المساهمة في تمويل المشاريع الاستثمارية. إلا أنه نجد هناك ظروف عديدة حالت دون لعب البورصة لدورها الذي قامت لأجله منذ عشرين سنة تقريبا أي منذ التسعينيات، ومن المؤكد أن عزوف المتعامل الاقتصادي عن الالتحاق ومعه المستثمر يعرقل هذا الدور، ويمكن إجمال أسباب العزوف في هذه النقاط:

1-1- ارتفاع التضخم وضعف الادخار: تتواصل ظاهرة التضخم في الجزائر رغم مجهودات السلطات المتكررة لامتصاصه، وهو يعرف بارتفاع منتظم ومستمر لأسعار السلع والخدمات، وهذا ما يتسبب في تدني المدخرات لدى الأفراد، حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء لمدخراتهم لإنفاقها على السلع الاستهلاكية، عندما لا تكفي دخولهم النقدية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها.¹ والتضخم في الجزائر تسببت فيه عدة عوامل نذكر منها:²

أ- عدم التوازن بين الكتلة النقدية والإنتاج: تعتبر الكتلة النقدية في الجزائر كبيرة جدا مقارنة بالإنتاجية للمؤسسات الاقتصادية، كما أن العائلات تميل إلى الاحتفاظ بالسيولة، وبالتالي يعتمد البنك المركزي على الإصدار النقدي كل مرة، الأمر الذي يتسبب في التسيير السيء للكتلة النقدية، وهذا ما يؤثر بدوره على القدرة الشرائية للمواطنين.

ب- تزايد العرض النقدي زيادة هائلة فبعدها كانت الأوراق النقدية المتداولة تقدر بملياري دينار في بداية 1963، أصبحت في بداية 2018 تقدر ب 15738,3 مليار دج. ومقابل هذا النمو في العرض النقدي فإن الإنتاج الوطني ومعدلات الإنتاجية تتراجع من عام لأخر، وهذا في ظل اعتماد الجزائر بشكل شبه كلي على الاستيراد لتلبية حاجياتها من مختلف السلع والخدمات، حيث بلغت فاتورة الاستيراد لسنة 2017 ما مقداره 46060 مليون دولار أمريكي.

¹ حجيلة بن وارث، ربيعة حملاوي، آليات تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال الوعي والمناخ الاستثماري -دراسة حالة بورصة الجزائر-، مجلة دفاتر اقتصادية، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، المجلد7، العدد 2، سبتمبر 2016، ص:246. ص:245، بتصرف.

² نفس المرجع السابق، ص:246.

1-2)- ضعف الجهاز الإنتاجي: يمثل القطاع العمومي للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80 % من مجموع

الاستثمارات الجزائرية وأهم ما يميز هذا القطاع:¹

أ)- ارتفاع عدد العمال وضعف مردودية العمل ويد عاملة غير مؤهلة.

ب)- مؤسسات عمومية غير متوازنة ماليا.

ج)- تعيين مسيري المؤسسات غالبا ما يكون إلى اعتبارات غير اقتصادية مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات.

د)- إن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركة تضامن ليس لدى ملاكها استعداد لفتح رأس مالها للغير.

1-3)- هيمنة القطاع العام على الاقتصاد الجزائري: إن قرار السلطات الجزائرية بإنشاء بورصة الجزائر جاء

تماشيا مع تبني خيار النظام الحر الذي يتميز بهيمنة القطاع الخاص، لكن في الواقع بقي القطاع العام يهيمن على الاقتصاد الجزائري بنسبة كبيرة مقارنة بالقطاع الخاص، كما تأخرت السلطات الجزائرية في تطبيق عمليات الخصخصة للمؤسسات التي كان يعول عليها كثيرا في تنشيط البورصة، الأمر الذي زاد من عرقلة نموها وتطورها. وبالرغم من أن قوانين البورصة في الجزائر تشترط من أن يكون الشكل القانوني للمؤسسة المدرجة فيها هو شركة بالأسهم (SPA)، تبقى أغلب المؤسسات الخاصة في الجزائر مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات تضامن وهو ما يتعارض مع قوانين البورصة.² وهذا ما أدى إلى عدم توفر قاعدة مؤسساتية جاهزة لممارسة النشاط البورصي بسبب تراجع أداء القطاع العام المهيمن على الاقتصاد الجزائري، وضعف حجم القطاع الخاص الذي تعد زيادة حجمه من متطلبات نجاح تطبيق النظام الحر.

1-4)- عدم ملاءمة التشريعات القانونية: لا تزال التشريعات القانونية تمنح كل الصلاحيات لوزير المالية

في تعيين وعزل واستخلاف المديرين العامين والمسيرين في الهيئات المكونة للبورصة، وفي استبعاد الممثلين عن الشركات والبنوك والوسطاء. كما أن الاعتماد على السندات دون غيرها من الأوراق المالية في التداول تبين رغبة السلطات الجزائرية المستمرة في المحافظة على الملكية العامة للشركات العمومية، فلو يفسح المجال أمام رأس المال الخاص (المحلي أو الأجنبي) كعمول للشركات العمومية ومراقب لأنشطتها سيضمن هذا عليها المزيد من الديناميكية والفعالية بين مختلف القطاعات الاقتصادية، كما سيضمن هذا درجة التطور التي يفترض أن تطلع بها بورصة الجزائر أمام نظيراتها في المغرب وتونس.

¹ محمد زيدان، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر -المعوقات والأفاق-، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، يومي 21 و22 نوفمبر 2006، ص: 14

² فريدة بن شهنو، واقع السوق المالي في الجزائر وأفاق تطوير فعاليته في ظل التغيرات العالمية، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، المجلد12، العدد 13، ديسمبر 2016، ص: 61.

1-5)- المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية: وتتمثل هذه الأخيرة في النقاط التالية:¹

أ)- جعل العامل الديمغرافي في الجزائر العائلات منشغلة بحاجياتها في ظل انخفاض الأجور، إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية، باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان، وهذا ما يؤدي إلى إعاقه عمل بورصة الجزائر.

ب)- لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية، غير أن التعامل بها محرما من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي، وإذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة من 4/9 ماي 1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة كل هذا من شأنها أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.

2)- أفاق بورصة الجزائر:

يعتمد نجاح بورصة الجزائر على ما توفره الحكومة من رعاية لها، وتتخذ هذه الأخيرة مظاهر عدة للنهوض ببورصة الجزائر والمتمثلة في:²

1-2)- **تنشيط السوق المالية:** يقوم تنشيط السوق المالية على توفير الأدوات المالية الكفيلة بنقل مدخرات المجتمع من عارضيتها إلى المحتاجين إليها. بمعنى المساهمة في تسويق عدد كبير ومتنوع من الأوراق المالية التي حددها المشرع في عشرة أنواع باعتبارها السلعة المتداولة في إطار سوق التداول فيما بعد. فوجود البورصة مرهونا بوجود سوق الإصدار، لكن في غياب بنوك الاستثمار التي تتكفل بهذه العملية في الاقتصاديات المتقدمة يمكن في فترة أولية إسناد الأمر للبنوك التجارية للقيام بهذا الدور من حيث تقديم النصح والاستشارة مع إمكانية اللجوء إلى مكاتب الاستشارة المالية الأجنبية لإتمام العملية في إطار سليم بما ينعكس إيجابا على السوق المالية الوطنية.

2-2)- **تنشيط سوق الإصدار:** إن إتمام المرحلة الأولى أي تنشيط أسواق الإصدار مرتبط في الأساس بعمليات تسهيم المؤسسات. في هذا الصدد يمكن في مرحلة أولية اتخاذ مبادرة جديدة بخصوص إتمام جوانب من برنامج الخصخصة في الجزائر الذي لا يزال متعثرا وأهم سبب في تعطيل البورصة في الجزائر. ومنه ولتنشيط هذه الأخيرة، يتحتم على الدولة أن تفكر جديا في خصخصة بعض مؤسساتها لتخفيف العبء المالي على موازنتها من جهة؛ ومن جهة ثانية لنشر رأس المال الاجتماعي لهذه الشركات وجذب الفوائض المالية لدى الأفراد والمؤسسات، وتجنيدتها لخدمة الاستثمار المحلي مع محاولة جذب رأس المال الأجنبي من خلال هذه العملية. في هذه النقطة بالذات يمكن للدولة أن تساهم في تحقيق الأمر بالإقبال على فتح رأس مال الشركات الاستراتيجية والتي تحقق

¹ عزيزة بن سميحة، مريم طيني، دور الإفصاح المحاسبي والشفافية في تفعيل بورصة الجزائر، مجلة تاريخ العلوم، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، المجلد 74، العدد 07، مارس 2017، ص: 335.

² حسان خبابة، مرجع سبق ذكره، ص: (87-88).

نتائج إيجابية في شكل جزئي لتحقيق وفورات مالية من جهة، ومن جهة ثانية باعتبارها شركات تضمن في الواقع إقبالا حقيقيا على الاكتتاب في رأس مالها.

2-3)- تحفيز المؤسسات الاقتصادية: يحقق تحفيز المؤسسات الاقتصادية لاسيما الاستراتيجية نتائج إيجابية على الابتعاد عن أساليب التمويل بالوساطة المالية والتوجه أكثر نحو أسلوب التمويل باللاوساطة مالية عن طريق استخدام الأدوات المالية المختلفة بما يمكنها من الحصول على التمويل طويل الأجل من ناحية ويمكن البورصة من القيام بنشاطها من ناحية ثانية. فاتباع هذا النهج يساهم فعليا في تنوع الأوراق المالية المطروحة للتداول.

2-4)- تفعيل دور المؤسسات المالية: أي أن دفع المؤسسات المالية التي تنشط في إطار ما يسمى بالوساطة المالية في الاقتصاديات المعاصرة من بنوك تجارية وشركات تأمين التي تمتلك سيولة عريضة، يمكن تجنيدها في عملية الاستثمار في الأوراق المالية بما يساهم في تنشيط البورصة وتوفير سيولة كافية للنشاط الاقتصادي.

2-5)- تفعيل برامج الخصخصة: يمكن لأصحاب القرار في الدولة تنشيط البورصة عن طريق المضي في برنامج التخصيص وانتهاج طريقة استبدال الديون بمساهمات في تلك الشركات، سواء أكانت الديون لدائنين محليين أو ديونا خارجية، مما يخفف العبء على ميزانية الدولة ويساهم في تنوع الأوراق المالية بالبورصة الجزائرية. وهي العملية التي لقيت نجاحا لدى العديد من البلدان النامية.

2-6)- تعبئة مدخرات الأفراد: أي تحفيز المستثمرين على توظيف فوائضهم المالية في توظيفات مربحة قليلة المخاطر، وتبني أسلوبا مهما في هذا الاتجاه عن طريق إصدار سندات بعائد متغير، وإصدار سندات مشاركة في الأرباح بإمكانها جذب المستثمرين وتجنيد ادخاراتهم في خدمة الاقتصاد الوطني.

توجد آفاق متعددة يمكن أن تفتح المجال واسعا أمام بورصة الجزائر إن توفرت الإرادة في ذلك وكان القرار صائبا مبني على أسس علمية سليمة لا قرارات عشوائية تساهم في تفاقم الوضعية.

المبحث الرابع: البيئة الاقتصادية والمالية لبورصة الجزائر

في مطلع الألفية الثالثة، ارتفعت أسعار البترول في الأسواق الدولية وتحسنت المؤشرات الاقتصادية حيث تلاشت المديونية إثر الفوائض المالية المتحصل عليها من عائدات النفط وتمكنت الجزائر من تمويل برامجها التنموية، إلا أن ما يعاب على اقتصادنا هو معاناته من تشوهات هيكلية ناجمة عن بقاءه تابعا لقطاع المحروقات والتي عادة ما تظهر بمجرد تراجع الطلب العالمي على النفط في الأسواق الدولية.

المطلب الأول: خصائص الاقتصاد الجزائري وتوجهاته

تمتلك الجزائر اقتصادا ريعيا يعتمد على أكثر من 96 بالمائة من مداخيل النفط. وفي ظل المتغيرات التي شهدتها أسواق النفط، تبنت الجزائر سياسات واستراتيجيات تهدف أساسا إلى تحقيق تنمية اقتصادية شاملة ومواجهة الآثار السلبية لتقلبات أسعار النفط. ولذلك حاولنا من خلال هذا العنصر تحليل خصائص الاقتصاد الجزائري وعرض توجهاته الاقتصادية في ظل الظروف الراهنة.

1- خصائص الاقتصاد الجزائري :

تمتلك الجزائر عاشر أكبر احتياطي من الغاز الطبيعي في العالم، وتعد سادس أكبر مصدر له. وهذا ما مكنها من تكديس احتياطيات كبيرة من العملات الأجنبية، والمحافظة على انخفاض الدين الخارجي عندما كانت أسعار النفط العالمية مرتفعة، وتعزيز النمو الاقتصادي حيث تصل مساهمة قطاع المحروقات في تكوين الناتج الداخلي الخام إلى 68٪.

1-1- تذبذب الناتج المحلي الإجمالي: انخفض الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر من 170,270 مليون دولار سنة 2008 إلى 139,520 مليون دولار في سنة 2009 بسبب التداعيات الاقتصادية للأزمة المالية العالمية والممثلة أساسا في انخفاض الطلب العالمي على النفط الذي أدى إلى انخفاض عائداته في الجزائر. ووفقا لبيانات الجدول أدناه، سجل الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر ارتفاعا محسوسا خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى سنة 2014، حيث ارتفع إلى 161,950 مليون دولار سنة 2010 ، 197,45 مليون دولار سنة 2011 ، 206,395 مليون دولار سنة 2012، 208,730 مليون دولار سنة 2013 ، و 220,91 مليون دولار سنة 2014 ، ويعود الفضل إلى ارتفاع أسعار البترول في الأسواق العالمية بسبب تدني إنتاجه في ظل الحرب الأمريكية على العراق وتدهور الأوضاع في ليبيا، وهذا ما أثر إيجابا على عائدات النفط الجزائرية. ولكن بعد اكتشاف الغاز الصحري في أمريكا وعودة العراق وليبيا إلى تصدير النفط مجددا، تقلص الطلب العالمي على البترول الجزائري وانخفضت أسعاره، وهذا ما أدى إلى تراجع الناتج الداخلي الخام في الجزائر من 220,91 مليون دولار سنة 2014 إلى 156,50 مليون دولار سنة 2017 . وهذا ما تبينه بيانات الجدول أدناه:

الجدول رقم (11): تطور الناتج الداخلي الخام في الجزائر خلال الفترة (2008-2017).

الوحدة: مليون دولار أمريكي.

2012	2011	2010	2009	2008	السنوات
206395	197450	161950	139520	170270	الناتج الداخلي الخام
2017	2016	2015	2014	2013	السنوات
156500	165152	181712	220910	208730	الناتج الداخلي الخام

المصدر: صندوق النقد العربي، التقارير السنوية الصادرة خلال الفترة (2008-2017)، <https://www.amf.org.ar/>، تاريخ الاطلاع: 2019/03/18، التوقيت: 12:00 سا.

1-2- أهمية القطاع النفطي في تشكيل الصادرات الجزائرية:

يعتبر الاقتصاد الجزائري اقتصاد ريعي يعتمد بشكل كبير على الإيرادات البترولية، كما أن إجمالي الصادرات الجزائرية تتمثل أساسا في المحروقات، أي أن قطاع المحروقات يهيمن على الصادرات الجزائرية مقارنة مع القطاعات الأخرى، فمن خلال الجدول رقم (12) والذي يوضح مدى مساهمة قطاع المحروقات في إجمالي الصادرات خلال الفترة 2005-2018، نلاحظ أن نسبة صادرات المحروقات تتجاوز نسبة 90%، وما تبقى أي وما يقارب 3% إلى 6% تمثل الصادرات خارج المحروقات، مما يعني أن معظم المداخيل التي تعتمد عليها الدولة تأتي من قطاع المحروقات، وهذا ما يشكل خطر على الاقتصاد الجزائري ويجعله عرضة لتقلبات أسعار المحروقات، كما أن معظم برامج التنمية المسطرة من قبل الدولة تعتمد على المداخيل المحققة من هذا القطاع، مما يعني أن بقية القطاعات مهمشة، ويستوجب على السلطات المعنية التفكير بجدية وبسرعة كبيرة في تنويع مصادر الدخل عن طريق الاهتمام بالقطاعات الأخرى بسبب أن هذا الوضع لم يتغير منذ الاستقلال واستمرار السلطات المعنية بالاعتماد على عائدات البترول كمورد وحيد إلى يومنا هذا.¹ وهذا ما يوضحه الجدول أدناه:

¹ كريمة بسدات، عبد القادر بن شني، استقرار الاقتصاد الجزائري وحمية تنويع مصادر الدخل، مجلة الاستراتيجية والتنمية، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، الجزائر، المجلد 6، العدد 11، جويلية 2016، ص: 118.

الجدول رقم (12) : مساهمة قطاع المحروقات في إجمالي الصادرات الجزائرية من سنة 2005 وإلى غاية سنة 2018.

الوحدة: مليون دولار أمريكي

السنوات	الصادرات خارج مجال المحروقات	صادرات المحروقات	إجمالي الصادرات	%
2005	1099	43937	45036	97,5%
2006	1158	53456	54613	97,8%
2007	1332	58831	60163	97,7%
2008	1937	77361	79298	97,5%
2009	1066	44128	45194	97,6%
2010	1526	55527	57053	97,3%
2011	2062	71427	73489	97,1%
2012	2062	69804	71866	97,3%
2013	2165	63752	65917	96,7%
2014	2582	60304	63886	94,39%
2015	2063	35724	37787	94,54%
2016	1781	27917	29698	94,00%
2017	1930	33203	35132	94,51%
2018	2078	28294	30372	93,15%

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على المصادر التالية:

- كريمة بسدات، عبد القادر بن شني، استقرار الاقتصاد الجزائري وحتمية تنوع مصادر الدخل، مجلة الاستراتيجية والتنمية، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، الجزائر، المجلد 6، العدد 11، جويلية 2016، ص: 117.
- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد: 44، ديسمبر 2018، ص: 28.

1-3- الأهمية النسبية لبعض القطاعات الاقتصادية في تكوين الناتج الداخلي الخام:

تعتبر مساهمة القطاعات غير النفطية في الناتج الداخلي الخام خلال الفترة (2008-2018) جد متدنية مقارنة مع نظيرتها في الصناعات الاستخراجية رغم كل الجهود المبذولة للنهوض بها وتطويرها في ظل انخفاض مساهمة القطاع الصناعات الاستخراجية في الناتج الداخلي الخام من 46,88% سنة 2008 إلى 15,42 سنة 2008 بسبب انخفاض أسعار البترول في الأسواق العالمية.

يتضح من الملحق رقم (1) ارتفاع نسبة مساهمة قطاع الزراعة من 6,57 بالمائة سنة 2008 إلى 11,87 بالمائة سنة 2017، ورغم ذلك تبقى هذه المساهمة ضعيفة، وهذا الأخير يستدعي توفير الأرضية المناسبة للتوجيه الجيد للعوائد المالية من المحروقات واستغلال الإمكانيات المتاحة في تطوير الزراعة المستدامة في الجزائر، وخاصة فيما يخص الاستفادة من الطاقة المتجددة وتقنيات الزراعة الخضراء. وبالتالي توجيه موارد الجزائر وإمكانياتها لتطوير القطاع

الزراعي، والذي يمكن أن يحقق وفورات هامة لاسيما فيما يخص فاتورة استيراد السلع الغذائية من الخارج. بينما تطورت نسبة مساهمة الصناعات التحويلية من 3,06 بالمائة سنة 2008 إلى 5,67 بالمائة سنة 2017، وهذه النسبة ليست في مستوى النتائج المخطط لها من أجل إنعاش قطاع الصناعة في الجزائر بالمقارنة مع الجهود الداعمة لتحسين مساهمة القطاع الصناعي العمومي من خلال توجيه مغلفات مالية ضخمة. أما بالنسبة للقطاع الخاص فهو يشهد تحسن تدريجي لاسيما في ظل سياسة التحفيز على الاستثمار، خاصة بعد اعتماد الجزائر جملة من الإصلاحات في إطار إعادة الهيكلة الصناعية والاهتمام بالمؤسسات الخاصة نظرا للدور الهام الذي يمكن أن يلعبه في التنمية المحلية. وسجلت مساهمة التجارة في الناتج الداخلي الخام في سنة 2017 نسبة 12,09 بالمائة بعدما كانت 9,80 بالمائة في سنة 2008 بينما نما نصيب قطاع النقل والمواصلات من الناتج الداخلي الخام من 7,94 بالمائة سنة 2008 إلى 12,33 بالمائة سنة 2017، وهذا راجع إلى سياسة الجزائر في تطوير مختلف مؤشرات التنمية البشرية. وتعكس زيادة مساهمة القطاعات غير النفطية في الناتج الداخلي الخام رغبة الحكومة الجزائرية في تنويع اقتصادها من خلال تبنيتها لنموذج اقتصادي جديد للنمو يبتدئ بمرحلة الإقلاع (2016-2019)، مروراً بمرحلة الانتقال (2020-2025) وصولاً إلى مرحلة الاستقرار (2026-2030).

2- معالم السياسة التنموية للاقتصاد الجزائري:

تميزت بداية التسعينيات بتريدي الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية، والتي أجبرت الجزائر على تنفيذ بعض الإصلاحات في إطار توصيات صندوق النقد الدولي، والممثلة أساساً في برامج التثبيت والتكيف الهيكلي. وإثر ارتفاع أسعار البترول في الأسواق العالمية في الألفية الثالثة تحسنت الوضعية المالية للجزائر، وهذا ما مكناها من التوسع في الإنفاق الحكومي، وتمويل برامجها التنموية الهادفة إلى تحريك عجلة الاقتصاد ورفع معدلات الاستثمار، ومستويات المعيشة، وتخفيض معدلات البطالة.

2-1) برنامج التثبيت والتكيف الهيكلي 1994-1995: يقصد بسياسة التثبيت والتكيف الهيكلي مجموعة السياسات التي تتبناها الحكومات في سبيل إعادة توازناتها الداخلية والخارجية. واعتمد برنامج الإصلاح الاقتصادي من خلال التثبيت والتكيف الهيكلي على جانينين:¹

أ- برنامج التثبيت 1994: يعتمد برنامج التثبيت على حزمة السياسات المالية والنقدية الانكماشية من أجل معالجة العجز في الميزانية وميزان المدفوعات. و نص هذا البرنامج الإصلاحي على ما يلي:

- تخفيض قيمة الدينار مقابل الدولار بنسبة 40.17%.

- تخفيض وتيرة الإصدار النقدي وتفعيل سعر الفائدة على الودائع.

- تخفيض عجز الميزانية.

¹ يوسف بيب، الجزائر: إشكالية الانتقال من اقتصاد الربيع إلى اقتصاد الكفاءة، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، جامعة الجزائر3، الجزائر، المجلد 17، العدد 4، ديسمبر 2013، ص ص: (53-54).

- تحرير التجارة الخارجية.

- الاحتفاظ بحد أدنى من الاحتياطات الدولية الناجمة عن عملية إعادة الهيكلة.

ب- برنامج التعديل الهيكلي (1995-1998): ركز برنامج التعديل الهيكلي على تصحيح اختلالات الجهاز الإنتاجي، تحرير الأسعار، تحرير التجارة الخارجية وسوق العمل داخليا وخارجيا، ويسمح للجزائر الحصول على المدخرات الدولية ضمن أزمة المديونية من أجل تمويل الاقتصاد. ويهدف برنامج التعديل الهيكلي إلى ما يلي:

- رفع معدلات النمو الاقتصادي.

- تخفيض معدلات التضخم.

- رفع مستويات الاحتياطات الدولية.

- دعم الصناعات الصغيرة والمتوسطة القادرة على رفع مساهمة القطاع الصناعي في الناتج المحلي الإجمالي.

2-2- برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي (2001-2004): خصصت له ميزانية قدرت بحوالي 525 مليار دينار، يندرج هذا البرنامج ضمن برامج الإصلاح الذاتية التي اعتمدها الجزائر من أجل استرجاع التوازنات الاقتصادية الكبرى، وهو موجه أساسا لتحسين مستويات المعيشة، وتخفيض معدلات البطالة لاسيما في المناطق الأكثر فقرا وحرمانا، وإيجاد حلول لمشكلة السكن التي تشهد تفاقما بمرور الزمن نظرا لارتفاع معدل النمو السكاني وحركة التمدين، إعادة تأهيل المرافق الاجتماعية، النهوض بقطاع الزراعة والري، النقل، تنمية الموارد البشرية، ودعم متغيرات التنمية المحلية.¹

2-3- البرنامج التكميلي لدعم النمو (2005-2009): هو مشروع اقتصادي هدفه تحريك عجلة الاقتصاد وخلق ديناميكية اقتصادية جديدة تسمح بانتعاش وازدهار الاقتصاد الوطني الجزائري، حيث جاء هذا البرنامج كنتيجة للوضعية المالية الحسنة للجزائر بعد الارتفاع المذهل الذي سجله سعر النفط الجزائري والذي بلغ حوالي 38,5 دولار سنة 2004، وجاء هذا البرنامج ليغطي الفترة الممتدة ما بين 2005 و2009.²

2-4- المخطط الخماسي الثاني (2010-2014): يسمى برنامج توطيد النمو الاقتصادي، خصصت له مبالغ إجمالية قدرها 21214 مليار دينار جزائري أي ما يعادل 286 مليار دولار أمريكي، ويدخل هذا البرنامج ضمن سياسة الإقلاع الاقتصادي وبعث حركية الاستثمار والنمو من جديد، وتدارك التأخر في التنمية الذي سببته الأزمة الأمنية خلال فترة التسعينات التي شهدت ركودا في جميع المجالات.³ وما يميز البرنامج أنه يخصص أكثر من 40% من الموارد لتحسين التنمية البشرية باعتبارها الركيزة الأساسية لإعادة بناء

¹ صباح براجي، عبد الوهاب شمام، دور السياسة الاقتصادية في بعث تنويع الاقتصاديات الريفية لتحقيق التنمية المستدامة، مجلة الاستراتيجية والتنمية، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، المجلد 7، العدد 13، جوان 2017، ص:60.

² محمد مراس، أثر أسعار البترول على مؤشرات الاقتصاد الكلي الجزائري، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، المركز الجامعي نور البشير، البيض، الجزائر، المجلد 2، العدد 03، ديسمبر 2016، ص:170.

³ نفس المرجع السابق، ص:171.

الاقتصاد الوطني، كما يخصص البرنامج حوالي 40% من موارده لمواصلة تطوير المنشآت القاعدية الأساسية والبنية التحتية وتحسين الخدمة العمومية. وفي إطار دعم تنمية الاقتصاد الوطني تم تخصيص أكثر من 1000 مليار دينار جزائري لدعم التنمية الفلاحية والريفية، وما يقارب 150 مليار دينار جزائري لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.¹

إذا تتبعنا مسار الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر نجد أنها لم تتمكن من تغيير الخصائص الهيكلية التي تميز الاقتصاد الوطني، والمتمثلة في اعتماد الشبه الكلي على إيرادات صادرات المحروقات وعلى الواردات من السلع الغذائية ومستلزمات الإنتاج من جهة أخرى، وإصلاح الاختلالات والتشوهات التي أصابت نموذج الصناعات المصنعة من خلال إصلاحات ذاتية لم تؤت ثمارها وانتهت ببلوغ النموذج حدوده وإعلان فشله، وكانت الإجراءات المتخذة في هذا المجال تأخير للأزمة وليس حلا جذريا لها.²

2-5) برنامج النموذج الاقتصادي الجديد: يتمحور النموذج الجديد للنمو الاقتصادي في الجزائر على جوانب وتدابير إجرائية استعجالية قصد معالجة الاختلالات والعجز في الميزانية والتحول الاقتصادي من أجل الوصول إلى اقتصاد مبني على موارد مالية خارج المحروقات، يميزه التنوع والاستقرار والاستدامة التنموية، وتتجلى أبرز معالم هذا النموذج فيما يلي:³

أ) - المقاربة المستجدة لسياسة الموازنة: يبرز النموذج أهداف رئيسية في أفق عام 2019 وهي:

- تطوير موارد الميزانية العادية لجعلها قادرة على تغطية النفقات الرئيسية للتسيير.
- تخفيض عجز الميزانية بشكل محسوس.
- حشد موارد إضافية لازمة من السوق المالية الداخلية.

ب) - مقاربة التنوع والتحول الاقتصادي: حدد النموذج الجديد جملة من الأهداف الدقيقة في المرحلة الثانية 2020-2030 وهي:

- تحقيق مسار نمو خارج المحروقات للنتائج الداخلي الخام في حدود 6,5 بالمائة سنويا خلال الفترة 2020-2030، بالإضافة إلى مضاعفة الناتج الداخلي للفرد 2,3 مرات خلال ذات الفترة (حوالي 11500 دولار في عام 2030 على أساس الدخل الحالي)، ومضاعفة حصة الصناعة التحويلية من حيث القيمة المضافة (من 5,3 بالمائة في عام 2015 إلى 10 بالمائة من الناتج الداخلي الخام عام 2030).

¹ عبد الوهاب شمام، صباح براحي، مرجع سبق ذكره، ص:61.

² يوسف ببيي، مرجع سبق ذكره، ص:51.

³ ناصر بوعزيز، منصف بن خديجة، النموذج الاقتصادي الجديد في الجزائر بين الواقع والتجسيد، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة

الشهيد حمة الخضر الوادي، الجزائر، المجلد 10، العدد2، 2017، ص:91.

- تحديث القطاع الزراعي لتحقيق اكتفاء غذائي وتنويع الصادرات إلى جانب تحول طاقتي يسمح بتخفيض معدل النمو السنوي للاستهلاك الداخلي للطاقة من 6 بالمائة في عام 2015 إلى 3 بالمائة في عام 2030، فضلا عن تنويع الصادرات بما يسمح بدعم تمويل النمو الاقتصادي المتسارع.

ويتم تجسيد نموذج النمو الاقتصادي الجديد الذي صادقت عليه الحكومة في 2016 في إطار سياسة تنويع الاقتصاد الوطني و إصلاحه هيكليا على ثلاث مراحل تهدف إلى تحقيق معدل نمو قدره 6,5 بالمائة خارج المحروقات خلال العشرية القادمة وهي:¹

المرحلة الأولى (2016-2019): تتمحور هذه المرحلة حول بعث السياسة التنموية الجديدة و تتميز بنمو تدريجي للقيم المضافة لمختلف القطاعات باتجاه المستويات المستهدفة.

المرحلة الثانية (2020-2025): وهي مرحلة انتقالية هدفها "تدارك" الاقتصاد الوطني.

المرحلة الثالثة (2026-2030) : هي مرحلة استقرار وتوافق يكون في آخرها الاقتصاد قد استنفذ قدراته الاستدراكية وتتمكن عندها مختلف متغيراته من الالتقاء عند نقطة التوازن.

المطلب الثاني: تطور العرض النقدي في ظل السياسة النقدية المتخذة من طرف الجزائر

جعل اختيار الجزائر للنظام الاشتراكي القطاع المصرفي تابع لمتطلبات الخطة الاقتصادية العامة، فأنحصرت مهام هذا القطاع في تلبية الاحتياجات التمويلية للأنشطة الاقتصادية، وبالتالي كانت السياسة النقدية عديمة الفعالية لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية. غير أن اعتماد الجزائر على صادرات النفط بنسبة 95% وتنامي فاتورة الواردات الغذائية تسببا في تراجع المؤشرات الاقتصادية الكلية خلال أزمة انخفاض أسعار النفط في الثمانينات، وهذا ما جعل الجزائر تقوم بإصلاح قطاعها المالي والنقدي بإصدار قانون النقد والبنك سنة 1986 الذي جعل سياسة الإئتمان المصرفي خاضعة لاحتياجات النشاط الاقتصادي والتوازنات الكلية وليس لاحتياجات المؤسسات. ولكن هذا الإصلاح لم ينجح بسبب ارتفاع نسب المديونية، وتفشي البطالة والتضخم، وتراجع احتياطات الجزائر من العملة الصعبة. وهذا ما جعل الجزائر تلجأ إلى صندوق النقد الدولي الذي فرض عليها الانتقال إلى نظام اقتصاد السوق، والمباشرة بإصلاحات مؤسساتية وهيكلية عميقة توجت بصدر قانون النقد والقرض رقم 90-10 الصادر بتاريخ 14 أبريل 1990 والدخول في مسار جديد للسياسة النقدية.

1- مسار السياسة النقدية في الجزائر:

لقد مر الاقتصاد الجزائري بعد الاستقلال بمرحلتين من أجل التنمية: الأولى (1962-1989) والثانية من 1989 إلى يومنا هذا، حيث تميزت المرحلة الأولى بانتهاج النموذج الاشتراكي الذي يستند على التخطيط المركزي، لتأتي المرحلة الثانية وما تحمله من تحولات جذرية بغية تحقيق اللامركزية تدريجيا في عملية صنع القرار

¹ موقع وزارة المالية، نموذج النمو الاقتصادي الجديد، <https://www.mfdgi.gov.dz>، تاريخ الاطلاع: 2019/04/10، التوقيت:

وتطوير آليات السوق من خلال الإصلاحات الذاتية أو تلك المدعومة من طرف الهيئات الدولية. وبالطبع فإن السياسة النقدية كانت تخضع لمعالم ومبادئ كل نظام على حدة، وما يهمنا في هذا المقام هو إظهار مكانة السياسة النقدية في تلك المرحلتين:

(أ) - **المرحلة الأولى:** إن ما ميز هذه المرحلة هو السيطرة الكاملة للدولة على النشاط الاقتصادي وعلى جميع وسائل التمويل مما يؤكد عدم وجود سياسة نقدية واضحة المعالم، وهذا لأن عرض النقود متغير داخلي لا يتحكم فيه البنك المركزي. وإنما الاستثمارات هي التي تحدد حجم القروض (الاستثمارات العمومية عن طريق القروض 100%). فالبنك المركزي لم تعط له الاستقلالية الكاملة فهو تابع للخزينة العمومية، والأهم من ذلك فإن تكوين الاحتياطي للإصدار النقدي كان مرتبط بصادرات المحروقات وليس على الادخار، الشيء الذي يؤكد على عدم وجود معالم واضحة للسياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري مما جعل دور النقد في المرحلة كمتغير تابع للخطة المالية، والسياسة النقدية كانت شبه حيادية.

(ب) - **المرحلة الثانية:** إن ما ميز هذه المرحلة في البداية هو اتخاذ مجموعة من الإجراءات الضمنية وغير المعلنة، والتي كانت تهدف إلى إعادة التوازنات الكلية وإدخال آليات الاقتصاد الحر بشكل محتشم، إلا أن هذه الإجراءات لم تحقق أهدافها المرجوة، مما دفع السلطات إلى انتهاج مجموعة أخرى من الإصلاحات بصفة ذاتية، وأخرى بمساعدة الهيئات المالية الدولية سعياً منها لفتح الأبواب تدريجياً لإرساء قواعد السوق. وتوجت مساعي الإصلاح بصدر قانون النقد والقرض رقم 90-10 الصادر بتاريخ 14 أفريل 1990 ليضع النظام المصرفي في إطار متطلبات اقتصاد السوق وإبراز دور السياسة النقدية وإعادة صلاحيات البنك المركزي في تسيير النقد والائتمان في ظل استقلالية واسعة. ومن أجل ضمان فعالية البنك المركزي، فقد تعرض هذا القانون إلى بعض التعديلات بموجب أمر رئاسي، وهو الأمر 01/01 المؤرخ في 27 فيفري 2001، والذي كان مضمونه بصفة مطلقة الجوانب الإدارية في تسيير البنك المركزي بدون المساس بصلب القانون ومواده المطلقة. ولتحسين أداء الجهاز المصرفي لاسيما بعد الفضائح المالية وكشف ضعف الدور الرقابي للبنك المركزي تم إصدار الأمر 11/03 الصادر بتاريخ 26 أوت 2003 والذي كان هدفه هو تكييف نظام أمنها المالي مع المقاييس المالية.¹ بينما رفع القانون رقم (04-01) الصادر بتاريخ 04/03/04 الحد الأدنى لرأس مال البنوك من 500 مليون دينار جزائري سنة 1990 إلى 2,5 مليار دينار جزائري سنة 2004، ورفع الحد الأدنى لرأس مال المؤسسات المالية من 10 مليون دينار جزائري سنة 1990 إلى 500 مليون دينار جزائري بهدف زيادة تحكم السلطات النقدية في الجهاز المصرفي.

¹ فريد بن طالي، أثر السياسة النقدية على المتغيرات الاقتصادية الكلية مع الإشارة لحالة الاقتصاد الجزائري، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المدرسة العليا للتجارة، تيبازة، الجزائر، المجلد 5، العدد 10، ديسمبر 2011، ص ص: (12-13)، بنظر.

ج)- المرحلة الثالثة: تم إدخال تعديلات جديدة على قانون النقد والقرض في سنة 2008 لمواجهة عمليات إصدار صكوك دون رصيد من خلال وضع قوانين لمكافحةها بمشاركة كل الأعوان الاقتصاديين والتركيز على نظام المركزية للمعلومات المتعلقة بحوادث سحب الصكوك بسبب الخطأ أو نقص الرصيد. وأصبح الأشخاص المدنيين غير القيمين يسمح لهم بفتح رصيد من العملة الصعبة لدى البنك الوسيط المعتمد بموجب الأمر رقم 01-09 الصادر في 17 فيفري 2009، ومن أجل وضع قواعد عامة للأوضاع المصرفية المتعلقة بالقطاع المصرفي تم صدور الأمر رقم 03-09 الصادر في 26 ماي 2009. في حين تم إصلاح قانون النقد والقرض بموجب الأمر رقم 04-10 المؤرخ في 26 أوت 2010 بهدف تعزيز قدرة بنك الجزائر في مجال اختبارات الصلابة المالية والكشف المبكر عن نقاط الضعف بالاستعانة بجهاز الوقاية وحل الأزمات،¹ ليتم تعزيزها بإصدار النظام رقم 08-11 المؤرخ في 28 نوفمبر 2011 بهدف تحديد مضمون المراقبة الداخلية التي يجب على البنوك والمؤسسات المالية وضعها.² ونظرا لتعرض الجزائر لأزمة انخفاض أسعار البترول في سنة 2014 وتأثيرها السلبي على المؤشرات المالية والاقتصادية، تم تغيير أحكام المادة 45 مكرر في قانون القرض و النقد لسنة 2003، والمعدل في أكتوبر 2017 بشكل يسمح للخزينة العمومية بصفة استثنائية الاقتراض من بنك الجزائر المركزي خلال مدة خمسة سنوات عبر سندات تصدرها الخزينة، وذلك للمشاركة خصوصا في تغطية طلبات تمويلها و تمويل الدين العمومي وكذا تمويل الصندوق الوطني للاستثمار.

2)- تطور العرض النقدي في الجزائر:

انتقل حجم الكتلة النقدية في بداية سنة 1990 إلى 420,32 مليار دج بعدما كان 93,5 مليار دج سنة 1980، وهذا الحجم يفسر بالإصلاحات الاقتصادية التي قامت بها الدولة والخاصة بإعادة هيكلة المؤسسات العمومية، ثم وصلت إلى 1390 مليار دج في جوان 1990، والملاحظ أن الكتلة النقدية ظلت تنمو بكثرة إلا أن نموها عرف تقريبا استقرارا من عقد إلى آخر، والسبب في ذلك يعود لمحاولة التحكم في التضخم، خاصة في الفترة 1990-1999. وعرفت الألفية الجديدة نموا متزايدا للكتلة النقدية، التي انتقلت من 2022,5 مليار دج عام 2000 إلى 2473 مليار دج عام 2001، ويرجع ذلك إلى عاملين أساسيين: الزيادة في الأرصدة الخارجية، والانطلاق في تنفيذ برنامج الإنعاش الاقتصادي الذي أقره رئيس الجمهورية في أبريل 2001، حيث

¹ للاطلاع أكثر انظر:- زكية محلوس، أثر تحديد الخدمات المصرفية على البنوك الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009، ص: (79-81).

-علي بطاهر، إصلاحات النظام المصرفي الجزائري وأثارها على تعبئة المدخرات وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2006، ص: 60.

² الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، نظام رقم 08-11 المؤرخ في 28 نوفمبر 2011 يتعلق بالرقابة الداخلية للبنوك والمؤسسات المالية، العدد 47، 29 أوت 2012، ص: (21-22).

خصص له مبلغ بحوالي 7 مليار دولار (حوالي 525 مليار دج) لمدة متوسطة تمتد إلى ثلاث سنوات من أبريل 2001 إلى أبريل 2004.

ويبين الجدول أدناه التذبذب الحاصل في معدل تغير عرض النقود خلال الفترة (2007-2010)، حيث بلغ معدل نمو الكتلة النقدية أدنى مستوى له على مدار تطور عرض النقود في الجزائر سنة 2009 بمبلغ 7173,1 مليار دج وبمعدل نمو قدر بـ 3,1% مقارنة مع سنة 2008 وذلك لسببين رئيسيين، السبب الأول وكما أشار إليه تقرير بنك الجزائر هو التأثير بالأزمة الاقتصادية العالمية وانخفاض معدل زيادة الأصول الخارجية، أما السبب الثاني فيعود إلى انخفاض أو تقلص الودائع تحت الطلب. وبهذا استمر العرض النقدي في الارتفاع بمعدلات ضعيفة مقارنة مع السنوات السابقة حيث وصل إلى 11941,5 مليار دينار جزائري سنة 2013، أي بمعدل نمو قدر بـ 8% مقارنة مع سنة 2012 ليصل سنة 2014 إلى 13686,8 مليار دينار جزائري، محققا بذلك نسبة نمو قدرت بـ 6,2% مقارنة مع سنة 2013 ومعدل 10% مقارنة مع سنة 2009.¹

بينما ارتفعت الكتلة النقدية وفقا لبيانات الجدول رقم (13) من 13686,8 مليار دج سنة 2014 إلى 16159,2 مليار دج سنة 2018، في حين انخفض معدل نموها من 14,61 بالمائة سنة 2014 إلى 0,12 بالمائة سنة 2015 و 0,81 بالمائة سنة 2016 بسبب تقلص فائض السيولة المصرفية إثر الانخفاض الحاد لأسعار البترول في سنة 2014 ليعاود الارتفاع بشكل سريع إلى نسبة 8,38 بالمائة سنة 2017 و 7,91 بالمائة سنة 2018 بسبب لجوء الجزائر إلى سياسة التمويل غير التقليدي بلجوء الخزينة العمومية إلى بنك الجزائر للتمويل عن طريق الإصدار النقدي كنتيجة حتمية لمضاعفات أزمة انخفاض أسعار البترول سنة 2014.

الجدول رقم (13): تطور العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة (2001-2018).

الوحدة: مليار دينار.

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006
العرض النقدي	2473,5	2901,5	3229,5	3644,4	4070,4	4827,6
السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012
العرض النقدي	5994,6	6956,0	7173,1	8162,8	9929,2	11015,1
السنوات	2013	2014	2015	2016	2017	2018
العرض النقدي	11941,5	13686,8	13704,5	13816,3	14974,6	16159,2

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على المصادر التالية:

- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد: 05، ديسمبر 2008، ص: 11.
- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد: 21، مارس 2013، ص: 11.
- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد: 33، مارس 2016، ص: 11.

¹ الطاهر جليط، دراسة قياسية لأثر العرض النقدي على التضخم والنمو الاقتصادي في الجزائر، مجلة البديل الاقتصادي، جامعة زيان عاشور، الحلقة، الجزائر، المجلد 3، العدد 02، ديسمبر 2016، ص: (98-99).

- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد: 44، ديسمبر 2018، ص: 11.

(3)- تحليل نمو أهم مكونات الكتلة النقدية في الجزائر:

3-1)- النقود القانونية: شكلت النقود القانونية حيزا كبيرا في تشكيل الكتلة النقدية خلال السنوات الأولى من الاستقلال، لتترك هذه المكانة للودائع تحت الطلب والودائع الآجلة بعد ذلك. وذلك لبروز الجهاز المصرفي الجزائري وتطور مداخيل الأفراد التي تعتبر مصدر تلك الودائع. إذ أنه في عام 1962 مثلا كانت تمثل النقود القانونية نسبة 55% من مجموع الكتلة النقدية، وتضاعف مقدارها بحوالي 21,8 مرة سنة 1982 مقارنة بسنة 1962، وفي سنة 1991 أصبحت النقود القانونية تمثل حوالي 38% من مجموع الكتلة النقدية بمقدار 157,2 مليار دج. أما فيما يخص حجمها فقد شهد نموا مستمرا، إذا يقدر متوسط نمو النقود القانونية خلال الفترة (2001-2014) بحوالي 17,35%¹، بينما يقدر متوسط نموها خلال الفترة (2015-2018) بحوالي 18,72%، ويعود سبب هذه الزيادة إلى سياسة التمويل التضخمي المتخذة من قبل الجزائر في سنة 2017، ما يعني أن النقود القانونية نسبة هامة من حجم الكتلة النقدية M2 في الاقتصاد وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (14): تطور النقود القانونية في الجزائر خلال الفترة (2001-2018).

الوحدة: ملايين الدينارات.

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
النقود القانونية	1238,5	1416,3	1643,5	2165,7	2437,5	3177,8	4233,6	4964,8	4949,8
السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
النقود القانونية	5638,5	6964,3	7681,5	8249,8	9603,0	9261,1	9407,0	10266,1	10995,4

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على المصادر التالية:

- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد: 05، ديسمبر 2008، ص: 11.

- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد: 21، مارس 2013، ص: 11.

- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد: 33، مارس 2016، ص: 11.

- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد: 44، ديسمبر 2018، ص: 11.

3-2)- الودائع تحت الطلب: تعتبر الودائع تحت الطلب أكثر سيولة مقارنة بالودائع لأجل، لذلك تدرج مع النقود القانونية لتشكيل المستوى الأول من الكتلة النقدية M1، وتتكون هذه الودائع من الودائع الجارية لدى البنوك التجارية، الودائع الجارية لدى مراكز البريد وصناديق الادخار، وودائع الأموال الخاصة في الخزينة. وقد كانت نسبة الودائع الجارية إلى عرض النقود تمثل نسبة 39,34% سنة 1990، لترتفع بعد ذلك في سنة 1991 أي سنة بعد قانون النقد والقرض إلى نسبة 40,5% من الكتلة النقدية M2 نتيجة الإصلاحات النقدية والمصرفية التي انتهجتها السلطات الجزائرية بداية من قانون النقد والقرض، حيث شكلت نسبة الودائع تحت

¹ علي صاري، عبد الله البحري، محددات الاستعمال المتزايد للسيولة النقدية في الاقتصاد الوطني دراسة للفترة 2000-2014، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المركز الجامعي لتمرست، الجزائر، المجلد 6، العدد 1، جانفي 2017، ص: 318.

الطلب نسبة 30% من مجموع الكتلة النقدية سنة 2002 بما قيمته 751,6 مليار دج، ثم تعود قيمتها للارتفاع بعد ذلك إلى 2096,4 مليار دج، و 2949,1 مليار دج في سنتي 2006 و 2007 على التوالي. أما متوسط معدل نموها خلال فترة الدراسة (2000-2014) فقد فاق 19,33%. مسجلا أعلى نسبة نمو له سنتي 2004 و 2007 ب 51,5% و 45,2% على التوالي. حيث شهدت سنوات 2010، 2011 و 2012 نمو مستمر في الودائع تحت الطلب حيث بلغت قيمتها 3657,8 مليار دج، و 4570,2 مليار دج، و 4776,35 مليار دج على التوالي. وهذا ما يوحي بتحسين مستوى الفوائض المالية لدى الأفراد نتيجة الطفرة أو التحسينات التي عرفتها منظومة الأجور في السنوات الأخيرة، وكذلك زيادة عدد الأشخاص الذين فتحوا حسابات على مستوى مؤسسة البريد أو البنوك الوطنية.¹ بينما سجل متوسط معدل نموها خلال الفترة (2015-2018) نسبة 24,38%، حيث سجلت الودائع تحت الطلب أعلى قيمة لها 4499,0 مليار دج و 4840,6 مليار دج في سنتي 2017 و 2018 "بسبب زيادة ودائع الشركة الوطنية للمحروقات، والتي استفادت في أواخر 2017 من تسديد جزء من مستحقاتها على الخزينة العمومية (452 مليار دج)."² (أنظر الملحق رقم 2).

3-3- الودائع لأجل: ويندرج ضمنها الودائع لأجل لدى البنوك والودائع لدى صندوق التوفير والاحتياط، وقد بلغت نسبتها 3% إلى إجمالي الكتلة النقدية في 1962، لتصل بعد ذلك إلى 21,7% سنة 1991 ثم إلى 37,25% سنة 2002 و 27,47% سنة 2007، ثم 30,48% سنة 2010، لتعرف تذبذبا خلال الفترة الممتدة من سنة 2012 إلى غاية سنة 2018 حيث سجلت أعلى قيمة لها في سنة 2015 بنسبة 32,42% "نظرا لزيادة حجم ودائع القطاع الخاص بنسبة 67,3% وارتفاع نسبة ودائع الأسر بالعملة الصعبة إلى إجمالي الودائع بنسبة 61,6%"³ أما أعلى نسبة نمو لها فكانت متفاوتة من فترة إلى أخرى، حسب الأوضاع الاقتصادية والأمنية التي مرت بها البلاد، فنجد أعلى نسبة نمو هي 61,9% سنة 1992 ثم سنة 1998، أين وصلت نسبة النمو إلى 86,87%، وإنما يرجع أيضا إلى انخفاض نسبة احتفاظ الأفراد بالسيولة النقدية في بعض الفترات، خاصة سنة 1998 أين وجدنا أن معدل نمو الودائع لأجل فاق نسبة 86,87%، بينما في سنة 1999 انخفض معدل نمو الودائع لأجل إلى 15,4% أي نمو بمقدار 118 مليار دينار، مواصلا الانخفاض إلى 10,2% سنة 2000، ثم شهد معدل نمو الودائع لأجل ارتفاعا بعد ذلك سنة 2001 ب 26,8% وسنة 2002 ب 20,3% وسنة 2003 ب 16,1%. وكان ذلك نتيجة لجوء الأفراد والمؤسسات إلى إيداع أموالهم في بنك الخليفة الذي كان أنشط البنوك في هذه الفترة قبل حله بعد ذلك نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة إلى حد الإغراء 17% التي كان يمنحها على الودائع، وكانت النتيجة بعد حل بنك الخليفة أن معدل نمو

¹ نفس المرجع السابق، ص ص: (319-320). بنظر.

² بنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2017، جويلية 2018، ص: 122.

³ بنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2015، جويلية 2016، ص: 96.

الودائع سجل نسبة نمو سالبة بلغت (-0,3%) سنة 2007، غير أن تدخل الدولة آنذاك أدى إلى إعادة الثقة في الجهاز المصرفي وعودة نمو معدل الودائع للارتفاع أين وصل سنة 2008 إلى 13,1% ثم إلى 19,45% سنة 2013. ¹ لتعرف بعد ذلك انخفاضا مستمرا لتبلغ 9,66% في سنة 2018 مسجلة نسبة سالبة في سنة 2016 نظرا لانخفاض الودائع لأجل في المصارف العمومية. ² (أنظر الملحق 3).

المطلب الثالث: مسار سعر الصرف والفائدة في الجزائر

رغم توفر الجزائر على مقومات جيدة لتحقيق النمو المستدام في القطاع غير النفطي، ورغم الإصلاحات الاقتصادية الشاملة التي طبقتها السلطات، إلا أن الواقع يظهر عكس ذلك وهو ما يطرح التساؤلات حول جدوى السياسات الإصلاحية المنتهجة، بما في ذلك ضبط معدلات الفائدة وإصلاح نظام سعر الصرف بالتحول نحو النظام المرن وتبني التعويم الموجه للدينار.

1- نظام الصرف في الجزائر وسياساته:

تهدف سياسات سعر الصرف في ظل التحول إلى النظام المرن إلى استهداف قيمة سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار، وذلك عن طريق التدخل الفوري لبنك الجزائر في سوق الصرف لتوجيه سلوك سعر الصرف الاسمي بما يضمن استقرار سعر الصرف الحقيقي. وسنحاول إبراز ذلك من خلال تناول الأنظمة التسعيرية والتقييمية للدينار الجزائري مقابل العملات الأخرى وسياسات الصرف التي اعتمدها الجزائر منذ التسعينات.

1-1- نظام الصرف في الجزائر:

عرف الدينار الجزائري عدة أنظمة تسعيرية وتقييمية مقابل عملات الأجنبية، يمكن إيجازها فيما يلي: ³

أ- **المرحلة الأولى:** حددت الجزائر سعر صرف الدينار بما يعادل 0,18 غرام من الذهب الخالص، أي بنفس التكافؤ مع الفرنك الفرنسي خلال الفترة 1964 -تاريخ إنشاء العملة الوطنية- و 1969 -تاريخ تخفيض الفرنك الفرنسي-، ومع إدخال نظام تعويم الصرف الثابت سنة 1971، أصبحت قيمة الدينار الجزائري مثبتة على أساس سلة تتكون من 14 عملة دولية ابتداء من جانفي 1974.

ب- **المرحلة الثانية:** نتيجة انخفاض السيولة النقدية بفعل انخفاض أسعار المحروقات وتدهور قيمة الدولار الأمريكي، بدأ الدينار الجزائري يعرف انخفاضات متتالية حيث اضطرت السلطات الجزائرية إلى تخفيض قيمة الدينار من 4,936 دج لكل دولار أمريكي واحد في نهاية 1980 إلى 8.032 دج لكل دولار أمريكي واحد مع نهاية 1987.

¹ علي صاري، عبد الله البحري، مرجع سبق ذكره، ص ص: (320-321)، بنظر.

² بنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2015، جويلية 2016، ص: 86.

³ جمال طباش، سعيادة شطباني، محددات سعر صرف الدينار الجزائري ودوره في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، مجلة الاستراتيجية والتنمية،

جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، المجلد 6، العدد 11، جويلية 2016، ص: 317.

ج- المرحلة الثالثة: وهي المرحلة الحاسمة في تاريخ الدينار الجزائري حيث تم تطبيق مجموعة من الإجراءات أساسها الإجراء المرتكز على أسلوب المرونات، والشروع في تخفيض قيمة الدينار الجزائري والاتجاه به نحو التحويل، فقد تم تخفيض قيمة الدينار بـ 7,3% في مارس 1994 و 40,17% في أبريل من نفس السنة، وفي إطار تحرير نظام الصرف وتماشيا مع التعديلات الهيكلية خلال الفترة ما بين 1994-1998، تبني بنك الجزائر سياسة التعويم الموجه بموجب النظام 95-07 المؤرخ في 1995/12/23، واستكملت في سبتمبر 1997 عملية قابلية تحويل الدينار بالنسبة للمعاملات الدولية الجارية، فمنذ 1995 إلى وقتنا هذا يواصل بنك الجزائر اتباع سياسته النشطة لسعر الصرف -التعويم الموجه- بغرض استقرار معدل الصرف الفعلي الحقيقي.

1-2- سياسات الصرف في الجزائر:

أعلنت السلطات النقدية منذ منتصف 1990 عن رغبتها في التوصل إلى قابلية تحويل الدينار بالنسبة للمعاملات الجارية مع نهاية 1993 أو بداية 1994، على أن تتم هذه العملية بشكل تدريجي واحترازي، وقد تمثلت عملية تعديل معدل الصرف وفق الطرق التالية:

أ- الانزلاق التدريجي: قامت طريقة الانزلاق على تنظيم "انزلاق تدريجي" ومراقب، طبق خلال فترة طويلة نسبيا امتدت من نهاية 1987 إلى سبتمبر 1992. وانتقل سعر صرف الدينار خلالها من 4.936 دينار لكل دولار أمريكي واحد في نهاية 1987 إلى 8,032 دينار مقابل الدولار الواحد مع نهاية 1989. وعلى الرغم من الإصلاحات المنتهجة إلا أن المتغيرات الاقتصادية الكلية شهدت تدهورا، حيث استمر النمو السالب لحجم الإنتاج الداخلي الخام منذ 1986، كما سجل ميزان الحساب الجاري عجزا نسبته 2,6% من PIB عام 1988، كما عجزت تخفيضات الإنفاق الحكومي عن تعويض انخفاض الإيرادات، وفي ظل غياب سوق مالية لجأت الحكومة إلى الإصدار النقدي والاستدانة الخارجية من أجل تغطية عجزاتها.¹

ب- التخفيض الصريح: قرر مجلس النقد والقرض في نهاية سبتمبر 1991 تخفيض قيمة الدينار بـ 22% بالنسبة للدولار الأمريكي، ليصل إلى 22.5 دينار مقابل الدولار، واستقر سعر صرف الدينار حول هذه القيمة إلى غاية شهر مارس 1994. غير أن الاستقرار النسبي لمعدل سعر الصرف الاسمي لم يكن يقابل الأساسيات الاقتصادية التي أدت إلى جعل معدلات التضخم في الجزائر باستمرار أعلى من ذلك السائد لدى شركائها التجاريين، وبالتالي فإن قيمة الدينار الحقيقية قد ارتفعت بنسبة 50% بين أكتوبر 1991 ونهاية 1993. وقبل إبرام الاتفاق الجديد مع صندوق النقد الدولي، وبدون سابق إعلان أجري تعديل طفيف لم يتعد 10% تهيئة لقرار التخفيض الذي اتخذته مجلس النقد والقرض بتاريخ 1994/04/10، وذلك بنسبة 40,17%، وبهذا القرار أصبح سعر صرف الدينار 36 دينارا مقابل الدولار الأمريكي الواحد.²

¹ نادية سحاب، عمار زيتوني، المنهج النقدي وسعر الصرف - حالة الجزائر-، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة الحاج الخضرم، باتنة، الجزائر، المجلد 7، العدد 4، ديسمبر 2017، ص: 337.

² نفس المرجع السابق، ص: 338.

1-3)- تطور سعر الصرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي في الجزائر:

سجلت قيمة الدينار الجزائري انخفاضا مستمرا مقابل الدولار من سنة 1990 إلى سنة 2002، ويرجع هذا إلى تخفيض قيمة الدينار في إطار مخطط "ستاند باي Stand by" تحت إشراف صندوق النقد الدولي للفترتين (1994-1996) و(1996-1998)، وقد عرف أكبر تخفيض سنة 1994 بنسبة 60% ثم استمر في الانخفاض مسجلا 32% سنة 1995 و14,9% سنة 1996 ثم أخذ بالانخفاض بنسب متفاوتة ليسجل أدنى انخفاض له سنة 2002 مسجلا 79,6 دج/دولار، ليعود للارتفاع في القيمة مقابل الدولار لسنتين متتاليتين ثم ينخفض مرة أخرى في سنة 2005 مسجلا 73,3 دج/دولار، ثم يعود للارتفاع مرة أخرى في سنتي 2006 و2007 مسجلا 72,6 دج/دولار و69,38 دج/دولار على التوالي، وقد أدى انخفاض الدولار بسبب الأزمة المالية العالمية إلى ارتفاع قيمة الدينار المقابلة له مسجلا 64,58 دج/دولار سنة 2008 لتتخفيض قيمة الدينار مقابل الدولار مرة أخرى سنة 2009 مسجلا 72,64 دج/دولار. وقد عرف الدينار انخفاضا في قيمته مقابل الدولار بين 2009 و2018 بنسب متفاوتة باستثناء الانخفاض المسجل سنة 2011، حيث سجل خلال سنوات 2012 و2015 و2016 و2017 انخفاضا ملحوظا بنسب 6,30%، 24,7%، 8,96%، و4,77% على التوالي إثر الانتعاش الذي عرفه الدولار الأمريكي مقابل اليورو.¹ (أنظر الملحق 4)

2) - مراحل تطور أسعار الفائدة في الجزائر:

قبل قانون 10-1990 المتعلق بالقرض والنقد، لم يمارس البنك الجزائري باعتباره جزء من النظام المصرفي أي نشاط ملموس في مجال الرقابة على المصارف، ولم تكن وظيفته في إعادة الخصم سوى أداة لتزويد البنوك بالسيولة والقروض اللازمة. وأعاد صدور قانون النقد والقرض سنة 1990 للبنك الجزائري دوره وأهميته، ومكنه من استخدام معدل إعادة الخصم باعتباره معيار حقيقي لتحليل السياسة النقدية. ولقد تطلب من الحكومات المتعاقبة اتباع نموذج التحرير التدريجي لسعر الفائدة للوصول إلى سعر فائدة حقيقي موجب، وذلك بإصدار سلسلة من النصوص من قانون القرض والبنك سنة 1986، ليتبع بقانون 1988 المتعلق باستقلالية المؤسسات العمومية، ومنها البنوك التجارية، ثم قانون النقد والقرض سنة 1990 الذي أعاد للسياسة النقدية سلطتها والبنك المركزي دوره في إدارة كل من النقد والقرض، بما يسمح بتحقيق الأهداف التوسعية أو الأهداف الانكماشية.

2-1)- تطور أسعار الفائدة خلال الفترة (1994-1999): مع إبرام اتفاقيات الاستعداد الائتماني 89-1991 واتفاقيات القرض الموسع في إطار برنامج التعديل الهيكلي الممتد على مدى متوسط من 1994-1998، تم تحرير أسعار الفائدة على ودائع البنوك التجارية في ماي 1989 التي ارتفعت بين أكتوبر 1991 وأفريل 1994 من 12% إلى 16% لتصل إلى 18,5% بين أفريل 1994

¹ صالح أويابة، عبد الرزاق خليل، أثر التغيرات في سعر الصرف والتضخم المحلي على ميزان المدفوعات دراسة حالة الجزائر 1990-2016، دراسات العدد الاقتصادي، جامعة الأغواط، الجزائر، المجلد 9، العدد 02، جوان 2018، صص: (173-174).

وديسمبر 1996 مسجلة بذلك أقصى ارتفاع لها. أما أسعار الفائدة على القروض فانتقلت في المجال 15%-20% خلال الفترة أكتوبر 1991 وأفريل 1994، لتستمر في الارتفاع حتى المجال 18%-23,5% خلال الفترة أفريل 1994 وديسمبر 1996.¹

استطاعت السياسة النقدية خلال مرحلة تطبيق برنامجي التثبيت والتعديل الهيكلي (1994-1998) إلى جانب السياسة المالية المتشددة إعادة جدولة الديون وتخفيض قيمة الدينار من احتواء الاختلالات النقدية لمرحلة التسيير الاشتراكي، إذ انخفض معدل التضخم من 36,56% في نهاية 1994 إلى 4,71% في نهاية 1998، لينخفض في نهاية عام 1999 إلى 1,33%. سمحت التطورات السابقة بإعادة التوازن لهيكل أسعار الفائدة الرسمية، إذ أصبح معدل إعادة الخصم الحقيقي وسعر الفائدة في السوق النقدية موجبين في سنة 1997، وهو ما ساعد على ضبط الوضع النقدي.²

2-2) - تطور أسعار الفائدة خلال الفترة (2000-2018): مع بداية الألفية الثالثة، تحول النظام المصرفي إلى حالة فائض السيولة المصرفية، فأصبح لا يطلب إعادة التمويل من بنك الجزائر، لذا لم تستخدم أداة إعادة الخصم منذ نهاية 2001، اعتمدت أدوات جديدة لتعقيم السيولة ممثلة في استرجاع السيولة بمنقصة لمدة 7 أيام، و3 أشهر و6 أشهر، وأداة تسهيلة الودائع المغلة للفائدة. نلاحظ أنه تم تحديد أسعار الفائدة عليها عند مستويات جد منخفضة، وقد يكون ذلك في إطار رغبة بنك الجزائر تشجيع المصارف على منح التمويل للاقتصاد، لكنها تعكس كذلك استمرار القيود على النظام المالي وتخلفه، لغياب بدائل أخرى لتوظيف فوائض المصارف. أما بالنسبة لأسعار الفائدة في السوق النقدية، يلاحظ أنها جد منخفضة، تبقى تطوراتها تتم في إطار فائض السيولة المصرفية الهيكلي، والذي أدى إلى تحجيم السوق النقدية من جهة، ومن جهة أخرى، تبقى تطوراتها تتم في معزل عن تطورات باقي أسعار الفائدة الرسمية، كما أن تأثيرها محدود على أسعار الفائدة على الودائع والقروض.³

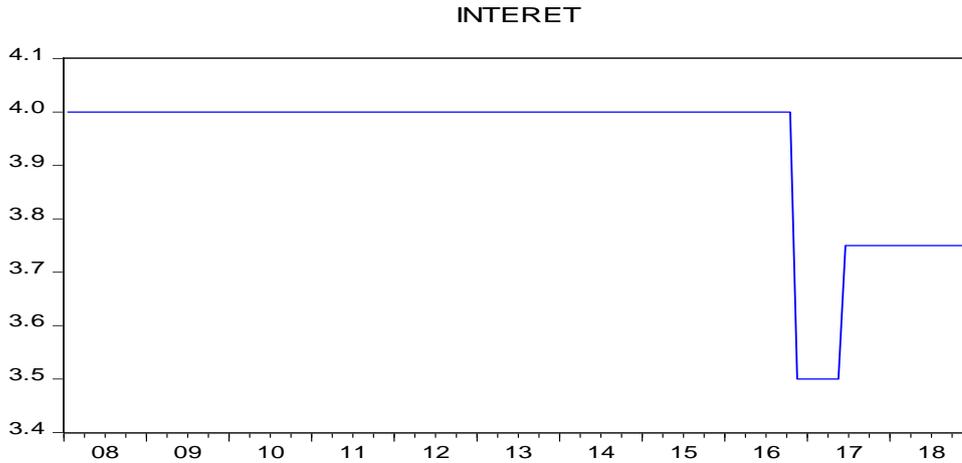
ويبين الشكل الأتي استقرار معدلات الفائدة خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية شهر أكتوبر من سنة 2016 عند مستوى 4%، لتتخفف عند مستوى 3,5% خلال الفترة الممتدة من شهر نوفمبر من سنة 2016 إلى غاية شهر ماي من سنة 2017. وقد عرفت أسعار الفائدة خلال الفترة المتبقية ارتفاعا ب 0,25% لتبلغ 3,75% خلال سنة 2018.

¹ وليد لعاب، دراسة تحليلية لفعاليات السياسات الاقتصادية في الاقتصاد الجزائري باستخدام نموذج IS-LM-BP خلال الفترة 1990-2015، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة بشار، الجزائر، المجلد2، العدد 07، ديسمبر 2016، ص:101.

² عميروش شلغوم، تطور سياسة أسعار الفائدة في الجزائر من التقييد إلى التحرير (1970-2015)، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميلة، الجزائر، المجلد3، العدد1، جوان 2017، ص:386.

³ نفس المرجع السابق، ص:386.

الشكل رقم (15): تطور معدلات الفائدة في الجزائر خلال الفترة (2008-2018).



المصدر: النشرة الاقتصادية، <https://ar.tradingeconomics.com/algeria/interest-rate-mom>، تاريخ الاطلاع:

التوقيت: 2018/02/02، 14:04 سا.

المطلب الرابع: تحليل وضعية التضخم في الجزائر

ارتفع معدل التضخم إلى 31,68% كأقصى حد له سنة 1992، ويرجع ذلك إلى عدة أسباب والمتعلقة بالإجراءات التي اتخذتها السلطات النقدية في إطار برنامج الاستعداد الائتماني الأول والثاني، ثم عرف زيادة أخرى في الفترة 1994-1995 حيث بلغ 29,04% و 29,78% على التوالي، ويرجع ذلك على الخصوص إلى تخفيض قيمة الدينار بنسبة 40,71%، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار البترول سنة 1994 وما نجم عنه من زيادة في الإصدار النقدي و ضغوط خدمة المديونية. أما خلال الفترة (1996-2000)، شهدت معدلات التضخم انخفاضا مهما إلى أن وصلت أدنى معدل لها 0,34% سنة 2000، ويعود ذلك إلى عدة أسباب منها تراجع مستوى الطلب الكلي بسبب زيادة معدلات البطالة حيث بلغت 29% سنة 1997، تحرير الأسعار حيث بقي أقل من 15% فقط من المواد المكونة لمؤشر أسعار الاستهلاك الخاضعة لنظام التوجيه بداية من سنة 1996.¹

وفي مطلع الألفية الثالثة، عاد معدل التضخم إلى الارتفاع ليسجل نسبة 4,2% سنة 2001 و 3,96% سنة 2004 كنتيجة لعدة عوامل منها تزايد معدل استهلاك العائلات بنسبة 5,4% والذي دعمه ارتفاع دخلهم المتاح، بالإضافة إلى ارتفاع الأجر الوطني الأدنى المضمون بنسبة 25%. وفي سنة 2005 قدر معدل التضخم بـ 1,38% أي بتراجع قدره نقطتين عما كان عليه سنة 2004، ويفسر هذا التراجع بانخفاض أسعار المواد الغذائية وعودة أسعار البترول إلى مستواها الطبيعي، بالإضافة إلى انخفاض معدل السيولة المصرفية إلى (-39%). أما في سنة 2006 قدر معدل التضخم بـ 2,31% ثم ارتفع في سنة 2007 إلى 3,67% أي أنه ارتفع وتجاوز المعدل المستهدف من طرف السياسة النقدية في الجزائر والمقدر بـ 3%. وذلك راجع إلى ارتفاع أسعار

¹ عنتر بوتيار، رايح بلعباس، محددات التضخم في الجزائر دراسة قياسية باستخدام منهجية التكامل المشترك، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير وعلوم التجارة، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، المجلد 9، العدد 15، جوان 2016، ص ص: (98-99).

الجملة للخضر والفواكه، ونمو السيولة النقدية من 56,7% سنة 2006 إلى 74,5% سنة 2007، وارتفاع الرواتب والأجور دون أن يقابلها زيادة في الإنتاجية. في حين ارتفع التضخم في السنة الموالية 2008 إلى 4,86% أي بزيادة تفوق النقطة عما كان عليه في السنة السابقة. بسبب ارتفاع أسعار الخدمات (البناء، والنقل والاتصال)، وارتفاع أسعار المواد الغذائية وخاصة الفلاحية منها سنة 2008.

1- تطور معدلات التضخم في الجزائر خلال الفترة الراهنة:

عرفت معدلات التضخم منحنى تصاعديا خلال خمس سنوات الأولى من فترة الدراسة، حيث ارتفعت من 3,7% في شهر جانفي 2008 إلى 11,9% في أفريل 2012. "ويفسر هذا الارتفاع أساسا بتزايد أسعار بعض المواد الغذائية الطازجة في هذه السنة، بالإضافة إلى السياسة المالية التوسعية التي انتهجتها الحكومة بداية من سنة 2009. في حين سجلت معدلات التضخم في سنتي 2013 و2014 تراجعا سريعا حيث عرف شهر أكتوبر من هذه السنة أدنى تضخم قدره 0,9%. ويعود الفضل في ذلك إلى تراجع أسعار المواد الغذائية، وهذا ما يمثل مكسبا للدفع نحو الاستقرار النقدي خاصة في هذا الظرف المتميز بانخفاض إيرادات الميزانية الناتج عن انخفاض أسعار البترول.¹ وبعد سنتين متتاليتين من التراجع المعتبر للتضخم (2013 و2014)، تسارع متوسط الوتيرة السنوية للتضخم في سنة 2015 واستمر هذا التسارع في سنة 2016 ليبلغ 5,8% فيما يخص المؤشر الوطني للأسعار عند الاستهلاك و6,4% بالنسبة لمؤشر الجزائر العاصمة.²

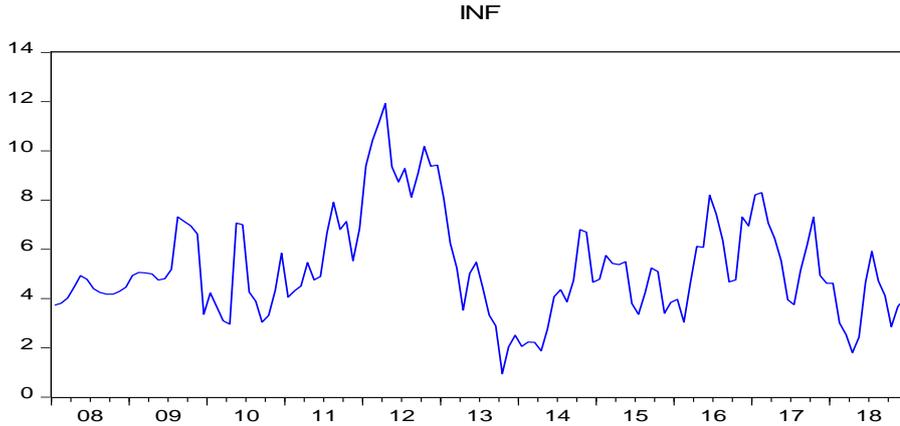
تزايدت معدلات التضخم بنسب متسارعة في بداية سنة 2017، ليسجل في شهر فيفري من هاته السنة أعلى مستوى له قدره 8,3%. ويعود سبب ذلك إلى ارتفاع أسعار المنتجات الغذائية الرئيسية والمثلة في أسعار الحبوب والزيوت الغذائية ومنتجات الحليب.³ بينما عرفت معدلات التضخم منحنى تنازليا خلال الأشهر الأربعة الأولى من سنة 2018، لتستقر في شهر أفريل من هاته السنة عند 1,8%. فيما عرفت معدلات التضخم خلال الفترة الممتدة من شهر أفريل من سنة 2018 إلى غاية شهر جويلية سنة 2018 ارتفاعا بنسبة 4,1%، لتعاود الانخفاض مجددا إلى 2,9% في شهر أكتوبر من نفس السنة. ويعود سبب ارتفاع معدلات التضخم خلال سنة 2018 إلى تبني الجزائر لسياسة التمويل غير التقليدي لتغطية العجز المسجل في الميزانية العامة ومواجهة أزمة نقص مواردها المالية. وقد تم إصدار هذه السندات في إطار تطبيق أحكام المادة 45 مكرر في قانون القرض و النقد لسنة 2003 والمعدل في أكتوبر 2017 بشكل يسمح للخزينة العمومية بشكل استثنائي الاقتراض من بنك الجزائر المركزي خلال مدة خمسة سنوات.

¹ سمية بلقاسمي، أثر التغيرات في عرض النقود على المستوى العام للأسعار (دراسة حالة الجزائر 2000-2014)، مجلة الدراسات المالية والحاسبية، جامعة الشهيد حمة الخضر، الوادي، الجزائر، المجلد 5، العدد 05، ديسمبر 2014، ص ص. (23-25).

² بنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2016، سبتمبر 2017، ص 35.

³ بنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2017، جويلية 2018، ص 26، بنظر.

الشكل رقم (16): تطور معدلات التضخم في الجزائر خلال الفترة (2008-2018).



المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على بيانات النشرة الاقتصادية، - <https://ar.tradingeconomic.com/algeria/inflation>، تاريخ الاطلاع: 2018/02/01، التوقيت: 16:00 سا.

2- أسباب ارتفاع معدلات التضخم في الجزائر:

كانت معدلات التضخم في الجزائر مكبوتة خلال مرحلة الاقتصاد الموجه، ذلك بسبب القيود المفروضة على الأسعار التي كانت تحدد بطريقة إدارية حفاظا على القدرة الشرائية للمواطنين، لكن ومع التحول الذي عرفته الجزائر من خلال دخولها اقتصاد السوق وتحرير الأسعار، أصبحت معدلات التضخم تخضع للتطورات التي يعرفها الاقتصاد الوطني، ويرجع ارتفاع معدلات التضخم في الجزائر خلال السنوات الأخيرة إلى مجموعة من الأسباب المتمثلة في:

(أ) - **التضخم المستورد:** مع عودة ظهور التضخم العالمي، يحتل التضخم المستورد جزءا هاما في تطوير مؤشر الأسعار عند الاستهلاك على المستوى الداخلي نتيجة ارتفاع تكاليف استيراد المنتجات الغذائية ومستلزمات الإنتاج، وقد ازدادت تأثيرات التضخم المستورد مع بروز الأزمة المالية والاقتصادية العالمية التي ساهمت في ارتفاعه في كل من الولايات المتحدة وأوروبا.

(ب) - **ارتفاع تكاليف الإنتاج:** والمتمثلة أساسا في كتلة الأجور والرواتب خاصة مع ارتفاعها، وبأثر رجعي بداية من سنة 2008، وكذا رفع الأجر الأدنى المضمون من 12000 دج إلى 15000 دج في سنة 2010 وإلى 18000 سنة 2012. "في حين بلغت كتلة الأجور والرواتب في الجزائر بموجب قانون المالية لسنة 2018 ما يعادل 2135 مليار دينار جزائري، وذلك بفعل الآثار الناتجة عن تكوين المستخدمين في قطاع الصحة والتربية الوطنية وعدم الاستبدال التلقائي للمحاليين على التقاعد بمجموع 14251 منصب.¹

(ج) - **ارتفاع الكتلة النقدية:** عرفت الكتلة النقدية في الجزائر ارتفاعا كبيرا منذ سنة 2001 حيث بلغ نموها (22,3% سنة 2001، 24,21% سنة 2007، 19,9% سنة 2011، 10,9% سنة 2012)،

¹ حبيبة.م، راضية.ش، 213 ألف مليار دولار لدفع أجور الموظفين في سنة 2018، مقال منشور في موقع جريدة النهار أونلاين، <https://www.ennaharonline.com/>، تاريخ الاطلاع: 2019/04/11، التوقيت: 19:00 سا.

فساهمت في ارتفاع حجم السيولة التي انتقل نحوها من (63% سنة 2008 إلى 69,1% سنة 2010)، 69,5% سنة 2012) فأصبحت بذلك سيولة هيكلية.¹ إلا أن انخفاض أسعار البترول في سنة 2014 قلب الموازين "حيث تدهورت عائدات النفط الجزائرية من 58362 مليون دولار سنة 2014 إلى 330812 مليون دولار سنة 2015 لتواصل انخفاضها إلى 27917 مليون دولار سنة 2016 و33003 مليون دولار سنة 2017"، وهذا ما تسبب في تقليص السيولة المصرفية واستنفاد الادخار العمومي ابتداء من فيفري 2017 وعجز الميزانية وأجبر الحكومة الجزائرية إلى اللجوء إلى سياسة التمويل التضخمي في سنة 2017 لتغطيته بعد تعديل قانون النقد والقرض.

(د) - **التوسع في الإنفاق العام:** من أهم العوامل المسؤولة عن ارتفاع الأسعار في كل المراحل التي مر بها الاقتصاد الجزائري هي السياسات التوسعية في الاستهلاك وأنماط الاستثمار المعتمدة، ويشكل قطاع الأجراء الجزء الأكبر من مستهلكي السلع والخدمات في البلاد، ومنه تكون الأجور العنصر الأكثر أهمية في تحديد المستوى العام للطلب الكلي، حيث أن كل زيادة في هذه الأخيرة يكون لها الأثر المباشر على مستوى الأسعار السائد في الاقتصاد.²

(هـ) - **الزيادة في التكاليف الإنتاجية:** إن من بين أهم الأسباب الرئيسية في ارتفاع التكاليف الإنتاجية في كثير من القطاعات الجزائرية انخفاض مستوى الإنتاجية، وهذا ما يدفع بالأسعار نحو الارتفاع وخصوصا في الحالات التي لا يكون فيها قيود سعرية على المنتجات النهائية، حينما يكون بإمكان المنتج نقل التكاليف الإضافية إلى المستهلك في شكل زيادات تراكمية واحتكارية على الأسعار.

(و) - **التوسع النقدي غير المراقب والعجز في الميزانية:** لقد تطلبت سياسة التنمية في الجزائر مع بداية السبعينات من القرن الماضي أموالا باهظة لتحقيق الاستثمارات والمشاريع المسطرة، مما دفع بالدولة إلى اللجوء للاقتراض واستخدام الوسائل الجبائية، وتوسيع الإصدار النقدي - حتى بدون مقابل من ذهب وعملة صعبة -، وهذا ما أدى إلى زيادة الوحدات النقدية في الدورة الاقتصادية بدون زيادة في السلع الاستهلاكية، الشيء الذي من شأنه أن يدفع الأسعار نحو الارتفاع.

¹ سليم مجلخ، وليد بشيشي، تحديات السياسة النقدية باستهداف التضخم في الجزائر ومدى تأثيره بالمتغيرات الخارجية والأزمة المالية العالمية، حوليات جامعة الجزائر 1، جامعة الجزائر، الجزائر، المجلد 30، العدد 2، ديسمبر 2016، ص: (49-50).

² بلقاسم بلقاضي، التضخم وأثاره الاقتصادية والاجتماعية في الجزائر، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، المجلد 17، العدد 4، ديسمبر 2013، ص: 148.

(3) - قياس الفجوة التضخمية باستخدام مؤشر معامل الاستقرار النقدي:

جعلت الارتفاعات المستمرة في معدلات التضخم خلال هذه الفترة بنك الجزائر يدرك أن الاستقرار النقدي يجب أن يكون الهدف الأولي والنهائي للسياسة النقدية حتى تكون لها فاعلية أكبر، وللحكم على الاستقرار النقدي قمنا باعتماد مقياس ذو طبيعة تركيبية لقياس الفجوة التضخمية يسمى مؤشر معامل الاستقرار النقدي B حيث:

$$B = \frac{\Delta M / M}{\Delta Y / Y}$$

مع:

$\frac{\Delta M}{M}$ يمثل معدل التغير في الكتلة النقدية.

$\frac{\Delta Y}{Y}$ يمثل معدل التغير في الناتج الداخلي العام.

إذا كان $B=1$ فالمؤشر يدل على حالة استقرار نقدي.

$B > 1$ فالمؤشر يدل على حالة عدم استقرار نقدي بسبب الضغوط التضخمية وارتفاع الأسعار.

ويبين الجدول أدناه الميزة العامة لتطورات معامل الاستقرار النقدي في الاقتصاد الجزائري خلال فترة الدراسة، فيلاحظ خلال الثلاث عشر سنة الأولى وجود نوع من حالة عدم الاستقرار النقدي يبلغ متوسط معامل الاستقرار 4,33، وهذا يدل على فجوة تضخمية كبيرة في الاقتصاد الجزائري خلال هذه المرحلة وفقا للنموذج الرياضي السابق شرحة، حيث وصل معامل الاستقرار الذروة سنة 2006 ببلوغه 9,55، وبقي بعيد كل البعد على الواحد إلى أن استقر عند 7,65 سنة 2011. ويرجع هذا الارتفاع إلى زيادة الكتلة النقدية الذي انعكس سلبا على معدلات التضخم المقرون بارتفاع أسعار المنتجات الغذائية الطازجة وأسعار السلع الاستهلاكية المستوردة.

مقابل ذلك عرفت سنوات 2015 و2016 تطورا مغايرا تماما على السنوات التي سبقتها حيث بلغ متوسط معامل الاستقرار النقدي لهاتين السنتين 0,13 و0,35 على التوالي. وهذا ما يدل على حالة استقرار نقدي في الاقتصاد الجزائري. ويرجع هذا الاستقرار إلى تقليص معدل نمو الكتلة النقدية من 14,4% سنة 2014 إلى 1,2% سنة 2016، إضافة إلى انخفاض الإيرادات النفطية إثر انهيار أسعار البترول من 115 دولار للبرميل جوان 2014 إلى حوالي 40 دولار للبرميل منتصف 2015، والذي تسبب في تراجع حاد لاحتياطي الصرف الأجنبي الذي بلغ 153,9 مليار دولار نهاية سنة 2015 مقابل 179 مليار دولار عند نهاية ديسمبر 2014.¹

¹ زكرياء خلف الله، عبد الوحيد صرامة، فعالية السياسة النقدية لبنك الجزائر في ظل التوجه نحو استراتيجية استهداف التضخم (دراسة تحليلية تقييمية للفترة 2002-2016)، مجلة العلوم الإنسانية لجامعة أم البواقي، جامعة أم البواقي، الجزائر، المجلد 4، العدد 02، جانفي 2018،

الجدول رقم (15): تطور معامل الاستقرار النقدي في الجزائر من سنة 2002 وإلى غاية سنة 2016.

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
معامل الاستقرار النقدي	3,70	2,26	2,21	2,09	9,55	7,16	8	2,82
السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
معامل الاستقرار النقدي	3,75	7,65	3,3	3	3,8	0,135	0,35	

المصدر: زكرياء خلف الله، عبد الوحيد صرامة، فعالية السياسة النقدية لبنك الجزائر في ظل التوجه نحو استراتيجية استهداف التضخم (دراسة تحليلية تقييمية للفترة 2002-2016)، مجلة العلوم الإنسانية لجامعة أم البواقي، جامعة أم البواقي، الجزائر، المجلد 4، العدد 02، جانفي 2018، ص ص: (11-12).

4- ضرورة تشكيل لجان تنسيق:

لقد نص الأمر رقم 03-11 المتعلق بالنقد والقرض على أنه يحق لبنك الجزائر أن يطلب من البنوك والمؤسسات المالية وكذا الإدارات المالية بأن تزوده بكل الإحصاءات والمعلومات التي يرى فائدة منها لمعرفة تطور الأوضاع الاقتصادية والنقد والقرض وميزان المدفوعات والاستدانة الخارجية، كما يحدد كفاءات عمليات الاقتراض من الخارج ويرخص بها، باستثناء القروض التي تقوم بها الدولة أو لحسابها، مع جمع كل المعلومات المفيدة لمتابعة ومراقبة الالتزامات المالية نحو الخارج وبلغها للوزارة المكلفة بالمالية.

يعتبر بنك الجزائر العون المالي للدولة بالنسبة لجميع عمليات الصندوق والعمليات المصرفية والإقراضية، ويتولى بدون مصاريف مسك الحساب الجاري للخزينة، ويقوم مجانا بجميع العمليات المدينة والدائنة التي تجرى على هذا الحساب، حيث ينتج الرصيد الدائن للحساب الجاري فوائد بنسبة تقل عن 1% مقارنة بنسبة الرصيد المدين، ويحدد هذه النسبة مجلس النقد والقرض. كما يتولى بنك الجزائر مجانا توظيف القروض المصدرة والمضمونة من قبل الدولة لدى الجمهور، ويقوم بدفع قسائم السندات التي تصدرها أو تضمنها الدولة بالتعاون مع الصناديق العمومية. هذا بالإضافة إلى توليه الخدمة المالية لقروض الدولة وكذا حفظ الأموال المنقولة التابعة للدولة وتسييرها، فضلا عن توليه الخدمة المالية بالنسبة للجماعات والمؤسسات العمومية وتوظيف قروضها ودعم قسائم السندات المالية التي أصدرتها. إن ما تم عرضه يؤكد عدم وجود مجلس تنسيقي لتحقيق أهداف السياستين النقدية والمالية دون تعارض، ومن هنا تظهر الضرورة الملحة لتشكيل لجان التنسيق بين السياستين في الجزائر.¹

¹ شريف عمروش، طبيعة العلاقة بين السياستين المالية والنقدية في الاقتصاد الجزائري، مجلة الأبحاث الاقتصادية، جامعة البليدة 2، الجزائر، المجلد 11، العدد 15، ديسمبر 2016، ص ص: (202-203).

* نقاط اختلاف أداء متغيرات الدراسة في الجزائر عن نظيرتها في المغرب:

إذا ما قورن الاقتصاد الجزائري بنظيره المغربي، نجد أن هذا الأخير اقتصاد خدماتي حيث يستحوذ قطاع الخدمات على ما يقارب نسبة 50 بالمائة من الناتج الداخلي الخام، يليه القطاع الصناعي بنسبة 18 بالمائة والقطاع الفلاحي بنسبة 12,38 بالمائة، وهذا ما يدل على أن الاقتصاد المغربي ليس اقتصادا ريعيا مثل الاقتصاد الجزائري ويبقى قطاعه الفلاحي والصناعي أحسن إذا ما قورن بنظيره في الجزائر. في حين سجلت معدلات التضخم في المغرب مستويات منخفضة مقارنة بالجزائر بسبب تراجع فاتورة الواردات الغذائية، تناقص حدة غلاء أسعار بعض المنتجات المقننة إثر تدني أسعار النفط على الصعيد الدولي، تراجع التضخم في منطقة اليورو وقيام المغرب بتقليص رسوم استيراد الحبوب والحليب وزوال آثار الزيادات التي عرفتها أسعار النقل سنة 2006. بينما عرفت أسعار صرف الدرهم المغربي خلال الفترة (2006-2017) سلسلة من التراجعات على غرار سعر الصرف الدينار الجزائري في سياق تباطؤ النمو العالمي وتفاقم عجز الميزان التجاري، وقرار المغرب بتغيير نظام سعر صرف الدرهم المغربي من نظام سعر الصرف الثابت إلى نظام سعر الصرف المرن مع نهاية جوان 2017. وهذا ما جعل المتعاملون يقدمون على بيع الدرهم المغربي مقابل العملات الصعبة تحسبا لانخفاضه، غير أن بنك المغرب تدخل لدى البنوك التجارية بداية الأسبوع الأخير من شهر جوان 2017 من أجل الحد من انخفاض سعر صرف الدرهم المغربي. وتعكس تطورات كل من الكتلة النقدية وأسعار الفائدة رغبة المغرب في رفع الاستثمارات و تسهيل منح القروض ورفع التوظيفات السائلة في شكل ودائع وسندات من خلال زيادة استقطاب مدخرات الأفراد في ظل غياب الضغوط التضخمية والتزايد الملحوظ في الاحتياطات الدولية الصافية وتوفر سوق مالي أعمق من نظيره في الجزائر.

خلاصة الفصل الثالث:

تمتلك الجزائر اقتصادا ريعيا يتميز بضعف نسبة مساهمة القطاعات غير النفطية في الناتج المحلي الإجمالي إذا ما قورنت بضخامة البرامج الاقتصادية المخصصة لتطورها، وهذا ما يفسر لنا عدم مرونة الجهاز الإنتاجي في الجزائر، وهذا ما انعكس سلبا على معدلات التضخم في ظل تقلص فائض السيولة المصرفية في الجزائر خلال سنتي 2015 و2016 والانخفاض الحاد لأسعار البترول في سنة 2014. أدى هذا العامل إلى حدوث عجز الموازنة العامة الذي أجبر الجزائر إلى اللجوء لسياسة التمويل غير التقليدي في أكتوبر 2017. وقد عرف سعر صرف الدينار الجزائري انخفاضا في قيمته مقابل الدولار بين سنتي 2009 و2018. وتعكس السياسة المعتمدة لتحديده تطور سعر صرف الدولار الأمريكي واليورو في الأسواق المالية العالمية باعتبارها العملتين الأساسيتين للمبادلات التجارية في الجزائر. بينما استطاع المغرب تجسيد أشواط هامة نحو التحول إلى اقتصاد إنتاجي أساسه قطاع الخدمات، الفلاحة والصناعة من خلال توفير بيئة اقتصادية ومالية ملائمة لذلك. إذ يتمتع المغرب بمعدلات تضخم منخفضة مقارنة بالجزائر، ويعود سبب ذلك إلى قدرته على ضبط الكتلة النقدية واستثمارها في المجالات الاقتصادية إلى جانب قدرته على التكيف مع التطورات الاقتصادية الدولية، وتمتعه بسوق مالي أعمق مقارنة بالجزائر يضمن له استقطاب مدخرات الأفراد ورفع التوظيفات السائلة.

تسعى حاليا بورصة الدار البيضاء المغربية إلى مواكبة التطورات المالية الحاصلة في الأسواق العالمية، وهذا ما يظهر في تبني أنظمة معلومات متطورة وعقد شراكات مع بورصات لندن، اسطنبول وتونس في إطار تبادل الخبرات، وتقديم تحفيزات للمستثمرين لزيادة الإدراج فيها، وهذا ما يجعل من بورصة الدار البيضاء المغربية بورصة رائدة على الصعيد الإفريقي والعربي، فهي بورصة منفتحة دوليا على الأسواق الدولية ويتم التداول فيها وفقا لأنظمة تسعيرية متطورة. كما نجد أنها قطعت أشواط هامة في زيادة عملية الإدراج والتداول مقارنة ببورصة الجزائر، والتي تبقى بورصة فنية لا تزال في بداية الطريق، حيث أن المشكل الأساسي الذي يعترض تطوير بورصة الجزائر هو عدم وجود ثقافة بورصية في أوساط الجزائريين وهيمنة القطاع العام على النشاط الاقتصادي إضافة إلى كثرة العراقيل الجبائية وارتفاع معدلات التضخم. كما يمكن القول أن بورصة الجزائر منغلقة وغير مرتبطة بمجريات الأسواق العالمية بالمقارنة مع بورصة الدار البيضاء المغربية، فقوانينها لا تسمح للأجانب بالإدراج فيها وهذا يعتبر عامل أساسي ساهم في عزلها دوليا.

الفصل الرابع:

معالجة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء المغربية.

تمهيد الفصل الرابع:

تعمل الوساطة المالية المباشرة على تشجيع الاستثمار وتطوير التجارة في السلع والخدمات من خلال تعبئة المدخرات والتخصيص الأمثل لها. لذلك أقدمت الحكومة الجزائرية في التسعينات بإيعاز من صندوق النقد الدولي على تأسيس بورصة الجزائر وتبني برامج الخوصصة ورفع الدعم على الأسعار وتحرير سعر صرف الدينار الجزائري. بينما تبنت بورصة الدار البيضاء المغربية برامج تجديد شهادتي نظام تدبير الجودة ونظام أمن المعلومات لمواكبة التطورات الحاصلة في الأسواق العالمية، وقامت بإحداث قسم خاص للمعاملات بالعملة الصعبة وتأمين نشرها على قنوات مختلفة والسماح بإدراج الشركات الأجنبية لزيادة معدلات التداول فيها وجذب الرساميل من الشرق الأوسط وإفريقيا.

ويسعى المغرب لتنويع اقتصاده بالارتكاز على قطاعات الخدمات، والفلاحة والصناعة، وتحسين أداء المتغيرات الاقتصادية الكلية فيه؛ وهذا ما ظهر في قدرته على ضبط معدلات التضخم وأسعار الفائدة بشكل يتناسب مع تشجيع الاستثمارات وتطوير المقاولات، واتسامه بالمرونة في إدارة سعر صرف الدرهم المغربي حيث قرر المغرب تعويمه بالتدرج والتدخل الفعال في أسواق سعر الصرف عند حدوث خلل فيه وتعديله بما يتماشى مع أهداف السياسة الاقتصادية الكلية. في حين تحسن الوضع الاقتصادي بالجزائر في مطلع الألفية الثالثة، وتلاشت المديونية فيها إثر الفوائض المالية المتحصل عليها من عائدات النفط وتمكنت الجزائر من تمويل برامجها التنموية، إلا أن ما يعاب على اقتصادنا هو معاناته من تشوهات هيكلية ناتجة عن بقاءه تابعا لقطاع المحروقات والتي عادة ما تظهر بمجرد تراجع الطلب العالمي على النفط في الأسواق الدولية، وهذا ما أكدته أزمة 2014 التي تعتبر بداية لانقلاب الأوضاع في الجزائر حيث أصبحت مؤشرات الاقتصاد سلبية، وسجلت عجزا في الميزانية أجبرها على اللجوء لبنك الجزائر بإصدار 6556 مليار دينار بدون مقابل لتغطيته، في ظل ارتفاع معدلات التضخم إثر زيادة أسعار السلع الأساسية، و تراجع أداء سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي بسبب تدني قيمة الصادرات النفطية وتأثيرها السلبي على ميزان المدفوعات.

ونظرا لتأكيد الجانب النظري على وجود تأثير للمتغيرات الاقتصادية الكلية الممثلة في كل من التضخم، معدل الفائدة، أسعار الصرف، والعرض النقدي بمفهومه الواسع على أسعار الأسهم، يتناول هذا الفصل دراسة قياسية لهذه العلاقة على مستوى البيئة الاقتصادية لكل من الجزائر والمغرب من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: أدوات الدراسة.

المبحث الثاني: دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشرات بورصة الدار البيضاء المغربية.

المبحث الثالث: دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر دزاير أندكس لبورصة الجزائر.

المبحث الأول: أدوات الدراسة

تعتبر السلاسل الزمنية من الأساليب الإحصائية التي تفسر سلوك المتغيرات الاقتصادية لإعداد تنبؤات رقمية لها، ويختلف هذا الأسلوب من حيث الهدف والمفهوم لأنه يفسر المتغير التابع بواسطة الزمن، فالظواهر الاقتصادية تخضع بشكل عام لعدة متغيرات اقتصادية في آن واحد، وهذا ما ينطبق على دراستنا التي تهدف إلى معرفة سلوك كل من سلاسل المتغيرات الاقتصادية الكلية والمؤشر العام لأسعار الأسهم في كل من الجزائر والمغرب؛ حيث يتم أخذ قيم هذه المتغيرات في شكل سلاسل زمنية شهرية تمتد من جانفي 2008 إلى غاية ديسمبر 2018، ومن ثمة قمنا بإخضاعها لاختبار ديكي فولر المطور للتأكد من استقراريتها وتحديد رتبها حيث تطرقنا في هذا الإطار إلى أهم اختبارات الاستقرارية. وفي الأخير تناولنا خطوات تطبيق نماذج ARDL ومميزاتها لأننا استعملناها في تشخيص طبيعة العلاقة الموجودة بين سلاسل المتغيرات المدروسة.

المطلب الأول: ماهية السلاسل الزمنية

تعد نماذج السلاسل الزمنية من الأساليب الكمية الجديرة بالاهتمام، والتي أصبح بالإمكان استخدامها من قبل المؤسسات لغرض التنبؤ من أجل الاسترشاد بنتائجه في اتخاذ قرارات فعالة في المستقبل.

1- تعريف السلاسل الزمنية وأهدافها:

تعرف السلسلة الزمنية بأنها مجموعة من المشاهدات لظاهرة ما في أوقات محددة، وفي المعتاد على فترات متساوية أو بمعنى آخر هي عبارة عن قيم أو مقادير للظاهرة المدروسة في سلسلة تواريخ متتابعة مثل أشهر أو أيام أو سنين، وفي العادة تكون الفترات بين التواريخ متساوية.¹

ومن الأمثلة على بيانات السلسلة الزمنية أسعار الأسهم، عرض النقد، مؤشر أسعار المستهلك، والنتائج المحلي الإجمالي. وغالبا ما ترتبط السلاسل الزمنية الاقتصادية ارتباطا قويا مع تاريخها السابق. على سبيل المثال معرفة شيء عن الربع الأخير للنتائج المحلي الإجمالي يخبرنا عن نطاق محتمل من النتائج المحلي الإجمالي خلال هذا الربع، لأن النتائج المحلي الإجمالي يميل إلى الاستقرار من ربع إلى آخر.²

ويختلف نوع النماذج المدروسة في هذا المحور من حيث البنية والهدف كونها تقوم بتفسير المتغير التابع بواسطة الزمن أو بسلوك نفس المتغير في الماضي، فمثلا لا نستطيع بالاعتماد على النظرية الاقتصادية معرفة التغيرات الحاصلة في حجم المبيعات بدقة، فيمكن أن تكون هذه التقلبات ناتجة عن التغير في الأسعار، التغير في الدخل المتاح،... كما يمكن أن تكون نتيجة عوامل موضوعية لا نستطيع قياسها كالطقس، تغير ذوق المستهلكين في يوم معين مثل يوم العيد.³

¹ حافظ أمين بوزيدي، | استخدام منهجية بوكس جينكينز للتنبؤ بحجم الطلب على منتوجات الصناعات الغذائية في الجزائر، رسالة ماجستير

في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014، ص: 64.

² خالد محمد السواعي، **Eviews والقياس الاقتصادي**، دار الكتاب الثقافي، عمان، الأردن، 2012، ص: 29.

³ حافظ أمين بوزيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 64.

إن لتحليل السلاسل الزمنية عدة أهداف وهي:¹

- وصف الظاهرة المدروسة: من أجل تمثيل الظاهرة، نقوم بأول خطوة في التحليل والمتمثلة في التمثيل البياني للملاحظات بدلالة الزمن، ويمكن أن يظهر هذا التمثيل ظواهر منتظمة خلال الفصول أو خلال السنوات، وهذا ما يعطينا الاتجاه العام للسلسلة.

- تفسير الظاهرة المدروسة: تكون هناك الحاجة إلى التفسير إذا كانت المشاهدات مأخوذة لمتغيرين أو أكثر، ونحاول معرفة التأثير الذي يحدثه تغير أحد هذين المتغيرين على الظاهرة المدروسة.

- استخراج الإشارة: يتم استخراج الإشارات المهمة أو المعلومات المساعدة في السلسلة الزمنية، والتي توافق أهداف التحليل، ولأجل ذلك لابد من بناء نماذج قائمة على خصائص مميزة للهدف أو لغاية التحليل.

- التنبؤ: يتمثل الدور الأساسي لملاحظة القيم السابقة للظاهرة المدروسة في اكتشاف مسارها العام وبالتالي الوصول إلى التنبؤ بالقيم المستقبلية لها، فالتنبؤ يعني عرض حالي لقيم مستقبلية باستخدام مشاهدات تاريخية بعد دراسة سلوكها في الماضي.

2- مركبات السلاسل الزمنية:

تتمثل مركبات السلاسل الزمنية أساساً في مركبة الاتجاه العام التي تبين المنحى العام للظاهرة الاقتصادية المدروسة، والمركبة الفصلية التي تشير إلى التغيرات التي تطرأ على الظاهرة المدروسة نتيجة التغيرات في الفصول، والمركبة الدورية التي تمثل النمط الدوري الحادث في السلسلة الزمنية، والمركبة العشوائية التي تشمل الحركة الشاذة للسلسلة الزمنية، وفيما يلي شرح مفصل لها:

2-1- مركبة الاتجاه العام: هو النمو الطبيعي للظاهرة حيث يعبر عن تطور متغير ما عبر الزمن سواء أكان هذا التطور بميل موجب أو سالب إلا أن هذا التطور لا يلاحظ في الفترات القصيرة، بينما يكون واضحاً في الفترات الطويلة ويرمز له بالرمز T_t . تكون مشاهدات السلسلة الزمنية تابعة للزمن الذي يحدد خاصيتها أو سميتها الرئيسية.²

تتمثل مسألة إيجاد نموذج الاتجاه العام لمسار السلسلة الزمنية في تكوين نموذج الانحدار البسيط الذي يعكس علاقة قيم السلسلة (Y_t) بالزمن (t) ، وتسمى هذه الطريقة أيضاً بالتعديل التحليلي للسلسلة الزمنية أو إيجاد الدالة التحليلية لها.

¹ سهام عزي، دراسة المقاربة الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012، صص: (53-54).

² محمد شبيخي، طرق الاقتصاد القياسي (محاضرات وتطبيقات)، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص: 196.

بما أن تطور قيم الظاهرة المدروسة عبر الزمن يأخذ عدة أشكال، فإنه من أجل التعبير الكمي عن هذه العلاقة يمكن استعمال أشكال متعددة من الدوال منها على الخصوص:¹

$$y_t = a + bt + \varepsilon_t \text{ - الدالة الخطية:}$$

$$y_t = a + b/t + \varepsilon_t \text{ - دالة القطع الزائد:}$$

$$y_t = a + t^b + \varepsilon_t \text{ - الدالة الأسية:}$$

يمكن تقدير معاملات كل من الدوال المشار إليها أعلاه باستعمال طريقة المربعات الصغرى باعتبار الزمن (t) المتغير المستقل والقيم الفعلية للسلسلة المتغير التابع (Y_t)، وبالنسبة للدوال غير الخطية فإنه يجب تحويلها إلى شكلها الخطي.

2-2) - المركبة الموسمية: تعبر هذه المركبة عن التغيرات أو التذبذبات الفصلية الناتجة عن التغيرات في الفصول بسبب تأثير عوامل خارجية، وهي تتم غالباً بطريقة منتظمة في شكل دورات لا يزيد طولها عن السنة فقد تكون أسبوعية أو شهرية أو فصلية، أي أنها تمثل التغيرات المتشابهة التي تظهر في الأسابيع أو الأشهر أو الفصول المتناظرة خلال الفترات الزمنية المختلفة التي تعود إليها مشاهدات السلسلة الزمنية.

ويكتسي عنصر التغير الموسمي أهمية خاصة لبعض المجالات عند تحليل السلسلة الزمنية كما هو الحال في الإنتاج الزراعي أو في إنتاج بعض الصناعات وخاصة النسيجية منها. وعادة ما تأخذ التغيرات الموسمية شكلاً أكثر انتظاماً من التقلبات الدورية، ولذا تكون عملية التنبؤ بها أسهل وأفضل. وعليه فمن الضروري أن نقوم بتحديد هذه المركبة بعد تحديد مركبة الاتجاه العام حتى نتفادى كل تحيز، وبالأحرى يجب تحديد كل من الاتجاه العام والعامل الموسمي في النموذج حيث يتسنى لنا تقدير كل واحد منهما على حدى، والدورة p للتغيرات الموسمية تمثل الطول المعبر عنه بعدد من الوحدات الزمنية التي تفصل بين تغيرين موسمين خاصة بنفس الظاهرة.² ومن ضمن الطرق المعروفة لتحليل هيكل السلاسل الزمنية التي تحتوي على تقلبات موسمية، دورية أو عشوائية هي طريقة المتوسطات المتحركة. باستعمال هذه الطريقة نستخرج قيم مكونات الاتجاه العام، المكونات الموسمية (أو الدورية) من خلال تكوين نوعين من النماذج: الشكل الجمعي والشكل الجدائي لنموذج تطور السلسلة الزمنية.³

2-3) - المركبة الدورية: هي تغيرات تؤدي إلى حدوث نمط دوري في السلسلة يتكرر كل فترة زمنية طويلة (سنتين أو أكثر). كما أنها تمثل التغيرات الناجمة عن تأثير القوى الدورية والتي تظهر دورياً من حين لآخر، ويظهر تأثيرها على السلسلة الزمنية على شكل نتؤات. إذ يمكن أن تكون مؤثرات صاعدة أم هابطة عن قيم الاتجاه العام للسلسلة الزمنية خلال فترات زمنية طويلة يطلق عليها دورة يتراوح طولها ما بين 3-15 سنة.

¹ علي مكيد، الاقتصاد القياسي، دروس ومسائل محلولة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2007، ص ص: (284-285).

² بدار عاشور، المفاضلة بين نموذج السلاسل الزمنية ونموذج الانحدار البسيط في التنبؤ بحجم المبيعات في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2006، ص ص: (57-58).

³ علي مكيد، مرجع سبق ذكره، ص: 286.

تأخذ المركبة الدورية تقلبات تتكرر على نفس الوتيرة وتستعيد سيرتها كل عدة سنوات، وتختلف هذه التقلبات من دورة إلى أخرى سواء من حيث طول الفترة الزمنية للدورة أو من حيث اتساع التقلبات، وهي ناتجة عن الدورات الاقتصادية. وعليه فالمركبة الدورية تتبع نفس مراحل الدورة الاقتصادية ألا وهي مرحلة النمو أو الازدهار، تليها مرحلة الانكماش، ثم الركود وأخيرا مرحلة الكساد. ويقاس طول المركبة الدورية بالفترة الممتدة بين مرحلتي ازدهار متتاليتين أو مرحلتي ركود متتاليتين.¹

2-4)- المركبة العشوائية: إلى جانب مركبة الاتجاه العام والمركبة الدورية والموسمية، تتواجد المركبة العشوائية والتي تجمع كل ما لا تستطيع المركبات الأخرى شرحه من الظاهرة الملاحظة، ويمكن نسبها للحركة الشاذة نظرا للتأثير العرضي(الفجائي). وهي مجموع التأثيرات التي تتميز بالاستثنائية وعدم القدرة بالتنبؤ مثل الاضطرابات، الحروب، الأوبئة، الكوارث (الجفاف، الفيضانات)... إلخ، ويفرض أن هذا النوع من المتغيرات يتم تصحيحه، فالمتغيرة العشوائية بصفة عامة تمثل بمنحنى عشوائي تقريبا ثابت حول المعدل، ويرمز للمركبة العشوائية بالرمز R_t .²

3)- أشكال السلاسل الزمنية:

يمكن أن يكون تراكم مكونات السلسلة الزمنية نمودجا جميعا أو جدائيا، وهما كما يلي:³

3-1)- النمودج الجمعي: إذا رمزنا بـ t للاتجاه العام، C للدورية، S للموسمية، و E للمركبة العشوائية فإن النمودج الجمعي يظهر كما يلي:

$$y_t = T_t + C_t + S_t + E_t$$

إذا لم يكن هناك تمايز بين الاتجاه العام والدورية، أو لم نشأ أن نميز بينهما، نرمز بـ f لمجموعهما، ويسمى المكون خارج الموسمية، ويكتب النمودج كما يلي:

$$y_t = f_t + S_t + E_t$$

في النمودج الجمعي تكون المكونات مستقلة، فتظهر الموسمية مثلا ثابتة على المدى البعيد، فلا تزيد حدتها مع الزمن أو تنقص.

3-2)- النمودج الجدائي: تكتب معادلة السلسلة الزمنية وفقا لهذا النمودج كما يلي:

$$y_t = T_t \times C_t \times S_t \times E_t$$

أو في حالة عدم التمييز بين الاتجاه العام والدورية:

$$y_t = f_t \times S_t \times E_t$$

¹ حضري خولة، استخدام السلاسل الزمنية من خلال منهجية بوكس جينكينز في اتخاذ القرار الإنتاجي، مذكره ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014، ص ص: (32-33).

² سهام عزي، مرجع سبق ذكره، ص ص: (55-56).

³ صالح بوعبد الله، السلاسل الزمنية²، <http://virtuelcampus.univ-msila.dz>، تاريخ الاطلاع: 2019/03/13، التوقيت: 02:09سا،

ويمكن معرفة طبيعة النموذج انطلاقاً من حساب المتوسط الحسابي والانحراف المعياري، فإذا كان هذان الأخيران ثابتان عبر وحدة الزمن (مستقلين) فإن السلسلة تشكل نموذجاً تجميعياً، وفي حالة العكس نقول عن السلسلة أنها تشكل نموذجاً جدائياً.¹

تحليل استقرارية السلاسل الزمنية

تعتبر استقرارية البيانات عملية مهمة في تحليل السلاسل الزمنية وكذلك في إيجاد النموذج الرياضي المناسب لها، وإن رسم السلسلة الزمنية في الفترة $(t, t+h)$ يكون في بعض الأحيان مطابقاً لرسم السلسلة في فترة أخرى $(s, s+h)$ ، وهذا ما يدل على أن هناك تجانسا زمنياً والذي يسمى بالاستقرارية. وتتحقق استقرارية السلسلة الزمنية (Y_t) عندما تتوفر فيها الشروط التالية:²

- ثبوت الوسط الحسابي.

- ثبوت قيمة التباين.

- امتلاك السلسلتين X_t, X_{t+h} على ارتباط ذاتي وتباين مشترك ذاتي معتمد على الإزاحة h .

أما إذا كان التوزيع الاحتمالي المشترك للمتغيرات $X_{t1}, X_{t2}, X_{t3}, \dots, X_{tk}$ هو نفس التوزيع الاحتمالي للمتغيرات $X_{t1+k}, X_{t2+k}, X_{t3+k}, \dots, X_{tk+h}$ ولجميع النقاط الزمنية المختارة $t_1, t_2, t_3, \dots, t_k$ فإن السلسلة الزمنية تكون ذات استقرارية تامة.

إن أغلب السلاسل الزمنية في الواقع العملي والتطبيقي تكون غير مستقرة، وقد نفشل في إثبات ذلك من خلال الرسم البياني أو الاختبارات الإحصائية، فعلى سبيل المثال نجد أن المتغيرات الاقتصادية غالباً ما تعد سلاسل زمنية غير مستقرة كونها تسير بصفة عامة في اتجاه عام. لذلك لا بد من تحويلها إلى سلاسل زمنية مستقرة من خلال أخذ الفروقات الأولى لها، وإذا كانت هذه الأخيرة غير مستقرة نأخذ الفروقات الثانية للسلاسل الأصلية إلى أن نتحصل على سلاسل مستقرة. وما يعاب على هذا الإجراء هو فقدان خصائص السلسلة في المدى الطويل.

¹ محمد شيخي، مرجع سبق ذكره، ص: 199.

² ألاء عبد الستار حمودات، مقارنة بين نموذج التمهيد الآسي ونموذج أثر التداخل على الأسعار العالمية للشعير، مجلة تكريت للعلوم الصرفة، تكريت، العراق، العدد 18(1)، 2013، ص: 255.

المطلب الثاني: اختبارات عدم الاستقرار (جذر الوحدة)

يهدف اختبار جذر الوحدة إلى فحص خواص السلسلة الزمنية لكل متغير من متغيرات الدراسة خلال المدة الزمنية للملاحظات والتأكد من مدى استقراريتها وتحديد رتبة تكامل كل متغير على حدى. فإذا استقرت السلسلة بعد أخذ الفرق الأول فإن السلسلة الأصلية تكون متكاملة من الرتبة الأولى، أما إذا كانت السلسلة مستقرة بعد أخذ الفروق الثانية فإن السلسلة الأولى تكون متكاملة من الرتبة الثانية وهكذا. إذا كانت السلسلة الأصلية مستقرة في قيمها الأصلية يقال أنها متكاملة من الرتبة صفر وهو بذلك لا يحمل جذر الوحدة. وبشكل عام فإن السلسلة X_t تكون متكاملة من الدرجة d إذا استقرت بعد أخذ الفرق d .

ويمكن توضيح فكرة اختبار جذر الوحدة من خلال استخدام نموذج الانحدار الذاتي (AR) من الرتبة P مع عدم وجود الحد الثابت والاتجاه الزمني في صيغته الموضحة في الخطوات التالية:¹

$$Y_t = \phi_1 Y_{t-1} + \phi_2 Y_{t-2} + \dots + \phi_P Y_{t-P} + \varepsilon_t \dots \dots (1)$$

والذي يمكن كتابته باستعمال عامل الإبطاء (lag operator) على النحو التالي:

$$(1 - \phi_1 L - \phi_2 L^2 \dots - \phi_P L^P) Y_t = \varepsilon_t \dots \dots (2)$$

وبالتعويض عن قيمة $P = 1$ في المعادلة (1) نحصل على نموذج الانحدار الذاتي من الرتبة الأولى وفقاً للصيغة التالية:

$$Y_t = \phi_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t \dots \dots (3)$$

يرمز لهذا النموذج بـ $AR(1)$ ، وباستخدام عامل الإبطاء (L) يكتب كما يلي:

$$Y_t - \phi_1 Y_{t-1} = \varepsilon_t \dots \dots (4)$$

$$(1 - \phi_1 L) Y_t = \varepsilon_t \dots \dots (5)$$

$$\phi(L) Y_t = \varepsilon_t \dots \dots (6) \quad \text{أو:}$$

$$\phi(L) = 1 - \phi_1 L \dots \dots (7) \quad \text{حيث أن:}$$

يتم تحقق شرط الاستقرار عندما تكون المعادلة $\phi(L)$ مساوية للصفر أي:

$$1 - \phi_1 L = 0 \dots \dots (8)$$

$$\phi_1 L = 1 \dots \dots (9) \quad \text{أي:}$$

وبمعنى آخر:

$$\phi_1 = \frac{1}{|L|} < 1 \dots \dots (10)$$

¹ علي عبد الزهرة حسن، عبد اللطيف حسن شومان، تحليل العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستعمال اختبارات جذر الوحدة وأسلوب دمج النماذج المرتبطة ذاتياً ونماذج توزيع الإبطاء (ARDL)، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة بغداد، بغداد، العراق، العدد 34، 2013، صص: (178-179).

أي أن:

$$|L| > 1$$

(1) - اختبار ديكي فولر البسيط DF :

يسمح هذا الاختبار بتشخيص استقرارية السلاسل الزمنية من تحديد اتجاه محدد أو عشوائي. وتوجد ثلاث نماذج قاعدية تستخدم في تشكيل هذا الاختبار. ومبدأ اختبار ديكي فولر بسيط، فإذا قبلت الفرضية H_0 في واحد من النماذج الثلاث المدونة أدناه فإن السلسلة تعتبر غير ساكنة:

$$(1) \dots \dots \dots X_t = \phi_1 X_{t-1} + \varepsilon_t \quad \text{نموذج الانحدار الذاتي من الرتبة الأولى:}$$

$$(2) \dots \dots \dots X_t = \phi_1 X_{t-1} + \beta + \varepsilon_t \quad \text{نموذج الانحدار الذاتي مع إدخال حد ثابت:}$$

$$(3) \dots \dots \dots X_t = \phi_1 X_{t-1} + bt + C + \varepsilon_t \quad \text{نموذج الانحدار الذاتي مع إدخال حد الاتجاه العام:}$$

$$\phi_1 = 1 : H_0 \quad \text{مع الفرضية العدمية}$$

إذا تحققت الفرضية H_0 فإن السلسلة الزمنية X_t غير مستقرة مهما كان النموذج المأخوذ.

في النموذج الأخير، إذا تم قبول $H_0 : \phi_1 < 1$ وكان المعامل $b \neq 0$ ، فإن المسار من نوع TS^1 ، ويمكن إرجاعه مستمرا عن طريق حساب الراسب مقارنة بالاتجاه المقدر بواسطة طريقة المربعات الصغرى.

ويمكن أن نشير أنه لا يمكن اختبار الفرضية H_0 في ظل القواعد الإحصائية العادية لاختبار الفرضيات، ولكن نستعمل جداول معدة خصيصا بواسطة ديكي فولر، وهي ماثلة لـ T ستودنت. ونطرح X_{t-1} من طرفي معادلات النماذج الثلاث. وتم اختبار القيمة $1 - \hat{\phi}_1$ في مكان ϕ_1 لأسباب إحصائية. ويصبح بناء عليه النموذج الأول مثلا وفق الصيغة التالية:

$$X_t - X_{t-1} = \phi_1 X_{t-1} - X_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta X_t = (\phi_1 - 1) X_{t-1} + \varepsilon_t$$

ولاختبار مدى استقرار السلسلة تتبع الخطوات التالية:

- نقدر بواسطة طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية المعلمة $\hat{\rho}$ ونسميها $\hat{\rho}$ في النماذج الثلاث.

- نقوم بحساب $t\hat{\rho}$ ، حيث تساوي هذه الأخيرة ρ مقسومة على انحرافها المعياري، كما أن $t\hat{\rho}$ هي بمثابة t لستودنت.

¹ لا بد من التفريق بين نوعين من النماذج غير المستقرة وهما:

- النموذج (Trend stationary) TS: هذه النماذج غير مستقرة، وتبرز عدم استقرارية تحديدية، وتأخذ الشكل $y_t = f(t) + \varepsilon_t$ حيث $f(t)$ دالة كثير حدود للزمن (خطية أو غير خطية)، ε_t تشويش أبيض، وأكثر هذه النماذج انتشارا يأخذ شكل كثير حدود من الدرجة الأولى الذي يكتب من الشكل $y_t = a_0 + a_1 t + \varepsilon_t$. هذا النموذج غير مستقر لأن متوسطه مرتبط بالزمن، لكننا نجعله مستقرا بتقدير المعالم \hat{a}_0 و \hat{a}_1 بطريقة المربعات الصغرى العادية وطرح المقدار $\hat{a}_0 + t\hat{a}_1$ من y_t .

- النموذج (Difference stationary) DS: هذه النماذج أيضا غير مستقرة، وتبرز عدم استقرارية عشوائية، وتأخذ الشكل التالي $y_t = y_{t-1} + \beta + \varepsilon_t$ ، ويمكننا جعلها مستقرة باستعمال الفروقات.

- إذا كانت $t\hat{\rho}$ المحسوبة أصغر من القيمة الجدولية الموافقة لها، نقبل الفرضية العدمية التي تنص على وجود جذر وحدة في السلسلة، وبالتالي فهي غير مستقرة.¹

(2)- اختبار ديكي فولر المعزز ADF:

يرتكز اختبار ديكي فولر المعزز على صيغ الانحدار التالية:²

$$\Delta X_t = \rho X_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta X_{t-j+2} + \varepsilon_t$$

$$\Delta X_t = \rho X_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta X_{t-j+2} + c + \varepsilon_t$$

$$\Delta X_t = \rho X_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta X_{t-j+2} + bt + c + \varepsilon_t$$

حيث أن:

P : عدد التأخرات في النموذج.

Δ : التفاضل الأول للمتغير.

ε_t : الخطأ العشوائي.

ولاختبار استقرار السلسلة وفقا لهذا الاختبار تتبع الخطوات التالية:³

- الخطوة الأولى: يتم تقدير النموذج الثالث

ثم يتم اختبار ما إذا كانت $\rho = 1$ باستخدام ADF_{tab} (وهو جدول إحصائي يعطي القيم الحرجة التي على أساسها يتم اتخاذ قرار يقضي بقبول فرض العدم أو رفضه).

والقاعدة العامة هي: إذا كانت $\rho < 1$ فإن هذا معناه عدم تحقق جذر الوحدة للسلسلة، أما خلاف ذلك فيمكن الاستمرار في خطوات الاختبار التالية.

- اختبار الفرض أن $b = 0$ باعتبار أن $\rho = 1$ (أي باعتبار أن جذر الوحدة للسلسلة متحقق)، وذلك باستخدام توزيع ADF_{tab} ، فإذا كانت $b \neq 0$ يتم القيام بالأتي.

¹ يوسف بن ختو، العلاقة بين سعر الصرف الموازي والقدرة الشرائية، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2016، ص ص: (132-133).

² إبراهيم قارة، نور الدين منقر، أثر أنظمة سعر الصرف على أداء النمو الاقتصادي وتنمية الصادرات (دراسة حالة قياسية للجزائر)، revue de lareid، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، العدد 02، سبتمبر 2015، ص ص: (214-205).

³ ياسر محمد جاد الله، مدخل إلى الاقتصاد القياسي، جامعة حلوان، القاهرة، مصر، 2005، ص ص: (208-210).

- الخطوة الثانية: تقدير النموذج رقم (2)

ثم يتم اختبار ما إذا كانت $\rho = 1$ باستخدام توزيع ADF_{tab} . والقاعدة العامة هي إذا كانت $\rho < 1$ فإن هذا معناه عدم تحقق جذر الوحدة للسلسلة، أما خلاف ذلك فيمكن الاستمرار في خطوات الاختبار التالية.

- يتم اختبار الفرضية $c = 0$ باعتبار أن $\rho = 1$ (أي باعتبار أن جذر الوحدة للسلسلة متحقق)، وذلك باستخدام توزيع ADF_{tab} . فإذا كانت $c \neq 0$ يتم القيام بالتالي:

- اختبار الفرضية $\rho = 1$ وذلك لاستخدام أسس التوزيع الطبيعي، فإذا كانت $\rho < 1$ فهذا معناه عدم تحقق جذر الوحدة للسلسلة، وبالتالي يتم التوقف عن استكمال الخطوات.

- تقدير النموذج رقم (1) حيث يتم اختبار ما إذا كانت $\rho = 1$ باستخدام توزيع ADF_{tab} والقاعدة العامة هي إذا كانت $\rho < 1$ فإن هذا معناه عدم تحقق جذر الوحدة في السلسلة. أما خلاف ذلك فيمكن الاستمرار في خطوات الاختبار السابقة الذكر.

(3)- اختبار جوهانسون:

يقوم هذا الاختبار على تقدير النموذج التالي:¹

$$\Delta Y_t = a_0 + a_1 \Delta Y_{t-1} + a_2 \Delta Y_{t-2} + \dots + a_{p-1} \Delta Y_{t-p-1} + \varepsilon_t.$$

a : عدد التأخرات في النموذج.

إذا كانت رتبة المصفوفة A تساوي الصفر ($r=0$)، نستطيع أن نقول أنه ليس هناك علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات.

إذا كانت رتبة المصفوفة A تساوي k ($r=k$) فهذا معناه أن كل المتغيرات مستقرة ومشكل التكامل المشترك غير مطروح.

إذا كانت رتبة المصفوفة A محصورة بين 1 و k ($1 < r < k$)، فإنه يوجد r علاقة تكامل مشترك حيث رتبة المصفوفة A تمثل عدد علاقات التكامل المشترك بين المتغيرات المدروسة.

انطلاقاً من القيم الخاصة للمصفوفة A يتم حساب الإحصائية:²

$$\lambda_{trace} = n \sum_{i=r+1}^k \text{Ln}(1 - \lambda_i) .$$

حيث:

n : عدد الملاحظات.

r : رتبة المصفوفة.

¹ فتحي بلدغم، محمد بوزيان، التحرير المالي والبنكي والتنمية الاقتصادية، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المنتدى الدولي حول السياسات الاقتصادية في الجزائر (الواقع والأفاق)، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، يومي 29 و30 ديسمبر 2004، ص: (11-12).

² نفس المرجع السابق، ص: 12.

k : عدد المتغيرات.

$I^{éme} = \lambda_i$: القيم الخاصة للمصفوفة.

يرتكز اختبار جوهانسون على الفرضيات التالية:

- رتبة المصفوفة A تساوي 0: $H_{0(r=0)}$: $r > 0$ ، إذا تم رفض هذه الفرضية نمر للاختبار التالي أي أن λ_{trace} أكبر من القيم الجدولية.

- رتبة المصفوفة تساوي 1: $H_{0(r=1)}$: $r > 1$ ، في حالة رفض الفرضية العدمية H_0 نمر إلى الاختبار الذي يليه.

- رتبة المصفوفة تساوي 2: $H_{0(r=2)}$: $r > 2$ ، في حالة رفض الفرضية العدمية H_0 نمر إلى الاختبار الذي يليه، وهكذا إلى غاية الوصول إلى الاختبار الأخير.

4- التكامل المشترك:

يسمح تحليل التكامل المشترك بتحديد العلاقة الحقيقية بين سلاسل متغيرات الدراسة مع البحث عن شعاع التكامل المشترك وإزالة أثره إذا لزم الأمر. ونقول عن سلسلة أنها متكاملة من الدرجة d إذا كان عدد الفروقات التي أخذت لها لجعلها مستقرة d مرة.

4-1- مفهوم التكامل المشترك:

لتكن السلسلتين x_t و y_t متكاملتين من الدرجة d:

$$\begin{cases} x_t \sim I_d \\ y_t \sim I_d \end{cases}$$

يوجد شعاع $(\alpha, \beta) \neq 0$ حيث $z_t = \alpha x_t + \beta y_t$ متكامل من الرتبة d-b حيث $0 < b < d$ ، ومنه يمكننا القول أن السلسلتين x_t و y_t متكاملتين من الرتبة (d,b) وتسمى (α, β) شعاع التكامل المشترك.

وإذا كانت التوليفة الخطية لسلسلتين متكاملتين من الرتبة 1 متكاملة من الرتبة 0، نقول عن هاتين السلسلتين أنهما متكاملتين من الرتبة (1,1).

وبشكل ملموس إذا أخذنا $c_t = ay_t + c_0$ ، فإنه إذا كانت التوليفة الخطية للسلسلتين y_t و c_t مستقرة، تصبحان متكاملتين.¹

وفي الحالة الأكثر استعمالا تكون سلاسل المتغيرات متكاملة من الرتبة 1، وفي حالة متغيرتين توجد علاقتي تكامل مشترك متبادلتين وفقا للشكل التالي:²

¹ Bernard Haudville, éconmétrie appliquée, éditions ESTEM, Paris, 1996, p.171.

² Ibid, pp.(171-172).

$$\begin{cases} y_t = \alpha x_t + u_t \dots (1) \\ x_t = \alpha' y_t + v_t \dots (2) \end{cases}$$

تنجم عن العلاقة (1) توليفة معينة ب x_t و y_t تكون من الشكل $u_t = y_t - \alpha x_t$. ويكون شعاع التكامل المشترك VECM في هذه الحالة $(1, -\alpha)$.

4-2- شروط التكامل المشترك:

تكون السلسلتان x_t و y_t متكاملتين عندما يتحقق الشرطان التاليان:

- يتأثران بالاتجاه العشوائي ولهما نفس رتبة التكامل d .

- تسمح التوليفة الخطية للسلسلتين التوصل إلى سلسلة جديدة تكون رتبة تكاملها أقل. ولتكن:¹

$$x_t \rightarrow I(d)$$

$$y_t \rightarrow I(d)$$

تكون توليفتهما الخطية:

$$\alpha_1 x_t + \alpha_2 y_t \rightarrow I(d - b)$$

مع: $0 < b \leq d$

ونكتب:

$$x_t, y_t \rightarrow CI(d, b)$$

ويعمل $[\alpha_1, \alpha_2]$ شعاع التكامل المشترك.

وفي حالة وجود k متغير يصبح لدينا:

$$x_{1,t} \rightarrow I(d)$$

$$x_{2,t} \rightarrow I(d)$$

$$x_{k,t} \rightarrow I(d)$$

حيث: $X_t = [x_{1,t}, x_{2,t}, \dots, x_{k,t}]$

وفي حالة وجود شعاع تكامل مشترك $\alpha = [\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_k]$ بالأبعاد $(k, 1)$ حيث

$\alpha X_t \rightarrow I(d - b)$ تكون جميع سلاسل المتغيرات k متكاملة ونكتب:

$$X_t \rightarrow CI(d, b)$$

¹ Régis Bourbonnais, économétrie cours et exercices corrigés, Dunod, Paris, 9^{ème} édition, 2015, p.301.

3-4- نموذج تصحيح الخطأ ECM:

بمعالجة الحالة الخاصة التالية $x_t, y_t \rightarrow CI(1,1)$ و $[\beta, -1]$ مع افتراض أن $\beta = \frac{\alpha_1}{\alpha_2}$ و $\beta x_t - y_t \rightarrow I(0)$ شعاع التكامل المشترك.

وفي هذا النوع من المواصفات، تتسبب السلاسل المتكاملة وغير المستقرة بمشاكل في عملية التقدير. وتعود زيادة الجودة الإحصائية للنموذج (معامل التحديد R^2 مرتفع ومعلومات النموذج معنوية) للسلاسل غير المستقرة والمتكاملة فيما بينها. ومع الانحدار المباشر للمتغيرة y_t على x_t عندما تكون $x_t, y_t \rightarrow CI(1,1)$ ، يتعذر علينا استعمال النموذج لأغراض تنبؤية باعتبار أن العلاقة علاقة الانحدار بين المتغيرتين x_t, y_t غير حقيقية.

تكمن المشكلة في هذه الحالة في تحديد علاقة التكامل المشترك (الاتجاه المشترك) من جهة. ومن جهة أخرى، يجب البحث عن العلاقة المشتركة بين المتغيرات. وتعتبر هذه الخطوة هدف نموذج تصحيح الخطأ (ECM). ويحتوي هذا التمثيل على نموذج ساكن $(\beta_1 \Delta x_t)$ ونموذج ديناميكي $(\beta_2 (y_{t-1} - \beta x_{t-1}))$ وعليه نستطيع تحديد العلاقة:

$$\Delta y_t = \beta_1 \Delta x_t + \beta_2 (y_{t-1} - \beta x_{t-1})$$

$I(0) \quad I(0) \quad I(0)$

وفي العلاقة الطويلة المدى، يسمح نموذج تصحيح الخطأ بدمج أو احتواء التقلبات القصيرة المدى. ويمثل المعامل β_2 - الذي يجب أن يكون سالبا - قوة استعادة التوازن الطويل المدى.¹

¹ Ibid, pp : (301-302).

المطلب الثالث: نماذج ARDL

يتطلب إجراء اختبارات التكامل المشترك مثل أنجل وغرانجر (1987) وجوهانسون (1988) أن تكون المتغيرات متكاملة من نفس الدرجة. لذلك ظهرت نماذج الانحدار الذاتية للإبطاء الموزعة ARDL كأفضل بديل لكونه لا يتطلب أن تكون المتغيرات المقدر لها نفس رتبة التكامل. وستناول من خلال هذا المطلب خصائص نماذج ARDL وخطوات تطبيقها.

1) - مفهوم نماذج ARDL:

نماذج الانحدار الذاتية للإبطاء الموزعة هي نماذج ديناميكية. وهي تأخذ بعين الاعتبار الديناميكية المؤقتة (مدة التصحيح، التوقعات، ... إلخ) في شرح تطورات سلاسل المتغيرات المدروسة مع ضمان دقة التنبؤات وفعالية السياسات المتخذة (اتخاذ القرار الأمثل). وتختلف نماذج ARDL بهذه الميزة عن النماذج الساكنة التي تفسر التأثيرات الأنوية (الفورية) ويتعذر فيها التفسير الجيد للتباين. وتتكون نماذج ARDL من نموذجين:¹

- نماذج الانحدار التلقائي AR: وهي نماذج ديناميكية يكون فيها المتغير التابع y_t مفسرا بالمتغيرات المستقلة x_t والمتغيرات التابعة المتأخرة زمنيا بفترة p . وتكتب نماذج AR وفقا للشكل التالي:

$$y_t = f(x_t, y_{t-p})$$

- نماذج التأخير الموزعة Lag(DL): وهي نماذج ديناميكية يكون فيها المتغير التابع y_t مفسرا بالمتغيرات المستقلة x_t وقيمها المتأخرة زمنيا. ويشير مصطلح التأخير الموزعة إلى أن تأثيرات المتغيرات المستقلة x_t على y_t على المدى القصير مختلفة عن نظيرتها على المدى الطويل. كما تختلف ردود الفعل للمتغير y_t لتطورات المتغير x_t من وقت لآخر. وتكتب صيغتها وفقا للشكل التالي:

$$y_t = f(x_t, x_{t-q})$$

وعليه تمزج نماذج الانحدار الذاتية للإبطاء الموزعة بين مواصفات النموذجين المذكورين أعلاه ليصبح المتغير التابع y_t معبرا عنه بدلالة المتغيرات المفسرة x_t وقيمها السابقة x_{t-q} إضافة إلى المتغيرات التابعة المتخلفة زمنيا y_{t-p} . وتأخذ نماذج ARDL الصيغة التالية:²

$$y_t = f(x_t, y_{t-p}, x_{t-q})$$

تعاني هذه النماذج الديناميكية عموماً من مشاكل الارتباط الذاتي للأخطاء مع وجود المتغير الداخلي المتأخر كمتغير مفسر (نماذج AR و ARDL)، ومن العلاقة الخطية المتداخلة المتعددة (نموذج DL و ARDL)، مما يعقد تقدير المعلمات بواسطة المربعات الصغرى العادية. ويستحسن في هذه الحالة استخدام تقنيات تقدير قوية

¹ Jonas Kibala Koma, Modélisation ARDL, test de cointégration aux bornes et approche de toda yamamoto, université de kinshasa, Congo, 2018, vu sur le cite : hal.archives-ouvertes.fr, le 14/01/2021, p.6.

² Ibid, pp.(6-7).

(Méthode SUR) لحل هذه المشكلات وتفاديها. كما يجب أن تكون سلاسل المتغيرات التي تم أخذها في هذا النموذج مستقرة لتجنب مشكلة الانحدار الزائف. وفي الشكل العام، يكتب نموذج ARDL على النحو التالي:¹

$$y_t = \varphi + a_1 y_{t-1} + \dots + a_p y_{t-p} + b_0 x_t + \dots + b_q x_{t-q} + e_t$$

أو:

$$y_t = \varphi + \sum_{i=1}^p a_i y_{t-i} + \sum_{j=0}^q b_j x_{t-j} + e_t$$

(2) - مميزات نماذج ARDL:

هي منهجية حديثة طورها كل من (Pesaran (1997)، (Shinand and Sun (1998)، (Pesaran et al (2001) عن طريق المزج بين نموذج (AR) ونموذج الإبطاء الموزع المحدود، حيث أن هذا الاختبار يأخذ عدد كاف من فترات التخلف الزمني للحصول على أفضل مجموعة من البيانات، ويتمتع بخصائص أفضل في حالة السلاسل الزمنية القصيرة مقارنة بالطرق الأخرى المعتادة في اختبار التكامل المشترك.² تتميز هذه النماذج بما يلي:³

- قدرة على التمييز بين المتغيرات التوضيحية والمتعددة.
- يساعد على التخلص من المشكلات المتعلقة بحذف المتغيرات ومشكلات الارتباط الذاتي.
- المقدرات الناتجة عن هذه الطريقة تكون غير متحيزة وكفاءة لأنها تساهم في منع حدوث الارتباط الذاتي.
- يطبق فيما إذا كانت المتغيرات مستقرة في قيمتها أي متكاملة من الرتبة $I(0)$ أو متكاملة من الرتبة $I(1)$ أو من الرتبة نفسها، ويجب أن لا تكون أحد المتغيرات متكاملة من الرتبة الثانية $I(2)$ أو أعلى.
- يمكن تطبيقه في حالة ما إذا كان حجم العينة صغيرا.
- يمكن هذا النموذج من فصل تأثيرات الأجل القصير عن الأجل الطويل حيث نستطيع من خلال هذه المنهجية تحديد العلاقة التكاملية للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة في المدى القصير والطويل في نفس المعادلة.

¹ Ibid, pp.(6-7).

² يوسف بن ختو، مرجع سبق ذكره، ص:141.

³ غيدة فلة، غيدة فوزية، أثر الاستثمار في التعليم على النمو الاقتصادي في الجزائر، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، الجزائر، العدد 03، جوان 2018، ص:12.

(2) - صيغة اختبار ARDL:

لاختبار مدى علاقة التكامل المشترك بين المتغيرات في إطار نموذج تصحيح الخطأ يقدم كل من بيراسان منهجا حديثا لاختبار مدى تحقق العلاقة التوازنية بين المتغيرات في نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد، وتعرف هذه الطريقة ب Bound testing approach أي ما يسمى باختبار الحدود، حيث يأخذ النموذج الصيغة التالية:¹

$$\Delta y_t = \beta_0 + \sum \beta_1 \Delta y_{t-1} + \sum \gamma_j \Delta x1_{t-j} + \sum \delta_k \Delta x2_{t-k} + \theta_0 y_{t-1} + \theta_1 x1_{t-1} + \theta_2 x2_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث تكون معلمة المتغير التابع المبטئة لفترة واحدة على يسار المعادلة.

- θ_i معلمات العلاقة طويلة الأمد.

- $\beta_i, \gamma_j, \delta_k$ معلمات الفروق للمتغيرات المفسرة.

- β_0 الجزء القاطع.

- ε_t أخطاء الحد العشوائي.

يتضمن اختبار نموذج ARDL في الأول اختبار علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج، وإذا تأكدنا من وجود هذه العلاقة ننتقل إلى تقدير معلمات الأجل الطويل وكذا معلمات المتغيرات المستقلة في الأجل القصير. ولأجل ذلك نقوم بحساب إحصائية (F) من خلال (Wald test) حيث يتم اختبار فرضية العدم القائلة بعدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج (غياب علاقة توازنية طويلة الأجل).²

$$H_0 : \theta_0 = \theta_1 = \theta_2 = 0.$$

مقابل الفرض البديل بوجود علاقة تكامل مشترك في الأجل الطويل بين متغيرات النموذج:

$$H_1 : \theta_0 \neq \theta_1 \neq \theta_2 \neq 0.$$

وبما أن توزيع F غير معياري والذي يعتمد على:³

- التحقق إذا كانت المتغيرات المدرجة في نموذج ARDL متكاملة من I(0) أو I(1).

- عدد المتغيرات المستقلة.

- التحقق من وجود قاطع واتجاه زمني في نموذج ARDL.

¹ أميرة البحري، الاستثمار الأجنبي المباشر خارج قطاع المحروقات ودوره في النمو الاقتصادي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة 1، باتنة، الجزائر، 2017، ص ص: (215-216).

² محمد أدريوش دحماني، عبد القادر ناصور، دراسة قياسية لمحددات الاستثمار الخاص في الجزائر باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة، مداخلة مقدمة ضمن أبحاث المؤتمر الدولي الموسوم بتقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وأثارها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي، جامعة سطيف 1، سطيف، الجزائر، 12/11 مارس 2013، ص: 18.

³ حواس، فاطمة الزهراء زرواط، واردات السلع الرأسمالية والنمو الاقتصادي في الصين (منهجية ARDL)، دراسة منشورة في الموقع <http://www.enssea.net/enssea/majalat/2543.pdf>، تاريخ الاطلاع: 2018/02/10، التوقيت: 10:00 سا، ص: 215.

- حجم العينة.

فإن رفض فرضية العدم يعتمد على مقارنة قيمة F المحسوبة بالقيم الجدولية ضمن الحدود الحرجة $F_{critical}$ bounds المقترحة من (Pesaran et al (2001) المثلة في الحد الأدنى (Lower critical bound, LCB) التي تفترض أن المتغيرات متكاملة من الدرجة $I(0)$ ، والحد الأعلى (Upper critical bound, UCB) التي تفترض أن المتغيرات متكاملة من الدرجة $I(1)$ ، حيث نميز بين ثلاث حالات:

- إذا كانت F المحسوبة أكبر من الحد الأعلى المقترح للقيم الحرجة، فإننا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرض البديل الذي ينص على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.

- إذا كانت F المحسوبة أقل من الحد الأدنى المقترح للقيم الحرجة، فإننا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.

- إذا كانت F المحسوبة تقع بين قيم الحدين الأدنى والأعلى للقيم المقترحة، فإن النتائج سوف تكون غير محددة ويعني ذلك عدم القدرة على اتخاذ القرار لتحديد عما إذا كان هناك تكامل مشترك بين المتغيرات من عدمه.

3- خطوات اختبار ARDL:

يتضمن اختبار نموذج ARDL كمرحلة أولى اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج، وإذا تم التأكد من ذلك ننتقل إلى تقدير معلمات الأجل الطويل وكذا معلمات المتغيرة المستقلة في الأجل القصير، ويمكن تلخيص المنهجية القياسية بواسطة نموذج ARDL في الخطوات التالية:¹

- التأكد من أن كل السلاسل الزمنية مستقرة من الدرجة 0 أو الدرجة الأولى.

- تكوين نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد وهو نموذج خاص من نموذج ARDL.

- التأكد من خلو النموذج من مشكلة الارتباط التسلسلي أي الارتباط لا يؤثر على ديناميكية النموذج.

- التأكد من استقرارية ديناميكية النموذج.

- تحديد فترة الإبطاء المثلى للفروق الأولى للمتغيرات في نموذج UECM، وذلك باستخدام عدة معايير مختلفة لتحديد هذه الفترة وهي: معيار أكايك (Akaike (AIC1973، معيار شوارتز (Schwarz (SC1978، معيار

حنين وكوين (Hannan and Quinn 1979)، ومعيار خطأ التنبؤ النهائي (Final prediction error (FPE).

- تطبيق اختبار الحدود (Bound test) لمعرفة إذا كانت هناك علاقة توازنية طويلة الأجل ومن ثمة نقوم بمقارنة إحصائية F المحسوبة مع القيم الجدولية التي وضعها كل من (Pesaran et al (2001 عند الحدود الدنيا والحدود العليا وعند حدود معنوية مثبتة لاختبار إمكانية وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات.

- إذا كانت النتائج إيجابية أي تثبت وجود علاقة تكامل مشترك يتم تقدير العلاقة طويلة الأجل فضلا عن فصل نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد UECM.

¹ فلة غيدة، فوزية غيدة، مرجع سبق ذكره، ص: 13.

- استعمال نتائج النموذج المقدر في الخطوة السابقة لقياس حركية تأثيرات العلاقة قصيرة الأجل، والعلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات.

4- اختبارات جودة النموذج المقدر وفق منهجية ARDL:

قبل الاعتماد على مصداقية النموذج المقدر وفق منهجية ARDL من أجل تحديد الآثار الطويلة والقصيرة الأجل للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع، يجب التحقق من جودة هذا النموذج ومصداقيته وفقا للاختبارات التالية:

4-1- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

من أجل اختبار فرضية العدم التي تفترض أن سلسلة البواقي ذات توزيع طبيعي حيث نقوم بحساب إحصائية "جاك بير" J-B التي تتبع توزيع $X_{1-\alpha}^2$:

$$jb = \frac{n}{6} \beta_1 + \frac{n}{24} (\beta_2 - 3) \rightarrow X_{1-\alpha}^2$$

4-2- اختبار تجانس تباين البواقي: (Heteroskedasticity Test ARCH)

يوجد عدة اختبارات للكشف عن تجانس تباين البواقي لعل أهمها اختبار ARCH الذي يقوم على الفرضيات التالية:

- فرضية ثبات التباين الشرطي للأخطاء H_0 التي مفادها:

$$\theta_0 = \theta_1 = \dots = \theta_q = 0 .$$

- فرضية عدم ثبات التباين للأخطاء H_1 والتي تنص على:

$$\theta_0 \neq \theta_1 \neq \dots \neq \theta_q \neq 0 .$$

تسمح نماذج ARCH بنمذجة المتغيرات الاقتصادية التي تحتوي على تباين شرطي غير ثابت للأخطاء العشوائية حيث أن التطاير الشرطي الذي يعبر في الغالب عن المخاطرة غير ثابت. ويتم إجراء هذا الاختبار وفقا للخطوات التالية:

- تقدير النموذج العام $Y = \beta X + \varepsilon$ بطريقة المربعات الصغرى العادية ثم حساب مربعات البواقي $\widehat{\varepsilon}_t^2$.

- تقدير المعادلة التالية:

$$\widehat{\varepsilon}_t^2 = \theta_0 + \theta_1 \widehat{\varepsilon}_{t-1}^2 + \dots + \theta_q \widehat{\varepsilon}_{t-q}^2 + U_t .$$

مع حساب معامل التحديد الخاص بهذه المعادلة R^2 .

ويعتمد هذا الاختبار على مضاعف لاغرنج، حيث إذا كانت إحصائية هذا المضاعف $LM=(n-q) \times R^2$ ، التي تتبع توزيع X^2 بدرجة حرية q ، أكبر من $X^2(q)$ (القيمة الحرجة لتوزيع X^2 بنسبة معنوية α)، فهذا يعني

¹ سومية شهنياز طالب، الأثر الديناميكي للنمو الاقتصادي على البطالة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجليلي ليايس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2017، ص: 169.

أن هناك على الأقل معامل واحد يختلف معنويًا عن الصفر. وهذا ما يدل على أن التباين الشرطي للأخطاء غير متجانس وبالتالي نرفض H_0 والعكس صحيح.¹

4-3- اختبار الارتباط التسلسلي بين البواقي (Breush Godfrey):

يسمح هذا الاختبار باكتشاف الارتباط الذاتي في البواقي من الدرجة (p) أكبر من الواحد، وهو الاختبار الأنسب في حالة وجود متغيرات متأخرة زمنيًا. يعتمد هذا الاختبار على تقدير طريقة المربعات الصغرى (MCO) للنموذج التالي:

$$\varepsilon_t = \alpha_1 X_{1t} + \alpha_2 X_{2t} + \dots + \alpha_k X_{kt} + \alpha_0 + \rho_1 \varepsilon_{t-1} + \rho_2 \varepsilon_{t-2} + \dots + \rho_p \varepsilon_{t-p} + u_t .$$

ونختبر فرضية العدم (H_0) التالية:

$$\rho_1 = \rho_2 = \dots = \rho_p = 0.$$

توجد مشكلة الارتباط التسلسلي بين بواقي النموذج من الدرجة (p) أكبر من الواحد في حالة رفض فرضية العدم. وعليه، لتأكيد (H_0) ينبغي الاعتماد على اختبار فيشر لانعدام المعاملات ρ_i أو استخدام إحصائية LM التي لها توزيع X^2 ب p درجة حرية حيث إذا كانت إحصائية LM المساوية ل $n \times R^2$ أكبر من $X^2(p)$ ، نرفض فرضية استقلالية الأخطاء.²

4-4- اختبار الاستقرار الهيكلي لمعاملات النموذج:

يهدف هذا الاختبار إلى التأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها من خلال استخدام أحد الاختبارات المناسبة لذلك مثل اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتكررة (CUSUM)، واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتكررة (CUSUMSQ). ويعد هذان الاختباران من أهم الاختبارات في هذا المجال لأنهما يوضحان أمرين مهمين ألا وهما تبيان وجود أي تغير هيكلية في البيانات، ومدى استقرار وانسجام المعلمات طويلة الأمد مع المعلمات قصيرة الأمد. وأظهرت الكثير من الدراسات أن مثل هذه الاختبارات نجدها دائماً مصاحبة لمنهجية ARDL، ويتحقق الاستقرار الهيكلي للمعاملات المقدرة لصيغة تصحيح الخطأ لنموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع، إذا وقع الشكل البياني لاختبارات (CUSUM) و (CUSUMSQ) داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5 بالمائة. وهذا ما يعني بدوره أن منحني الأخطاء يقع داخل مجال انحرافين معياريين ($\pm 2S$)، وعليه نرفض الفرضية العدمية عند مستوى معنوية 5 بالمائة وهذا ما يدل على أن معاملات النموذج مستقرة خلال فترة الدراسة.³

¹ محمد شبيخي، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص: 116.

² سومية شهيناز طالب، مرجع سبق ذكره، ص: 168.

³ أميرة البحري، مرجع سبق ذكره، ص: 225.

المبحث الثاني: دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية على مؤشرات بورصة الدار البيضاء المغربية

تحاول دراستنا من خلال هذا المبحث تبين أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة الدار البيضاء المغربية خلال الفترة (2008-2018)، خاصة أن هذه الأخيرة تعد الأولى مغاريا والثالثة عربيا من حيث القيمة السوقية التي بلغت أكثر من 90 مليار دولار. ويعكس مؤشر مازي أداء بورصة الدار البيضاء المغربية باعتباره مؤشر شامل يتضمن جميع الأسهم المدرجة فيها، ويستعمل من أجل قياس التغيرات اليومية في رسملة السوق الحرة بسبب تقلبات الأسعار. بينما يبرز مؤشر مادكس أداء الشركات الأكثر نشاطا ووضعا أسهمها المدرجة في البورصة المغربية.

المطلب الأول: النمذجة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر مازي

يعتبر مؤشر مازي من أهم مؤشرات بورصة الدار البيضاء المغربية، ويتم حسابه وفقا لمبدأ الرسملة العائمة حيث يأخذ بعين الاعتبار كل القيم المدرجة مع ربط وزن كل سهم بحجمه المتداول في البورصة وليس رأسمال الشركة المصدر. وسجل مؤشر مازي وفقا للشكل رقم (7) أداء سلبيا حيث تراجعت قيمه من 14684 نقطة في سنة 2008 إلى 11281 نقطة في سنة 2018 بسبب انخفاض رسملة البورصة المغربية بنحو 45 مليار درهم، لتستقر في مستوى 582 مليار درهم، وهو تراجع لم يجد له المحللون تفسيراً منطقياً في ظل تسجيل الشركات المدرجة في سوق الأسهم لنتائج إيجابية. وهذا ما يجعل احتمال تأثر مؤشر مازي بالعوامل الاقتصادية الكلية وارداً، حيث أكدت الدراسات السابقة التي أشرنا إليها في بداية البحث إمكانية تأثر أسعار الأسهم بالمتغيرات الاقتصادية الكلية، وفيما يلي خطوات تشخيص هذا الأثر في البورصة المغربية:

1- تحديد متغيرات الدراسة ومصادرها:

إن المتغيرات المراد دراستها عبارة عن بيانات شهرية للفترة الممتدة من شهر جانفي من سنة 2008 إلى غاية شهر ديسمبر من سنة 2018، وهي ممثلة كما يلي:

المتغير التابع: مؤشر مازي (Masi) حيث أخذت قيمه من الموقع الإلكتروني لبورصة الدار البيضاء المغربية. المتغيرات المستقلة: معدل التضخم، سعر الفائدة، العرض النقدي بمفهومه الواسع وسعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي؛ هي مؤشرات عن الاقتصاد المغربي، حيث تم استخراج قيم معدلات التضخم والفائدة من موقع النشرة الاقتصادية لدول العالم، في حين تم الاعتماد على بيانات النشرات الفصلية الصادرة عن صندوق النقد العربي لاستخراج أسعار صرف الدينار المغربي مقابل الدولار الأمريكي. بينما تم استخراج بيانات العرض النقدي بمفهومه الواسع من النشرات الثلاثية الصادرة عن بنك المغرب خلال الفترة (2008-2018).

(2)- تحديد الشكل الرياضي لمؤشر مازي:

نظرا لاحتواء سلسلة معدلات التضخم في المغرب على قيم سالبة، يتعذر علينا استعمال الصيغة اللوغاريتمية والاكتفاء بالصيغة الخطية. ويمكن التعبير عن مؤشر مازي بدلالة كل من التضخم، معدل الفائدة وسعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي في هذه الحالة بالصيغة التالية:

$$masi_t = \varphi + \sum_{i=1}^p a_i masi_{t-i} + \sum_{j=0}^q b_j i_{t-j} + \sum_{k=0}^{q'} c_k tch_{t-k} + \sum_{r=0}^{q''} \alpha_r inf_{t-r} + \sum_{Q=0}^{p'} \beta_Q M_{t-Q} + e_t$$

حيث:

Masi: مؤشر بورصة الدار البيضاء المغربية.

Inf : معدل التضخم في الاقتصاد المغربي.

i : سعر الفائدة في الاقتصاد المغربي.

Tch: أسعار صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي.

M: العرض النقدي بمفهومه الواسع في الاقتصاد المغربي.

e_t : المتغير العشوائي.

(3)- اختبار الجذر الأحادي لسلاسل متغيرات الدراسة الأولى:

إن أحد الشروط الضرورية لإخضاع متغيرات الدراسة لاختبار ARDL هو أن تكون السلاسل المستخدمة مستقرة من الدرجة صفر أو واحد. وسنستعمل لهذا الغرض اختبار ديكي فولر المطور ADF الموضحة نتائجه في الجدول أدناه:

الفصل الرابع: معالجة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء المغربية.

الجدول رقم (16): نتائج اختبار ديكي فولر على سلاسل المتغيرات الأساسية للمغرب.

الاحتمال	القيم الجدولية	إحصائية ADF المحسوبة	درجة التأخير	المتغيرات
0.1067	(3.4808)	(2.5478)	5	masi
	(2.8835)			
	(2.5786)			
0.0000	(3.4824)	(9.2651)	4	inf
	(2.8842)			
	(2.5789)			
2.2570	(4.0295)	(2.6553)	1	i
	(3.4444)			
	(3.1470)			
2.2021	(4.0318)	(2.7945)	2	tch
	(3.4455)			
	(3.1477)			
0.9998	(2.5845)	3.4271	14	M
	(1.9435)			
	(1.6149)			

المصدر: تم إعداد الجدول باستخدام برنامج 9 Eviews.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن إحصائية ديكي فولر أكبر من القيم الجدولية في سلسلة التضخم، وهذا ما يدل على عدم وجود جذر وحدوي بهذه السلسلة واستقراريتها في المستوى وما يؤكد ذلك الاحتمال الذي هو أقل من 1%. في حين قيمة إحصائية ديكي فولر أقل من القيم الجدولية عند المستويات الحرجة 1%، 5%، و10% لباقي المتغيرات، وهذا ما يدل على وجود جذور وحدوية في هذه السلاسل وعدم استقراريتها عند المستوى وما يؤكد ذلك الاحتمال الذي هو أكبر حتى من 10%. وعليه، نعيد إجراء اختبار ديكي فولر المطور على سلاسل الفروقات الأولى لهذه المتغيرات وفقا للجدول أدناه:

الفصل الرابع: معالجة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء المغربية.

الجدول رقم (17): نتائج اختبار ADF على سلاسل الفروقات الأولى للمتغيرات الأساسية للمغرب.

الاحتمال	القيم الجدولية	إحصائية ADF المحسوبة	درجة التأخير	المتغيرات
0.0000	(2.5832)	(15.8902)	5	masi
	(1.9433)			
	(1.6150)			
0.0000	(2.5828)	(11.3578)	1	i
	(1.9433)			
	(1.6150)			
0.0000	(2.5832)	(15.8902)	2	tch
	(1.9433)			
	(1.6150)			
0.0001	(4.0331)	(5.3758)	14	M
	(3.4461)			
	(3.1480)			

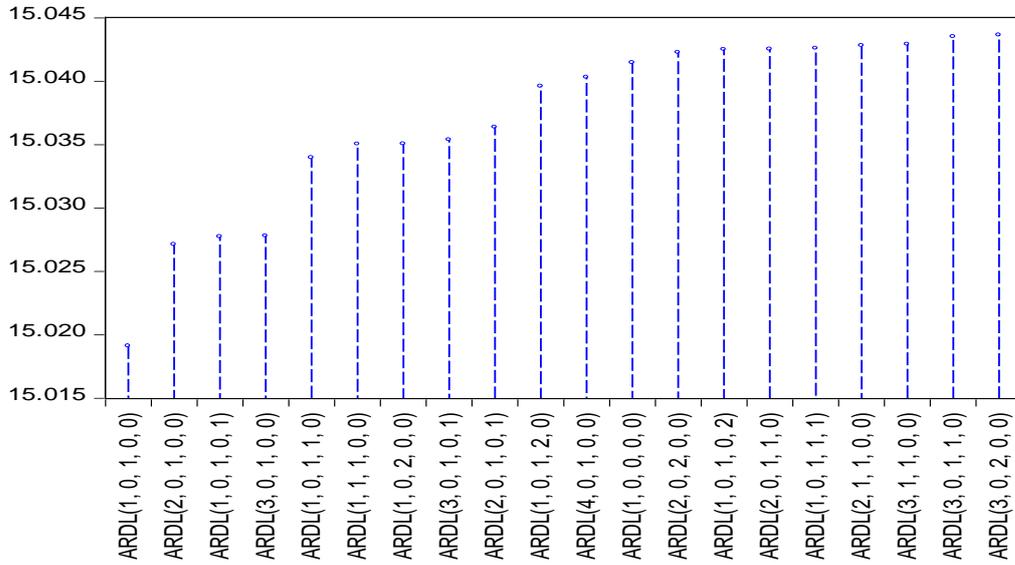
المصدر: تم إعداد الجدول باستخدام برنامج Eviews 9.

يبين الجدول رقم (17) أن إحصائية ديكي فولر أكبر من القيم الجدولية عند المستويات الثلاث في سلاسل مازي، معدل الفائدة، العرض النقدي بمفهومه الواسع وأسعار صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي، وهذا ما يعني أن هذه السلاسل مستقرة من الدرجة الأولى وما يؤكد ذلك الاحتمال الذي هو أقل من 1%. وعليه يمكن تطبيق نموذج ARDL.

4- تقدير نموذج ARDL لمؤشر مازي:

نقوم في هذه المرحلة بتحديد درجة تأخر نموذج مؤشر مازي بدلالة التضخم، معدل الفائدة، العرض النقدي بمفهومه الواسع وأسعار صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي، وتقدير معاملاته. وعليه نقوم باختيار درجة التأخر المثلى لنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة لمؤشر مازي حسب معيار أكايك.

الشكل رقم (17): نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى حسب معيار أكايك AIC لنموذج مؤشر مازي.
Akaike Information Criteria (top 20 models)



المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على برنامج Eviews 9.

نلاحظ من الشكل أعلاه أن فترة الإبطاء المثلى هي واحد بالنسبة لمؤشر مازي ومعدل الفائدة وصفر بالنسبة للتضخم، العرض النقدي بمفهومه الواسع وسعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي حيث يكتب النموذج المقدر لمؤشر مازي بدلالة المتغيرات المفسرة وفق الشكل التالي:

$$masi = \theta_1 masi_{t-1} + \theta_2 inf + \theta_3 i + \theta_4 i_{t-1} + \theta_5 tch + \theta_6 m + \theta_7.$$

ويظهر الجدول الموالي قيم معاملات المعادلة أعلاه وانحرافاتها المعيارية مع الاحتمالات الموافقة لها حيث جاءت معاملات كل من معدلات الفائدة والقيم المتأخرة لمؤشر مازي بفترة واحدة معنوية بنسبة تقل عن 5%، وبلغت قيمة معامل التحديد فيه ب0,9216، وهذا يشير بدوره على قدرة المتغيرات الاقتصادية الكلية على تفسير مؤشر مازي بنسبة 92,16 بالمائة بينما تساهم العوامل الأخرى (الناتج الداخلي الخام، معدلات الادخار والاستثمار...) في تفسيره بنسبة 7,74%.

الجدول رقم (18): المعالم الإحصائية لمعادلة مؤشر مازي بدلالة بعض المتغيرات الاقتصادية.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
MASI(-1)	0.940105	0.028524	32.95884	0.0000
INF	58.16074	64.47509	0.902065	0.3688
INTERET	-1796.857	733.1573	-2.450847	0.0157
INTERET(-1)	1557.797	732.8719	2.125606	0.0356
TCH	-32.83883	103.9522	-0.315903	0.7526
M2	-0.000362	0.000899	-0.402314	0.6882
C	1846.330	2230.971	0.827590	0.4095
R-squared	0.921690	Mean dependent var		10893.67
Adjusted R-squared	0.917807	S.D. dependent var		1488.105
S.E. of regression	426.6308	Akaike info criterion		15.00285
Sum squared resid	22023670	Schwarz criterion		15.15882
Log likelihood	-953.1824	Hannan-Quinn criter.		15.06622
F-statistic	237.3558	Durbin-Watson stat		2.174694
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: تم إعداد الجدول باستخدام برنامج Eviews 9.

وبناءً على النتائج المتحصل عليها من مخرجات برنامج Eviews 9 يمكن كتابة النموذج المقدر لمؤشر مازي وفق الصيغة التالية:

$$masi = 0.9401masi_{t-1} + 58.1607inf - 1796.8574i + 1557.797i_{t-1} - 32.8388tch$$

Std.error (0.0285) 64.4750 (733.1573) (732.8719) (103.9522)

$$-0.0003M + 1846.330.$$

Std.error (0.0008) (2230.971)

Durbin Watson=2.1746, R²=0.9216, $\bar{R}^2 = 0.9178$

5- اختبار جودة النموذج المقدر لمؤشر مازي:

وبعد تقدير المعالم الإحصائية لمعادلة مؤشر مازي بدلالة بعض المتغيرات الاقتصادية، قمنا باختبار جودته من خلال إخضاعه لاختبارات التوزيع الطبيعي للبواقي، تجانس تباين البواقي والارتباط التسلسلي، حيث جاءت إحصائية Jarque Bera أكبر من X²(5%) المساوية لـ 14.07 في اختبار التوزيع الطبيعي (أنظر الشكل المدرج في الملحق رقم (11))، وعليه يمكن قبول فرضية أن الأخطاء في النموذج المقدر لمؤشر مازي تتبع التوزيع الطبيعي. بينما يبين الجدول الأول المدرج في نفس الملحق أن LM تساوي 0.2246، وهي تقل عن قيمة X²(5%) المساوية لـ 14.07 في اختبار تجانس تباين البواقي. ومنه نقبل H₀ التي تنص على تجانس تباين الخطأ في النموذج المقدر لمؤشر مازي. بينما يبين الجدول الثاني المدرج في الملحق رقم (11) أن قيمة LM تساوي 1.2212، وهي أقل من X²(5%)=14.07 (باحتمال يفوق 5%) في اختبار الارتباط التسلسلي. وهذا يشير إلى قبول الفرضية الصفرية H₀ التي تفترض عدم وجود ارتباط ذاتي لبواقي النموذج المقدر لمؤشر مازي.

(6) - اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج المقدر لمؤشر مازي:

جاءت إحصائية فيشر في الجدول أدناه أقل من الحدود الدنيا IO bound، وهذا ما يشير إلى عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشر مازي والمتغيرات الاقتصادية الكلية الممثلة في التضخم، معدل الفائدة، العرض النقدي بمفهومه الواسع وسعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي.

الجدول رقم (19): نتائج اختبار الحدود للنموذج المقدر لمؤشر مازي.

Test Statistic	Value	k		
F-statistic	1.340352	4		
Critical Value Bounds				
Significance	I0 Bound	I1 Bound		
10%	2.2	3.09		
5%	2.56	3.49		
2.5%	2.88	3.87		
1%	3.29	4.37		

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج Eviews 9.

(7) - تقدير المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر مازي في المدى القصير:

يظهر الجدول رقم (20) وجود علاقة سلبية ومعنوية فيما بين معدلات الفائدة ومؤشر مازي في المدى القصير، بحيث كلما زادت معدلات الفائدة بنسبة 1% انخفضت قيمة مؤشر مازي بـ 1763.7452 درهم مغربي في المدى القصير. بينما لا توجد تأثيرات معنوية لمعدلات التضخم والفائدة، العرض النقدي بمفهومه الواسع وأسعار صرف الدرهم المغربي على مؤشر مازي في الأجل القصير. وذلك نظراً لأن معاملات هذه المتغيرات كانت غير معنوية كما يبين ذلك الجدول (20). أما فيما يخص معامل حد الخطأ $CoIntEq(-1)$ فإنه سالب ومعنوي مما يعني أنه توجد عملية تصحيح من المدى القصير إلى المدى الطويل بمعدل 5.73 بالمائة.

الجدول رقم (20): نتائج اختبار ARDL للنموذج المقدر لمؤشر مازي في المدى القصير.

Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF)	63.556170	51.818400	1.226517	0.2224
D(INTERET)	-1763.745252	692.588696	-2.546598	0.0121
D(TCH)	12.711972	129.033227	0.098517	0.9217
D(M2)	-0.003876	0.004203	-0.922157	0.3583
CoIntEq(-1)	-0.057322	0.021717	-2.639453	0.0094
CoInteq = MASI - (971.0398*INF - 3991.2896*INTERET - 548.2704*TCH - 0.0060*M2 + 30825.9536)				

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج Eviews 9.

المطلب الثاني: النمذجة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر مادكس

سبق وأن وضحنا في الفصل الأول من الدراسة أن مؤشر مادكس مبني على غرار مؤشر مازي على مبدأ الرسملة العائمة و على نفس صيغته الحسابية، إلا أنه لا يأخذ بعين الاعتبار لإا قيم الأوراق المالية الأكثر نشاطاً وغير المنقطعة التداول في البورصة، وهو يعتبر من المؤشرات الرئيسية التي تقيس أداء بورصة الدار البيضاء المغربية وتبين اتجاهات الأسعار فيها على أساس التداول. وفيما يلي خطوات تشخيص تأثره بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في المغرب بالصيغة الخطية نظرا لاحتواء سلسلة التضخم على قيم سالبة مع الاحتفاظ بنفس المنهجية المستعملة سابقا.

1- الطريقة المستعملة:

لغرض دراسة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشر مادكس استخدمنا بيانات شهرية عن الفترة (جانفي 2008-ديسمبر 2018). وتماشيا مع التوجهات الحديثة في تحليل السلاسل الزمنية، والتي كان لها الدور البارز في جعل العلاقات الاقتصادية قابلة للقياس والتحليل الكمي، قمنا بإخضاع سلاسل متغيرات الدراسة لاختبار ديكي فولر المطور للتأكد من استقراريتها ورتبتها، ومن ثم طبقنا عليها نموذج الفجوات الزمنية الموزعة ARDL لإظهار أثر العوامل الاقتصادية الكلية على مؤشر مادكس في المدى القصير والطويل. ولتوضيح ذلك، استخدمنا النموذج الرياضي التالي:

$$madex_t = \varphi + \sum_{i=1}^p a_i madex_{t-i} + \sum_{j=0}^q b_j i_{t-j} + \sum_{k=0}^{q'} c_k tch_{t-k} + \sum_{r=0}^{q''} \alpha_r inf_{t-r} + \sum_{Q=0}^{p'} \beta_Q M_{t-Q} + e_t$$

حيث:

$madex$: مؤشر خاص ببورصة الدار البيضاء المغربية.

Inf : معدل التضخم في الاقتصاد المغربي.

I : سعر الفائدة في الاقتصاد المغربي.

Tch : أسعار صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي.

e_t : المتغير العشوائي.

2- نتائج اختبارات الاستقرار على السلاسل المستعملة:

أظهر الجدول رقم (16) أن سلسلة معدلات التضخم في الاقتصاد المغربي مستقرة في المستوى. بينما أثبت الجدول رقم (17) أن سلاسل سعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي، العرض النقدي بمفهومه الواسع، ومعدلات الفائدة أصبحت مستقرة بعد إجراء اختبار على ديكي فولر المطور على الفروقات من الدرجة الأولى. في حين أظهرت نتائج الملحق رقم (12) أن درجة تأخير سلسلة مؤشر مادكس وفقا لاختبار فترات

الفصل الرابع: معالجة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء المغربية.

الإبطاء المثلى هي $p=1$. ويوضح الجدول رقم (21) نتائج اختبار ديكي فولر المطور على سلسلة مؤشر مادكس، كما يظهر الجدول أدناه أن إحصائية ديكي فولر لم تصبح أكبر من القيم الجدولية عند المستويات الحرجة (1%، 5%، 10%) إلا في الفرق الأول. وهذا ما يدل على أن سلسلة مادكس مستقرة من الدرجة واحد. الجدول رقم (21): نتائج اختبار ديكي فولر على سلسلة مؤشر مادكس.

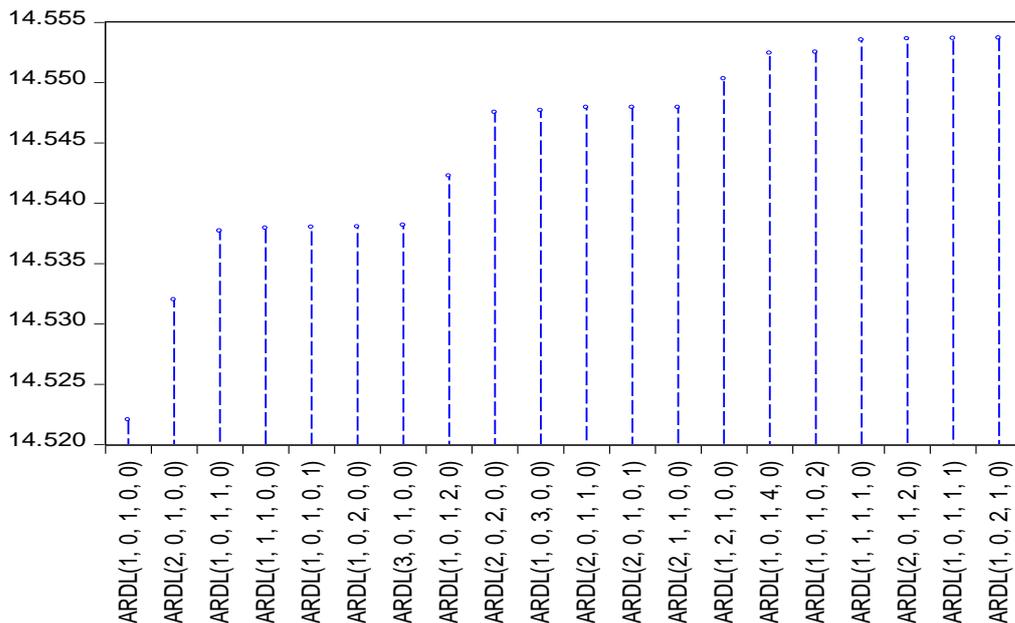
عند المستوى					المتغيرات
الاحتمال	عند مستوى 10%	عند مستوى 5%	عند مستوى 1%	إحصائية ديكي فولر عند المستوى	
0.1780	(2.5786)	(2.8835)	(3.4808)	(2.2861)	Madex
الفرق الأول					المتغيرات
الاحتمال	عند مستوى 10%	عند مستوى 5%	عند مستوى 1%	إحصائية ديكي فولر عند الفرق الأول	
0.0000	(1.6150)	(1.9433)	(2.5828)	(11.7991)	Madex

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج Eviews 9.

3- تقدير نموذج ARDL لمؤشر مادكس:

نقوم في هذه المرحلة بتحديد درجة تأخر نموذج مؤشر مادكس بدلالة التضخم، معدل الفائدة، العرض النقدي بمفهومه الواسع وأسعار صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي، وتقدير معاملاته. ويوضح الشكل رقم (18) نتائج اختبار فترة الإبطاء المثلى لمؤشر مادكس وفق معيار أكايك.

الشكل رقم (18): اختيار فترة الإبطاء المثلى للنموذج المقدر لمؤشر مادكس وفق معيار أكايك.
Akaike Information Criteria (top 20 models)



المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على برنامج Eviews 9.

يظهر الشكل رقم (18) أن فترة الإبطاء المثلى هي تأخر واحد لمؤشر مادكس ومعدل الفائدة في الاقتصاد المغربي وتأخر معدوم لمعدل التضخم في الاقتصاد المغربي، العرض النقدي بمفهومه الواسع وسعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي. ومنه تصبح صيغة النموذج المقدر من الشكل التالي:

$$madex = C_0madex_{t-1} + C_1inf + C_2i + C_3i_{t-1} + C_4tch + C_5M + C_6.$$

ويظهر الجدول الموالي المعالم الإحصائية للنموذج المقدر لمؤشر مادكس وفق مخرجات برنامج Eviews 9 :

الجدول رقم (22): المعالم الإحصائية للنموذج المقدر لمؤشر مادكس.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
MADX(-1)	0.948209	0.027981	33.88704	0.0000
INF	22.00893	51.25007	0.429442	0.6684
INTERET	-1584.890	582.8862	-2.719038	0.0075
INTERET(-1)	1376.073	583.1616	2.359677	0.0199
TCH	-30.42149	82.61790	-0.368219	0.7134
M2	-0.000333	0.000720	-0.461866	0.6450
C	1539.851	1788.723	0.860866	0.3910
R-squared	0.926788	Mean dependent var		8894.648
Adjusted R-squared	0.923158	S.D. dependent var		1223.632
S.E. of regression	339.1958	Akaike info criterion		14.54417
Sum squared resid	13921512	Schwarz criterion		14.70014
Log likelihood	-923.8267	Hannan-Quinn criter.		14.60754
F-statistic	255.2898	Durbin-Watson stat		2.097205

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج Eviews 9.

وبناءً على النتائج المتحصل عليها من مخرجات برنامج Eviews 9 يمكن كتابة النموذج المقدر لمؤشر مادكس وفق الصيغة التالية:

$$madex = 0.9482madex_{t-1} + 22.0089inf - 1584.890i + 1376.073i_{t-1} - 30.4214tch - 0.0003M + 1539.851.$$

Std.Error 0.0279 51.2500 582.8862 583.1616
82.6179 0.0007 1788.723

$R^2=0.9267$, $\bar{R}^2 = 0.9231$, Sum squared resid = 13921512, Durbin-Watson stat= 2.0972.

(4) - اختبار جودة النموذج المقدر لمؤشر مادكس:

يتضمن اختبار جودة النموذج المقدر لمؤشر مادكس اختبارات التوزيع الطبيعي للبواقي الذي تتحدد نتيجته حسب قيمة إحصائية Jarque Bera، واختباري تجانس تباين البواقي والارتباط التسلسلي اللذان تتحدد نتائجهما حسب بيانات الاحتمالات الموافقة لإحصائيتي فيشر وكاي تريبع، حيث يظهر الجدول الأول المرفق في الملحق رقم (13) أن الاحتمال الموافق لكل من إحصائيتي فيشر وكاي تريبع أكبر من 5%، وبالتالي نقبل فرض العدم الذي مفاده أن تباين البواقي للنموذج المقدر لمؤشر مادكس ثابت.

بينما نلاحظ من مخرجات برنامج Eviews 9 أن الاحتمال الموافق لكل من إحصائيتي فيشر وكاي تريبع أكبر من 5%، وبالتالي لا توجد مشكلة ارتباط ذاتي بين الأخطاء في النموذج المقدر لمؤشر مادكس (أنظر الجدول

الثاني المرفق في الملحق رقم (13)، إلا أن قيمة إحصائية Jarque Bera (10.6111) أصغر من قيمة إحصائية كاي تربيع عند مستوى معنوية 5% (14.07)، وهذا يؤدي بنا إلى الاستنتاج بأن أخطاء النموذج المقدر لمؤشر مادكس لا تتبع التوزيع الطبيعي، وهذا ما بينه الشكل المدرج في الملحق رقم (13). ونظرا لوجوب اتباع أخطاء النموذج المقدر للتوزيع الطبيعي في منهجية نموذج الفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة، نقوم بتحويل توزيع الأخطاء للنموذج المقدر لمؤشر مادكس إلى التوزيع الطبيعي باستخدام الصيغة اللوغاريتمية.

5- النمذجة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على لوغاريتم مؤشر مادكس:

قمنا بإدخال اللوغاريتم على جميع متغيرات هذه الدراسة لضمان الحصول على التوزيع الطبيعي للأخطاء، ونظرا لاحتواء سلسلة التضخم على قيم سالبة، قمنا بحذفها واعتمدنا على قيمه الموجبة فقط ليصبح النموذج من الشكل التالي:

$$\begin{aligned} \text{Log}(\text{madex})_t = & \varphi \\ & + \sum_{i=1}^p a_i \log(\text{madex}_{t-i}) + \sum_{j=0}^q b_j \log(i_{t-j}) + \sum_{k=0}^{q'} c_k \log(\text{tch}_{t-k}) \\ & + \sum_{r=0}^{q''} \alpha_r \log(\text{inf}_{t-r}) + \sum_{Q=0}^{p'} \beta_Q \log(M_{t-Q}) + e_t \end{aligned}$$

حيث:

Log(madex): لوغاريتم مؤشر مادكس؛ Log(inf): لوغاريتم معدلات التضخم؛ Log(i): لوغاريتم معدلات الفائدة؛ Log(tch): لوغاريتم أسعار صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي؛ Log(M): لوغاريتم العرض النقدي بمفهومه الواسع.

- تحديد درجة تأخير سلاسل لوغاريتمات متغيرات الدراسة:

وبإعادة إجراء اختبار Lag length criteria على سلاسل المتغيرات المدروسة، تحصلنا على النتائج المبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (23): درجات التأخير الموافقة لمعيارى Akaike و Schwarz لسلاسل متغيرات الدراسة في المغرب.

السلسلة	درجة التأخير	معيار Akaike	معيار schwarze
Log(madex)	1	(3.8853)	(3.8376)
Log(inf)	2	1.8271	1.8569
Log(i)	1	(5.2849)	(5.2372)
Log(tch)	2	(4.0705)	(3.9977)
Log(m)	7	(6.5327)	(6.3418)

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على مخرجات برنامج 9.5.eviews.

- اختبار استقرارية سلاسل متغيرات الدراسة:

وبعد إجراء اختبار ديكي فولر للتحقق من استقرارية سلاسل المتغيرات الجديدة، تبين لنا أن سلاسل لوغاريتم مؤشر مادكس، ولوغاريتم سعر صرف الدرهم المغربي، ولوغاريتم معدل الفائدة، ولوغاريتم العرض النقدي بمفهومه الواسع مستقرة من الدرجة الأولى، حيث جاءت إحصائية ديكي فولر أصغر من القيم الجدولية في المستويات الحرجة لفروقاتها الأولى (والاحتمال الموافق لها يؤكد ذلك أقل من 5%)، بينما استقرت سلسلة معدلات التضخم المعدلة في المستوى، حيث جاءت إحصائية ديكي فولر أصغر من القيمة الجدولية عند مستوى 10%، وهذا ما تؤكدته بيانات الملحق رقم (14).

وبالضغط على أيقونة Quick واختيار طريقة الفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة في برنامج 9 eviews، تبين لنا عدم قدرة الحصول على نموذج مقدر للوغاريتم مؤشر مادكس بدلالة كل من لوغاريتم التضخم المعدل، ومعدل الفائدة، وسعر صرف الدرهم المغربي، والعرض النقدي بمفهومه الواسع. ويعود السبب في ذلك إلى قيم التضخم السالبة التي تمثل ما يقارب نسبة 34.84% من إجمالي حجم العينة، وهذا ما أدى إلى فقدان سلسلة التضخم لخصائصها عند إدخال اللوغاريتم عليها، والذي تسبب بدوره في استحالة تقدير نموذج ARDL لمؤشر مادكس بدلالة المتغيرات المفسرة.

المطلب الثالث: دراسة قياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد أسهم بورصة الدار البيضاء المغربية

لدراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على قيم عوائد أسهم بورصة الدار البيضاء المغربية، نقوم أولاً باستخراج قيمه من خلال المعادلة التالية:

$$R = masi_t - masi_{t-1}.$$

حيث:

R: عوائد أسهم بورصة الدار البيضاء المغربية.

$masi_t$: قيم مؤشر مازي في الفترة الحالية t.

$masi_{t-1}$: قيم مؤشر مازي في الفترة السابقة (t-1).

1- منهجية الدراسة:

تستخدم الدراسة 132 ملاحظة شهرية لخمس مؤشرات تخص الاقتصاد المغربي وهي عوائد لأسهم البورصة المغربية في المدى القصير، التضخم، معدل الفائدة، العرض النقدي بمفهومه الواسع وسعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي. وقد تم اختيار هذه المؤشرات طبقاً لمعيار مدى توفر البيانات خلال الفترة الممتدة من شهر جانفي من سنة 2008 إلى غاية شهر ديسمبر من سنة 2018.

وبخصوص مصادر المعطيات، تم الاعتماد على البيانات الصادرة عن الموقع الإلكتروني لمؤشرات البورصات العالمية لتحديد العوائد المحصلة من تغيرات مؤشر مازي. كما تم استخدام بيانات النشرات الاقتصادية لدول العالم

للوصول إلى معدلات التضخم والفائدة الشهرية. في حين تم الاعتماد على بيانات النشرات الفصلية الصادرة عن صندوق النقد العربي لتحديد أسعار صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي؛ وبيانات النشرات الثلاثية الصادرة عن بنك المغرب لإعداد بيانات العرض النقدي بمفهومه الواسع.

وفي سبيل التأكد من استقرارية هذه السلاسل، قمنا بإخضاعها لاختبار ديكي فولر المطور. ومن ثمة طبقنا اختبار نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL لتشخيص العلاقة الموجودة بين عوائد الأسهم في بورصة الدار البيضاء المغربية والمتغيرات الاقتصادية الكلية في المدى القصير والطويل.

(2) - نموذج الدراسة: بناء على دراستي حسن مشرقي وأيمن الشهاب¹ (2014) و علي عبد الله وبلحمري خيرة (2015)² التي تناولت علاقة عوائد الأسهم بالمتغيرات الاقتصادية الكلية، يأخذ نموذج الدراسة الشكل التالي:

$$RM_t = \varphi + \sum_{i=1}^p a_i RM_{t-i} + \sum_{j=0}^q b_j i_{t-j} + \sum_{k=0}^{q'} c_k tch_{t-k} + \sum_{r=0}^{q''} \alpha_r inf_{t-r} + \sum_{Q=0}^{p'} \beta_Q M_{t-Q} + e_t$$

حيث:

RM: عوائد الأسهم على البورصة المغربية.

Inf: معدل التضخم في الاقتصاد المغربي.

I: معدل الفائدة في الاقتصاد المغربي.

Tch: سعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي.

M: العرض النقدي بمفهومه الواسع في الاقتصاد المغربي.

e_t: المتغير العشوائي.

(3) - نتائج اختبار ديكي فولر المطور على سلسلة عوائد أسهم بورصة الدار البيضاء المغربية:

يبين الملحق رقم (15) أن درجة تأخير سلسلة عوائد أسهم بورصة الدار البيضاء المغربية هي **P=0** وفقا لنتائج اختبار **Lag critiria lengh**. ويبين الملحق رقم (16) نتائج اختبار ديكي فولر المطور **ADF** على سلسلة عوائد أسهم بورصة الدار البيضاء المغربية، حيث جاء الاحتمال الموافق لمركبتي الاتجاه العام والقاطع في النموذج الثالث والثاني على التوالي يفوق 0,05، وهذا ما يشير إلى خلو سلسلة مؤشر العائد السوقي لأسهم بورصة الدار البيضاء المغربية من مركبتي الاتجاه العام والقاطع. بينما ظهر جذر الوحدة في النموذج الأول معنويا

¹ حسن مشرقي، أيمن الشهاب، تحديد أثر المؤشرات الاقتصادية الكلية على عائد مؤشر السوق المالي في الأسواق المالية الناشئة، مجلة جامعة البعث للعلوم الإنسانية، سوريا، المجلد 36، العدد 11، 2014، ص ص. (40-41)

² علي عبد الله، خيرة بلحمري، تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على السوق المالي الأردني، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، البليدة، الجزائر، المجلد 6، العدد 1، 2015، ص 288.

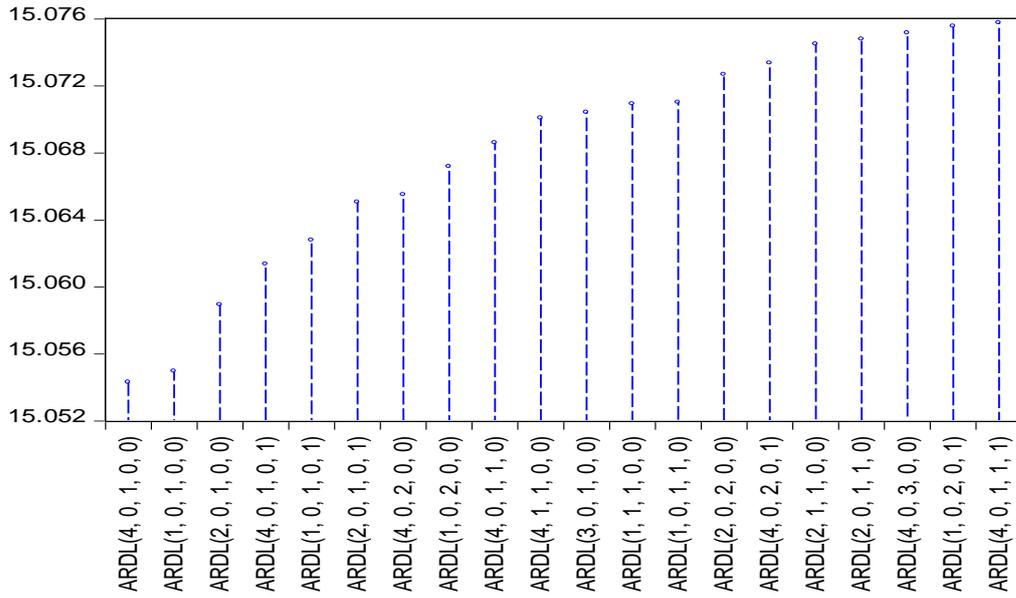
الفصل الرابع: معالجة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء المغربية.

حيث تبين نتائجه أن إحصائية ديكي فولر المحسوبة لسلسلة $R1$ أصغر من القيم الجدولية عند المستويات المرحجة، مما يعني أن سلسلة عوائد الأسهم في بورصة الدار البيضاء المغربية مستقرة عند المستوى.

4- تقدير نموذج عوائد أسهم بورصة الدار البيضاء المغربية:

بعد التأكد من رتب سلاسل المتغيرات المدروسة تقل عن 2، نقوم بتقدير نموذج عوائد أسهم بورصة الدار البيضاء المغربية، ويوضح الشكل التالي درجة التأخر المثلى لهذا النموذج وفق معيار أكايك:

الشكل رقم (19): اختيار فترة الإبطاء المثلى للنموذج المقدر لعوائد أسهم بورصة الدار البيضاء المغربية.
Akaike Information Criteria (top 20 models)



المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على بيانات 9 Eviews.

يظهر الشكل أعلاه أن فترة التأخر المثلى لهذا النموذج المقدر هي أربع تأخرات بالنسبة لكل من عوائد الأسهم في بورصة الدار البيضاء المغربية، وتأخر واحد بالنسبة لمعدلات الفائدة في الاقتصاد المغربي، وتأخر معدوم بالنسبة للتضخم، وأسعار صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي والعرض النقدي بمفهومه الواسع في الاقتصاد المغربي.

بعد تحديد فترات التأخر المثلى، يمكن كتابة النموذج المقدر لعوائد الأسهم في بورصة الدار البيضاء المغربية

بدلالة المتغيرات الاقتصادية الكلية وفق الصيغة التالية:

$$R1 = \phi_1 RM_{t-1} + \phi_2 RM_{t-2} + \phi_3 RM_{t-3} + \phi_4 RM_{t-4} + \phi_5 inf + \phi_6 i + \phi_7 i_{t-1} + \phi_8 tch + \phi_9 M + \phi_{10}$$

ويظهر الجدول الموالي أن المتغيرات الاقتصادية الكلية المدروسة تساهم في تفسير تغيرات عوائد أسهم بورصة الدار البيضاء المغربية بنسبة 12.99% (حسب قيمة معامل التحديد)، ويعود ضعف هذه النسبة إلى عدم وجود علاقة مباشرة فيما بين التضخم، معدلات الفائدة، سعر الصرف، العرض النقدي بمفهومه الواسع وعوائد أسهم بورصة الدار البيضاء المغربية. كما يشير ضعف هذه النسبة إلى عدم القدرة على الأخذ بنتائج هذا النموذج في المستقبل.

الجدول رقم (24): المعالم الإحصائية للنموذج المقدر لعوائد أسهم بورصة الدار البيضاء المغربية.

Dependent Variable: RM				
Method: ARDL				
Sample (adjusted): 2008M06 2018M09				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (4 lags, automatic): INF INTERET TCH M2				
Selected Model: ARDL(4, 0, 1, 0, 0)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
RM(-1)	-0.054371	0.091679	-0.593059	0.5543
RM(-2)	0.089604	0.090912	0.985618	0.3264
RM(-3)	-0.044337	0.093441	-0.474488	0.6361
RM(-4)	0.180554	0.093420	1.932713	0.0558
INF	55.64309	66.82995	0.832607	0.4068
INTERET	-1652.200	768.8445	-2.148939	0.0338
INTERET(-1)	1865.361	746.1818	2.499874	0.0138
TCH	93.25030	106.6823	0.874093	0.3839
M2	0.000472	0.000979	0.481942	0.6308
C	-1825.191	2281.619	-0.799954	0.4254
R-squared	0.129987	Mean dependent var		-27.53258
Adjusted R-squared	0.061302	S.D. dependent var		446.4120
S.E. of regression	432.5126	Akaike info criterion		15.05431
Sum squared resid	21325659	Schwarz criterion		15.28175
Log likelihood	-923.3671	Hannan-Quinn criter.		15.14670
F-statistic	1.892509	Durbin-Watson stat		2.000582
Prob(F-statistic)	0.059882			

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على بيانات 9 Eviews.

وتظهر المعاملات المقدرة لهذا النموذج وفق مخرجات برنامج 9 Eviews في المعادلة التالية:

$$RM = -0.0543RM_{t-1} + 0.0896RM_{t-2} - 0.0443RM_{t-3} + 0.1805RM_{t-4} + 55.6430inf$$

$$\text{Std.Error} \quad (0.0916) \quad 0.0909 \quad 0.0934 \quad 0.0934 \quad 66.8299$$

$$-1652.200i + 1865.361i_{t-1} + 93.2503tch + 0.0004M - 1825.191 .$$

$$768.8445 \quad 746.1818 \quad 106.6823 \quad 0.0009 \quad 2281.619$$

$$R^2=0.1299 , \bar{R}^2 = 0.0613 , \text{Sum squared resid} = 21325659, \text{Durbin-Watson stat}= 2.0005.$$

5- اختبارات جودة النموذج المقدر لعوائد أسهم البورصة المغربية:

جاءت إحصائية Jarque Bera المساوية لـ 43.4627 في الشكل المدرج في الملحق رقم (17) أكبر من معلمة كاي تربيع X_2^2 عند مستوى معنوية 5% المساوية لـ 9.49 ، وهذا ما يعني أن توزيع البواقي في النموذج المقدر لعوائد أسهم بورصة الدار البيضاء المغربية يتبع التوزيع الطبيعي. وتظهر بيانات الجدول الأول المرفق في الملحق رقم (17) أن القيمة الاحتمالية لكل من إحصائية فيشر وكاي تربيع أكبر من 5% ، وهذا ما يدل على ثبات تباين البواقي في النموذج المقدر لعوائد الأسهم في بورصة الدار البيضاء المغربية. وجاء الاحتمال الموافق لمعلمتي فيشر وكاي تربيع أكبر من 5% في الجدول الثاني المدرج بنفس الملحق، وهذا ما يشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط التسلسلي في النموذج المقدر لعوائد الأسهم في بورصة الدار البيضاء المغربية.

(6) - تطبيق اختبار الحدود على نموذج عوائد أسهم البورصة المغربية:

يظهر الجدول رقم (25) أن قيمة إحصائية فيشر أكبر من الحدود العليا I1 Bound عند المستويات الحرجة باستثناء 1%. وهذا ما يبين لنا وجود علاقة توازنية طويلة الأجل فيما بين مؤشر العائد السوقي لبورصة الدار البيضاء المغربية ومؤشرات الاقتصاد المغربي الممثلة في معدل التضخم، معدل الفائدة، العرض النقدي بمفهومه الواسع وسعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي في هذه المستويات.

الجدول رقم (25): نتائج اختبار الحدود على نموذج عوائد أسهم البورصة المغربية.

ARDL Bounds Test		
Date: 01/23/20 Time: 20:38		
Sample: 2008M06 2018M09		
Included observations: 124		
Null Hypothesis: No long-run relationships exist		
Test Statistic	Value	k
F-statistic	4.061059	4
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.2	3.09
5%	2.56	3.49
2.5%	2.88	3.87
1%	3.29	4.37

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على بيانات Eviews 9.

(7) - تقدير أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد أسهم البورصة المغربية في المدى القصير:

حسب بيانات الجدول رقم (26)، لا تمارس كل من معدلات التضخم والفائدة، وأسعار صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي، والعرض النقدي بمفهومه الواسع تأثيرا واضحا على عوائد الأسهم في بورصة الدار البيضاء المغربية في المدى القصير. في حين توجد علاقة طردية ومعنوية فيما بين معدلات الفائدة ومؤشر العائد السوقي لأسهم بورصة الدار البيضاء المغربية؛ بمعنى أنه كلما ارتفع معدل الفائدة بـ 1%، ارتفعت عوائد أسهم بورصة الدار البيضاء المغربية بـ 1577,0247 درهم مغربي في المدى القصير. وتتوافق هذه النتيجة مع ما توصل إليه الجانب النظري من الدراسة، فرفع معدلات الفائدة يؤدي إلى زيادة تكاليف الشركات وتدني إيراداتها وأرباحها، وهذا ما ينعكس سلبا على أسعار أسهمها وارتفاع عوائدها السوقية بحكم العلاقة العكسية الموجودة فيما سعر السهم وعائده السوقي

ويبين الجدول أدناه كذلك وجود علاقة عكسية ومعنوية بين عوائد الأسهم وقيمها المتأخرة بثلاث فترات زمنية في بورصة الدار البيضاء المغربية. أما فيما يخص معامل حد الخطأ $cointEQ(-1)$ فإنه سالب ومعنوي مما يعني أنه توجد عملية تصحيح من المدى القصير إلى المدى الطويل بمعدل 83,04 بالمائة. ولكن لا يمكن أن نعتد بهذه النتائج في ظل ضعف نسبة معنوية هذا النموذج.

الجدول رقم (26): أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد أسهم البورصة المغربية في المدى القصير.

Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RM(-1))	-0.226124	0.148060	-1.527246	0.1295
D(RM(-2))	-0.131342	0.127537	-1.029833	0.3053
D(RM(-3))	-0.180235	0.088562	-2.035133	0.0442
D(INF)	49.786495	52.542991	0.947538	0.3454
D(INTERET)	-1577.024774	711.566023	-2.216273	0.0287
D(TCH)	40.129535	132.808618	0.302161	0.7631
D(M2)	-0.003260	0.004257	-0.765726	0.4454
CointEq(-1)	-0.830441	0.170669	-4.865801	0.0000
Cointeq = RM - (67.1572*INF + 257.2699*INTERET + 112.5465*TCH + 0.0006*M2 - 2202.8757)				

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات Eviews 9.

8- تقدير أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد أسهم البورصة المغربية على المدى الطويل:

حسب بيانات الجدول رقم (27)، لا تمارس المتغيرات الاقتصادية الكلية المدروسة تأثيراً واضحاً على عوائد الأسهم للبورصة المغربية في المدى الطويل. ويرجع تحصيل هذه النتيجة إلى وجود علاقة غير مباشرة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وعوائد الأسهم وفق النظرية الاقتصادية، لم تظهر جيداً في البيئة المغربية التي تتميز ببورصة ناشئة، لم ترق بعد إلى مستوى البورصات المتقدمة واقتصاد نامي حقق مستويات مقبولة للتضخم وأسعار الفائدة، في ظل غياب التكامل بين بورصة الدار البيضاء المغربية والجهاز المصرفي في تمويل النشاط الاقتصادي، والتأثير السلبي لانخفاض التداولات في سوق الأسهم المغربي على مؤشر مازي. ولا يمكن أن نعتد بهذه النتيجة في المستقبل نظراً لضعف نسبة معامل التحديد للنموذج المقدر.

الجدول رقم (27): أثر بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد أسهم البورصة المغربية على المدى الطويل.

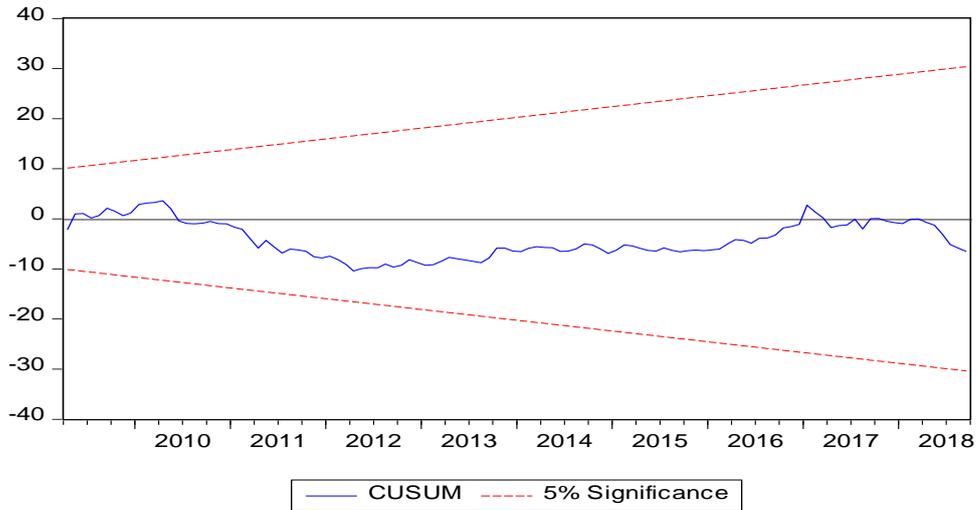
Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF	67.157246	83.549592	0.803801	0.4232
INTERET	257.269943	469.248554	0.548259	0.5846
TCH	112.546454	137.489023	0.818585	0.4147
M2	0.000570	0.001205	0.472754	0.6373
C	-2202.875682	2936.366809	-0.750205	0.4547

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على بيانات Eviews 9.

9- استقرار نموذج عوائد أسهم بورصة الدار البيضاء المغربية:

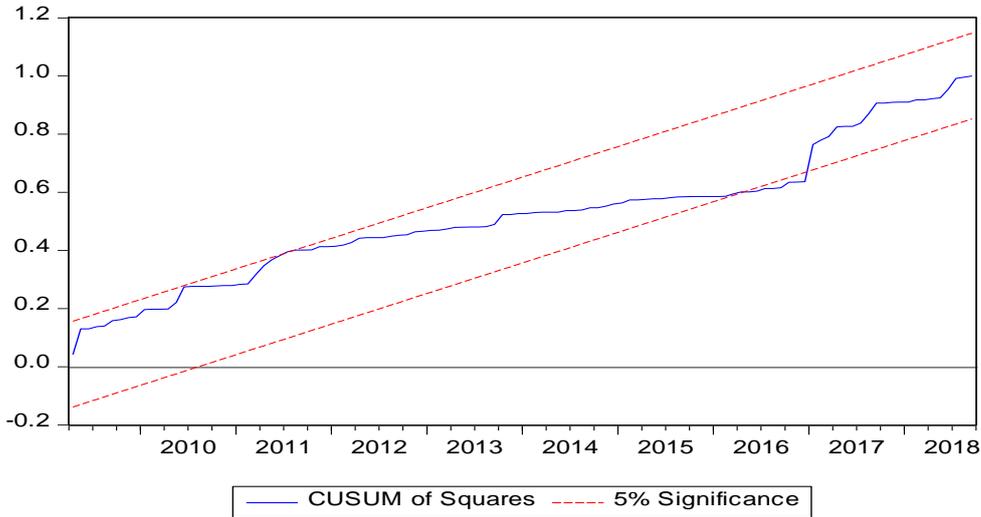
يظهر الشكلان رقم (20) و(21) وقوع منحنيني إحصائيتي CUSUM وCUSUMQ داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%. وعليه يمكن الحكم بأن المعاملات المقدرة لنموذج ARDL الخاص بعوائد أسهم البورصة المغربية مستقرة هيكلية، مما يؤكد وجود استقرار بين متغيرات هذه الدراسة و انسجام نتائج تصحيح الخطأ في المدى القصير مع نظيرتها في المدى الطويل.

الشكل رقم (20): منحنى إحصائية CUSUM للنموذج المقدر لعوائد أسهم البورصة المغربية.



المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على بيانات Eviews 9.

الشكل رقم (21): منحنى إحصائية CUSUMQ للنموذج المقدر لعوائد أسهم البورصة المغربية.



المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على بيانات Eviews 9.

المبحث الثالث: أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر دزائر أندكس لبورصة الجزائر

يعلم الجميع أن بورصة الجزائر لا تزال فتية وغير مطورة بشكل كاف في ظل غياب المنظومة الصناعية والتجارية التي تسمح بممارسة النشاط البورصي، وانعدام الثقافة البورصية في أوساط الجزائريين المتمسكين بمبادئ الشريعة الإسلامية. ولذلك تحاول دراستنا تشخيص أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر بورصة الجزائر دزائر أندكس خلال الفترة الراهنة بالاعتماد على نموذج قياسي سليم.

المطلب الأول: صياغة النموذج الخاص بمؤشر دزائر أندكس لبورصة الجزائر

تعتمد صياغة النموذج الخاص بالمؤشر العام لأسعار الأسهم على خطوات وإجراءات تركز على تحديد المدى الزمني للدراسة ومتغيراتها التابعة والمستقلة، مع الإشارة إلى مصادر بياناتها واختيار الأسلوب القياسي والمنهجية الأحسن لتشخيص العلاقة فيما بينها. وفيما يلي الخطوات التي تم الاعتماد عليها لصياغة النموذج الخاص بمؤشر دزائر أندكس بدلالة كل من التضخم، العرض النقدي بمفهومه الواسع، ومعدل الفائدة وسعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي.

(1) - الطريقة المستخدمة:

نستخدم في هذا التحليل المشاهدات الشهرية لمؤشرات بورصة الجزائر (indice)، سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي (tch)، معدل التضخم (inf)، العرض النقدي بمفهومه الواسع (M2) ومعدل الفائدة (i). تشمل هذه المؤشرات عينة حجمها 132 ملاحظة شهرية تمتد من جانفي 2008 إلى غاية ديسمبر 2018. وقد تم الحصول على بيانات كل من سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي من النشرات الفصلية الصادرة عن صندوق النقد العربي خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018. في حين تم الحصول على بيانات معدلات التضخم و الفائدة من قاعدة بيانات البنك الدولي. بينما تم الحصول على بيانات كل من العرض النقدي بمفهومه الواسع ومؤشر بورصة الجزائر من النشرات الثلاثية الصادرة عن بنك الجزائر و موقع بورصة الجزائر على التوالي. كما تم إخضاع سلاسل هذه المتغيرات لاختبارات الاستقرار لتحديد رتبها والتأكد من أنها أقل من الرتبة 2 حتى يتسنى لنا تطبيق اختبار الفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة (ARDL)، وبالتالي إمكانية تطبيق اختبار الحدود كمرحلة أولية للتأكد من وجود علاقة تكاملية فيما بين مؤشر بورصة الجزائر والمتغيرات الاقتصادية الكلية، ومن ثمة تعيين نموذج تصحيح الخطأ من أجل تشخيص أثر المتغيرات المستقلة على مؤشر بورصة الجزائر في المدى القصير، ل يتم في الأخير تعيين المعادلة التي تربط فيما بينهما في المدى الطويل.

(2) - متغيرات الدراسة:

تعد صياغة النموذج القياسي من أهم مراحل بناء النموذج، وذلك من خلال ما يتطلبه من تحديد المتغيرات التي يبني عليها النموذج. ونظرا لتوفر قاعدة بيانات شهرية تمتد من جانفي 2008 إلى غاية ديسمبر 2018، وظفت الدراسة نوعين من المتغيرات وهما:

- المتغير التابع: المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة الجزائر.
- المتغيرات المفسرة: معدل الفائدة، سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي، معدلات التضخم، العرض النقدي بمفهومه الواسع.

ويتم تحديد الشكل الرياضي للنموذج من خلال الدالة الآتية:

$$\text{INDICE} = f(i, \text{tch}, \text{inf}, M).$$

أي:

$$\begin{aligned} \text{indice}_t = \varphi + \sum_{i=1}^p a_i \text{indice}_{t-i} + \sum_{j=0}^q b_j i_{t-j} + \sum_{k=0}^{q'} c_k \text{tch}_{t-k} \\ + \sum_{r=0}^{q''} \alpha_r \text{inf}_{t-r} + \sum_{Q=0}^{p'} \beta_Q M_{t-Q} + e_t \end{aligned}$$

حيث:

β_0 : الحد الثابت.

Indice: المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة الجزائر.

Interet: معدل الفائدة.

Tch: سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي.

Inf: معدلات التضخم.

M: العرض النقدي بمفهومه الواسع.

e_t : حد الخطأ العشوائي.

3- تحديد درجة تأخير السلاسل الزمنية:

بعد تحديد شكل النموذج نقوم بتحديد درجة تأخير السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة بالاعتماد على اختبار Lag length criteria المتاح في برنامج 9 eviews، حيث يتم تطبيقه للتعرف على القيم المثلى لمعايير أكايك وشوارتز وغيرها من المعايير المبينة في الجدول أدناه، ومن خلال هذه الأخيرة نقوم باستخراج درجة تأخير السلاسل الزمنية المدروسة.

- تحديد درجة تأخير سلسلة المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة الجزائر:

نقوم بتحديد درجة التأخير لهذه السلسلة بالاعتماد على اختبار Lag length criteria المتاح في برنامج 9 eviews، حيث يبين الجدول أدناه أن التأخير الذي يعطي القيم المثلى لغالبية المعايير الموضحة فيه هو $p=2$.

الجدول رقم (28): نتائج اختبار **Lag length criteria** على سلسلة مؤشر دزابر أندكس.

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-713.6673	NA	14634.26	12.42900	12.45287	12.43869
1	-568.4655	285.3531	1191.855	9.921140	9.968878	9.940517
2	-565.7570	5.275833*	1156.971*	9.891426*	9.963033*	9.920491*
3	-565.2089	1.057963	1166.119	9.899286	9.994762	9.938039
4	-564.9603	0.475704	1181.488	9.912352	10.03170	9.960794
5	-564.9542	0.011506	1202.137	9.929638	10.07285	9.987768
6	-564.9536	0.001029	1223.283	9.947020	10.11410	10.01484
7	-564.7963	0.292822	1241.434	9.961675	10.15263	10.03918
8	-564.7321	0.118412	1261.924	9.977949	10.19277	10.06514
9	-563.2097	2.779923	1250.662	9.968865	10.20755	10.06575
10	-563.2004	0.016866	1272.582	9.986094	10.24865	10.09267
11	-563.0633	0.245574	1292.051	10.00110	10.28753	10.11736
12	-562.9503	0.200511	1312.409	10.01653	10.32682	10.14247
13	-562.7128	0.417157	1330.252	10.02979	10.36395	10.16542
14	-562.2561	0.794182	1343.260	10.03924	10.39727	10.18456
15	-562.1079	0.255184	1363.745	10.05405	10.43595	10.20906
16	-561.7330	0.638934	1379.157	10.06492	10.47069	10.22962
17	-561.6816	0.086826	1402.674	10.08142	10.51106	10.25581

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج **Eviews 9**.

وبإعادة إجراء اختبار **Lag length criteria** على سلسلة معدلات التضخم في الجزائر، تحصلنا على أن درجة التأخير المثلى $P=13$ هي، حيث يوضح الجدول المدرج في الملحق رقم (23) أن هذا التأخير يعطي أدنى قيمة لمعايير **Akaike** و **Hannan Quinn** و **FPE**. بينما كانت درجة تأخير سلسلة أسعار الفائدة التي تعطي القيمة المثلى لمعظم معايير الملحق رقم (24) هي $P=8$. في حين جاءت درجتي تأخير سلسلتي تغيرات سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي والعرض النقدي بمفهومه الواسع مساوية ل 2 و 16 على التوالي وفقا لنتائج الملحقين (25) و (26) على الترتيب.

4- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية:

لدراسة استقرارية هذه السلاسل وتحديد درجة تكاملها، يتم استخدام اختبار ديكي فولر "نظرا لدوره المهم في الكشف عن مشكلة الارتباط الزائف بين المتغيرات المستقلة والتابعة الناتجة عن عدم استقرار السلاسل الزمنية المستعملة في تقدير النموذج القياسي".¹ ويعرض الملحق (27) نتائج اختبار ديكي فولر باستخدام برنامج **Eviews 9**، حيث تفوق فيه إحصائية ديكي فولر القيم المجدولة عند المستويات الحرجة لسلاسل المتغيرات المدروسة وبالتالي هي غير مستقرة عند المستوى. (كما يؤكد ذلك احتمالها الذي يجب أن يكون أقل من 1%) .

¹ براهم بويقوب، النمذجة القياسية لأثر التضخم على الاقتصاد الجزائري، باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفترة 2000-2015، مجلة

البشائر الاقتصادية، جامعة طاهري محمد، بشار، الجزائر، العدد 07، ديسمبر 2016، ص:10.

وبإعادة إجراء الاختبار على سلاسل الفروقات الأولى للمتغيرات المدروسة، أصبحت قيمة إحصائية ديكي فولر أصغر من القيم المحدولة عند المستويات الحرجة. وعليه يمكن القول أن جميع سلاسل المتغيرات المدروسة مستقرة من الدرجة الأولى. (كما يؤكد ذلك احتمالها الذي يقل عن 1%).

المطلب الثاني: تقدير نموذج ARDL لمؤشر dzair index

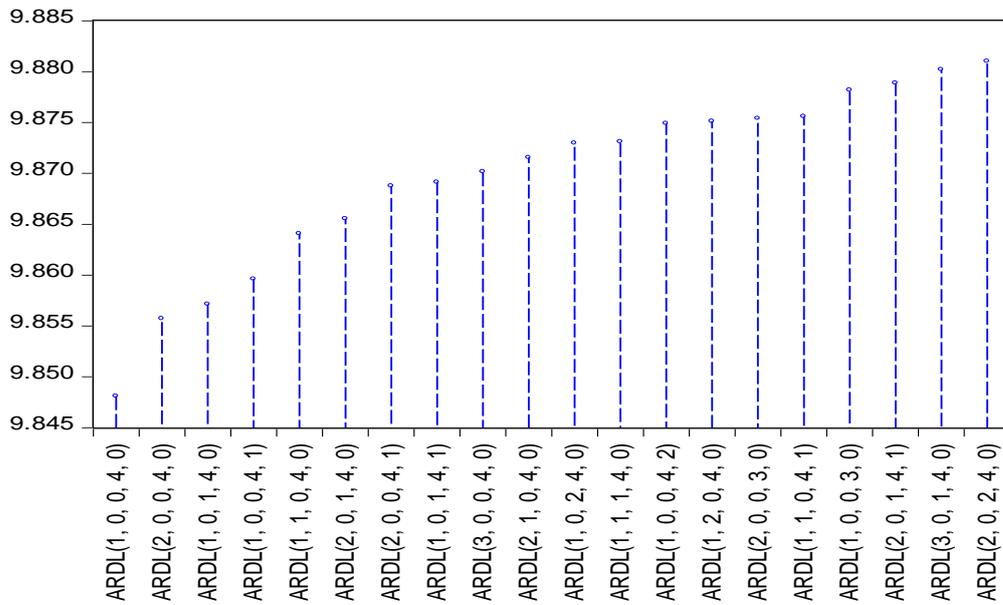
بعد دراسة استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة تبين أن جميع رتبها تقل عن 2. وعليه يمكن تطبيق منهج اختبار الحدود ARDL في هذه الحالة.

1- اختيار فترات الإبطاء المثلى للمتغيرات الداخلة في تقدير نماذج ARDL:

لتحديد عدد فترات الإبطاء المثلى قمنا بحساب معيار Akaike لعدة تباطؤات زمنية لتحديد النموذج الذي يعطي أدنى قيمة لمعيار أكايك Akaike وهي موضحة في الشكل الموالي:

الشكل رقم (22): نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى لنموذج مؤشر بورصة الجزائر.

Akaike Information Criteria (top 20 models)



المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على برنامج Eviews 9.

من الشكل السابق نلاحظ أن فترة الإبطاء المثلى هي تأخر واحد لسلسلة مؤشر DZAIR INDEX، وأربع تأخرات بالنسبة لمعدل التضخم وصفر تأخر بالنسبة لكل من معدل الفائدة، سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي والعرض النقدي بمفهومه الواسع. وبالتالي يصبح لدينا النموذج الآتي:

$$indice = \beta_1 indice_{t-1} + \beta_2 i + \beta_3 tch + \beta_4 inf + \beta_5 inf_{t-1} + \beta_6 inf_{t-2} + \beta_7 inf_{t-3} + \beta_8 inf_{t-4} + \beta_9 M + \beta_{10} + \varepsilon_t$$

ويبين الجدول أدناه مخرجات برنامج Eviews 9 لهذا النموذج، حيث بلغ معامل تحديده بنسبة 94,66 بالمائة، وهذا ما يدل على أن المتغيرات الاقتصادية الكلية الممثلة في التضخم، الفائدة، أسعار صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي، والعرض النقدي بمفهومه الواسع تساهم في تفسير التغيرات الحاصلة في مؤشر

دزاير أندكس بنسبة 94,66 بالمائة، بينما النسبة المتبقية (5,34%) تعود لعوامل أخرى (العوامل النفسية، الناتج الداخلي الخام،... إلخ).

الجدول رقم (29): تقدير نموذج مؤشر بورصة الجزائر.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Dzindex(-1)	0.986680	0.030785	32.05102	0.0000
INTERET	4.349456	28.62060	0.151969	0.8795
TCH	0.440045	0.420866	1.045569	0.2980
INF	2.262940	2.677058	0.845309	0.3997
INF(-1)	-0.049135	3.722615	-0.013199	0.9895
INF(-2)	0.863144	3.801271	0.227067	0.8208
INF(-3)	-0.399241	3.762891	-0.106100	0.9157
INF(-4)	-6.134826	2.633864	-2.329211	0.0216
M2	-0.002067	0.002354	-0.878249	0.3816
C	5.572157	128.0143	0.043528	0.9654
R-squared	0.946653	Mean dependent var		1223.733
Adjusted R-squared	0.942478	S.D. dependent var		133.5652
S.E. of regression	32.03391	Akaike info criterion		9.848086
Sum squared resid	118009.7	Schwarz criterion		10.07435
Log likelihood	-605.5054	Hannan-Quinn criter.		9.940005
F-statistic	226.7443	Durbin-Watson stat		1.744938
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: تم إعداد الجدول باستخدام برنامج Eviews 9.

وبناءً على النتائج المتحصل عليها من مخرجات برنامج Eviews 9 يمكن كتابة النموذج لمؤشر بورصة الجزائر وفق الصيغة التالية:

$$\begin{aligned} \text{indice} = & 0.9866\text{indice}_{t-1} + 4.3494i + 0.44\text{tch} + 2.2629\text{inf} - 0.0491\text{inf}_{t-1} \\ & (0.0307) \quad (28.6206) \quad (0.4208) \quad (2.6770) \quad (3.7226) \\ & + 0.8631\text{inf}_{t-2} - 0.3992\text{inf}_{t-3} - 6.1348\text{inf}_{t-4} - 0.0020m + 5.5721 + \varepsilon_t \dots\dots\dots(2) \\ & (3.8012) \quad (3.7628) \quad (2.6338) \quad (0.0023) \quad (5.5772) \\ R^2 = & 0.9466, \bar{R}^2 = 0.9424, \text{ss r} = 118009.7, F_c = 226.7443, \text{DW} = 1.7449. \end{aligned}$$

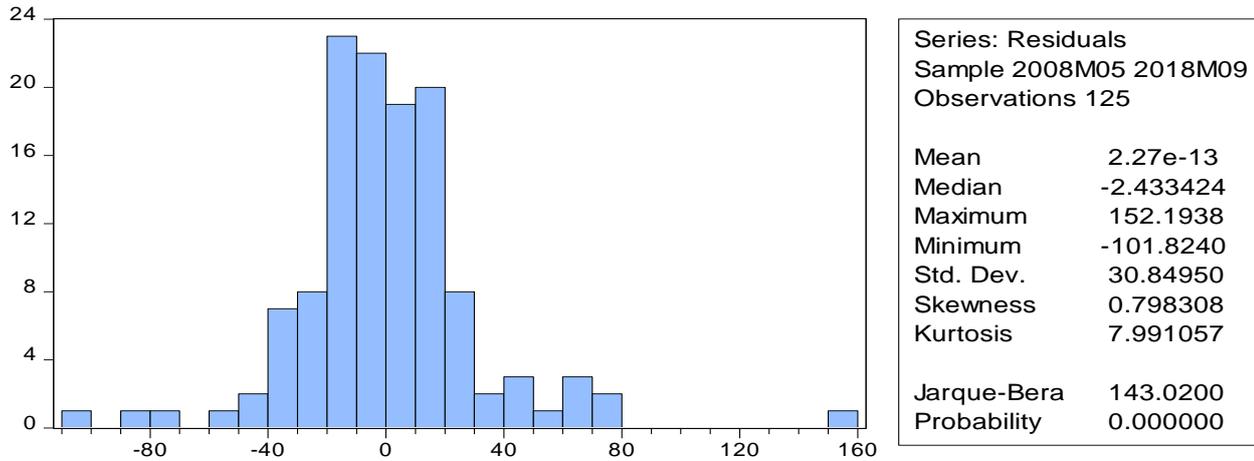
2- اختبار جودة نموذج مؤشر بورصة الجزائر:

قبل اعتماد النموذج ARDL(1,4,0,0) في تقدير الآثار الطويلة والقصيرة الأجل، ينبغي التأكد من جودة النموذج من خلال إخضاعه لاختبارات التوزيع الطبيعي للبواقي، تجانس تباين البواقي، والارتباط التسلسلي.

- التوزيع الطبيعي للبواقي:

نعتمد على إحصائية (Jarque Bera) حيث (J-B)=143.0200 وهي أكبر من قيمة (5%) X_2^2 المساوية ل18.31، وقيمة الاحتمال الموافقة لإحصائية (J-B) التي تقل عن 5% تؤكد ذلك، وهذا ما يظهر هندسياً في الشكل الجرسى لتوزيع البواقي في الشكل رقم (23)، ومنه نرفض الفرضية العدمية (H_0) التي تنص على أن البواقي لا تتبع توزيعاً طبيعياً ونقبل الفرضية العدمية (H_1) التي تنص على أن البواقي تتبع توزيعاً طبيعياً.

الشكل رقم (23): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج المقدر لمؤشر بورصة الجزائر.



المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج Eviews9.

- تجانس تباين البواقي:

لدينا $LM=0.4709$ وهي أقل من قيمة X^2 (5%) المساوية لـ 18.31، ومنه نقبل H_0 التي تنص على تجانس تباين الخطأ حيث قيمة الاحتمال الموافق لها تفوق 5% وتؤكد ذلك في الجدول رقم (30).
الجدول رقم (30): نتائج اختبار تجانس التباين (ARCH) لنموذج مؤشر بورصة الجزائر.

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.465156	Prob. F(1,122)	0.4965
Obs*R-squared	0.470986	Prob. Chi-Square(1)	0.4925

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج Eviews9.

- اختبار وجود مشكلة الارتباط التسلسلي:

من أجل دراسة فرضية عدم ارتباط الأخطاء، نلجأ إلى اختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test حيث $LM=1.9047$ أقل من X^2 (5%) المساوية لـ 18.31 باحتمال (Prob. F(4,112)=1.7640) يفوق 5%. وهذا يشير إلى قبول الفرضية الصفرية H_0 التي تفترض عدم وجود ارتباط ذاتي لبواقي النموذج المقدر، والجدول الموالي يوضح هذه النتائج المتوصل إليها:

الجدول رقم (31): نتائج اختبار Breusch-Godfrey لنموذج مؤشر بورصة الجزائر.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.764045	Prob. F(1,114)	0.1868
Obs*R-squared	1.904785	Prob. Chi-Square(1)	0.1675

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج Eviews9.

3- اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج:

يوضح الجدول الموالي قيمة إحصائية F للنموذج ARDL(1,0,0,4,0) بثلاث معلمات ($K=4$)، والحدود الدنيا والعليا الموافقة لها عند المستويات الحرجة (1%، 5%، 10%) في العمودين I0 Bound و I1 Bound على التوالي. وتميز ضمن هذا الاختبار ثلاث حالات وهي:

- إذا كانت قيمة إحصائية F ARDL(1,0,0,4,0) أصغر من الحدود الدنيا عند المستويات الحرجة (I0 Bound)، فإنه لا توجد علاقة تكامل مشترك بين سلاسل المتغيرات المدروسة.
- إذا كانت قيمة إحصائية F ARDL(1,0,0,4,0) محصورة بين الحدود الدنيا والعليا، ففي هذه الحالة لا نستطيع الحكم على وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات النموذج من عدمها.
- إذا كانت قيمة إحصائية F ARDL(1,0,0,4,0) أكبر من الحدود العليا عند المستويات الحرجة (I1 Bound)، نحكم بوجود علاقة تكامل مشترك بين سلاسل المتغيرات المدروسة.

بالانتقال إلى نتائج اختبار الحدود ARDL، يوضح الجدول الموالي أن قيمة إحصائية F جاءت أصغر من الحدود الدنيا عند المستويات الحرجة (I0 Bound) لهذا الاختبار، وهذا ما يشير إلى عدم وجود علاقة تكامل مشترك فيما بين المؤشر العام لأسعار الأسهم لبورصة الجزائر، معدلات الفائدة، أسعار صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي، العرض النقدي بمفهومه الواسع والتضخم مما يدل على أن كبر قيمة معامل التحديد تعود لاقتران متغيرات الدراسة بعامل الزمن.

الجدول رقم (32): نتائج اختبار الحدود لنموذج مؤشر بورصة الجزائر.

ARDL Bounds Test			
Date: 05/28/19 Time: 12:47			
Sample: 2008M05 2018M09			
Included observations: 125			
Null Hypothesis: No long-run relationships exist			
Test Statistic	Value	k	
F-statistic	0.659525	4	
Critical Value Bounds			
Significance	I0 Bound	I1 Bound	
10%	2.2	3.09	
5%	2.56	3.49	
2.5%	2.88	3.87	
1%	3.29	4.37	

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج Eviews9.

4-2- نتائج نموذج تصحيح الخطأ:

يتم في هذه المرحلة تقدير نموذج تصحيح الخطأ الذي يلتقط ديناميكية المدى القصير بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع. وبناء على تقديره في إطار منهجية ARDL(1,0,0,4,0) يتم الحصول على مرونة المدى القصير كما يظهره الجدول التالي:

الجدول رقم (33): نتائج نموذج تصحيح الخطأ لمؤشر دزائر أندكس.

Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INTERET)	13.599138	61.472089	0.221225	0.8253
D(TCH)	2.121062	1.928379	1.099920	0.2737
D(INF)	1.805153	2.672945	0.675342	0.5008
D(INF)	-0.009777	0.020470	-0.477622	0.6338
D(INF)	-0.006452	0.004348	-1.483966	0.1406
Cointeq = dzair - (326.5337*INTERET + 33.0362*TCH - 259.5418*INF - 0.1552*M2 + 418.3275)				

المصدر: تم اعداد الجدول بالاعتماد على برنامج Eviews9.

نلاحظ من الجدول أعلاه عدم قدرة برنامج Eviews9 على إظهار كل من معامل تصحيح الخطأ الذي يمكننا من معرفة نسبة عملية التصحيح من المدى القصير إلى المدى الطويل، وتشخيص أثر العرض النقدي بمفهومه الواسع على مؤشر دزائر أندكس. كما يظهر الجدول أعلاه عدم معنوية باقي معاملات المتغيرات المفسرة لمؤشر دزائر أندكس حيث تفوق الاحتمالات الموافقة لها 5%، مما يعني عدم وجود علاقة قصيرة المدى فيما بينها. ويمكن إرجاع سبب هذه النتائج على المديين القصير والطويل إلى عدم وجود علاقة مباشرة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية إلى جانب الغياب التام لبورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد الوطني فهي تحتوي على خمس مؤسسات مدرجة فقط على المستوى الوطني وانعدام الثقافة البورصية لدى الجزائريين.

المطلب الثالث: اختبار نتائج النموذج المقدر لمؤشر دزائر أندكس وفقا للصيغة اللوغاريتمية

باعتبار أن الصيغة اللوغاريتمية تملك قدرة أكبر في تتبع التغيرات الدقيقة في المتغيرات وإبرازها مقارنة بالصيغة الخطية، تم اختبار أداء مؤشر دزائر أندكس بدلالة بعض متغيرات الاقتصاد الكلي وفقا لها، مع الاعتماد على نفس حجم العينة والمنهجية المستخدمة في الصيغة الخطية، لتحديد الصيغة الأنسب لتشخيص أثر كل من التضخم، ومعدل الفائدة، وسعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي، والعرض النقدي بمفهومه الواسع على مؤشر دزائر أندكس، وباستخدام على هذه الطريقة توصلنا إلى النتائج التالية:

1- نموذج الدراسة الثانية:

لتقدير العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي الممثلة في التضخم، معدل الفائدة، وسعر الصرف والعرض النقدي بمفهومه الواسع، والمؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة الجزائر باللوغاريتم، اعتمدنا على نموذج الدراسة التالي:

$Log(indice_t)$

$$= \varphi + \sum_{i=1}^p a_i \log(indice_{t-i}) + \sum_{j=0}^q b_j \log(i_{t-j}) + \sum_{k=0}^{q'} c_k \log(tch_{t-k}) + \sum_{r=0}^{q''} \alpha_r \log(inf_{t-r}) + \sum_{Q=0}^{p'} \beta_Q \log(M_{t-Q}) + e_t$$

حيث:

$Log(indice)$: لوغاريتم مؤشر دزاير أندكس.

$Log(inf)$: لوغاريتم التضخم.

$Log(i)$: لوغاريتم معدل الفائدة.

$Log(tch)$: لوغاريتم سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي.

$Log(m)$: لوغاريتم العرض النقدي بمفهومه الواسع.

(2) - تحديد درجة التأخير لسلاسل المتغيرات المدروسة:

من أجل تحديد النموذج المعرف للسلسلة المستقرة نحاول دراسة أكثر من صيغة رياضية مرشحة، باستعمال اختبار Lag length criteria، ويكون النموذج المختار هو ذلك النموذج الذي يعطي أقل لمعظم المعايير المستخدمة فيه. والجدول الموالي يوضح درجة التأخير المتحصل عليها بالنسبة لكل سلسلة مرفوقا بقيم معياري أكايك وشوارتز الموافقة لها:

الجدول رقم (34): درجات تأخير سلاسل لوغاريتم متغيرات الدراسة.

السلسلة	درجة التأخير	معيار Akaike	معيار schwarze
$Log(indice)$	2	(4,4132)	(4,3416)
$Log(inf)$	13	0,0870	0,4211
$Log(i)$	8	(5,7392)	(5,5243)
$Log(tch)$	1	(5,6559)	(5,6074)
$Log(m)$	16	(6,3630)	(5,9504)

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على مخرجات برنامج 9.5 eviews.

3- اختبارات الاستقرار:

يتطلب استخدام منهجية ARDL أن تكون درجة تكامل سلاسل متغيرات الدراسة أقل من 2. ونستعمل في هذه المرحلة اختبار ديكي فولر المطور ADF للجذور الوحدوية. وعندما تكون قيمة ديكي فولر المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية، نقبل الفرضية العدمية H_0 ، ونحزم بوجود جذور وحدوية وعدم استقرار السلاسل الزمنية. والجدول الموالي يوضح نتائج اختبار ديكي فولر المتحصل عليها:

الجدول رقم (35): قيم إحصائية ديكي فولر المحسوبة والجدولية لسلاسل المتغيرات المدروسة.

المتغيرات	إحصائية ADF المحسوبة	المستويات الحرجة	القيم الجدولية	الاحتمال
Log(indice)	(1,7927)	%1	(4,0301)	0,7028
		%5	(3,4447)	
		%10	(3,1472)	
Log(inf)	(3,7368)	%1	(3,4808)	0,0046
		%5	(2,8835)	
		%10	(2,5786)	
Log(i)	(2,7325)	%1	(4,0295)	0,2255
		%5	(3,4444)	
		%10	(3,1470)	
Log(tch)	(1,9481)	%1	(4,0313)	0,6234
		%5	(3,4453)	
		%10	(3,1475)	
Log(m)	(2,0032)	%1	(3,4820)	0,2852
		%5	(2,8841)	
		%10	(2,5788)	

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على مخرجات برنامج 9.5 eviews.

نلاحظ أن القيم المحسوبة في المستويات الثلاث (1%، 5%، 10%) ليست أقل من القيم الجدولية في جميع النماذج باستثناء سلسلة لوغاريتم التضخم، وعليه نقبل الفرضية البديلة التي تقضي بعدم استقرار سلاسل لوغاريتم مؤشر دزائر أندكس، ولوغاريتم معدل الفائدة، ولوغاريتم سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي، ولوغاريتم العرض النقدي $M2$.

بعد إعادة إجراء اختبار ديكي فولر الموسع على سلاسل الفروقات للمتغيرات المدروسة، وجدنا أن سلاسل لوغاريتم مؤشر بورصة الجزائر، ولوغاريتم معدل الفائدة، ولوغاريتم سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار

الأمريكي، ولوغاريتم العرض النقدي بمفهومه الواسع تستقر عند الدرجة الأولى على خلاف سلسلة لوغاريتم التضخم التي استقرت في المستوى.

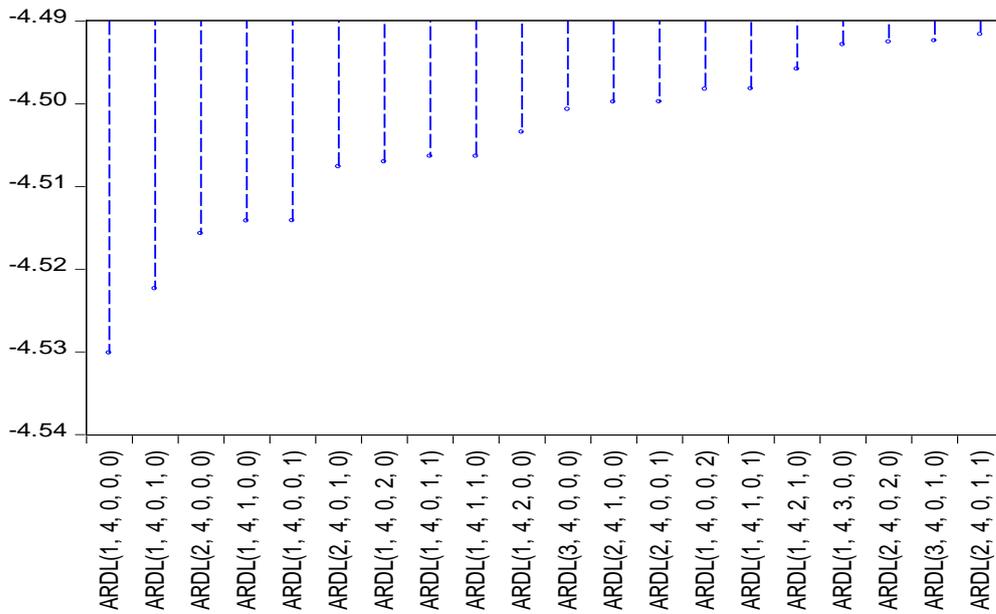
4- نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى لمتغيرات الدراسة الثانية:

اتضح من تطبيق اختبار فترات الإبطاء المثلى حسب معيار أكايك AIC أن فترة الإبطاء المثلى لسلسلة مؤشر بورصة الجزائر هي تأخر واحد، بينما تتحدد سلسلة التضخم بأربع إبطاءات، وبالنسبة لسلسلة العرض النقدي بمفهومه الواسع وسعر صرف الدرهم المغربي ومعدل الفائدة فهي لا تتحدد بأي إبطاء، والشكل أدناه يبين ذلك لتصبح صيغة النموذج الجديد وفق ما يلي:

$$\begin{aligned} \text{Log}(\text{indice}) = & 0.9921\text{Log}(\text{indice})_{t-1} + 0.0147\text{Log}(\text{inf}) - 0.0051\text{Log}(\text{inf})_{t-1} \\ & + 0.0136\text{Log}(\text{inf})_{t-2} - 0.0103\text{Log}(\text{inf})_{t-3} - 0.0265\text{Log}(\text{inf})_{t-4} \\ & + 0.0177\text{Log}(i) + 0.0384\text{Log}(\text{tch}) - 0.0237\text{Log}(M) + 0.1055 \end{aligned}$$

الشكل رقم (24): نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى لنموذج لوغاريتم مؤشر بورصة الجزائر.

Akaike Information Criteria (top 20 models)



المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على مخرجات برنامج 9.5 eviews.

ويبين الجدول رقم (36) أن معامل التحديد للنموذج المقدر لمؤشر بورصة الجزائر بدلالة المتغيرات المفسرة يقدر بـ 0,9560. وهذا ما يدل على أن هذه الأخيرة تساهم إلى حد كبير في تفسير التغيرات الحاصلة في مؤشر دواير أندكس بنسبة 95,60%، وتبقى هذه النسبة معتبرة إذا ما قورنت بنسبة مساهمة العوامل الأخرى (النتائج الداخلي الخام، معدلات الادخار.. إلخ) والمقدرة بنسبة 4,40%

الجدول رقم (36): معادلة لوغاريتم مؤشر دزايير أندكس بدلالة بعض متغيرات الاقتصاد الكلي.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
LDZ(-1)	0.992161	0.030524	32.50473	0.0000
LINF	0.014704	0.009052	1.624382	0.1070
LINF(-1)	-0.005140	0.012056	-0.426358	0.6706
LINF(-2)	0.013695	0.012192	1.123283	0.2637
LINF(-3)	-0.010302	0.012166	-0.846793	0.3989
LINF(-4)	-0.026572	0.008945	-2.970535	0.0036
LI	0.017779	0.079401	0.223920	0.8232
LTCH	0.038410	0.027497	1.396900	0.1651
LM	-0.023784	0.019537	-1.217429	0.2259
C	0.105550	0.201040	0.525018	0.6006
R-squared	0.956073	Mean dependent var		7.103616
Adjusted R-squared	0.952635	S.D. dependent var		0.111093
S.E. of regression	0.024178	Akaike info criterion		-4.530153
Sum squared resid	0.067225	Schwarz criterion		-4.303888
Log likelihood	293.1346	Hannan-Quinn criter.		-4.438234
F-statistic	278.1085	Durbin-Watson stat		1.855666
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على مخرجات برنامج 9.5 eviews.

5- نتائج اختبارات جودة نموذج لوغاريتم مؤشر دزايير أندكس:

وفقا لبيانات الجدول رقم (37)، جاءت إحصائية فيشر لاختبارات الارتباط التسلسلي للبواقي واختبار عدم ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي غير معنوية عند مستوى معنوية 5%، وهذا ما يدل على خلو النموذج من مشكلة ارتباط البواقي من الدرجة أكبر من الواحد وثبات تباينها. كما تشير إحصائية Jarque Berra إلى قبول الفرضية التي تنص على أن الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي.

الجدول (37): الاختبارات التشخيصية لنموذج لوغاريتم بورصة الجزائر.

Breusch Godfrey serial correlation LM test	اختبار مضروب لاكرانج للارتباط التسلسلي بين البواقي
F statistic :0.5543	Prob : 0.4581
Obs*R-squared :0.6048	Prob.Chi-square : 0.4367
Heteroskedasticity test : ARCH	اختبار عدم ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي
F statistic :0.6606	Prob : 0.4179
Obs*R-squared :0.6678	Prob.Chi-square : 0.4138
Test de normalié	اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية
Jarque-Bera :89.0936	X2(5%)=18.31

المصدر: تم إعداد الجدول باستخدام برنامج 9 Eviews.

6- نتائج اختبار الحدود لنموذج لوغاريتم مؤشر دزاير أندكس:

يهدف استخدام اختبار التكامل المشترك وفق منهج الحدود إلى التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل من عدمها بين المتغير التابع والمتغير المفسر في نموذج الدراسة بواسطة اختبار إحصاءة F. وخلصت نتائج اختبار الحدود والمبينة في الجدول رقم (38) إلى أن قيمة F المحسوبة (1,4408) أقل من قيمة الحد الأدنى للقيمة الحرجة التي حددها Pesaran في ظل وجود حد ثابت، ما يعني قبول فرضية العدم بعدم وجود علاقة طويلة الأجل فيما بين متغيرات الدراسة واستنتاج أنه لا يوجد تكامل مشترك فيما بينها حيث يعود كبر معامل التحديد للنموذج المقدر للوغاريتم مؤشر دزاير أندكس لاقتران هذه المتغيرات بالزمن.

الجدول رقم (38): نتائج اختبار الحدود لنموذج لوغاريتم مؤشر دزاير أندكس.

ARDL Bounds Test		
Sample: 2008M05 2018M09		
Test Statistic	Value	k
F-statistic	1.440809	4
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.2	3.09
5%	2.56	3.49
2.5%	2.88	3.87
1%	3.29	4.37

المصدر: تم إعداد الجدول باستخدام برنامج **Eviews 9**.

7- نتائج نموذج تصحيح الخطأ للدراسة الثانية:

إن خطوة تقدير نموذج تصحيح الخطأ في تحليل ARDL هي تمثيل العلاقة بين مؤشر مازي ومعدلات الفائدة في الاقتصاد المغربي في الأجل القصير. ويبين الجدول الموالي معالم هذه العلاقة اللوغارتمية بشكل جيد مقارنة بالصيغة الخطية حيث ظهرت بوضوح جميع معاملات المتغيرات المفسرة للوغاريتم مؤشر دزاير أندكس، كما ظهر معامل تصحيح الخطأ في جدول هذه الصيغة على خلاف الصيغة الخطية.

الجدول رقم (39): نتائج ECM لنموذج مؤشر دزاير أندكس.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LINF)	0.014185	0.008729	1.625064	0.1069
D(LINF(-1))	0.023045	0.008900	2.589426	0.0109
D(LINF(-2))	0.036954	0.008639	4.277759	0.0000
D(LINF(-3))	0.025845	0.008687	2.975147	0.0036
D(LI)	0.013605	0.162312	0.083823	0.9333
D(LTCH)	0.139589	0.108811	1.282866	0.2021
D(LM)	-0.032548	0.168138	-0.193576	0.8468
CoIntEq(-1)	-0.007599	0.002567	-2.960214	0.0037

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج **Eviews 9**.

وفقا لنتائج الجدول أعلاه، جاء تأثير القيم المتأخرة لمعدلات التضخم على مؤشر بورصة الجزائر موجبا ومعنويا في المدى القصير على خلاف الصيغة الخطية التي جاء فيها غير معنويا، أي كلما ارتفع لوغاريتم القيم المتأخرة بفترة زمنية واحدة لمعدل التضخم بوحدة واحدة زاد لوغاريتم مؤشر بورصة الجزائر بـ 0,0230 وحدة في المدى القصير، كما يؤدي ارتفاع باقي القيم المتأخرة لمعدل التضخم المدرجة في السطرين الثاني والثالث من الجدول أعلاه بوحدة واحدة إلى زيادة مؤشر بورصة الجزائر بـ 0,0369 و 0,0258 على التوالي. وتتوافق إشارة هذه العلاقة مع ما توصل إليه الجانب النظري من الدراسة. كما جاء معامل تصحيح الخطأ سالبا (0,0075) ومعنويا عند مستوى معنوية أقل من 1% مما يعني أنه توجد عملية تصحيح من المدى القصير إلى المدى الطويل بمعدل 0,75%.

المطلب الرابع: تحديد نموذج عوائد أسهم بورصة الجزائر بدلالة بعض متغيرات الاقتصاد الكلي

تحدد عوائد الأسهم من خلال الفروقات التي تحصل في أسعارها بين الفترتين t و $t-1$ ، وهذا ما توضحه المعادلة التالية:

$$R = indice_t - indice_{t-1} .$$

حيث:

R : عوائد الأسهم في بورصة الجزائر.

$indice_t$: قيم مؤشر بورصة الجزائر في الفترة الحالية t .

$indice_{t-1}$: قيم مؤشر بورصة الجزائر في الفترة السابقة ($t-1$).

1- تحديد نموذج الدراسة الثالثة:

تعتمد هذه الدراسة على العوائد المتأخرة من تغيرات مؤشر بورصة الجزائر Dzair index خلال الفترة الممتدة من جانفي 2008 وإلى غاية ديسمبر 2018، حيث قمنا باستخراج قيمه من موقع بورصة الجزائر مع الاحتفاظ بنفس قاعدة البيانات المتعلقة بتغيرات كل من أسعار صرف الدينار الجزائري، معدلات الفائدة، العرض النقدي بمفهومه الواسع، والتضخم. (والتي تم العمل بها في النموذج المحدد لأثر المتغيرات الاقتصادية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة الجزائر). ونظرا لاحتواء عينة عوائد مؤشر دزائر أندكس قيم سالبة فإنه يتعذر علينا استعمال الصيغة اللوغاريتمية ويتوجب علينا الاكتفاء بالصيغة الخطية ليصبح النموذج الرياضي المستعمل كما يلي:

$$R = f(inf, i, tch, m)$$

$$R_t = \varphi + \sum_{i=1}^p a_i R_{t-i} + \sum_{j=0}^q b_j i_{t-j} + \sum_{k=0}^{q'} c_k tch_{t-k} + \sum_{r=0}^{q''} \alpha_r inf_{t-r} + \sum_{Q=0}^{p'} \beta_Q M_{t-Q} + e_t$$

حيث:

R : عوائد الأسهم في بورصة الجزائر

inf : معدلات التضخم.

i: معدلات الفائدة.

Tch: أسعار صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي.

M: العرض النقدي بمفهومه الواسع.

ومن أجل التأكد من وجود علاقة تربط فيما بين متغيرات النموذج المدون أعلاه، نقوم بتقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة ARDL لمؤشر dzair index بدلالة المتغيرات المفسرة (inf, i, tch, m) ، حيث يسمح لنا هذا النموذج بتقدير أثر هذه الأخيرة في المدى القصير والطويل.

(2) - تحديد درجة تأخير سلسلة عوائد الأسهم بورصة الجزائر في بورصة الجزائر :

وبإعادة إجراء اختبار Lag length criteria على سلسلة عوائد الأسهم في بورصة الجزائر، تحصلنا على أن درجة التأخير المثلى هي $P=1$ ، حيث يضمن لنا هذا التأخير الحصول على القيم المثلى لمعظم مؤشرات الجدول التالي:

الجدول رقم (40): نتائج اختبار Lag length criteria على سلسلة عوائد الأسهم في بورصة الجزائر.

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-565.3817	NA	1210.325	9.936521	9.960523*	9.946262
1	-563.2533	4.182079*	1186.605*	9.916725*	9.964728	9.936207*
2	-563.0128	0.468396	1202.531	9.930049	10.00205	9.959272
3	-562.9620	0.098044	1222.745	9.946702	10.04271	9.985665
4	-562.9354	0.050864	1243.839	9.963779	10.08379	10.01248
5	-562.9063	0.055157	1265.259	9.980812	10.12482	10.03926
6	-562.8625	0.082211	1286.737	9.997587	10.16560	10.06577
7	-562.6778	0.343526	1305.374	10.01189	10.20390	10.08982
8	-561.6055	1.975160	1303.848	10.01062	10.22664	10.09829
9	-561.5235	0.149737	1325.178	10.02673	10.26674	10.12414
10	-561.1979	0.588368	1341.152	10.03856	10.30258	10.14571
11	-561.1776	0.036263	1364.650	10.05575	10.34377	10.17264
12	-561.1178	0.105894	1387.643	10.07224	10.38427	10.19888
13	-560.9805	0.240855	1409.157	10.08738	10.42340	10.22375
14	-560.9800	0.001030	1434.496	10.10491	10.46494	10.25103
15	-560.9360	0.075634	1459.241	10.12168	10.50571	10.27754
16	-560.5624	0.635760	1475.920	10.13267	10.54070	10.29827
17	-560.5257	0.061760	1501.712	10.14957	10.58161	10.32491

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج Eviews 9.

(3) - اختبار ديكي فولر لسلسلة عوائد الأسهم:

نعيد إجراء اختبار ديكي فولر للتحقق من استقرارية سلسلة المتغير الجديد الذي أضفناه من خلال النموذج الجديد والممثل في عوائد الأسهم. ويوضح الجدول الأتي الاحتمال الموافق لكل معلمة من معلمات كل نموذج لديكي فولر، وقيمة الإحصائية المحسوبة والقيم الجدولية الموافقة لها عند المستويات الحرجة.

الجدول رقم (41): نتائج اختبار ديكي فولر على سلسلة عوائد الأسهم في بورصة الجزائر.

عند المستوى						ADF
T المجدولة عند %10	T المجدولة عند %5	T المجدولة عند %1	إحصائية ديكي فولر	الاحتمال الموافق لمعلمت النماذج	معلمت نماذج ديكي فولر	النماذج
(3.1472)	(3.4447)	(4.0301)	(9.3764)	0.8488	الاتجاه	النموذج الثالث
				0.7452	القاطع	
				0.8488	جذر الوحدة	
(2.5786)	(2.8837)	(3.4812)	(9.4114)	0.3190	القاطع	النموذج الثاني
				0.0000	جذر الوحدة	
(1.6150)	(1.9433)	(2.5828)	(9.3581)	0.0000	جذر الوحدة	النموذج الأول

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج 9 views.

- لدينا الاحتمال الموافق لمعلمة الاتجاه في النموذج الثالث تفوق 5%، وهذا ما يدل على خلو هذه السلسلة من مركبة الاتجاه العام. وعليه يتم رفض النموذج الثالث والانتقال إلى النموذج الثاني.
- يفوق الاحتمال الموافق لمعلمة القاطع في النموذج الثاني 5%، وهذا ما يدل على خلو النموذج الممثل لهذه السلسلة من القاطع، وبالتالي يتم رفض النموذج الثاني والانتقال إلى النموذج الأول.
- يقل الاحتمال الموافق لجذر الوحدة في النموذج الأول عن 5%، وعليه يتم قبول نتائج هذا النموذج مهما كانت، حيث جاءت إحصائية ديكي فولر أقل من القيم الجدولية عند المستويات الحرجة (1%، 5%، 10%)، ومنه السلسلة مستقرة في المستوى.

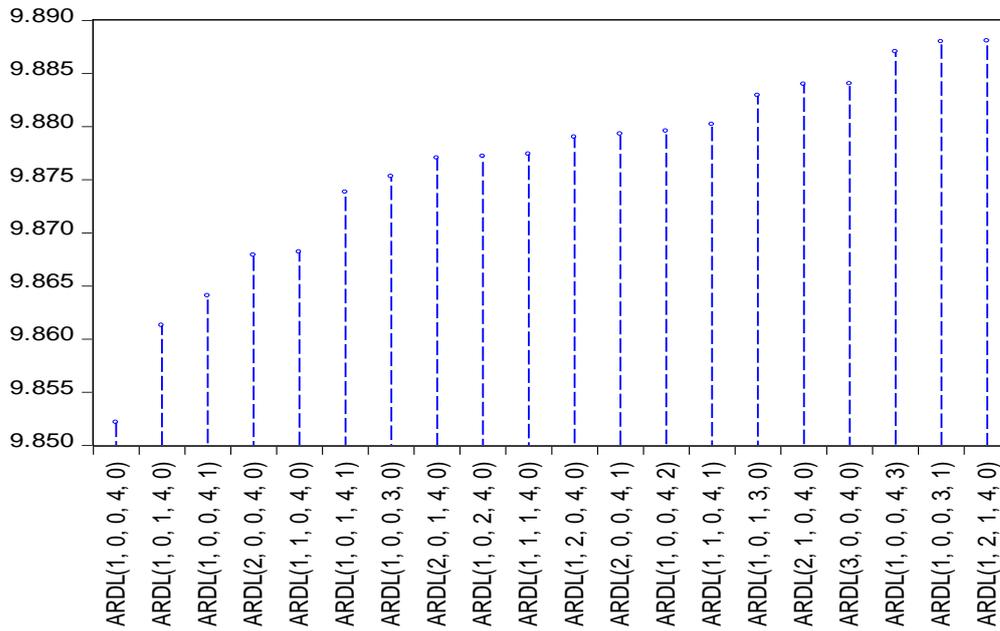
4- تقدير نموذج ARDL الخاص بعوائد الأسهم لبورصة الجزائر:

بعد دراسة استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة، تبين أن جميع رتبها تقل عن 2. وعليه يمكن تطبيق منهج اختبار الحدود ARDL في هذه الحالة.

أ- اختيار فترات الإبطاء المثلى للمتغيرات الداخلة في تقدير نموذج عوائد الأسهم لبورصة الجزائر: لتحديد عدد فترات الإبطاء المثلى قمنا بحساب معيار Akaike لعدة تباطؤات زمنية لتحديد النموذج الذي يعطي أدنى قيمة لمعيار أكايك Akaike وهي موضحة في الشكل الموالي:

الشكل رقم (25): نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى لنموذج عوائد الأسهم لبورصة الجزائر.

Akaike Information Criteria (top 20 models)



المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على برنامج Eviews9.

من الشكل السابق نلاحظ أن فترة الإبطاء المثلى لسلسلة عوائد الأسهم في بورصة الجزائر هي تأخر واحد، وبالنسبة لسلسلة التضخم فهي تتحدد بأربع إبطاءات، في حين تنعدم في حالة أسعار صرف الدينار الجزائري ومعدلات الفائدة والعرض النقدي بمفهومه الواسع. لتصبح صيغة النموذج الجديد وفق ما يلي:

$$Rend = C_1Rend_{t-1} + C_2i + C_3tch + C_4inf + C_5inf_{t-1} + C_6inf_{t-2} + C_7inf_{t-3} + C_8inf_{t-4} + C_9M + C_{10}$$

ويوضح الجدول الموالي قيم معاملات هذا النموذج وفقا لبرنامج Eviews9 والتي جاءت غير معنوية باحتمال يفوق 5% باستثناء معامل القيم المتأخرة للتضخم بأربع فترات، وقيمة معامل التحديد التي جاءت منخفضة حيث بلغت نسبة 14,41%، مما يدل على مساهمة المتغيرات الاقتصادية الكلية في تفسير التغيرات الحاصلة في عوائد أسهم بورصة الجزائرية بنسبة 14,41%.

الجدول رقم (42): معادلة مؤشر عوائد الأسهم لبورصة الجزائر بدلالة بعض متغيرات الاقتصاد الكلي.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
R(-1)	0.076297	0.092810	0.822074	0.4127
INTERET	0.586995	28.39345	0.020674	0.9835
TCH	0.412659	0.421236	0.979640	0.3293
INF	2.046972	2.604164	0.786038	0.4335
INF(-1)	-0.308290	3.725774	-0.082745	0.9342
INF(-2)	0.817051	3.785490	0.215837	0.8295
INF(-3)	-0.591281	3.755409	-0.157448	0.8752
INF(-4)	-5.731148	2.685001	-2.134505	0.0349
M2	-0.002265	0.002139	-1.058954	0.2918
C	10.21365	127.8630	0.079880	0.9365
R-squared	0.144137	Mean dependent var		3.276535
Adjusted R-squared	0.077156	S.D. dependent var		33.27567
S.E. of regression	31.96619	Akaike info criterion		9.843853
Sum squared resid	117511.3	Schwarz criterion		10.07012
Log likelihood	-605.2408	Hannan-Quinn criter.		9.935773
F-statistic	2.151920	Durbin-Watson stat		1.924078
Prob(F-statistic)	0.030473			

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج Eviews9.

ويصبح النموذج التالي وفقا لمخرجات برنامج Eviews9 من الشكل التالي:

$$R = 0.0762R_{t-1} + 0.5869i + 0.4126TCH + 2.0469inf - 0.3082inf_{t-1} + 0.8170inf_{t-2} - 0.59124inf_{t-3} - 5.7311inf_{t-4} - 0.0022M + 10.2136 + \varepsilon_t$$

Std error (0.0928) (28.3934) (0.4212) (2.6041) 3.7257 3.7854
3.7554 2.6850 (0.0021) 127.8630

$$R^2 = 0.1441, \bar{R}^2 = 0.0771, \text{Sum squared resid} = 117511.3, F_c = 2.1519.$$

(ب) - التحقق من جودة النموذج المقدر لعوائد الأسهم في بورصة الجزائر:

للتحقق من جودة النموذج المقدر لعوائد الأسهم في بورصة الجزائر، ينبغي التأكد من البواقي فيه تتبع التوزيع الطبيعي وفقا لإحصائية Jarque Bera، واختبار تجانسها بالاعتماد على اختبار ARCH إلى جانب التأكد من خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط التسلسلي بين الأخطاء وفقا لاختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test. ويبين الشكل المدرج في الملحق رقم (28) أن إحصائية (Jarque Bera) جاءت مساوية لـ 163,9370 باحتمال يقل عن 5%، وهي أكبر من X^2 المساوية لـ 11.07. وعليه يمكن قبول فرضية أن الأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي. ويظهر الجدول الأول المرفق في الملحق (28) أن $LM = 0.1824$ وهي أقل من قيمة (5%) X^2 المساوية لـ 18.31. ومنه نقبل H_0 التي تنص على تجانس تباين الخطأ. بينما يبين الجدول الثاني المدرج في الملحق (28) أن قيمة LM تساوي 2.0925، وهي أقل من (5%) $X^2 = 18.31$ باحتمال $Prob. = 0.1480$ يفوق 5%. وهذا يشير إلى قبول الفرضية الصفرية H_0 التي تفترض عدم وجود ارتباط ذاتي لبواقي النموذج المقدر.

المطلب الخامس: تقدير أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد أسهم بورصة الجزائر

لتقدير أثر العوامل الاقتصادية الكلية على مؤشر العائد السوقي لأسهم بورصة الجزائر، ينبغي اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل فيما بينهما وفقاً لتقنية ARDL Bounds Test المتاحة في برنامج Eviews9. وفي حالة وجودها نقوم بتقدير نموذج تصحيح الخطأ ومعاملات الأجل الطويل وفقاً لنموذج ARDL:

(1) - اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج:

بالانتقال إلى نتائج اختبار الحدود ARDL، يوضح الجدول الموالي أن قيمة إحصائية F جاءت أكبر من الحدود العليا I1 لهذا الاختبار، وهذا ما يشير إلى وجود علاقة تكامل مشترك فيما بين متغير العائد السوقي لمؤشر أسهم بورصة الجزائر، معدلات الفائدة، العرض النقدي بمفهومه الواسع، أسعار صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي والتضخم.

الجدول رقم (43): نتائج اختبار الحدود لعوائد أسهم بورصة الجزائر.

ARDL Bounds Test		
Date: 01/23/20 Time: 20:27		
Sample: 2008M05 2018M09		
Included observations: 125		
Test Statistic	Value	k
F-statistic	13.57791	4
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.2	3.09
5%	2.56	3.49
2.5%	2.88	3.87
1%	3.29	4.37

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج Eviews9.

(2) - نموذج تصحيح الخطأ وفقاً لنموذج عوائد أسهم بورصة الجزائر:

قبل الحصول على العلاقة طويلة الأجل وفقاً لنموذج التكامل المشترك، يتم تقدير نموذج تصحيح الخطأ ECM الذي يلتقط ديناميكية المدى القصير (علاقة قصيرة الأجل) بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع حيث يوضح الجدول التالي النتائج التالية:

الجدول رقم (44): نتائج نموذج ECM لعوائد أسهم بورصة الجزائر.

Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INTERET)	-3.279128	61.642332	-0.053196	0.9577
D(TCH)	1.833713	1.919386	0.955364	0.3414
D(INF(-1))	0.911453	2.608832	0.349372	0.7274
D(INF(-2))	-0.010583	0.020339	-0.520332	0.6038
D(INF(-3))	-0.802774	0.090467	-8.873666	0.0000

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج Eviews9.

تبين نتائج الجدول أعلاه أن الاحتمالات الموافقة لمعظم المتغيرات المفسرة المستعملة تفوق 5 بالمئة، وعليه لا يوجد تأثير معنوي لتغيرات أسعار الفائدة، أسعار الصرف، معدلات التضخم المبينة في السطرين الثالث والرابع على تطورات عوائد الأسهم في بورصة الجزائر، أي ليس هناك علاقة فيما بين هذه المتغيرات في المدى القصير. في حين ظهر معامل التضخم في السطر الأخير من الجدول أعلاه سالبا ومعنويا (أقل من 5%)، وهذا ما يدل على وجود علاقة سلبية بين قيم التضخم الأخيرة وعوائد الأسهم في المدى القصير. بينما لم يظهر كل من معامل العرض النقدي بمفهومه الواسع ومعامل تصحيح الخطأ في الجدول أعلاه، وهذا ما يدل على عدم إمكانية تشخيص أثر العرض النقدي بمفهومه الواسع على عوائد الأسهم في المدى القصير، ووجود غموض بشأن قيمة معامل تصحيح الخطأ والاحتمال الموافق له تعود لعدم قدرة برنامج الأفيوز 9 على إظهارها.

3- نتائج تقدير معاملات الأجل الطويل وفقا لنموذج عوائد أسهم بورصة الجزائر:

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين عوائد الأسهم في بورصة الجزائر وأهم العوامل الاقتصادية الكلية وإعداد نموذج تصحيح الخطأ في المدى القصير، قمنا بقياس العلاقة طويلة الأمد في إطار نموذج ARDL. "وتتضمن هذه المرحلة الحصول على مقدرات المعلمات في الأجل الطويل، كما هو موضح في الجدول رقم (45)، وقد اعتمدنا على فترات التباطؤ وفق معيار (Schwarz Bayesian Criterion)."¹

وتوضح نتائج الجدول رقم (45) أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية التي بإمكانها أن تؤثر على عوائد الأسهم في بورصة الجزائر، إذ ظهرت بعض المعلمات المقدرة وفق الإشارة المتوقعة في حين البعض الآخر جاء عكس ما تشير إليه الدراسات السابقة. ومنها ما كان معنوي والبعض الآخر غير معنوي.

الجدول رقم (45): مقدرات معلمات الأجل الطويل لنموذج عوائد الأسهم في بورصة الجزائر.

Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INTERET	0.635480	30.733182	0.020677	0.9835
TCH	0.446744	0.451855	0.988690	0.3249
INF	-4.077820	1.772919	-2.300060	0.0232
M2	-0.002452	0.002295	-1.068607	0.2875
C	11.057280	138.516684	0.079826	0.9365

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج Eviews9.

يتضح من الجدول أعلاه أنه توجد علاقة عكسية معنوية تربط بين تطورات التضخم وعوائد الأسهم في المدى الطويل، أي كلما ارتفع معدل التضخم بنسبة 1%، انخفضت عوائد الأسهم في بورصة الجزائر ب 4,07%. وتتوافق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه الدراسات البديلة لفيشر في الجانب النظري، بحيث يرى

¹ محمد أدريوش دحماني، عبد القادر ناصور، دراسة قياسية لمحددات الاستثمار الخاص في الجزائر باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفتحات الزمنية الموزعة المتباطئة، مداخلة مقدمة ضمن أبحاث المؤتمر الدولي الموسوم بتقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2001-2014، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، الجزائر، 12/11 مارس 2013، ص: 20، بتصرف.

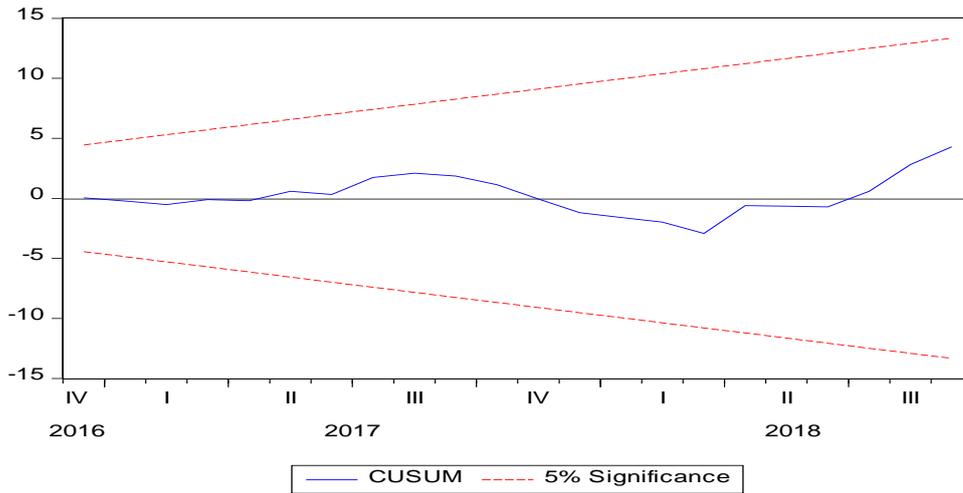
فاما أنه توجد علاقة سببية غير مباشرة بين الاثنين، لذلك ظهر الأثر المدروس لتغيرات التضخم على تطورات المؤشر العام لأسعار الأسهم لبورصة الجزائر بوضوح في الاحتمال الموجود في السطر الأول من الجدول أعلاه. في حين لم تسجل باقي المتغيرات المفسرة تأثيرا واضحا على معدل العائد السوقي في بورصة الجزائر بسبب قلة عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وضعف معدلات التداول فيها. وما تجدر الإشارة إليه أنه لا يمكننا أن نعتد بهذه النتائج نظرا لضعف معنوية النموذج ككل.

4- نتائج اختبار الاستقرار الهيكلي لنموذج ARDL المقدر:

وفقا ل Pesaran (1997)، إن الخطوة التي تلي تقدير صيغة UECM لنموذج ARDL تتمثل في اختبار الاستقرار الهيكلي لمعاملات الأجلين القصير والطويل، أي خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها عبر الزمن. ولتحقيق ذلك يتم استخدام اختبارين هما اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتابعة (Cumulative sum of recursive residual, CUSUM) واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة (Cumulative sum of square recursive residual, CUSUMQ).

ويتحقق الاستقرار الهيكلي للمعاملات المقدر بصيغة UECM لنموذج ARDL إذا وقع الشكل البياني لإحصائية CUSUM و CUSUMQ داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%. وتكون هذه المعاملات غير مستقرة إذا انتقل الشكل البياني لإحصائية الاختبارين المذكورين خارج الحدود عند هذا المستوى.¹ ويظهر الشكل رقم (26) وقوع الشكل البياني لإحصائية CUSUM داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%. وعليه يمكن القول بأن نموذج ARDL المقدر مستقر هيكليا وفقا لنتيجة هذا الاختبار.

الشكل رقم (26): المجموع التراكمي للبواقي المتابعة CUSUM في نموذج عوائد أسهم بورصة الجزائر .



المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على برنامج Eviews9.

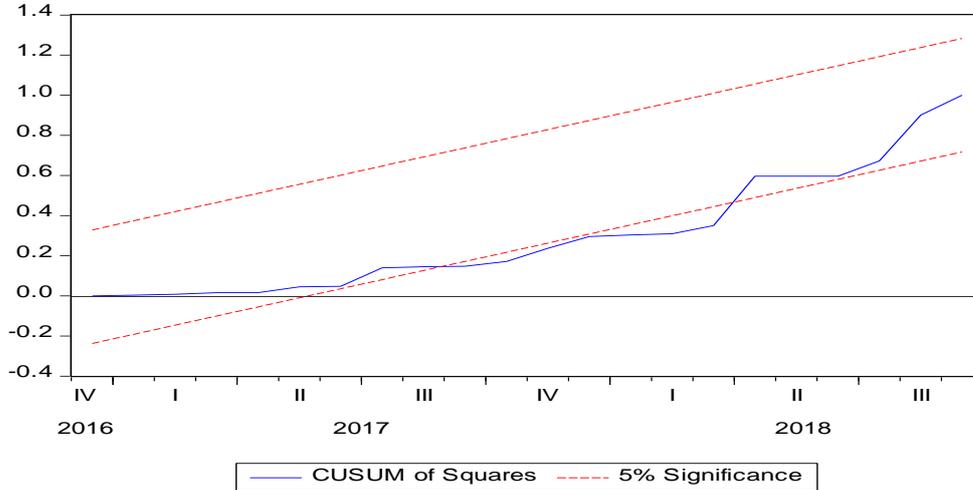
في حين يبين الشكل رقم (27) وقوع معظم أجزاء الشكل البياني لإحصائية CUSUMQ داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%. وعليه، يمكن الحكم بأن المعاملات المقدر لنموذج ARDL المستخدم مستقرة

¹ أمين حواس، فاطمة الزهراء زرواط، مرجع سبق ذكره، ص: 225.

الفصل الرابع: معالجة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء المغربية.

هيكليا، مما يؤكد وجود استقرار بين متغيرات الدراسة و انسجام نتائج تصحيح الخطأ في المدى القصير مع نظيرتها في المدى الطويل.

الشكل رقم (27): المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة CUSUMQ لنموذج عوائد أسهم بورصة الجزائر.



المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على برنامج Eviews9.

خلاصة الفصل الرابع:

أظهر تطبيق اختبار الحدود وفق منهجية الفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة عدم وجود علاقة تكاملية فيما بين المتغيرات الاقتصادية الكلية المدروسة والمؤشر العام لأسعار الأسهم في كل من البورصة الجزائرية والمغربية. ويمكن تفسير غياب مثل هذه العلاقة في البيئة الاقتصادية المغربية إلى انعدام التكامل بين بورصة الدار البيضاء المغربية والجهاز المصرفي في تمويل النشاط الاقتصادي، والتأثير السلبي لانخفاض التداولات في سوق الأسهم المغربي على مؤشر مازي. أما بالنسبة للبيئة الاقتصادية الجزائرية، فيعود سبب عدم ظهورها إلى قلة عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وضعف التداول فيها، وبالتالي غياب دورها التمويلي في الاقتصاد الجزائري، وغياب الثقافة البورصية في أوساط الجزائريين.

وأكدت نتائج تطبيق نموذج تصحيح الخطأ وفق منهجية الفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة وجود تأثير معنوي سالب لتطورات التضخم على لوغاريتم مؤشر دزائر أندكس في المدى القصير. وتتوافق هذه النتيجة مع نتائج نظرية فاما، ووجود تأثير سلبي معنوي لمعدلات الفائدة على مؤشر مازي في المدى القصير، وتتطابق هذه النتيجة مع ما توصل إليه الإطار النظري للدراسة الذي يرى بأن انخفاض أسعار الفائدة في الاقتصاد الوطني يؤدي من جهة إلى انخفاض تكلفة الأموال المقترضة للشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية وبالتالي زيادة أرباحها وارتفاع أسعار أسهمها، ومن جهة أخرى يؤدي هذا العامل إلى انخفاض تكلفة الفرصة البديلة وجعل المستثمرين يفضلون توظيف أموالهم في الاستثمار في الأوراق المالية (الأسهم والسندات) للحصول على عائد أعلى مما ينعكس إيجاباً على أسعارها.

وأظهرت نتائج اختبار ARDL وجود تأثير معنوي سالب لتطورات التضخم على عوائد الأسهم في المدى الطويل، وتتوافق هذه النتيجة مع نتائج نظرية فاما. في حين لم يظهر بوضوح تأثير كل من معدل الفائدة وسعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي، والعرض النقدي بمفهومه الواسع على عوائد الأسهم في المدى القصير والطويل بسبب ضعف أداء بورصة الجزائر في ظل تراجع أداء الاقتصاد الجزائري وارتكازه على القطاع النفطي. كما بينت نتائج اختبار تصحيح الخطأ وجود علاقة طردية ومعنوية فيما بين معدلات الفائدة ومؤشر العائد السوقي لأسهم بورصة الدار البيضاء المغربية في المدى القصير، فرفع معدلات الفائدة يؤدي إلى زيادة تكاليف الشركات وانخفاض أرباحها، وبالتالي تراجع قيمة أسهمها وزيادته معدلات عوائدها السوقية بحكم العلاقة العكسية الموجودة فيما بين سعر السهم وعائده السوقي. إلا أننا لا يمكن نعتد بهذه النتائج كثيراً نظراً لضعف نسبة معاملي تحديد النموذجين المقدرين لعوائد الأسهم في كل من بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء المغربية.

خاتمة

خاتمة

تتحدد أسعار الأسهم وفقا لسلسلة من الإجراءات، والتي قد تختلف من بورصة إلى أخرى حسب حجمها ووزنها الاقتصادي إلا أنها تشترك في كون أسواقها الأولية تشمل بيع وشراء الأسهم المصدرة لأول مرة من خلال وجود علاقة مباشرة بين المستثمرين والمدخرين. ونظرا للتطورات التي شهدتها القطاع المالي وتداعيات العولمة المالية، أصبحت بنوك الاستثمار تتكفل بعملية إصدار الأسهم لزيادة رأسمال المؤسسات بالاكتتاب العام أو المغلق، ليتم تداولها بيعا وشراء في سوق التداول حيث يمثل وسطاء السوق حلقة الوصل بين البائعين والمشتريين، ويتكفلون بعملية تنفيذ الأوامر إذا كانت وضعية الأسعار مشجعة وتسجيل بياناتها وإبلاغها إلى مقر بورصة الأوراق المالية. وفي حالة ما إذا كان حجم المعاملات ضعيف يتحدد سعر الأسهم وفقا لنظام التسعير الثابت أي يحدد مرتين في اليوم. أما في حالة وجود حجم صفقات كبير، تسعر الأسهم وفقا لنظام التسعير المستمر وتتحدد خلال فاصل زمني قصير (30 ثانية).

توجد علاقة تكاملية فيما بين الأسواق الأولية والأسواق الثانوية فإذا وجدت بورصة نشيطة وكفؤة، فهذا من شأنه أن يشجع المستثمرين على إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية، وهذا ما يؤدي بدوره إلى زيادة عدد الأسهم والسندات المتداولة في السوق الثانوي، فينشط هذا الأخير ويحقق أهدافه في إضفاء السعر العادل والسيولة للأوراق المقيدة في ضوء تقييمها حسب ظروف الطلب والعرض. وعليه في ظل كفاءة بورصة الأوراق المالية تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من القيمة الحقيقية لها وفقا للمعلومات المتاحة عنها، أي أن القيمة السوقية للورقة المالية هي دالة في المعلومات المتاحة عنها، بينما تحسب القيمة العادلة من خلال العوائد التي يحققها السهم، أي أن السهم يولد عوائد تعوض المستثمر عن المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها نتيجة استثماره في السهم.

وبناء على الأهداف المرجوة ومحاولة الإجابة على إشكالية الدراسة التي مفادها: ما هو مدى تأثير المؤشر العام لأسعار الأسهم لبورصة الأوراق المالية بالمتغيرات الاقتصادية الكلية؟، توصلنا إلى النتائج التالية:

- عادة ما يكون الدور التمويلي للبورصات الحديثة النشأة في الاقتصاد قاصرا بحكم ضعف مستويات الاكتتاب وانخفاض مؤشرات التداول فيها، أي أنها لا تشمل كامل المنظومة الصناعية والمؤسساتية للبلد، وهذا ما يؤدي إلى عدم ظهور علاقة تكاملية بينها وبين المتغيرات الاقتصادية الكلية في المدين القصير والطويل. ويستحسن في هذه الوضعية استعمال مبادئ التحليل الفني لدراسة تطورات أسعار الأسهم بدلالة الزمن، وإعداد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يعتبر تجسيدا للعلاقة القائمة فيما بين أسعار الأسهم وعامل وحيد ممثل في المخاطر النظامية.

- وفقا لنظرية فاما، تؤثر معدلات التضخم على أسعار الأسهم بشكل مباشر وغير مباشر، فالقناة المباشرة تظهر من خلال تسبب ارتفاع معدلات التضخم في زيادة معدل العائد المطلوب وبالتالي انخفاض القيمة السوقية

للأسهم، بينما تظهر القناة غير المباشرة في انخفاض القيمة الحقيقية لأرباح الشركات وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها. وتعتبر هذه النظرية الأكثر موضوعية في تفسير العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم مقارنة بنظرية فيشر، التي ترى أن ارتفاع أسعار السلع والخدمات يؤدي إلى زيادة أرباح الشركات وبالتالي ارتفاع أسعار أسهمها، ولكن هذه الزيادة في الأرباح والأسعار تعتبر غير حقيقية إذا ما احتسبنا معدلات التضخم، وسرعان ما ستزول في حالة توظيفها في شراء الأصول الرأسمالية ومتطلبات توسيع النشاط من مواد أولية ولوازم متعددة ذات الأسعار المرتفعة.

- أظهرت فاطمة خليل (2015) بالاعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بأنه كلما قام البنك المركزي بتعديل أسعار الفائدة الرئيسية، فإن معدل العائد الخالي من المخاطرة يرتفع، ومن شأن ذلك أن يرفع من معدل السوق في حال بقاء العوامل الأخرى ثابتة، مما يؤدي إلى انخفاض السعر المستهدف للسهم كنتيجة لارتفاع معدل العائد المطلوب والعكس صحيح، وهذا ما دعمته سابقا دراسة (Pearce and Roley) في سنة 1985، ودراسة Hardouvelies في سنة 1987، ودراسة (Jensen and Johanson,) في سنة 1983.

- في الواقع العملي، يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة على القروض إلى توجه المؤسسات إلى بورصة الأوراق المالية لإصدار سندات بأسعار فائدة أقل. وباعتبار السندات أدوات مالية منافسة للأسهم ينخفض الطلب على الأسهم لصالح السندات، وتنخفض أسعارها كنتيجة لذلك، بينما يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع إلى زيادة استقطاب مدخرات الأفراد، وإحجامهم عن استثمارها في بورصة الأوراق المالية، في حالة ما إذا كان العائد المتأتي منها أقل من العوائد المتأتية من الودائع، وهذا ما يتسبب في تراجع أسعار الأسهم والسندات.

- تمكن نموذج Adler and Domus في سنة 1984 من تشخيص الأثر الإيجابي لأسعار الصرف على عوائد الأسهم وهذا ما يتسبب بدوره في انخفاض أسعارها، وبقي هذا الأثر قائما عندما قام Jorion في سنة 1990 بإضافة متغير آخر إلى هذا النموذج يتمثل في عائد محفظة السوق. فإذا ما عدنا إلى أساسيات الاقتصاد الكلي، توجد علاقة عكسية فيما بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم، حيث من شأن انخفاض أسعار الصرف أن يجعل أسعار الأسهم أرخص نسبيا للمستثمرين للأجانب، وهذا ما يساهم في زيادة طلبهم عليها وبالتالي ارتفاع أسعارها. وقد تظهر هذه العلاقة العكسية من خلال قناة أخرى غير مباشرة أي عبر السوق السلعية، حيث يساهم انخفاض سعر الصرف عملة بلد ما إلى زيادة القدرة التنافسية لصادراته، وبالتالي زيادة أرباح المؤسسات المنتجة لها وارتفاع أسعار أسهمها في البورصة.

- هناك من يرى أن زيادة عرض النقد بمفهومه الواسع تتسبب في ارتفاع حجم الاستثمارات، وبما أن جزءا من هذا الاستثمار سيتم تمويله عن طريق طرح أدوات تمويل جديدة، فمن المتوقع أن يترك أثارا إيجابية على أسعار الأسهم باعتبار أن زيادة العرض النقدي بمفهومه الواسع في ظل ثبات العوامل الأخرى توفر المزيد من الأموال للاستثمار في الأسهم. إلا أن السياسة التوسعية التي تركز على زيادة العرض النقدي بمفهومه الواسع من شأنها

أن تتسبب في ارتفاع معدلات التضخم في حالة فشل بورصة الأوراق المالية في استقطاب مدخرات الأفراد وغياب ثقافة التداول لديهم، حيث تجبر المؤسسات في هذه الحالة على اللجوء إلى القروض المصرفية لتمويل استثماراتها.

- لا توجد دراسة بينت أن هناك علاقة سببية تتجه من أسعار الأسهم إلى المتغيرات الاقتصادية الكلية، ففي الواقع العملي أسعار الأسهم هي انعكاس للوضع المالي للمؤسسات وأدائها الاقتصادي الذي يترجم في شكل أرباح، فكلما زاد الربح ارتفعت أسعار الأسهم والعكس صحيح.

- تتأثر أسعار الأسهم بظروف النشاط المحيطة بالمؤسسات والظروف الاقتصادية للبلد الممثلة أساسا في التضخم، أسعار الفائدة والصرف، والعرض النقدي بمفهومه الواسع. حيث لا يكون العكس صحيحا إلا إذا كان للمؤسسات المصدرة للأسهم ذات وزن اقتصادي كبير وفاعل في تنشيط بورصة الأوراق المالية مثلما يحدث في البلدان المتقدمة، بحيث إذا كان الأداء المالي لهذه المؤسسات جيدا، فإن أسهمها تعرف رواجاً في بورصة الأوراق المالية، وهذا ما يؤدي إلى استقطاب مدخرات الأفراد وامتصاص الكتلة الزائدة لتوظيفها في تمويل الاستثمارات والمشاريع الاقتصادية، وبالتالي التقليل من معدلات التضخم، توجيه تغيرات أسعار الفائدة والصرف،... إلخ.

- حفز المغرب المستثمرين الأجانب على الاستثمار في بورصة المغرب من خلال تخصيصها قسم خاص بالمعاملات التي تتم بالعملة الأجنبية، وفتح شركات دولية عديدة مع دول أوروبية وأسيوية لإضفاء الطابع الدولي لبورصة الدار البيضاء المغربية، وكل هذه الخطوات تتواءم مع رغبة وإرادة المغرب في تنويع اقتصاده التي تجلت في رفع نسبة مساهمة ثلاث قطاعات إستراتيجية (الزراعة، الصناعة والسياحة) في الناتج الداخلي الخام وفي التحكم الجيد في معدلات التضخم وإدارة المتغيرات النقدية وفقاً لأهداف السياسة الاقتصادية.

- تدل التجربة المغربية على أن تحسن الأوضاع الاقتصادية لبلد معين من شأنها أن تساهم في الحفاظ على أداء بورصة الأوراق المالية مثلما هو الحال في بورصة الدار البيضاء المغربية التي لا تزال الأولى مغارياً وإفريقياً رغم سلسلة التراجعات التي شهدتها في الآونة الأخيرة بسبب تراجع مؤشرات التداول.

- يؤدي الاستقرار في الاقتصاد الكلي إلى مزيد من الاستقرار في بورصة الأوراق المالية، وتؤكد ذلك نسبياً التجربة المغربية التي تتميز ببورصة ناشئة ومصنفة الأولى إفريقياً، وباقتصاد منفتح على مجريات التطورات العالمية، حيث قامت المغرب في سبيل ذلك بتعويم سعر صرف الدرهم المغربي بالتدريج مع منح بنك المغرب إمكانية التدخل من أجل ضبط تغيراته وكسب ثقة المستثمرين.

- تظهر التجربة الجزائرية ضعف أداء بورصة الجزائر في ظل معاناته من تشوهات هيكلية ناجمة أساساً عن الارتكاز على صادرات النفط، وغياب منظومة صناعية قادرة على ممارسة النشاط البورصي، وظهر هذا الإشكال بوضوح منذ أزمة انخفاض أسعار البترول في الأسواق الدولية سنة 2014، ليتجلى في عجز الميزانية العامة ولجوء الجزائر إلى سياسة التمويل التضخمي لتغطيته، والتي من المحتمل أن يكون لها تداعيات سلبية على معدلات التضخم المرتفعة أساساً. وهذا ما يشير إلى ارتفاع العرض النقدي بدون مقابل اقتصادي بسبب

ضعف معدلات الإنتاج وارتفاع كتلة الأجور وأسعار المواد الغذائية، كما تعرف أسعار صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي انخفاضا في ظل تراجع عائدات النفط وتأثيره السلبي على عجز ميزان المدفوعات.

- يدل تردي هذه المؤشرات الاقتصادية المذكورة سابقا على قصور دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد الوطني، وضعف قدرتها على استقطاب مدخرات الأفراد في ظل إحجامهم عن المعاملات الربوية. وهذا ما يؤكد لنا أن اقتصاد غير مستقر وخاضع للعوامل الخارجية يقابله وجود بورصة غير كفؤة في أداء دورها التمويلي والاستثماري.

- بينت الدراسة القياسية عدم جود تأثير معنوي واضح لكل من أسعار الصرف والفائدة والعرض النقدي بمفهومه الواسع على مؤشر دزير أندكس في المدى الطويل والقصير؛ ووجود علاقة معنوية سالبة لمعدلات التضخم على مؤشر دزير أندكس في المدى القصير والطويل، وهذا ما يتوافق مع نظرية فاما إلا أنه لا ينبغي أن نعتد بهذه النتيجة بسبب المعنوية المتدنية للنموذج المتحصل عليه في هذه الحالة.

- يمكن تفسير النتائج المتحصل في الحالة الجزائرية بعدم كفاءة بورصة الجزائر وضعف دورها التمويلي في الاقتصاد الوطني في ظل ضعف مستويات الاكتتاب والتداول فيها، ومن أهم العوامل التي أدت إلى قصور دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد هي هيمنة القطاع العام على النشاط الاقتصادي في الجزائر، حيث تعد مؤسساته غير متوازنة ماليا ويفتقر إلى الكفاءات اللازمة لتسييره، إلى جانب عدم استعداد معظم مؤسسات القطاع الخاص لفتح رأسمالها للغير حيث أغلبية المؤسسات الخاصة تأخذ شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات تضامن.

- أظهر نموذج تصحيح الخطأ العلاقة السلبية المعنوية التي تربط مؤشر مازي بمعدلات الفائدة، وتتوافق هذه النتيجة مع ما توصل إليه الجانب النظري، إلا أنه لا ينبغي أن نعتد بما كذلك نظرا للمعنوية المتدنية للنموذج المتحصل عليه في هذه الحالة أيضا.

- أظهرت الدراسة القياسية عدم وجود علاقة تكاملية تربط فيما بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم في بورصة الدار البيضاء المغربية على المدى الطويل، ويعود سبب ذلك انعدام التكامل بين بورصة الدار البيضاء المغربية والجهاز المصرفي في تمويل النشاط الاقتصادي، والتأثير السلبي لانخفاض التداولات في سوق الأسهم المغربي على مؤشر مازي.

توصيات الدراسة:

- وفقا لما سبق عرضه، نوصي باتخاذ الإجراءات التالية لتفعيل دور بورصة الجزائر في الاقتصاد وزيادة تطوير بورصة الدار البيضاء المغربية:
- نشر الثقافة البورصية في الجزائر والترويج لها من خلال وسائل الإعلام .
 - تنمية القطاع الخاص والقطاع العام، وتطوير أساليب الشراكة فيما بينهما لإعداد منظومة تجارية وصناعية جاهزة لممارسة النشاط البورصي.

- إدراج الصكوك الإسلامية في بورصة الجزائر لاستقطاب مدخرات الأفراد المتمسكين بمبادئ الشريعة الإسلامية.
- فتح المجال للمستثمرين الأجانب ليستثمروا في الأدوات الاستثمارية المتاحة في بورصة الجزائر.
- تنويع الأدوات المتداولة في بورصة الجزائر، ومنح عوائد عليها تتماشى مع نظيرتها في القطاع المصرفي الجزائري.
- التركيز على وضع سياسات لزيادة استقطاب مدخرات الأفراد وتوظيفها في تمويل مشاريع استثمارية منتجة في كل من الجزائر والمغرب.
- زيادة إدراج الشركات في بورصة الدار البيضاء المغربية ووضع سياسات لجذب الاستثمارات المالية والرفع من معدلات التداول فيها.
- العمل على إحداث نوع من التكامل والتنسيق فيما بين بورصة الدار البيضاء المغربية والمنظومة المصرفية لتمويل الاقتصاد المغربي.
- تقوية القطاع المالي وزيادة مرونته وعمقه من خلال إصلاح المنظومة المصرفية وتطوير السوق المالي في كل من الجزائر والمغرب.
- باعتبار أن التضخم هو زيادة الطلب الكلي عن العرض الكلي، فإن الجزائر مطالبة برفع الناتج الداخلي الخام من خلال تطوير القطاعات غير النفطية وزيادة إنتاجيتها، كما أنه ينبغي أن يكون هناك تنسيق فيما بين وزارة المالية والبنك المركزي لاستهداف التضخم وضبط مستوياته.
- ينبغي على كل من الجزائر والمغرب تحسين مؤشرات أدائها الاقتصادي والمالي من خلال إعداد دراسات محكمة واستعمال نماذج إحصائية تساعد على التنبؤ الصحيح بالأوضاع الاقتصادية المستقبلية.

أفاق الدراسة:

- تقترح الدراسة معالجة المواضيع التي لها علاقة بكيفية توفير قاعدة مؤسساتية جاهزة للاستثمار في بورصة الجزائر وتوفير المناخ الاستثماري المناسب لهما مثل:
- سبل تفعيل الوساطة المالية المباشرة في الجزائر
 - دراسة تحليلية لمؤشرات أداء المؤسسات الإستراتيجية في الجزائر.
 - متطلبات فتح سوق الأوراق المالية الإسلامي في الجزائر بين المزايا والتحديات.
 - تقييم الإطار التشريعي والقانوني للصيرفة الإسلامية في الجزائر.
 - تقييم المناخ الاستثماري في الجزائر - دراسة مقارنة مع المغرب-.
 - واقع الاستثمار في الطاقات المتجددة في الجزائر .
 - تبعات سياسة التمويل غير التقليدي على الاقتصاد الجزائري -دراسة قياسية-.
 - خطوات إعداد نموذج تنبؤي لأداء المتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر - دراسة مقارنة مع المغرب-.

المراجع

قائمة المراجع

الكتب:

- 1- أبو النصر عصام عبد الهادي، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2006. (متاح في منصة google book)
- 2- أبو السعود فوزي محمدي، مقدمة في الاقتصاد الكلي مع التطبيقات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004.
- 3- أحمد طارق عبد العظيم، محاسبة بورصة الأوراق المالية، دار المعارف، الاسكندرية، مصر، 1999.
- 4- الأحمد حسام عبد الرحمن، صناعة الثروة (الدليل إلى أسواق الأسهم)، kindle édition، 2019.
- 5- الأسرج حسين عبد المطلب، آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة، سلسلة كتاب الأهرام الاقتصادي، مطابع الأهرام المصرية، العدد 209، 2005.
- 6- إسماعيل محمد صادق، البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية، العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2016.
- 7- أندراوس عاطف وليم، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2005.
- 8- أندراوس عاطف وليم، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطورها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 9- البراوي شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002.
- 10- بغدادي خالد عبد العزيز، تداول الأسهم والقيود الواردة عليها، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، السعودية، 2012.
- 11- البكري أنس، صافي وليد، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 12- بن بوزيان محمد، مصيطفى عبد اللطيف، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2015.
- 13- البني حازم، الاقتصاد الكلي، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، بيروت، 2006.
- 14- التيمي أرشد فؤاد، الأسواق المالية (إطار في تنظيم وتقييم الأدوات)، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، 2001.

- 15- توفيق محب خلة، الاقتصاد النقدي والمصرفي (دراسة تحليلية للمؤسسات والنظريات)، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2011.
- 16- جاد الله ياسر محمد، مدخل إلى الاقتصاد القياسي، جامعة حلوان، القاهرة، مصر، 2005.
- 17- الجريش عبد الله بن سليمان، تداول الأسهم في السوق المالية، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، السعودية، 2018.
- 18- جالو محمد صالح بن ألفا عمر، الأسهم وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 2015.
- 19- الجميل سرمد كوكب، المدخل إلى الأسواق المالية، دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017.
- 20- الجنابي نبيل مهدي، التوقعات العقلانية (المدخل الحديث لنظرية الاقتصاد الكلي)، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017.
- 21- جوان حيدر، الربيعي حاكم، فارس علي أحمد، الفتلاوي ميثاق، المشتقات المالية (عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات)، الجزء الثالث، دار اليازودي، عمان، الأردن، 2018.
- 22- الحجار بسام، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2006.
- 23- الحجار بسام، رزق عبد الله، الاقتصاد الكلي، دار المنهل اللبناني للدراسات، بيروت، لبنان، 2010.
- 24- حربي محمد موسى عريقات، مبادئ الاقتصاد (التحليل الكلي)، دار وائل للنشر، الأردن، 2006.
- 25- حسنين فاطمة سيد عبد القادر، المشتقات المالية والأزمات المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2017.
- 26- الحلاق سعيد سامي، الجلوبني محمد محمود، النقود والبنوك، دار اليازودي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 27- حماد طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، بدون سنة نشر.
- 28- حماد طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2000.
- 29- حماد طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2006.
- 30- الحناوي محمد صالح، سلطان إبراهيم، العبد جلال، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإبراهيمية، الاسكندرية، مصر، 2002.

- 31- الداغر محمد محمود، الأسواق المالية : مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، عمان، 2005.
- 32- داود حسام علي، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2010.
- 33- رضوان سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996.
- 34- رضوان سمير عبد الحميد، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2004.
- 35- رمضان زياد، شموط مروان، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، الطبعة 12، 2007.
- 36- الزرري عبد النافع، غازي فرح، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، فلسطين، رام الله، 2001.
- 37- زرقان صالح طاهر، العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم، دار مجلس الزمان ، عمان، الأردن، 2010 .
- 38- سحنون محمد، الاقتصاد النقدي والمصرفي، بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، الجزائر، 2003.
- 39- السعيد هالة حلمي، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية، سلسلة رسائل البنك الصناعي، بنك الكويت الصناعي، العدد 62، سبتمبر 2000.
- 40- آل سليمان مبارك بن سليمان بن محمد، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2005.
- 41- سهير معتوق محمد، الاتجاهات الحديثة في التحليل النقدي، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، 1988.
- 42- السواعي خالد محمد، Eviews والقياس الاقتصادي، دار الكتاب الثقافي، عمان، الأردن، 2012.
- 43- شاهين محمد عبد الله، تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2017.
- 44- شاهين محمد عبد الله، أسواق المال بين الأرباح والخسائر، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2018.
- 45- آل شبيب دريد كامل، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازودي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 46- آل شبيب دريد كامل، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2010.

- 47- شريط صلاح الدين، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2019.
- 48- شريط صلاح الدين، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والتوزيع، مصر، 2018.
- 49- شيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 50- الصباغ عبد القادر أحمد محمد، قيد الأوراق المالية في البورصة (دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي)، المركز العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2018.
- 51- الصوص نداء محمد، الاقتصاد الكلي، دار أجنادين للنشر والتوزيع ومكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- 52- الصيرفي محمد، التحليل المالي وجهة نظر محاسبية وإدارية، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2014.
- 53- الطوايبي محمد أحمد حلمي، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.
- 54- طوقان عامر محمد سعيد، الاستثمار وأسواق رأس المال ودراسات الجدوى، شركة دار البيروني للنشر والتوزيع، عمان، 2018.
- 55- عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010.
- 56- عبد اللطيف أحمد سعد، غنيم حسين عطا، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة، القاهرة، 1998.
- 57- عبد النبي محمد أحمد، الأسواق المالية (الأصول العلمية والتحليل الأساسي)، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 58- عبد الهادي محمد سعيد، الإدارة المالية، دار الحامد، عمان، 2008.
- 59- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- 60- عطية إيمان ناصف، مبادئ الاقتصاد الكلي، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2006.
- 61- عطية محمد عبد الحميد، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2001.
- 62- عناية غازي حسين، التضخم المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2006.
- 63- العيسى نزار سعد الدين، قطف إبراهيم سليمان، الاقتصاد الكلي مبادئ وتطبيقات، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.

- 64- العيساوي كاظم جاسم، الوادي محمود حسين، الاقتصاد الكلي تحليل نظري وتطبيقي، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2007.
- 65- فاخر حيدر عبد الستار، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم (منهج الاقتصاد الكلي)، دار المريخ، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2002.
- 66- فليح حسن خلف، الاقتصاد الكلي، عالم الكتب الحديث، عمان، الأردن، 2007.
- 67- الفكي أزهرى الطيب، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017.
- 68- الفولي أسامة محمد، عوض الله زينب، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، الأزاريطة، مصر، 2005.
- 69- قندوز عبد الكريم، الخيارات، المستقبلات والمشتقات المالية الأخرى، إصدارات أي كتب، لندن، 2017.
- 70- كافي مصطفى يوسف، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2009.
- 71- كافي مصطفى يوسف، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2014.
- 72- كافي يوسف حسن، الأوراق المالية وسوق المال العالمي، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2017.
- 73- لطفى أحمد محمد، أعمال السمسار في بورصة الأوراق المالية، دار الفكر والقانون، المنصورة، مصر، 2013.
- 74- مبارك عبد النعيم، محمود يونس، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003.
- 75- مجيد ضياء، الاقتصاد النقدي (المؤسسة النقدية، البنوك التجارية، البنوك المركزية)، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، القاهرة، مصر، 2008.
- 76- محمود رمزي، التيسير الكمي سياسة نقدية غير تقليدية لتنشيط الاقتصاد القومي، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2019.
- 77- مصطفى أحمد فريد، الاقتصاد النقدي والدولي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2009.
- 78- مصطفى محمد عبده محمد، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998.
- 79- معروف هوشيار، التحليل الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان ، 2005.

- 80- مكيد علي، الاقتصاد القياسي، دروس ومسائل محلولة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2007.
- 81- المهنا خالد بن عبد الرحمن بن ناصر، المشتقات المالية (دراسة فقهية)، كرسي سابك، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، السعودية، 2013.
- 82- الموسوي ضياء مجيد، النظرية الاقتصادية التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 1994.
- 83- المهيلمي عبد المجيد، التحليل الفني للأسواق المالية، دار البلاغ للطباعة والنشر، مصر، الطبعة الثالثة، 2005.
- 84- نبيه نسرین عبد الحميد، البورصة (ماهيتها، تاريخها، مستقبلها، ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية)، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2012.
- 85- نصار أحمد محمد محمود، الاستثمار بالمشاركة في البنوك الإسلامية، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 2010.
- 86- هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 1999.
- 87- هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2006.
- 88- الهيتي قيصر عبد الكريم، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، مؤسسة رسلان علاء الدين للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2006.
- 89 - Bourbonnais Régis, économétrie cours et exercices corrigés, Dunod, Paris, 9^{ème} édition, 2015.
- 90 - Brigham.F, Eugene Ehrhardt.c, Michel , Financial management theory & practice , South western , 1th edition , USA, 2005 .
- 91- Haudville Bernard, économétrie appliquée, éditions ESTEM, Paris, 1996.
- 92-Lehmann Paul Jaques, Bourse et marchés financiers, Dunod, 3^{ème} édition, Paris , 2008.
- 93- Topscalian . P, Les indices boursières sur action, Economica, Paris,1996.

المقالات العلمية:

- 1- أحمد عثمان، الصطوف محمد الحسين، العلاقة بين سعر الفائدة ومعدل النمو الاقتصادي الفعلي في سورية، مجلة جامعة البعث، سوريا، العدد 10، 2014.
- 2- أويابة صالح، خليل عبد الرزاق، أثر التغيرات في سعر الصرف على التضخم المحلي دراسة حالة الجزائر، دراسات ، العدد الاقتصادي، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، الجزائر، المجلد 15، العدد 02، جوان 2018.

- 3- أيت يحيى سمير، لزعر علي، معدل الصرف الفعلي الحقيقي وتنافسية الاقتصاد الجزائري، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، المجلد 11، العدد 11، ديسمبر 2012.
- 4- أيوب أوس فخر الدين، الهيبي أحمد حسن، دور السياسات النقدية والمالية في النمو الاقتصادي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار، العراق، العدد 8، 2012.
- 5- بالرقى تيجاني، راشدي أمين، أثر تغيرات أسعار صرف العملات الأجنبية على القوائم المالية وفق متطلبات المعيار المحاسبي الدولي 21 والنظام المحاسبي المالي، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة طاهري محمد، بشار، الجزائر، المجلد 03، العدد 01، مارس 2017.
- 6- بتال أحمد حسين، العلاقة بين تقلبات سوق الصرف وسوق الأوراق المالية في العراق (دراسة قياسية)، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار، جمهورية العراق، المجلد 7، العدد 14، 2015.
- 7- بتال أحمد حسين، سراب مطر عبد الكريم، أثر التضخم على عوائد أسهم قطاعات سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، المجلد 25، العدد 2، 2017.
- 8- البحري عبد الله، صاري علي، محددات الاستعمال المتزايد للسيولة النقدية في الاقتصاد الوطني دراسة للفترة 2000-2014، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المركز الجامعي لتمرست، الجزائر، المجلد 6، العدد 1، جانفي 2017.
- 9- براجي صباح، شمام عبد الوهاب، دور السياسة الاقتصادية في بعث تنويع الاقتصاديات الربعية لتحقيق التنمية المستدامة، مجلة الاستراتيجية والتنمية، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، المجلد 7، العدد 13، جوان 2017.
- 10- براق محمد، بغداد بنين، دراسة قياسية لمحددات سعر الصرف الحقيقي (الدينار الجزائري نموذجاً للفترة 2000-2014)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الوادي، الجزائر، المجلد 09، العدد 02، أوت 2016.
- 11- بربار صافية، بوزيان عثمان، أثر أليات الحوكمة في تحسين أداء المؤسسات لتحقيق التنافسية الاقتصادية- دراسة تطبيقية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر-، مجلة المغاربية للاقتصاد والمناجمت، جامعة معسكر، معسكر، الجزائر، المجلد 4، العدد 02، سبتمبر 2017.
- 12- بركان يوسف، ميهوب مسعود، محددات التضخم في الجزائر-دراسة قياسية للفترة (1990-2014)، مجلة دراسات وأبحاث، جامعة زيان عاشور الجلفة، الجزائر، المجلد 9، العدد 27، جوان 2017.
- 13- بسدات كريمة، بن شني عبد القادر، استقرار الاقتصاد الجزائري وحتمية تنويع مصادر الدخل، مجلة الإستراتيجية والتنمية، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، الجزائر، المجلد 6، العدد 11، جويلية 2016.

- 14- بشرير عمران، تھتان مراد، أثر أنظمة الصرف على النمو الاقتصادي في الدول العربية مع إشارة خاصة لحالة الجزائر، المجلة المغاربية للاقتصاد والتسيير، جامعة معسكر، الجزائر، المجلد 2، العدد 01، ماي 2015.
- 15- بشكير عابد، دراسة قياسية لمحددات الطلب على النقود في الجزائر، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المركز الجامعي ميله، الجزائر، المجلد 3، العدد 1، جوان 2017.
- 16- بشيشي وليد، مجلخ سليم، تحديات السياسة النقدية باستهداف التضخم في الجزائر ومدى تأثيره بالمتغيرات الخارجية والأزمة المالية العالمية، حوليات جامعة الجزائر 1، جامعة الجزائر، الجزائر، المجلد 30، العدد 2، ديسمبر 2016.
- 17- بلحمري خيرة، عبد الله علي، تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على السوق المالي الأردني، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، البلدة، الجزائر، المجلد 6، العدد 1، 2015.
- 18- بلفيطح ريمة، اختبار نموذج السير العشوائي في بورصة الجزائر (تحليل سلوك المؤشر **Dzair index** للفترة (2008-2015))، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، المجلد 10، العدد 17، ماي 2017.
- 19- بلقاسمي سمية، أثر التغيرات في عرض النقود على المستوى العام للأسعار (دراسة حالة الجزائر 2000-2014)، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، جامعة الشهيد حمة الخضرم، الوادي، الجزائر، المجلد 5، العدد 05، ديسمبر 2014.
- 20- بلقاسمي سمية، خاطر طارق، تحليل نشاط بورصة الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة 1999-2013، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة باتنة 1 الحاج الخضرم، باتنة، الجزائر، المجلد 6، العدد 2، ديسمبر 2016.
- 21- بلقاضي بلقاسم، التضخم وأثاره الاقتصادية والاجتماعية في الجزائر، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، المجلد 17، العدد 4، ديسمبر 2013.
- 22- بلوافي محمد، السياسة النقدية في الجزائر، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المركز الجامعي لتمنراست، الجزائر، المجلد 1، العدد 2، جوان 2012.
- 23- بن بوزيان محمد، بن حاسين بن اعمر، جديدين لحسين، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب)، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 2، 2013.
- 24- بن بوزيان محمد، صحراوي سعيد، دراسة قياسية للنماذج النقدية لتحديد سعر الصرف في الجزائر، Cahier de MECAS، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، المجلد 7، العدد 1، ديسمبر 2011.

- 25- بن خديجة منصف، بوعزيز ناصر، النموذج الاقتصادي الجديد في الجزائر بين الواقع والتجسيد، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الشهيد حمة الخضر الوادي، الجزائر، المجلد 10، العدد2، 2017.
- 26- بن الزاوي عبد الرزاق، نعمون إيمان، دراسة قياسية لانحراف سعر الصرف الحقيقي عن مستواه التوازني في الجزائر، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، المجلد10، العدد 10، جوان 2012.
- 27- بن سمينة عزيزة، طيني مريم، دور الإفصاح المحاسبي والشفافية في تفعيل بورصة الجزائر، مجلة تاريخ العلوم، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، المجلد74، العدد 07، مارس 2017.
- 28- بن شنهو فريدة، واقع السوق المالي في الجزائر وأفاق تطوير فعاليته في ظل التغيرات العالمية، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، المجلد12، العدد 13، ديسمبر 2016.
- 29- بن الضب علي، عياد سيدي احمد، تكلفة رأس المال وإنشاء القيمة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد2، 2013.
- 30- بن طالي فريد، أثر السياسة النقدية على المتغيرات الاقتصادية الكلية مع الإشارة لحالة الاقتصاد الجزائري، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المدرسة العليا للتجارة، تيبازة، الجزائر، المجلد5، العدد 10، ديسمبر 2011.
- 31- بن عدة محمد، ريغي مليكة، قنوني حبيب، البطالة والتضخم في الجزائر (دراسة العلاقة بين الظاهرتين 1990-2013)، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، المجلد7، العدد11، 2014.
- 32- بن عيسى عمران، دراسة قياسية لتأثير التضخم على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية للجزائر خلال الفترة 1970-2016 باستخدام نماذج أشعة الانحدار الذاتي، مجلة الاستراتيجية والتنمية، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، المجلد 8، العدد 1، 2018.
- 33- بن وارث حجيلة، حملاوي ربيعة، آليات تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال الوعي والمناخ الاستثماري -دراسة حالة بورصة الجزائر-، مجلة دفاتر اقتصادية، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، المجلد7، العدد 2، سبتمبر 2016.
- 34- بوالكور نور الدين، قياس أثر المستوى العام للأسعار والأرصدة النقدية على سعر صرف الدينار الجزائري للفترة (1990-2013)، حويليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة قلمة، الجزائر، المجلد 8، العدد 13، ديسمبر 2015.
- 35- بوالكور نور الدين، تحليل وقياس العلاقة بين معدل التضخم ومعدل البطالة في الجزائر خلال الفترة (1970-2015) في إطار منحنى فيليبس، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، المجلد4، العدد1، جوان 2017.

- 36- بوتيارة عنتر، بلعباس رابح، محددات التضخم في الجزائر دراسة قياسية باستخدام منهجية التكامل المشترك، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير وعلوم التجارة، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، المجلد9، العدد 15، جوان 2016.
- 37- بورفيس هدى، حمداوي الطاووس، دراسة كفاءة بورصة عمان بالصيغة الضعيفة للفترة الممتدة من 2006 إلى 2016، مجلة رماح للبحوث والدراسات، مركز بحث وتطوير الموارد البشرية رماح، الأردن، العدد 26، جوان 2018.
- 38- بوعتروس عبد الحق، أثر تغير سعر الصرف على الأسعار المحلية، مجلة الاقتصاد والمجتمع، جامعة قسنطينة 2، قسنطينة، الجزائر، المجلد3، العدد3، نوفمبر 2005.
- 39- بوكساني رشيد، محددات إنشاء بورصة فعالة ومدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أدائها، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، المجلد2، العدد 04، جوان 2008. (متاح في الرابط الإلكتروني: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/46053>)
- 40- بوكساني رشيد، الإصلاحات الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 1999-2003 مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، القليعة، تيبازة، المجلد1، العدد 02، 2007. (متاح في الرابط الإلكتروني: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/46014>)
- 41- بومدين نورين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، المجلد 05، العدد 10، 2012.
- 42- بويعقوب براهيم، النمذجة القياسية لأثر التضخم على الاقتصاد الجزائري، باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفترة 2000-2015، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة طاهري محمد، بشار، الجزائر، العدد 07، ديسمبر 2016.
- 43- بيبي يوسف، الجزائر: إشكالية الانتقال من اقتصاد الربيع إلى اقتصاد الكفاءة، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، جامعة الجزائر3، الجزائر، المجلد17، العدد4، ديسمبر 2013.
- 44- تاج الدين ميادة صلاح الدين، الشكرجي بشار ذنون محمد، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية (دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية)، مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل، العراق، العدد 30، 16 أبريل 2007.
- 45- تھتان موراد، صاري إسماعيل، اختيار نظام الصرف بين الثبات والمرونة في ظل استدامة عجز الحساب الجاري (دراسة حالة الجزائر)، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، جامعة يحيى فارس المدية، الجزائر، المجلد7، العدد 07، أبريل 2017.

- 46- جبار محفوظ، فرص الاستثمار في سوق رؤوس الأموال الجزائرية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، المجلد 1، العدد 01، 2001.
- 47- جبار محفوظ، أثر تقلبات أسعار الصرف على الأسواق المالية (دراسة إحصائية لبعض الأسواق المتقدمة والنامية خلال السداسي الأول من سنة 2015)، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، المجلد 16، العدد 16، 2016.
- 48- الجبوري أنسام خالد حسن، عبد الرزاق كنعان عبد اللطيف، دراسة مقارنة في طرائق تقدير انحدار التكامل المشترك مع تطبيق عملي، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، الجامعة المستنصرية، بغداد، العراق، العدد 33، 2012.
- 49- الجبوري سوسن كريم، الغالي عبد الحسين جليل، أثر مقاييس عرض النقد على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في عينة من الدول المتقدمة، الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، النجف الأشرف، العراق، المجلد 2، العدد 12، 2009.
- 50- جمام محمود، سعيدي زهير، سعر الصرف وتعادل القوة الشرائية دراسة حالة الجزائر، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، المجلد 4، العدد 02، ديسمبر 2017.
- 51- جليط الطاهر، دراسة قياسية لأثر العرض النقدي على التضخم والنمو الاقتصادي في الجزائر، مجلة البديل الاقتصادي، جامعة بوزيان عاشور، الحلفة، الجزائر، المجلد 3، العدد 2، ديسمبر 2016.
- 52- حاكم محمد محسن، أثر التضخم ومعدلات الفائدة في أسعار الصرف، مجلة أهل البيت، جامعة أهل البيت، كربلاء، العراق، المجلد 1، العدد 1، 2004.
- 53- حسن علي عبد الزهرة، شومان عبد اللطيف حسن، تحليل العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستعمال اختبارات جذر الوحدة وأسلوب دمج النماذج المرتبطة ذاتيا ونماذج توزيع الإبطاء (ARDL)، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة بغداد، بغداد، العراق، العدد 34، 2013.
- 54- حمودات آلاء عبد الستار، مقارنة بين نموذج التمهيد الآسي ونموذج أثر التداخل على الأسعار العالمية للشعير، مجلة تكريت للعلوم المصرفية، تكريت، العراق، المجلد 18، العدد 1، 2013.
- 55- حمدوش رشا، أثر التضخم على عوائد الأسهم بالتطبيق على سوق دمشق المالية، مجلة جامعة البعث، حمص، سوريا، العدد 15، 2017.
- 56- خبابة حسان، بورصة الجزائر بين النظرية والتطبيق، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة الحاج الخضر، باتنة، الجزائر، المجلد 4، العدد 8، 2003.

- 57- خلف الله زكرياء، صرامة عبد الوحيد، فعالية السياسة النقدية لبنك الجزائر في ظل التوجه نحو استراتيجية استهداف التضخم (دراسة تحليلية تقييمية للفترة 2002-2016)، مجلة العلوم الإنسانية لجامعة أم البواقي، جامعة أم البواقي، الجزائر، المجلد 4، العدد 02، جانفي 2018.
- 58- دربال عبد القادر، رملي محمد، دراسة قياسية للتنبؤ بسعر الصرف الاسمي للدينار الجزائري على المدى القصير، مجلة الاقتصاد والتنمية، جامعة المدية، العدد 05، جانفي 2016.
- 59- دغموم هشام، واقع نمو وتطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 1999-2015، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، المجلد 20، العدد 1، جوان 2016.
- 60- رشاد ندوى خزعل، استخدام اختبار كرانجر في تحليل السلاسل الزمنية المستقرة، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، جامعة الموصل، الموصل، العراق، العدد 19، 2011.
- 61- رنان راضية، دور بنك الجزائر في إدارة سياسة سعر الصرف في ظل التعويم المدار خلال الفترة (2000-2013)، مجلة الاقتصاد والإحصاء التطبيقي، المدرسة الوطنية للإحصاء والاقتصاد التطبيقي، الجزائر، المجلد 12، العدد 2، ديسمبر 2015.
- 62- الزبيدي سليم رشيد عبود، المعموري عامر عمران كاظم، أثر تقلبات أسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2005-2011)، مجلة الإدارة والاقتصاد، المجلد الثالث، العدد الثاني عشر، 2014.
- 63- الزعبي بشير، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة (1978-1998)، مجلة دراسات، عمادة البحث العلمي للجامعة الأردنية، الأردن، العدد الأول، جانفي 2000.
- 64- زودة عمار، شمام عبد الوهاب، طبيعة سوق الأوراق المالية، المشكلات والحلول، مجلة أفاق العلوم، جامعة زيان عاشور الجلفة، الجزائر، المجلد 1، العدد 2، مارس 2016.
- 65- زيتوني عمار، سحاب نادية، المنهج النقدي وسعر الصرف، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة باتنة 1 الحاج الخضر، باتنة، الجزائر، المجلد 07، العدد 04، ديسمبر 2017.
- 66- سحاب نادية، النقود وسعر الصرف، مجلة الباحث الاقتصادي، جامعة سكيكدة، سكيكدة، الجزائر، المجلد 5، العدد 08، ديسمبر 2017.
- 67- سويسي هوارى، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 07، 2010.
- 68- الشراح رمضان، سوق الكويت للأوراق المالية.. الأداء والعوامل المؤثرة، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، الجزء 1، العدد 4، أكتوبر 2004.

- 69- شطباني سعيدة، طباش جمال، محددات سعر صرف الدينار الجزائري ودوره في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، مجلة الاستراتيجية والتنمية، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، المجلد 06، العدد 11، جويلية 2016.
- 70- شلغوم عميروش، تطور سياسة أسعار الفائدة في الجزائر من التقييد إلى التحرير (1970-2015)، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف، ميلة، الجزائر، المجلد 3، العدد 1، جوان 2017.
- 71- الشمري حسن شاكر، الغالي عبد الحسين جليل، التحليل الاقتصادي لكفاءة الأسواق المالية (دليل تجريبي لبعض الأسواق العربية)، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، العراق، المجلد 9، العدد 2، 2015.
- 72- الشهاب أيمن، مشرفي حسن، تحديد أثر المؤشرات الاقتصادية الكلية على عائد مؤشر السوق المالي في الأسواق المالية الناشئة، مجلة جامعة البعث للعلوم الإنسانية، سوريا، المجلد 36، العدد 11، 2014.
- 73- شواحي صورية، المهدي ناصر، دور سوق الأوراق المالية في جذب الادخار (واقع وأفاق بورصة الجزائر)، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، الجزائر، المجلد 8، العدد 2، 2017.
- 74- آل الشيخ حمد بن محمد، عسييري أحمد بن عبد الله علي، المحتوى المعلوماتي للمؤشر السعودي العام لأسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الاسكندرية، مصر، العدد 02، سبتمبر 2004.
- 75- الطيب داودي، عبد الرزاق نذير، السياسة النقدية بين المرونة ومنهج القواعد في ميزان الاقتصاد الإسلامي، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، العدد 15، جوان 2014.
- 76- عبد الفضيل سيد إبراهيم، دور البنوك في تنشيط سوق رأس المال: 90/91 - 2003/2004، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، مصر. الجزء 2، العدد 4، 2005.
- 77- عبود محمد عودة، الغالي عبد الحسين جليل، دراسة تحليلية لكفاءة سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، العراق، المجلد 13، العدد 40، 2016.
- 78- عبود عبد المجيد، أثر تغيرات سعر الصرف على أرصدة ميزان المدفوعات الجزائري، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، المركز الجامعي ميلة، الجزائر، المجلد 1، العدد 04، أوت 2017.
- 79- علي الجيلاني عبد الرحمن، أنظمة أسعار الصرف وعلاقتها بالتعويم، مجلة التنظيم والعمل، جامعة معسكر، الجزائر، المجلد 4، العدد 3، سبتمبر 2015.
- 80- العمر حسين علي، تقييم قنوات تأثير السياسة النقدية، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الإنسانية والاجتماعية، الإمارات العربية المتحدة، العدد 03، أكتوبر 2009.

- 81- عمروش شريف، طبيعة العلاقة بين السياستين المالية والنقدية في الاقتصاد الجزائري، مجلة الأبحاث الاقتصادية، جامعة البليدة2، الجزائر، المجلد11، العدد15، ديسمبر 2016.
- 82- غيدة فلة، غيدة فوزية، أثر الاستثمار في التعليم على النمو الاقتصادي في الجزائر، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، الجزائر، العدد 03، جوان 2018.
- 83- فحلول مبارك، تقييم وتسعير المؤسسات الاقتصادية عند الإدراج لأول مرة في البورصة في الأسواق المالية المغربية (الجزائر، تونس والمغرب)، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة الحاج الخضر، باتنة 1، الجزائر، المجلد6، العدد2، ديسمبر 2016.
- 84- قارة إبراهيم، مناقر نور الدين، أثر أنظمة سعر الصرف على أداء النمو الاقتصادي وتنمية الصادرات (دراسة حالة قياسية للجزائر)، revue de lareiid، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، العدد 02، سبتمبر 2015.
- 85- قبلان حسين، مؤشرات أسواق الأوراق المالية (دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة دمشق، سوريا، العدد 11، 2011.
- 86- لعاب وليد، دراسة تحليلية لفعاليات السياسات الاقتصادية في الاقتصاد الجزائري باستخدام نموذج IS-LM-BP خلال الفترة 1990-2015، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة بشار، الجزائر، المجلد2، العدد 07، ديسمبر 2016.
- 87- لموتي محمد، قياس أثر سعر الصرف على معدل التضخم في الجزائر (1970-2016)، مجلة الأبحاث الاقتصادية لجامعة البليدة 2، جامعة البليدة 2، الجزائر، المجلد13، العدد1، جوان 2018.
- 88- مازري عبد الحفيظ، أثر مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة بشار، الجزائر، العدد6، 2016.
- 89- محلوس زكية، أثر تحديد الخدمات المصرفية على البنوك الجزائرية، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009.
- 90- مراس محمد، أثر أسعار البترول على مؤشرات الاقتصاد الكلي الجزائري، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، المركز الجامعي نور البشير، البيض، الجزائر، المجلد2، العدد 03، ديسمبر 2016.
- 91- معارفي فريدة، مفتاح صالح، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها)، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 7، 2010.
- 92- النعيمي شهاب الدين حمد، تحليل تأثير مخاطرة أسعار الصرف على القيمة السوقية للأسهم العادية (دراسة تطبيقية على عينة من المصارف المتفرعة محليا وخارجيا- الأردن نموذجاً)، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، جامعة كربلاء، العراق، المجلد 04، العدد 22، 2008.

- 93- Alatioui Sara , Shookofeh Fazel, **Can money supply predict stock prices**, journal for economic educators, Departements of economics and finance, Middle teneese university state, Murfreesboro, États-Unis, vol 8, issu 2, fall 2008.
- 94- Jaffee. Dwight M, Homa. Kenneth E, **The supply of the money and common stock prices**, the journal of finance, Vol.26, N° 5, Decembre 1971.
- 95- Mpho Bosupeng , **Sensitivity of stock prices to money supply dynamics**, international journal of novel research of marketing management and economics, vol1, Issu1, December 2014.
- 96- Koma Jonas Kibala, **Modélisation ARDL, test de cointégration aux bornes et approche de toda yamamoto**, université de kinshasa, Congo, 2018, vu sur le cite : hal.archives-ouvertes.fr, le 14/01/2021

الملتقيات والمؤتمرات العلمية:

- 1- أحمد حلمي علمي، ندوة صحفية حول الوضعية الاقتصادية لسنة 2017 وأفاق تطورها خلال سنة 2018، المندوبية السامية للتخطيط، المملكة المغربية، 10 جانفي 2018.
- 2- أديوش دحماني محمد، ناصر عبد القادر، دراسة قياسية لمحددات الاستثمار الخاص في الجزائر باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة، مداخلة مقدمة ضمن أبحاث المؤتمر الدولي الموسوم بتقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وأثارها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي، جامعة سطيف 1، سطيف، الجزائر، 12/11 مارس 2013.
- 3- بلدغم فتحي، بوزيان محمد، التحرير المالي والبنكي والتنمية الاقتصادية، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول السياسات الاقتصادية في الجزائر (الواقع والأفاق)، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، يومي 29 و30 ديسمبر 2004.
- 4- حطاب سامي، تطور الأسواق المالية العربية فرص التكامل والتنافس، الملتقى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني الموسوم بأسواق رأس المال الصاعدة نظرة مستقبلية، بورصة فلسطين، رام الله، أكتوبر 2008.
- 5- حشايشي سليمة، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى العلمي الدولي الموسوم بالأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20_21 أكتوبر 2009.
- 6- الرزين عبد الله بن محمد، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، عمان ، الأردن، خلال الفترة 16-18/03/2014هـ.
- 7- زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر -المعوقات والأفاق-، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، يومي 21 و22 نوفمبر 2006.

- 8- سحنون محمود، محسن سميرة، مداخلة مخاطر المشتقات وقائع الملتقى العلمي الدولي حول الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 20 و21 أكتوبر 2009.
- 9- عبد الفضيل سيد إبراهيم، أثر السياسة النقدية على تنشيط سوق رأس المال: في الفترة 1990-2004، مداخلة مقدمة في المؤتمر العلمي السنوي الرابع والعشرون للاقتصاديين المصريين حول تفعيل دور السياسة النقدية في الاقتصاد المصري، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، القاهرة، أيام 07/06/05 ماي 2005.
- 10- العرابي مصطفى، مخلوفي عبد السلام، أهم الانتقادات الموجهة لسعر الفائدة باعتباره سعرا استراتيجيا في النظام الاقتصادي المعاصر، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الثاني الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي بخميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009.
- 11- عيجولي خالد، فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009.
- 12- غنيم حسن عطا، المشتقات المالية، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل حول إدارة أسعار الصرف، منظمة العربية للتنمية الإدارية، شرم الشيخ، مصر، 06-10 مارس 2005.
- أطروحات الدكتوراه:
- 1- أمين يوسف سعيد أحمد، العلاقة بين أسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية (دراسة تطبيقية على سوق الخرطوم للأوراق المالية)، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2014.
- 2- البحري أميرة، الاستثمار الأجنبي المباشر خارج قطاع المحروقات ودوره في النمو الاقتصادي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة 1، باتنة، الجزائر، 2017.
- 3- بخالد عائشة، اختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف (دراسة حالة مؤشر داوجونز الصناعي خلال الفترة 1928_2014)، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2015.
- 4- بظاهر علي، إصلاحات النظام المصرفي الجزائري وأثارها على تعبئة المدخرات وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2006.

- 5- بلقاسمي سمية، إشكالية العلاقة بين البطالة والتضخم مع التطبيق الإحصائي على الاقتصاد الجزائري، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة 1، باتنة، الجزائر، 2017.
- 6- بن حاسين بن اممر، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013.
- 7- بن محياوي سميحة، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية (دراسة حالة بعض الدول العربية)، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015.
- 8- بورزامة جيلالي، عولمة أسواق رأس المال العربية في ظل الأزمات المالية العالمية (دراسة حالة أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات المغاربية، الجزائر، تونس، المغرب)، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012.
- 9- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2006. (متاحة في الموقع الإلكتروني: dspace.univ-bouira.dz)
- 10- جبوري محمد ، تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي (دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، الجزائر، 2013.
- 11- حشايشي سليمة، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2018.
- 12- حميل نورة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، الجزائر، 2014.
- 13- دريال أمينة، محاولة التنبؤ بمؤشرات الأسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية-دراسة حالة مؤشر سوق دبي المالي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2014.
- 14- شيخي بلال، تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغاربية، الواقع والأفاق ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بومرداس، بومرداس، 2011.
- 15- طالب سومية شهيناز، الأثر الديناميكي للنمو الاقتصادي على البطالة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجيلالي ليايس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2017.
- 16- عبو عمر، الأسواق المالية و دورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار (دراسة تجارب دولية)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012.

- 17- علي محمود ثابت حسن، أثر السياسة النقدية على أسواق الأوراق المالية في ظل استهداف التضخم بالتطبيق على مصر، دراسة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الدكتوراه في الاقتصاد، جامعة أسيوط، القاهرة، مصر، مارس 2014.
- 18- لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم (دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010.
- 19- مرعي عبد الرحمن، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سورية، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2000.
- رسائل الماجستير:
- 1- أحمد أشرف محمد السيد سيد، قياس تأثير سياسة تحرير سعر الفائدة على نشاط سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة الزقازيق، القاهرة، مصر، أكتوبر 2000.
- 2- بلجلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري محمد، قسنطينة، الجزائر، 2010.
- 3- بن ختو يوسف، العلاقة بين سعر الصرف الموازي والقدرة الشرائية، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2016.
- 4- بن فليس لخضر، أثر سعر الفائدة على المتغيرات الاقتصادية في الجزائر 1990_2011 (دراسة حالة قياسية)، مذكرة ماجستير، جامعة المسيلة، الجزائر، 2014.
- 5- بن نافلة نصيرة، أثر السيولة وحيادية النقود (دراسة قياسية لكل من دولة الجزائر والمغرب)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2011.
- 6- بوتة نسرين، الأسواق المالية ودورها في تنشيط استراتيجية الخصخصة "دراسة لواقع التجربة المغربية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015.
- 7- بوزيدي جمال، دور سعر الفائدة في إحداث الأزمات المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2012.
- 8- بوزيدي حافظ أمين، استخدام منهجية بوكس جينكينز للتنبؤ بحجم الطلب على منتوجات الصناعات الغذائية في الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014.
- 9- جابو سليم، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية (دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010)، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح بورقلة، الجزائر، 2012.

- 10- جعفري عمار، اشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013.
- 11- حضري خولة، استخدام السلاسل الزمنية من خلال منهجية بوكس جينكينز في اتخاذ القرار الإنتاجي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014.
- 12- خليل فاطمة صالح، أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة، مذكرة ماجستير في الأسواق المالية، جامعة دمشق، سوريا، 2015.
- 13- دبات أمينة، السياسة النقدية واستهداف التضخم، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015.
- 14- دلامي نجية، دراسة تحليلية للعلاقات التجارية الأمريكية الصينية في ظل حرب العملات، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2012.
- 15- زاوي فضيلة، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر(حالة الجزائر)، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009.
- 16- سمور نبيل خليل طه، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق المالي في ماليزيا، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007.
- 17- صافي كلثوم، أثر الإنفاق الحكومي وعرض النقود على اتجاهات الواردات (تطبيق على حالة الجزائر)، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة وهران، وهران، الجزائر، 2015.
- 18- الصعيدي إسماعيل جميل، العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير في المحاسبة، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2011.
- 19- عاشور بدار، المفاضلة بين نموذج السلاسل الزمنية ونموذج الانحدار البسيط في التنبؤ بحجم المبيعات في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2006.
- 20- عزي سهام، دراسة المقاربة الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012.
- 21- علي غيث علي، سياسة أسعار الفائدة في سورية (دراسة نظرية تطبيقية)، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2013.
- 22- مراد عبد القادر، دراسة أثر المتغيرات النقدية على سعر صرف الدينار الجزائري خلال الفترة 1974-2003، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011.

- 23- منصور سامر، تقلبات أسعار الفائدة وأثارها في معدلات النمو الاقتصادي_دراسة مقارنة بين سوريا وتونس-، مذكرة ماجستير، جامعة حلب، سوريا، 2014.
- 24- هولي رشيد، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة (دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب)، مذكرة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، قسنطينة، الجزائر، 2011.
- 25- وجدي جميلة، السياسة النقدية وسياسة استهداف التضخم دراسة قياسية لحالة الجزائر خلال الفترة (1990-2014)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2016.
- 26- وصاف عتيقة، الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات و أثارها على القطاع المالي في الاقتصاديات العربية - بالتركيز على حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2003.
- المقالات الإلكترونية:
- 1- أحمد مصطفى محمود محمد، العوامل المؤثرة على أسعار الصرف، مقال على شبكة الأنترنت في الموقع: <http://kenanaonline.com>، تاريخ الاطلاع: 2018/05/04، التوقيت: 11:23 سا.
- 2- بوعبد الله صالح، السلاسل الزمنية 2، <http://virtuelcampus.univ-msila.dz>، تاريخ الاطلاع: 2019/03/13، التوقيت: 9:02 سا.
- 3- بوهسانال لامية، أثر التضخم على أسعار الفائدة، موضوع منشور على رابط الأنترنت التالي: <http://cte.univ-setif.dz/coursenligne/>، تاريخ الاطلاع: 2018/05/04، التوقيت: 12:10 سا.
- 4- التميمي أبو معاذ، المؤشرات الفنية، الجزء الأول، 1426/03/01 هـ.
- 5- حواس أمين، زرواط فاطمة الزهراء، واردات السلع الرأسمالية والنمو الاقتصادي في الصين (منهجية ARDL)، دراسة منشورة في الموقع: <http://www.enssea.net/enssea/majalat/2543.pdf>، تاريخ الاطلاع: 2018/02/10، التوقيت: 10:00 سا.
- 6- الخفاجي علي جيران عبد علي، قياس استجابة أسعار الأسهم لتحركات سعر الصرف، مقال منشور على الرابط التالي: <http://qu.edu.iq/repository/wp-content/uploads/2016/11/35-8.pdf>، تاريخ الاطلاع: 2018/11/12، التوقيت: 12:20 سا.
- 7- دمياني أهلاوي، العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم، <http://www.startimes.com/?t=12763489>، تاريخ الاطلاع: 2018/05/16، التوقيت: 1:33 سا.
- 8- الدهشان أحمد، التضخم وأثاره الاقتصادية والاجتماعية، مقال منشور في موقع الاقتصاد والتشريعات المالية، تاريخ النشر: 2017/02/17، بدون صفحة.

- 9- ش. راضية، م. حبيبة، 213 ألف مليار دولار لدفع أجور الموظفين في سنة 2018، مقال منشور في موقع جريدة النهار أونلاين، <https://www.ennaharonline.com/>، تاريخ الاطلاع: 2019/04/11، التوقيت: 19:00 سا.
- 10- الشخص ميثم، أثر أسعار الفائدة على الأوراق المالية، جريدة العربي الجديد، الصادرة بتاريخ 22 جوان 2015، منشورة في الموقع الإلكتروني : <https://www.alaraby.co.uk2>، تاريخ الاطلاع: 2018/05/29، التوقيت: 7:53 سا.
- 11- صلاح عبد الفتاح محمد، مفهوم التحليل الأساسي والتحليل الفني، موضوع منشور في منتدى الاقتصاد العادل، الرابط الإلكتروني: <http://thefaireconomy.com/>، تاريخ الاطلاع: 2018/01/03، التوقيت: 11:16 سا.
- 12- العسري عمر، البورصات المغاربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية (بورصة الدار البيضاء نموذجاً في إطار دراسة مقارنة مع محيطها المغاربي)، بحث منشور في الموقع الإلكتروني: iefpedia.com/.../d8a7d984d8a8d988d8b1d8b5d8a7d8aa-، تاريخ الاطلاع: 2018/09/26، التوقيت: 8:36 سا، ص: 189.
- 13- عصفور محمد مثقال، أسعار الأسهم وأسعار الفائدة، مقال منشور في صحيفة الرأي، متاح على الموقع الإلكتروني: <http://alrai.com/article/90182.html>، تاريخ الاطلاع: 2018/05/29، التوقيت: 8:40 سا.
- 14- فاضلي الخميس، شركات البورصة والشركة المسيرة للدار البيضاء، مقال منشور في موقع العلوم القانونية التابع لمركز إدريس الفاخوري للدراسات والأبحاث في العلوم القانونية، وجدة، المغرب، <http://www.marocdroit.com>، تاريخ الاطلاع: 2017/11/5، التوقيت: 8:27 سا.
- 15- القوصي همام، الصلاحيات التنظيمية الخاصة بضبط التسعير في البورصة (بين حفظ التوازن وإفساد الكفاءة)، دراسة مقارنة بين قانون بورصة القيم المتغيرة المغربي والقانون المقارن، مجلة القانون والأعمال، جامعة الحسن الأول، مختبر البحث قانون الأعمال، تاريخ النشر: 11 نوفمبر 2017، الرابط الإلكتروني: <http://www.droitentreprise.com>، تاريخ الاطلاع: 2017/12/19، التوقيت: 1:38 سا.
- 16- كبوط عبد الرزاق، النظرية الكمية النقدية الجديدة، سلسلة دروس منشورة على الرابط التالي: economie.univ-batna.dz، جامعة باتنة، ديسمبر 2013.
- 17- كروش صلاح الدين، تأثير معدلات التضخم ومعدلات الفائدة على سعر الصرف في الجزائر خلال الفترة 1970-2014، مقال منشور في موقع المنهل على الرابط الإلكتروني التالي: <https://platform.almanhal.com/Reader/2/93665>، تاريخ الاطلاع: 2018/05/04، التوقيت: 14:53 سا.

- 18- لخضر يوسف، سوق البورصة بالمغرب ينتقل من الانكماش إلى الانتعاش في عام واحد، مقال منشور في الجريدة الرقمية المغربية هسبريس، تاريخ النشر: 11 ديسمبر 2017، التوقيت: 3:01 سا.
- 19- لبيب محمد، مؤشرات مقلقة تخيم على أداء بورصة الدار البيضاء المغربية، مقال منشور في موقع هسبريس، تاريخ الاطلاع: 29 جويلية 2019، التوقيت: 8:25 سا.
- 20- معتز محمد، التضخم في المغرب يرتفع إلى 1,9 بالمئة، منشور في موقع النشرة العربية <https://ara.reuters.com>، تاريخ الاطلاع: 2019/05/03، التوقيت: 8:00 سا.
- 21- مقنع لحسن، المغرب يتحول إلى سعر الصرف المرن نهاية الشهر الحالي، مقال منشور في جريدة الشرق الأوسط، <https://aawsat.com/home/article>، تاريخ الاطلاع: 2019/04/24، التوقيت: 5:51 سا.
- 22- النحاس نهي، كيف تتأثر أسواق الأسهم بسعر الفائدة؟، موضوع منشور في الموقع الإلكتروني: <https://www.mubasher.info/news/3251173>، تاريخ الاطلاع: 2018/05/29، التوقيت: 9:36 سا.
- 23- النظامي محمد، ما هو تأثير رفع سعر الفائدة على أسواق الأسهم؟، موضوع منشور في الموقع الإلكتروني: <http://www.elnozamy.com/news-38>، تاريخ الاطلاع: 2018/05/29، التوقيت: 9:03 سا.
- 24- Chligui Ali, Tourougou Amina, **Les introductions en bourse (rapport de stage à la bourse de Casablanca)**, école supérieure de gestion, 2007 , vu sur le cite electronique : <https://www.memoireonline.com>, le 21/09/2018, 12 :12H.
- 25-El Ghraqli Yacine, **Bourse de casablanca (perspectives de developpent du marché de valeurs)**, vu sur le cite electronique : <https://www.memoireonline.com>, le 21/09/2018, 11 :56H.
- المطبوعات والمنشورات:
- 1- أحمد حلمي علمي، الميزانية الاقتصادية الاستشرافية لسنة 2018، المندوبية السامية للتخطيط، الدار البيضاء، المغرب، 05 جويلية 2017.
- 2- بورزامة جيلالي، محاضرات في التحليل النقدي، مطبوعة موجهة إلى طلبة الماستر تخصص المالية والبنوك، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2013/2014.
- 3- خطاب سامي، رابيعي عبد الرؤوف، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2006.
- 4- رشام كهينة، محاضرات في الأسواق المالية، مطبوعة الأسواق المالية موجهة لطلبة الماستر علوم المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية، جامعة محمد أولحاج، البويرة، الجزائر، 2015/2016.

- 5- شوفور جان بيير، المغرب في أفق 2040 (الاستثمار في الرأسمال اللامادي لتسريع الإقلاع الاقتصادي)، مجموعة البنك الدولي، 2017.
- 6- الميهي عادل عبد الفتاح، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي (دراسة اختبارية وحديثة)، بحث منشور برعاية جامعة الملك خالد، السعودية، بدون سنة نشر.
- 7- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، نظام رقم 08-11 المؤرخ في 28 نوفمبر 2011 يتعلق بالرقابة الداخلية للبنوك والمؤسسات المالية، العدد 47، 29 أوت 2012.
- 8- معهد الدراسات المصرفية، إضاءات، نشرة توعوية، السلسلة 5، العدد 3، الكويت، أكتوبر 2012.
- 9- هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم، برج الفيصلية، الرياض، ب.د.ت.
- القوانين والتقارير:**
- 1- إشعار رقم 196/08 متعلق بشروط الأسعار المطبقة على مبادلات الكتل.
- 2- إشعار رقم 196/08 متعلق بشروط الأسعار المطبقة على مبادلات الكتل الصادر في الدار البيضاء بتاريخ 17 أكتوبر 2008.
- 3- ظهير شريف معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 الصادر في 4 ربيع الثاني 1414 (21 سبتمبر 1993) يتعلق ببورصة القيم المتغيرة والمعدل بموجب ظهير شريف رقم 1-04-18 الصادر في 21 أبريل 2004.
- 4- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد 44، ديسمبر 2018.
- 5- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد 05، ديسمبر 2008.
- 6- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد 21، مارس 2013.
- 7- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد 33، مارس 2016.
- 8- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد 44، ديسمبر 2018.
- 9- بنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2015، جويلية 2016.
- 10- بنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2016، سبتمبر 2017.
- 11- بنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2017، جويلية 2018.
- 12- بنك المغرب، التقرير السنوي 2007، المغرب، جوان 2008.
- 13- بنك المغرب، التقرير السنوي 2008، المغرب، جوان 2009.
- 14- بنك المغرب، التقرير السنوي 2009، المغرب، جوان 2010.
- 15- بنك المغرب، التقرير السنوي 2010، المغرب، جوان 2011.
- 16- بنك المغرب، التقرير السنوي 2011، المغرب، جوان 2012.

- 17- بنك المغرب، التقرير السنوي 2012، المغرب، جوان 2013.
- 18- بنك المغرب، التقرير السنوي 2013، المغرب، جوان 2014.
- 19- بنك المغرب، التقرير السنوي 2014، المغرب، جوان 2015.
- 20- بنك المغرب، التقرير السنوي 2015، المغرب، جوان 2016.
- 21- بنك المغرب، التقرير السنوي 2017، المغرب، جوان 2018.
- 22- بورصة الدار البيضاء المغربية، التقرير السنوي 2008، المغرب، 2008.
- 23- بورصة الدار البيضاء المغربية، التقرير السنوي 2010، المغرب، 2010.
- 24- بورصة الدار البيضاء المغربية، التقرير السنوي 2012، المغرب، 2012.
- 25- بورصة الدار البيضاء المغربية، التقرير السنوي 2013، المغرب، 2013.
- 26- بورصة الدار البيضاء المغربية، التقرير السنوي 2014، المغرب، 2014.
- 27- بورصة الدار البيضاء المغربية، التقرير السنوي 2015، المغرب، 2015.
- 28- بورصة الدار البيضاء المغربية، التقرير السنوي 2016، المغرب، 2016.
- 29- بورصة الدار البيضاء المغربية، التقرير السنوي 2017، المغرب، 2017.
- 30- شركة تسيير بورصة القيم، تقرير بورصة الجزائر الشهري، الجزائر، أوت 2016.
- 31- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 65، 2011.
- 32- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع، 2014.
- 33- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2017.
- 34- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 93، 2018.
- 35- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 95، 2018.

المواقع الإلكترونية:

- 1- بنك المغرب، والي بنك المغرب يقدم التقرير السنوي أمام الملك بالحسيمة، منشور في الموقع الإلكتروني لجريدة هبة بريس بتاريخ 2018/07/28، <https://ar.hibapress.com>، تاريخ الاطلاع: 2019/04/24، التوقيت: 5:45 سا.
- 2- بنك المغرب، التقرير السنوي لبنك المغرب (2016) الذي قدمه والي بنك المغرب أمام جلالة الملك، منشور في الموقع الإلكتروني لجريدة الاتحاد بتاريخ 2017/08/01، <http://www.alittihad.info>، تاريخ الاطلاع: 2019/04/24، التوقيت: 5:43 سا.
- 3- البنك المركزي المغربي، التقارير السنوية الصادرة عن البنك المركزي المغربي خلال الفترة (2004-2017)، www.bkam.ma، تاريخ الاطلاع: 2019/05/02، التوقيت: 6:00 سا.

- 4- إحصائيات وزارة المالية، <https://www.mfdgi.gov.dz>، تاريخ الاطلاع: 2019/03/31، التوقيت: 9:05 سا.
- 5- صندوق النقد العربي، www.amf.com، تاريخ الاطلاع: 2019/02/20، التوقيت: 14:00 سا.
- 6- موقع فوركس، **6 عوامل تؤثر في سعر الصرف**، <https://arab.dailyforex.com/forex-articles/2013/04/6>، تاريخ الاطلاع: 2018/05/28، التوقيت: 12:37 سا.
- 7- موقع بورصة الدار البيضاء المغربية: <http://www.casablanca-bourse.com>، تاريخ الاطلاع: 2017/11/5، التوقيت: 3:02 سا.
- 8- موقع وزارة المالية، **نموذج النمو الاقتصادي الجديد**، <https://www.mfdgi.gov.dz>، تاريخ الاطلاع: 2019/04/10، التوقيت: 6:24 سا.
- 9- **الهيئة المغربية لسوق الرساميل**، الجريدة الإلكترونية المغربية هسبريس، الرابط الإلكتروني: <https://www.hespress.com/economie/367436.html>، تاريخ الاطلاع: 2017/12/18، التوقيت: 10:17 سا.
- 10- النصوص المتعلقة ببورصة القيم المنقولة، موقع بورصة الجزائر، <https://www.sgbv.dz>، تاريخ الاطلاع: 31 مارس 2018، التوقيت: 9:30 سا.
- 11- وكالة الأنباء الجزائرية، **التمويل غير التقليدي، إصدار سندات بقيمة 3585 مليار دينار حتى نهاية ماي 2018**، مقال منشور بتاريخ 2 سبتمبر 2018، <http://www.aps.dz/ar/economie>، تاريخ الاطلاع: 2019/03/04، التوقيت: 19:45 سا.

12-Bourse marocaine : historique, réforme de 1993 et évolution,

<http://blog.wikimemoires.com/2012/10/bourse-marocaine-historique-reforme-de-1993-et-evolution/>, vu le 21/09/2018 , 11 :00H.

14-E-classroom, **Les effets de la variations de la masse monétaire**, rédigé le 22/12/2016, consultée sur le site suivant : <http://e-classroom.over-blog.com/les-effets-de-la-variation-de-la-masse-monetaire>, le : 19/05/2017, 9 :00H .

13-The Relationship Between Money Supply & Stock Prices, est vu sur le site d'internet:

<https://finance.zacks.com> › Investing › Investing for Beginners, Le 17/05/2018, à 12:00 h.

الملاحق

الملحق رقم (1): مساهمة بعض القطاعات الاقتصادية في تكوين الناتج الداخلي الخام خلال الفترة (2008-2017).

الوحدة: %

القطاع	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الزراعة	6.57	9.15	8.42	8.15	8.20	9.82	10.28	11,50	11.67	11.87
الصناعات الاستخراجية	46.88	30.03	35.35	36.71	34.67	30.11	24.93	20,04	19.05	15.42
الصناعات التحويلية	3.06	4.16	3.42	3.61	3.77	3.72	4.05	4.27	4.33	5.67
التجارة	9.80	12.80	11.56	9.77	10.98	12.34	12.97	14.43	14.89	12.0
المواصلات	7.94	10.91	8.20	7.02	7.54	8.70	8.55	10.50	10.01	12.33
GDP مليون دولار	170,27	139,52	161,95	197,45	206,39	208,73	220,91	181,712	165,15	156,50

المصدر: صندوق النقد العربي، تقارير صندوق النقد العربي الصادرة خلال الفترة (2008-2018)، تاريخ الاطلاع: 2018/01/23، التوقيت: 9:45 سا.

الملحق رقم (2): تطور الودائع تحت الطلب في الجزائر خلال الفترة (2001-2018).

الوحدة: ملايين الدينارات.

2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	السنوات
3114,8	3425,0	2949,1	2096,4	1516,6	1291,3	662,1	751,7	661,4	الودائع تحت الطلب
2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنوات
4840,6	4499,0	3732,2	3891,7	4434,7	3537,4	4776,35	4570,2	3657,8	الودائع تحت الطلب

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على المصادر التالية:

- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد: 05، ديسمبر 2008، ص: 14.
- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد: 21، مارس 2013، ص: 14.
- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد: 33، مارس 2016، ص: 14.
- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد: 44، ديسمبر 2018، ص: 8.

الملحق رقم (3): تطور الودائع لأجل في الجزائر خلال الفترة (2001-2018).

الوحدة: ملايين الدينارات.

2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	السنوات
2228,9	1991,0	1761,0	1765,1	1736,2	1584,4	1724,0	1465,2	1235,0	الودائع لأجل
2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنوات
5163,8	4708,5	4409,3	4443,4	4083,8	3691,7	3333,6	2787,7	2524,3	الودائع لأجل

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على المصادر التالية:

- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد: 05، ديسمبر 2008، ص: 11.
- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد: 21، مارس 2013، ص: 11.
- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد: 33، مارس 2016، ص: 11.
- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، العدد: 44، ديسمبر 2018، ص: 08.

الملحق رقم (4): تطور سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة (1990-2018).

2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	السنة
75,3	66,6	58,8	57,6	54,7	47,6	36	22,5	21,8	17,7	12,1	سعر الصرف
13,1	13,3	2,1	5,3	14,9	32,3	60	3,5	23,2	46,3	-	نسبة التغير
2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	السنة
72,93	74,39	72,64	64,58	69,38	72,6	73,3	72,1	77,3	79,6	77,3	سعر الصرف
(1,9)	2,4	12,5	(6,9)	(4,4)	(0,9)	1,7	(6,7)	(2,9)	3,0	2,6	نسبة التغير
				2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	السنة
				118,3	114,7	109,47	100,46	80,56	79,38	77,54	سعر الصرف
				3,13	4,77	8,96	24,7	1,48	1,6	6,3	نسبة التغير

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على المصادر التالية:

- صالح أويابة، عبد الرزاق خليل أثر التغيرات في سعر الصرف والتضخم المحلي على ميزان المدفوعات دراسة حالة الجزائر 1990-2016، دراسات العدد الاقتصادي، جامعة الأغواط، الجزائر، المجلد 9، العدد 02،

جوان 2018، ص ص: (171-172).

- صندوق النقد العربي، www.amf.com، تاريخ الاطلاع: 2019/02/20، التوقيت: 14:00 سا.

الملحق رقم (5): تطور مؤشر مازي خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.

السنة الشهر	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
جانفي	14481.50	10133.32	10928.44	12589.31	11211.71	8996.43	9121.28	10222.56	8898.99	12722.6	12666.4
فيفري	14481.50	11209.37	11096.8	12805.81	11398.94	8932.82	9442.36	10460.62	8908.44	12233.88	13096.31
مارس	14684.13	10402.09	11418.77	12173.79	10948.45	9040.96	9519.21	10269.75	9327.98	11935.03	13284.94
أفريل	14387.19	10937.91	12286.99	11551.5	10293.9	9145.51	9471.64	9937.38	9975.72	11222.64	13062.38
ماي	14516.97	11024.37	12068.53	12196.7	10286.99	8906.65	9494.79	9737.38	9757.92	11747.86	13038.74
جوان	14191.07	11588.55	11773.87	11510.93	10053.9	8792.15	9226.63	9578.34	9505.98	11750.82	12439.91
جويلية	14134.69	10971.66	11782.52	11202.95	9849.77	8577.69	9331.09	9740.01	9882.2	12307.65	11685.29
أوت	13990.62	11048.73	11736.15	11517.14	9944.22	8413.72	9544.69	9345.7	9860.77	11382.54	11382.54
سبتمبر	12487.7	10765.39	11896.36	11467.63	9471.8	8673.49	10080.8	9114.29	10039.14	12602.2	11102.93
أكتوبر	11977.53	10775.76	12196.7	11352.19	9504.55	9385.49	10352.05	9081.8	10564.64	12484.82	11224.54
نوفمبر	11119.28	10208.45	12224.2	10952.68	9733.62	9262.49	9975.71	9093.21	10697.55	12612.9	11076.25
ديسمبر	10984.29	10443.81	12655.2	11027.65	9359.19	9114.14	9620.11	8925.71	10957.24	12386.9	11280.89

المصدر: الموقع الإلكتروني لمؤشرات البورصات العالمية، <https://sa.investing.com/indices/masi>، تاريخ الاطلاع: 2019/03/30، تاريخ الاطلاع: 15.00 سا.

الملحق رقم (6): تطور مؤشر مادكس خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.

2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	السنة الشهر
10653.78	10020.82	7256.97	8379.11	7413.9	7329.32	9172.69	10292.87	8881.46	8325.69	11423.32	جانفي
10710.6	9764.24	7269.71	8577.13	7686.07	7273.49	9333.41	10469.89	9017.72	9228.96	11995.56	فيفري
10611.83	9264.29	7610.53	8428.42	7758.36	7364.14	8957.45	9946.89	9294.04	8525.92	12138.11	مارس
10598.58	9489.91	8159.75	8145.46	7736.46	7450.16	8400.34	9431.99	10018	8986.12	11878.71	أفريل
9441.74	9441.74	7966.2	7947.39	7750.76	7236.57	8411.24	9969.93	9839.46	9030.12	11984.74	ماي
9831.02	9831.02	7765.84	7837.34	7511.99	7139.93	8202.9	9406.18	9600.18	9527.45	11715.07	جوان
9554.95	9953.75	8090.68	7983.1	7624.15	6963.68	8042.5	9158.89	9616.5	8954.28	11667.82	جويلية
9381.43	10133.97	8077.36	7642.4	7802.72	6831.2	8119.11	9423.46	9570.92	8996.45	11543.21	أوت
9214.83	9877.2	8214.61	7445.7	8253.63	7046.32	7728.77	9376.39	9706.37	8718.83	10261.81	سبتمبر
8873.38	10088.74	8653.21	7399.12	8485.24	7646.72	7753.15	9277.31	9957.74	8751.26	9841.27	أكتوبر
9129.66	10260.87	8739.36	7421.15	8158.63	7541.46	7931.62	8956.42	9984.59	8265.2	9147.28	نوفمبر
9233	10100.32	9547.29	7255.21	7842.76	7418.05	7614.04	9011.57	10325.25	8464.47	9061.02	ديسمبر

المصدر: الموقع الإلكتروني لمؤشرات البورصات العالمية، <https://sa.investing.com/indices/madex>، تاريخ الاطلاع: 2019/03/30، تاريخ الاطلاع: 15.00 سا.

الملحق رقم (7): تطور معدلات التضخم في المغرب خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.

السنة الشهر	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
جانفي	(0.19)	(0.74)	(0.18)	0.18	0.18	0.17	0.26	0.3	(0.1)	0.2	0.1
فيفري	0.38	0.18	0.93	0.82	0.27	(0.08)	(0.17)	(0.4)	0.2	(0.3)	(0.5)
مارس	1.05	0.55	1.39	(0.09)	(0.18)	(0.17)	(0.17)	0	1	(0.6)	0.1
أفريل	0.85	0.55	(0.27)	(1.09)	(0.18)	0	(0.08)	0.2	(0.1)	0.2	0.3
ماي	0.66	(1.56)	0	0.27	0.09	0.53	(0.08)	0.2	0.5	0.5	0.5
حوان	(0.46)	(1.21)	(1.01)	(0.36)	0.54	0	0.17	0.1	1.4	0.3	0.2
جويلية	0.18	0.18	(0.55)	0.55	0.27	(0.35)	0.08	0.5	(0.2)	(0.5)	(0.9)
أوت	0.56	1.51	0.93	1.37	0.72	0.97	0.6	(0.1)	0	0.3	(0.1)
سبتمبر	0.65	2.23	1.38	0	0.17	0	0.1	0	0.7	0.8	0.3
أكتوبر	0	(1.18)	0.82	(0.36)	0.26	0.08	0.6	0.4	(0.3)	(0.1)	(0.1)
نوفمبر	(0.18)	(1.56)	(0.72)	0.09	(0.08)	(0.61)	0	0.5	(0.3)	0.4	0.7
ديسمبر	0.46	(0.46)	(0.91)	(0.45)	0.44	(0.08)	0.3	0	(0.1)	0.5	NA

المصدر: بيانات النشرة الاقتصادية الخاصة بالمغرب، <https://ar.tradingeconomics.com/morocco/inflation-cpi>، تاريخ الاطلاع: 2019/03/31، التوقيت: 15:00 سا.

الملحق رقم (8): تطور معدلات الفائدة في المغرب خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.

السنة الشهر	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
جانفي	3.25	3.5	3.25	3.25	3.25	3	3	2.5	2.5	2.25	2.25
فيفري	3.25	3.5	3.25	3.25	3	3	3	2.5	2.5	2.25	2.25
مارس	3.25	3.5	3.25	3.25	3	3	3	2.5	2.5	2.25	2.25
أفريل	3.25	3.25	3.25	3.25	3	3	3	2.5	2.25	2.25	2.25
ماي	3.25	3.25	3.25	3.25	3	3	3	2.5	2.25	2.25	2.25
جوان	3.25	3.25	3.25	3.25	3	3	3	2.5	2.25	2.25	2.25
جويلية	3.25	3.25	3.25	3.25	3	3	3	2.5	2.25	2.25	2.25
أوت	3.25	3.25	3.25	3.25	3	3	3	2.5	2.25	2.25	2.25
سبتمبر	3.25	3.25	3.25	3.25	3	3	3	2.5	2.25	2.25	2.25
أكتوبر	3.5	3.25	3.25	3.25	3	3	2.75	2.5	2.25	2.25	2.25
نوفمبر	3.5	3.25	3.25	3.25	3	3	2.75	2.5	2.25	2.25	2.25
ديسمبر	3.5	3.25	3.25	3.25	3	3	2.75	2.5	2.25	2.25	2.25

المصدر: بيانات النشرة الاقتصادية الخاصة بالمغرب، <https://ar.tradingeconomics.com/morocco/deposit-interest-rate>، تاريخ الاطلاع: 2019/03/31، التوقيت: 15:00 سا.

الملحق رقم (9): تطور أسعار صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي في المغرب خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.

السنة الشهر	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
جانفي	7.666	8.655	7.890	8.196	8.514	8.326	8.301	9.584	9.931	9.974	9.344
فيفري	7.516	8.726	7.896	8.160	8.388	8.527	8.155	9.645	9.901	10.076	9.344
مارس	7.272	8.397	7.896	7.968	8.380	8.658	8.179	9.695	9.632	10.033	9.344
أفريل	7.362	8.435	8.407	7.679	8.434	8.466	8.119	9.655	9.601	9.928	9.296
ماي	7.365	7.989	7.896	7.890	8.920	8.562	8.232	9.832	9.635	9.739	9.488
حوان	7.293	8.036	8.957	7.827	8.749	8.557	8.193	9.739	9.785	9.643	9.488
جويلية	7.364	7.929	8.531	7.881	9.949	8.404	8.344	9.814	9.739	9.427	9.446
أوت	7.771	7.896	8.711	7.885	8.792	8.440	8.489	9.710	9.760	9.362	9.433
سبتمبر	8.005	7.749	8.237	8.345	8.635	8.284	9.737	9.732	9.734	9.413	9.428
أكتوبر	8.005	7.749	8.009	8.130	8.584	8.259	8.823	9.732	9.853	9.496	NA
نوفمبر	8.087	7.903	8.540	8.320	8.570	8.260	8.586	10.078	10.088	9.391	NA
ديسمبر	8.087	7.903	8.344	8.590	8.464	8.153	9.077	9.864	10.126	9.344	NA

المصدر: بيانات النشرات الفصلية الصادرة عن صندوق النقد العربي، <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>، تاريخ الاطلاع: 2018/09/30، التوقيت: 15:00 سا.

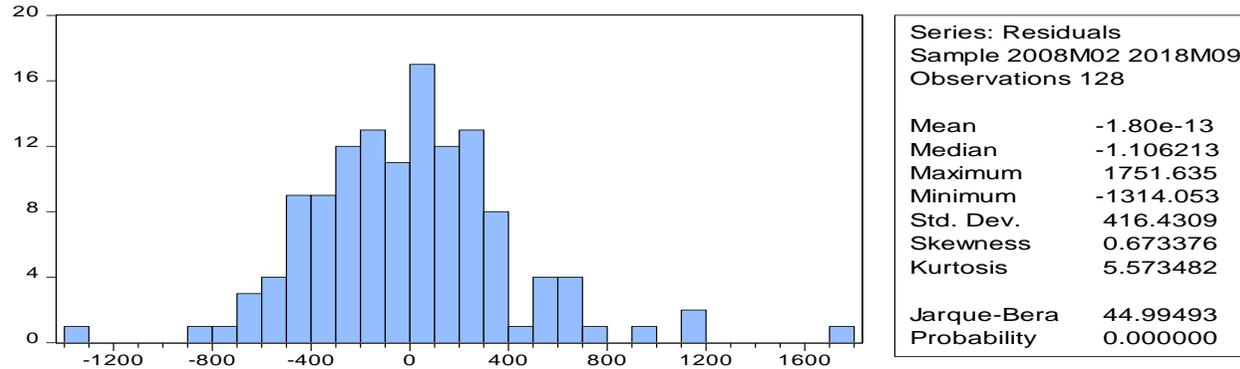
الملحق رقم (10): تطور العرض النقدي بمفهومه الواسع في المغرب خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.

السنة الشهر	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
جانفي	516844	548516	613519	641037	811727	707561	740107	778544	826865	891694	951240
فيفري	515838	549932	609737	643946	679804	709297	741809	777818	838238	893577	954120
مارس	523111	555471	610703	648571	687546	709542	749162	784583	843272	900868	966999
أفريل	520928	552778	609592	647088	680153	710148	756028	785446	844280	902483	963385
ماي	523185	553744	615610	645163	679502	716030	750398	792275	845537	899447	966476
حوان	533524	562370	612120	659509	696401	737639	762679	803112	866103	918650	986336
جويلية	538626	574407	625016	662593	704008	735688	768127	811606	867428	918924	983475
أوت	540139	576276	624117	666243	701193	743270	768813	817162	868167	931746	992377
سبتمبر	539655	577414	627984	668773	705217	737832	776823	821667	875346	942504	996911
أكتوبر	546627	580987	625585	663555	697870	737721	778410	817245	874717	934194	986440
نوفمبر	548906	583616	634082	669757	705249	738523	775757	820134	875733	938431	993709
ديسمبر	568746	593668	646091	689692	723562	746320	790616	845457	898088	964334	1017888

المصدر: بيانات النشرات الثلاثية الصادرة عن بنك المغرب، <http://www.bkam.ma/ar/content/view/full/>، تاريخ الاطلاع: 2019/03/31، التوقيت: 15:00 سا.

الملحق رقم (11): اختبارات جودة النموذج المقدر لمؤشر مازي.

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج المقدر لمؤشر مازي.



نتائج اختبار تجانس تباين البواقي لنموذج مؤشر مازي

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.221505	Prob. F(1,125)	0.6387
Obs*R-squared	0.224651	Prob. Chi-Square(1)	0.6355

نتائج اختبار الارتباط التسلسلي للنموذج المقدر لمؤشر مازي.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.106763	Prob. F(1,120)	0.2949
Obs*R-squared	1.169759	Prob. Chi-Square(1)	0.2795

المصدر: تم إعداد الشكل والجداول بالاعتماد على برنامج **EvIEWS 9**.

الملحق رقم (12): نتائج اختبار **Lag critiria lengh** على سلسلة مؤشر مادكس.

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-960.6041	NA	1072683.	16.72355	16.74742	16.73324
1	-820.5189	275.2979	95492.50*	14.30468*	14.35241*	14.32405*
2	-820.4778	0.080068	97099.13	14.32135	14.39296	14.35042
3	-820.4434	0.066360	98745.14	14.33815	14.43362	14.37690
4	-820.4431	0.000571	100479.6	14.35553	14.47488	14.40397
5	-820.2863	0.297322	101968.0	14.37020	14.51341	14.42833
6	-820.2072	0.148568	103620.0	14.38621	14.55329	14.45403
7	-819.5237	1.271816	104199.7	14.39172	14.58267	14.46922
8	-819.1681	0.655668	105384.0	14.40292	14.61774	14.49012
9	-817.8527	2.402019	104820.1	14.39744	14.63613	14.49432
10	-817.8474	0.009550	106664.8	14.41474	14.67730	14.52131
11	-815.1633	4.808037*	103604.3	14.38545	14.67188	14.50171
12	-815.1018	0.109051	105331.1	14.40177	14.71207	14.52772
13	-814.9547	0.258474	106931.0	14.41660	14.75077	14.55224
14	-814.8271	0.221822	108596.4	14.43178	14.78981	14.57710
15	-814.8210	0.010488	110525.4	14.44906	14.83096	14.60407
16	-814.7918	0.049841	112448.3	14.46594	14.87172	14.63065
17	-813.3207	2.481673	111576.8	14.45775	14.88739	14.63214

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج **Eviews 9**.

الملحق رقم (13): اختبارات جودة النموذج المقدر لمؤشر مادكس.

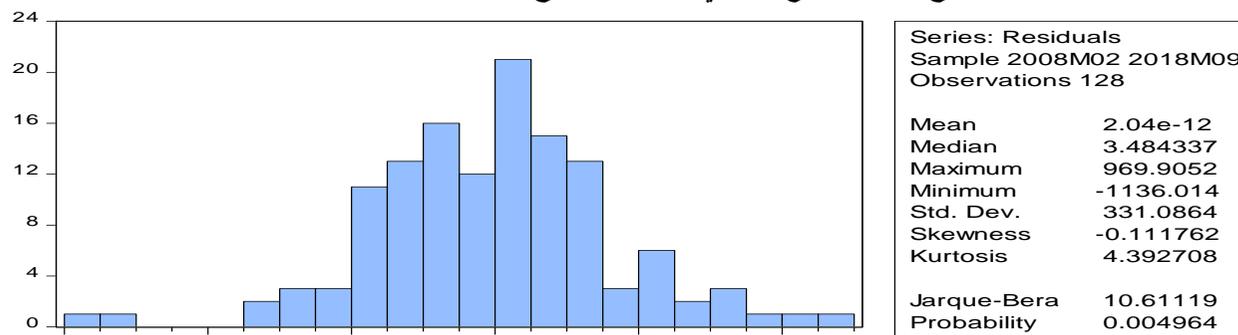
اختبار ثبات تباين البواقي للنموذج المقدر لمؤشر مادكس.

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.218147	Prob. F(1,125)	0.6413
Obs*R-squared	0.221252	Prob. Chi-Square(1)	0.6381

اختبار الارتباط التسلسلي في النموذج المقدر لمؤشر مادكس.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.603716	Prob. F(1,120)	0.4387
Obs*R-squared	0.640740	Prob. Chi-Square(1)	0.4234

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لأخطاء النموذج المقدر لمؤشر مادكس.



المصدر: تم إعداد الشكل والجداول بالاعتماد على برنامج Eviews 9.

الملحق رقم (14): نتائج اختبار ديكي فولر على سلسلة لوغاريتم متغيرات الدراسة في المغرب.

عند الفرق الأول					عند المستوى					
الاحتمال الموافق لإحصائية ديكي فولر	T المجدولة عند %10	T المجدولة عند %5	T المجدولة عند %1	إحصائية ديكي فولر	الاحتمال الموافق لإحصائية ديكي فولر	T المجدولة عند %10	T المجدولة عند %5	T المجدولة عند %1	إحصائية ديكي فولر	سلاسل المتغيرات المدرسة
0,0000	(1,6150)	(1,9433)	(2,5828)	(11,7670)	0,2144	(2,5786)	(2,8835)	(3,4808)	(2,1806)	Log(madex)
-	-	-	-	-	0.0793	(1.6074)	(1,9590)	(2.6857)	(1.7290)	Log(inf)
0.0000	(1.6150)	(1.9433)	(2.5828)	(11.3578)	0.0754	(1.6150)	(1.9432)	(2.5827)	(1.7542)	Log(i)
0.0000	(1.6150)	(1.9433)	(2.5832)	(15.7738)	0.1873	(3.1477)	(3.4455)	(4.0318)	(2.8363)	Log(tch)
0.0000	(2.5791)	(2.8846)	(3.4833)	(5.4078)	0.4833	(3.1480)	(3.4461)	(4.0331)	(2.2032)	Log(m)

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج Eviews 9.

الملحق رقم (15): نتائج اختبار **Lag critiria lengh** على سلسلة عوائد الأسهم في بورصة الدار البيضاء المغربية.

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-844.4509	NA*	161877.6*	14.83247*	14.85647*	14.84221*
1	-844.2920	0.312170	164284.6	14.84723	14.89523	14.86671
2	-844.2901	0.003726	167188.0	14.86474	14.93674	14.89396
3	-843.7216	1.097118	168461.2	14.87231	14.96832	14.91127
4	-842.3866	2.552915	167478.6	14.86643	14.98644	14.91514
5	-841.9606	0.807143	169180.7	14.87650	15.02051	14.93495
6	-841.4558	0.947642	170666.6	14.88519	15.05320	14.95338
7	-839.8355	3.013199	168832.3	14.87431	15.06632	14.95223
8	-838.5768	2.318706	168084.2	14.86977	15.08578	14.95744
9	-837.9691	1.108814	169265.7	14.87665	15.11667	14.97406
10	-837.6084	0.651741	171200.7	14.88787	15.15189	14.99502
11	-837.2025	0.726397	173025.5	14.89829	15.18631	15.01518
12	-836.6073	1.054522	174296.1	14.90539	15.21741	15.03202
13	-836.5936	0.024156	177382.4	14.92269	15.25872	15.05907
14	-836.4998	0.162782	180277.3	14.93859	15.29862	15.08471
15	-836.4756	0.041654	183450.6	14.95571	15.33974	15.11157
16	-835.8099	1.132861	184599.0	14.96158	15.36961	15.12717
17	-835.3077	0.845795	186297.1	14.97031	15.40234	15.14565

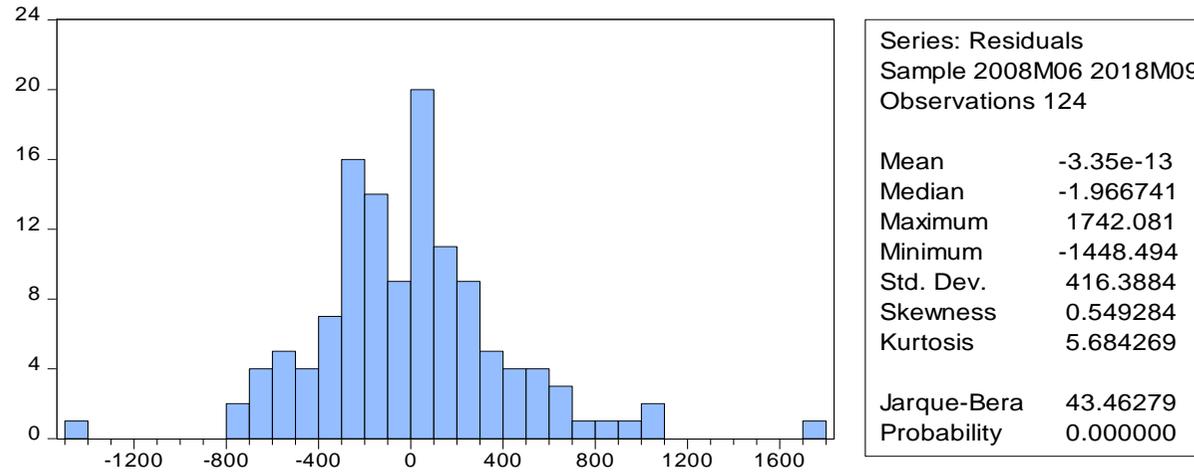
المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج **Eviews 9**.

الملحق رقم (16): نتائج اختبار ADF على سلسلة عوائد أسهم بورصة الدار البيضاء المغربية.

عند المستوى					ADF		
الاحتمال الموافق لإحصائية ديكي فولر	T المجدولة عند %10	T المجدولة عند %5	T المجدولة عند %1	إحصائية ديكي فولر	الاحتمال الموافق لمعلمت النمادج	معلمت نمادج ديكي فولر	النمادج
0,0000	(3,1472)	(3,4447)	(4,0301)	(12,2214)	0,1403	الاتجاه	النمادج الثالث
					0,1055	القاطع	
					0,0000	جذر الوحدة	
0,0000	(2,5786)	(2,8837)	(3,4812)	(12,0747)	(0,4955)	القاطع	النمادج الثاني
					0,0000	جذر الوحدة	
0,0000	(1,6150)	(1,9433)	(2,5828)	12,0804	0,0000	جذر الوحدة	النمادج الأول

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج Eviews 9.

الملحق رقم (17): اختبارات جودة النموذج المقدر لعوائد أسهم البورصة المغربية.
نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لأخطاء النموذج المقدر لعوائد أسهم البورصة المغربية.



نتائج اختبار ARCH في النموذج المقدر لعوائد أسهم البورصة المغربية.

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.562063	Prob. F(4,115)	0.6907
Obs*R-squared	2.301019	Prob. Chi-Square(4)	0.6806

نتائج اختبار Breush Godfrey في النموذج المقدر لعوائد أسهم البورصة المغربية.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.322570	Prob. F(4,110)	0.8623
Obs*R-squared	1.437636	Prob. Chi-Square(4)	0.8376

المصدر: تم إعداد الشكل والجداول بالاعتماد برنامج Eviews 9.

الملحق رقم (18): قيم مؤشر دزايير أندكس الشهرية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.

2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	السنة الشهر
1203.20	1293.28	1288.51	1209.91	1092.86	1289.51	1438.75	1290.82	1041.99	1010.88	1004.66	جانفي
1172.50	1288.41	1264.66	1194.59	1130.09	1289.51	1426.81	1306.37	1041.99	1010.88	1020.21	فيفري
1134.03	1291.49	1241.76	1191.53	1153.97	1289.51	1426.81	1382.84	1049.76	1010.88	1020.21	مارس
1200.42	1279.61	1238.17	1188.59	1143.69	1273.06	1372.55	1385.30	1049.76	1010.88	1017.10	أفريل
1198.06	1287.09	1241.38	1194.02	1157.41	1273.06	1372.55	1454.37	1073.09	1010.88	1018.66	ماي
1206.69	1260.38	1422.88	1232.47	1147.07	1284.23	1372.55	1458.48	1119.75	1018.66	992.22	جوان
1263.37	1294.77	1423.66	1232.47	1168.49	1255.00	1351.99	1458.48	1150.85	1018.66	1015.55	جويلية
1355.66	1302.69	1326.07	1255.87	1205.84	1258.42	1323.22	1454.37	1150.85	1018.66	992.22	أوت
1426.67	1299.99	1341.08	1262.84	1216.03	1258.42	1323.22	1454.37	1150.85	1018.66	992.22	سبتمبر
1445.70	1293.14	1298.79	1351.51	1196.59	1164.37	1289.51	1454.37	1150.85	1041.99	1000	أكتوبر
1444.15	1261.74	1290.46	1347.47	1194.80	1143.99	1289.51	1450.26	1197.51	1018.66	1018.66	نوفمبر
1470.18	1226.73	1289.24	1319.11	1187.38	1073.89	1289.51	1450.26	1228.61	1018.66	1010.88	ديسمبر

المصدر: موقع بورصة الجزائر، <http://www.sgbv.dz/ar/>، تاريخ الاطلاع: 2019/03/30، التوقيت: 16:00 سا.

الملحق رقم (19): قيم معدلات التضخم الشهرية في الجزائر خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.

السنة الشهر	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
جانفي	3.73	4.94	4.23	4.06	9.39	8.08	2.06	4.79	3.97	8.21	4.62
فيفري	3.81	5.06	3.66	4.32	10.42	6.25	2.24	5.75	3.04	8.30	3.01
مارس	4.02	5.04	3.10	4.51	11.16	5.24	2.22	5.43	4.61	7.06	2.53
أفريل	4.47	5.00	2.96	5.46	11.92	3.53	1.88	5.38	6.12	6.45	1.80
ماي	4.93	4.75	7.07	4.76	9.35	5.02	2.77	5.50	6.08	5.54	2.43
جوان	4.78	4.81	7.00	4.9	8.74	5.48	4.08	3.80	8.20	3.95	4.66
جويلية	4.40	5.19	4.26	6.67	9.28	4.43	4.36	3.36	7.43	3.75	5.92
أوت	4.25	7.32	3.89	7.91	8.12	3.33	3.87	4.22	6.35	5.16	4.71
سبتمبر	4.18	7.13	3.04	6.81	9.07	2.89	4.74	5.24	4.68	6.19	4.12
أكتوبر	4.18	6.95	3.32	7.13	10.18	0.95	6.80	5.10	4.76	7.31	2.86
نوفمبر	4.29	6.62	4.33	5.54	9.38	2.04	6.70	3.40	7.31	4.94	3.68
ديسمبر	4.46	3.36	5.84	6.85	9.42	2.51	4.66	3.84	6.95	4.62	3.99

المصدر: بيانات النشرة الاقتصادية الخاصة بالجزائر، <https://ar.tradingeconomics.com/algeria/inflation-cpi>، تاريخ الاطلاع: 2019/03/31، التوقيت: 15:00 سا.

الملحق رقم (20): قيم معدلات الفائدة الشهرية في الجزائر خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية 2018.

السنة الشهر	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
جانفي	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3.5	3.75
فيفري	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3.5	3.75
مارس	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3.5	3.75
أفريل	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3.5	3.75
ماي	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3.5	3.75
جوان	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3.75	3.75
جويلية	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3.75	3.75
أوت	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3.75	3.75
سبتمبر	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3.75	3.75
أكتوبر	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3.75	3.75
نوفمبر	4	4	4	4	4	4	4	4	3.5	3.75	3.75
ديسمبر	4	4	4	4	4	4	4	4	3.5	3.75	3.75

المصدر: بيانات النشرة الاقتصادية الخاصة بالجزائر، <https://ar.tradingeconomics.com/algeria/interest-rate>، تاريخ الاطلاع: 2019/03/31، التوقيت: 15:00 سا.

الملحق رقم (21): قيم أسعار صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي في الجزائر الشهرية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية 2018.

السنة الشهر	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
جانفي	66.936	72.055	73.056	72.874	75.267	77.530	78.364	90.600	107.5	110.4	113.4
فيفري	65.972	72.395	73.056	72.516	74.240	79.080	77.629	92.100	108.7	110.1	114.4
مارس	65.196	75.223	73.050	71.983	73.914	79.504	78.574	93.700	108.4	110.0	114.0
أفريل	65.4	72.575	73.470	71.169	74.084	78.805	78.580	97.100	109.0	109.6	115.0
ماي	63.882	71.687	73.481	72.113	76.718	79.237	79.121	99.400	110.6	108.8	116.5
جوان	62.827	72.905	74.613	71.780	79.026	80.202	79.251	99.100	110.3	108.3	117.5
جويلية	61.552	72.855	73.811	72.068	82.034	79.425	79.883	99.300	110.2	108.35	117.7
أوت	61.104	72.635	75.716	72.215	80.56	81.525	80.391	106.0	109.6	111.053	118.0
سبتمبر	61.155	72.483	74.096	74.707	79.424	81.685	83.217	106.2	109.5	113.097	118.3
أكتوبر	61.156	72.483	73.658	73.763	79.649	81.373	84.000	106.8	109.7	115	NA
نوفمبر	70.522	71.914	74.709	74.244	79.017	80.001	86.100	108.3	110.9	114.4	NA
ديسمبر	70.526	71.914	74.470	75.076	78.939	79.323	87.900	107.1	110.4	114.7	NA

المصدر: بيانات النشرات الفصلية الصادرة عن صندوق النقد العربي، <https://www.amf.org.ar/amdbqrt>، تاريخ الاطلاع: 2018/09/30، التوقيت: 15:00 سا.

الملحق رقم (22): قيم العرض النقدي بمفهومه الواسع الشهرية في الجزائر خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى غاية سنة 2018.

السنة الشهر	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
جانفي	6148.3	6881.5	7165.7	8310.6	10123.7	11199	12195.8	13765	14138.6	14068.1	15485.3
فيفري	6274	6828.3	7262.6	8410.2	10305.3	11291.5	12301.3	13472.7	14008.8	14141.5	15738.3
مارس	6268.9	6859.3	7369.4	8584.1	10522.7	11337.1	12565.9	13543.4	14001.2	14307.1	15638.3
أفريل	6435.2	6960.9	7398.6	8781.3	10433.7	11232.7	12582.2	13580.7	14092.2	14132.3	15751.6
ماي	6523.6	6879.1	7495.1	8947.7	10481.7	11233.5	12739.4	13639.7	14110.1	14150.9	15830.6
جوان	6602.1	6877.5	7583.8	8839.7	10626.1	11261.5	12858.5	13669	13887.3	14406.1	15995.4
جويلية	6616.7	6938.1	7684.6	9103.9	10784.1	11511.7	13193.4	13782.6	13893.3	14626.2	16190.1
أوت	6565.9	7031.4	7794	9364.6	10748.6	11635.1	13316	13762.4	14080.2	14712.6	16260.8
سبتمبر	6635.6	7089	7932.3	9325.6	10944.6	11760.4	13382.1	13797.9	14084.7	14573.8	16159.2
أكتوبر	6760.5	7051.9	8081.9	9529.2	11140.6	11826.2	13560.3	13796.8	14045.3	14697.1	16242.3
نوفمبر	6909	7055.5	8086.5	9681	11185	11914.1	13751.4	13824.4	14064	15036.9	16857.8
ديسمبر	6956	7178.7	8162.8	9751.8	11067.6	11941.5	13673.2	13704.5	13945.1	14974.6	16636.7

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على النشرات الإحصائية الثلاثية الصادرة عن بنك الجزائر خلال الفترة (2008-2018)، https://www.bank-of-algeria.dz/html/bulletin_statistique، تاريخ

الإطلاع: 2019/04/04، التوقيت: 10.00 سا.

الملحق رقم (23): نتائج اختبار **Lag length criteria** على السلسلة الزمنية الخاصة بمعدل التضخم في الجزائر.

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-253.4255	NA	4.888645	4.424792	4.448661	4.434480
1	-182.2770	139.8223	1.443317	3.204818	3.252556*	3.224194
2	-180.4024	3.651530	1.421540	3.189606	3.261213	3.218671
3	-179.7613	1.237451	1.430466	3.195849	3.291325	3.234602
4	-179.7372	0.046257	1.454988	3.212820	3.332165	3.261261
5	-177.2104	4.789836	1.416920	3.186268	3.329482	3.244398
6	-176.8135	0.745451	1.431940	3.196757	3.363840	3.264575
7	-176.5328	0.522348	1.450074	3.209266	3.400218	3.286773
8	-176.2100	0.595156	1.467392	3.221043	3.435864	3.308238
9	-174.5931	2.952623	1.451906	3.210314	3.449004	3.307197
10	-172.2255	4.282113	1.417991	3.186531	3.449090	3.293103
11	-168.0773	7.430811	1.342675	3.131779	3.418206	3.248038
12	-163.3275	8.425623	1.258171	3.066566	3.376863	3.192514
13	-159.6208	6.510886*	1.200610*	3.019493*	3.353659	3.155129*
14	-159.5776	0.075230	1.221097	3.036132	3.394167	3.181456
15	-158.6329	1.626564	1.222665	3.037093	3.418997	3.192106
16	-158.6242	0.014823	1.244382	3.054333	3.460106	3.219034
17	-158.6154	0.014787	1.266541	3.071572	3.501214	3.245962

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج **Eviews 9**.

الملحق رقم (24): نتائج اختبار **Lag length criteria** على السلسلة الزمنية لأسعار الفائدة في الجزائر.

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	60.63327	NA	0.020755	-1.037100	-1.013231	-1.027412
1	178.2718	231.1854	0.002730	-3.065597	-3.017859*	-3.046221*
2	178.3340	0.121048	0.002775	-3.049287	-2.977680	-3.020222
3	178.4019	0.131025	0.002820	-3.033076	-2.937600	-2.994323
4	178.4763	0.142390	0.002866	-3.016979	-2.897634	-2.968538
5	178.5583	0.155422	0.002912	-3.001014	-2.857800	-2.942884
6	178.6490	0.170467	0.002959	-2.985201	-2.818118	-2.917383
7	178.7501	0.187975	0.003006	-2.969566	-2.778614	-2.892060
8	187.4776	16.08910*	0.002628*	-3.103959*	-2.889138	-3.016764
9	187.4911	0.024516	0.002674	-3.086801	-2.848111	-2.989918
10	187.5055	0.026116	0.002720	-3.069661	-2.807102	-2.963090
11	187.5211	0.027895	0.002768	-3.052540	-2.766113	-2.936281
12	187.5379	0.029880	0.002816	-3.035442	-2.725145	-2.909494
13	187.5562	0.032107	0.002865	-3.018369	-2.684203	-2.882732
14	187.5761	0.034616	0.002916	-3.001323	-2.643289	-2.855999
15	189.4088	3.155361	0.002875	-3.015804	-2.633901	-2.860792
16	189.4132	0.007509	0.002926	-2.998490	-2.592717	-2.833789
17	189.4180	0.008096	0.002978	-2.981182	-2.551540	-2.806793

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج **Eviews 9**.

الملحق رقم (25): نتائج اختبار Lag length criteria على السلسلة الزمنية لأسعار سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي.

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-473.7001	NA	281.1562	8.476787	8.501059	8.486635
1	-183.4418	570.1501*	1.605745	3.311461	3.360006*	3.331157*
2	-182.1880	2.440369	1.598499*	3.306929*	3.379746	3.336474
3	-181.9800	0.401318	1.621293	3.321071	3.418160	3.360463
4	-180.4932	2.840816	1.607308	3.312378	3.433740	3.361618
5	-180.3500	0.270950	1.632161	3.327679	3.473313	3.386767
6	-180.0396	0.582103	1.652482	3.339992	3.509899	3.408929
7	-179.0227	1.888505	1.652117	3.339691	3.533869	3.418475
8	-178.3290	1.275943	1.661350	3.345160	3.563611	3.433793
9	-178.3000	0.052788	1.690627	3.362500	3.605223	3.460980
10	-178.1239	0.317665	1.715955	3.377212	3.644207	3.485540
11	-177.9578	0.296449	1.742033	3.392104	3.683372	3.510281
12	-177.9002	0.101875	1.771996	3.408933	3.724473	3.536957
13	-176.6113	2.255596	1.763342	3.403773	3.743586	3.541646
14	-176.5487	0.108480	1.793653	3.420512	3.784597	3.568233
15	-176.5199	0.049278	1.825669	3.437856	3.826213	3.595425
16	-176.4928	0.046054	1.858399	3.455228	3.867858	3.622645
17	-174.7644	2.901214	1.835204	3.442222	3.879123	3.619486

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج Eviews 9.

الملحق رقم (26): نتائج اختبار **Lag length criteria** على السلسلة الزمنية للعرض النقدي بمفهومه الواسع في الجزائر.

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1045.378	NA	7628811.	18.68532	18.70959	18.69517
1	-702.8334	672.8552	17127.44	12.58631	12.63486*	12.60601*
2	-702.7291	0.203056	17403.74	12.60230	12.67512	12.63185
3	-702.6515	0.149519	17693.11	12.61878	12.71587	12.65817
4	-702.3273	0.619499	17908.44	12.63084	12.75221	12.68009
5	-701.1599	2.209803	17855.74	12.62785	12.77349	12.68694
6	-700.9142	0.460599	18098.99	12.64133	12.81123	12.71026
7	-697.5915	6.170825	17365.04	12.59985	12.79403	12.67863
8	-697.5484	0.079220	17666.15	12.61694	12.83539	12.70557
9	-697.3042	0.444773	17908.52	12.63043	12.87316	12.72891
10	-695.3829	3.465286	17619.08	12.61398	12.88098	12.72231
11	-694.5078	1.562523	17661.81	12.61621	12.90748	12.73439
12	-691.5756	5.183834	17066.64	12.58171	12.89725	12.70973
13	-689.7815	3.139643	16830.77	12.56753	12.90734	12.70540
14	-684.2233	9.627658	15519.79	12.48613	12.85021	12.63385
15	-683.8442	0.649874	15698.30	12.49722	12.88557	12.65479
16	-681.0371	4.761966*	15205.85*	12.46495*	12.87758	12.63237
17	-680.9426	0.158640	15460.63	12.48112	12.91802	12.65838

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج **Eviews 9**.

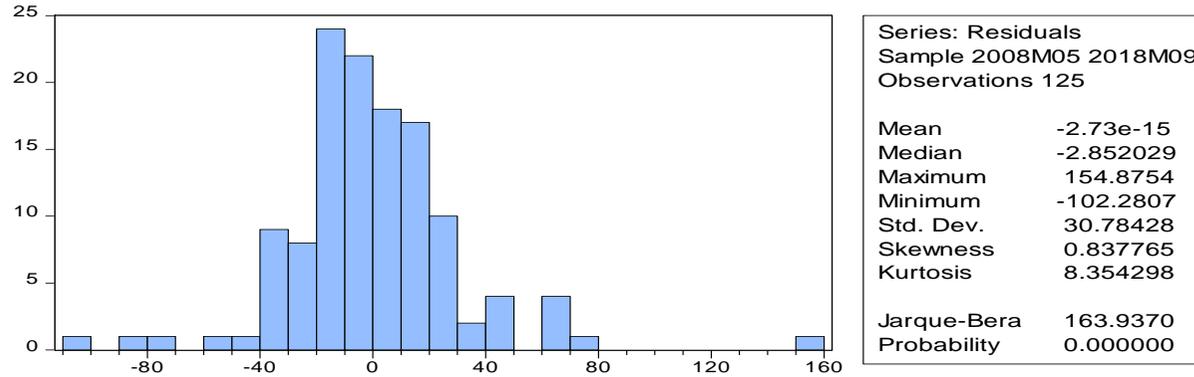
الملحق رقم (27): نتائج اختبار ديكي فولر 1

الفرق الأول					عند المستوى					ADF
T	T	T	الاحتمال	إحصائية ديكي فولر	T	T	T	الاحتمال	إحصائية ديكي فولر	المتغيرات
المجدولة عند %10	المجدولة عند %5	المجدولة عند %1			المجدولة عند %10	المجدولة عند %5	المجدولة عند %1			
(1.6150)	(1.9433)	(2.5828)	0.000	(9.3581)	(1.6150)	(1.9432)	(2.5827)	0.9293	1.1021	indice
(1.6150)	(1.9433)	(2.5828)	0.000	(11.357)	(3.1470)	(3.4444)	(4.0295)	0.2406	(2.6946)	i
(1.6150)	(1.9433)	(2.5828)	0.000	(10.3940)	(1.6150)	(1.9432)	(2.5827)	0.2246	(1.1570)	inf
(1.6150)	(1.9433)	(2.5832)	0.000	(9.6362)	(3.1475)	(3.4453)	(4.0313)	0.7699	(1.6441)	tch
(2.5789)	(2.8842)	(3.4824)	0.000	(11.3986)	(2.5788)	(2.8841)	(3.4820)	0.9391	(0.1615)	M

المصدر: تم إعداد الجدول بالاعتماد على برنامج Eviews 9.

الملحق رقم (28): اختبارات جودة النموذج المقدر لعوائد الأسهم لبورصة الجزائر.

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لنموذج عوائد الأسهم لبورصة الجزائر.



نتائج اختبار ARCH لنموذج مؤشر العائد السوقي لأسهم بورصة الجزائر.

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.179728	Prob. F(1,122)	0.6724
Obs*R-squared	0.182405	Prob. Chi-Square(1)	0.6693

نتائج اختبار وجود مشكلة الارتباط التسلسلي لنموذج عوائد الأسهم في بورصة الجزائر.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.940892	Prob. F(1,114)	0.1663
Obs*R-squared	2.092545	Prob. Chi-Square(1)	0.1480

المصدر: تم إعداد الجداول والشكل بالاعتماد على برنامج Eviews 9.

تم بحمد الله