



NEAR EAST UNIVERSITY  
INSTITUTE OF GRADUATE STUDIES  
BUSINESS ADMINISTRATION PROGRAM

# **THE IMPACT OF MACROECONOMIC VARIABLES ON SAUDI STOCK PRICES**

ESSAM ABDRABOU MOHAMMED MUSTAFA

MASTER'S THESIS

NICOSIA  
2021

# **THE IMPACT OF MACROECONOMIC VARIABLES ON SAUDI STOCK PRICES**

ESSAM ABDRABOU MOHAMMED MUSTAFA

NEAR EAST UNIVERSITY GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES  
MBA PROGRAM

MASTER'S THESIS

THESIS SUPERVISOR  
DR.GAMAL ABDEL AZIZ ELDEIASTI

NICOSIA  
2021

# أثر المتغيرات الإقتصادية الكلية على أسعار الأسهم السعودية

بحث مقدم لنيل درجة الماجستير في إدارة الاعمال

إعداد / عصام عيد ربه محمد مصطفى

إشراف الدكتور /جمال عبدالعزيز الديسبي

NICOSIA  
2021

## **ACCEPTANCE/APPROVAL**

We as the jury members certify the **THE IMPACT OF MACROECONOMIC VARIABLES ON SAUDI STOCK PRICES** ' prepared by the ESSAM ABDRABOU MOHAMMED MUSTAFA defended on 06/01/21 has been found satisfactory for the award of degree of Master / Phd

### **JURY MEMBERS**

.....  
**DR.GAMAL ABDEL AZIZELDEIASTI**

Neu Near East University  
Faculty of Economics and Administrative Sciences / Department of Business  
Administration

.....  
**DR.MOHAMMED LOTFY**

Neu Near East University  
Faculty of Economics and Administrative Sciences / Department of Business  
Administration

.....  
**DR.MAHMOUD SOLYMAN**  
IMAM SAUD UNIVERSITY

Faculty of Economics and Administrative Sciences / Department of Business  
Administration Department

.....  
**Prof. Dr. K. Hüsnü Can Başer**  
Director of Institute of Graduate Studies

## DECLARATION

I ESSAM ABDRABOU MOHAMMED MUSTAFA, hereby declare that this dissertation entitled 'THE IMPACT OF MACROECONOMIC VARIABLES ON SAUDI STOCK PRICES' has been prepared myself under the guidance and supervision of 'DR.GAMAL ABDEL AZIZ EL DEIASTI' in partial fulfilment of the Near East University, Graduate School of Social Sciences regulations and does not to the best of my knowledge breach and Law of Copyrights and has been tested for plagiarism and a copy of the result can be found in the Thesis.

- The full extent of my Thesis can be accesible from anywhere.
- My Thesis can only be accesible from Near East University.
- My Thesis cannot be accesible for two(2) years. If I do not apply for extention at the end of this period, the full extent of my Thesis will be accesible from anywhere.

Date

Signature

ESSAM ABDRABOU MOHAMMED

## **ABSTRACT:**

### **THE IMPACT OF MACROECONOMIC VARIABLES ON SAUDI STOCK PRICES**

It is a matter of fact that financial markets are taking a remarkable place in the global economy nowadays such a position has been obtained due to its role in promoting the economic development .A review of the literature has shown that there is a tighted relationship among the extent to which a financial market is developed and to which extent the economic development is realized

This study sought to analyze the impact of some macroeconomic variables on the performance of the Saudi stock exchange market. The study variables are represented by the market indicator (General Share Price Index PIND) which is the dependent variable, the variables of the Gross Domestic Product (GDP), the Money Supply (M3), the Interest Rate (INT), the Inflation (INF) represented by the general cost of living index, and the Exchange Rate (EXR) as independent variables for a sample period from the first quarter of 1985 to the fourth quarter 2018,

The study used the inductive method to derive hypotheses and the Multiple Linear Regression , Co-integration test and ErrorCorrection Model (ECM) to test the validity of these hypotheses.

The results of this study found that there is a significant effect of these variables on the Dependent variable in the long and short run, and the existence of a long run equilibrium relationship between the macroeconomic variables and the General Share Price Index, which is confirmed by the theoretical relationship between them, with a positive effect and morale and causality relations, run on long and short terms from the independent variables into the General Share Price Index.

The results of the research revealed a positive relationship between the independent variables "Gross Domestic Product, Money Supply, and Exchange Rate" and the dependent variable, General Share Price Index however "the Inflation" have negative effects."

**ÖZ:****MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERİN SUUDİ HİSSE SENEDİ FİYATLARINA ETKİSİ**

Finansal piyasaların günümüzde küresel ekonomide kayda değer bir yer tuttuğu bir gerçektir. Ekonomik kalkınmanın desteklenmesindeki rolü nedeniyle böyle bir konum elde edilmiştir. Bir finansal piyasanın ne ölçüde geliştirildiği ve ekonomik kalkınmanın ne ölçüde gerçekleştirildiği Bu çalışma, bazı makroekonomik değişkenlerin Suudi menkul kıymetler borsasının performansı üzerindeki etkisini analiz etmeyi amaçladı. Çalışma değişkenleri, bağımlı değişken olan piyasa göstergesi (Genel Hisse Fiyat Endeksi PIND), Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) değişkenleri, Para Arzı (M3), Faiz Oranı (INT), Enflasyon ( INF) 1985'in ilk çeyreğinden 2018'in dördüncü çeyreğine kadar örnek bir dönem için bağımsız değişkenler olarak genel yaşam maliyeti endeksi ve Döviz Kuru (EXR) ile temsil edilir, Çalışma, hipotezleri türetmek için tümevarım yöntemini ve bu hipotezlerin geçerliliğini test etmek için Çoklu Doğrusal Regresyon, Eş entegrasyon testi ve Hata Düzeltme Modeli'ni (ECM) kullandı.

Bu çalışmanın sonuçları, bu değişkenlerin Bağımlı değişken üzerinde uzun ve kısa vadede anlamlı bir etkisinin olduğunu ve makroekonomik değişkenler ile Genel Hisse Fiyat Endeksi arasında uzun dönemli bir denge ilişkisinin varlığını ortaya çıkarmıştır. aralarındaki pozitif etki, moral ve nedensellik ilişkileri olan teorik ilişki, bağımsız değişkenlerden Genel Hisse Senedi Endeksi'ne kadar uzun ve kısa vadede ilerler. Araştırma sonuçları, "Gayri Safi Yurtiçi Hasıla, Para Arzı ve Döviz Kuru" bağımsız değişkenleri ile bağımlı değişken Genel Hisse Fiyat Endeksi arasında pozitif bir ilişki olduğunu ancak "Enflasyon" un olumsuz etkileri olduğunu ortaya koymuştur.

## المخلص

أصبحت الأسواق المالية تحتل مكانا بارزا في الإقتصاد العالمي المعاصر، من خلال دعمها للنمو الإقتصادي و دعم الأسواق المالية للتنمية الإقتصادية و التي تم إثباتها في الجانب النظري، و تبين معها بين مدى تطور السوق المالي و أثرها في تحقيق التنمية الإقتصادية.

و قد سعت هذه الدراسة إلى تحليل أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية السعودية، تمثلت بمتغيرات الدراسة في المؤشر العام لأسعار الأسهم كمتغير تابع، أما المتغيرات المستقلة فتمثلت في:

- الناتج المحلي الإجمالي GDP بالأسعار الجارية.

- العرض النقدي M3 .

- التضخم INF ممثلا بالرقم القياسي العام لتكلفة المعيشة لجميع السكان كمقياس له.

- وسعر الصرف الدولار مقابل الريال السعودي EXR .

خلال الفترة من 1985 حتى 2019 .

إستخدمت الدراسة المنهج الإستقرائي لإشتقاق الفرضيات بينما استخدمت المنهج الاحصائي الكمي - الانحدار الخطي المتعدد و إختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ لإختبار صحة هذه الفرضيات .

توصلت الدراسة إلى وجود أثر جوهري لتلك المتغيرات على مؤشر العام للأسهم على المدى الطويل و القصير، والى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات و لا تبعد كثيرا عن بعضها البعض في المدى الطويل بحيث أظهرت سلوكا متشابهها، وهو ما تؤكد العلاقة النظرية بينهما , مع وجود اثر موجب ومعنوي و علاقة سببية طويلة و قصيرة الأجل من المتغيرات المستقلة على المؤشر العام لأسعار الأسهم، وكشفت نتائج البحث عن وجود علاقة طردية بين المتغيرات المستقلة المتمثلة في الناتج المحلي الإجمالي والعرض النقدي وسعر الصرف والمتغير التابع المتمثل في المؤشر العام لأسعار الأسهم وعلاقة عكسية مع التضخم .



بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

وَقُلْ رَبِّ زِدْنِيْ عِلْمًا

" صدق الله العظيم "

(طه آية 114)

{ شكر وتقدير }

الحمد لله على فضلة و اتوجه بالشكر و الإحترام إلى

الأستاذ الدكتور/ جمال عبدالعزيز الديسبي أستاذ الاقتصاد- جامعة الامام محمد بن سعود  
الاسلامية

و الدكتور/ محمد لطفي أستاذ المالية بكلية ادارة الاعمال - جامعة طيبة محكّما ومناقشا لهذا  
العمل.

و الدكتور/ محمود سليمان أستاذ القانون - جامعة الامام محمد بن سعود الاسلامية - محكّما  
ومناقشا لهذا العمل.

و إلى / جامعة الشرق الأدنى و لكافة أعضاء هيئة التدريس عامة.  
والله من وراء القصد إنه نعم المولى ونعم النصير.

الباحث

## فهرس المحتويات

	الفصل الأول
1	الإطار العام للدراسة.....
1	تمهيد.....
1	أولاً: مشكلة الدراسة.....
2	ثانياً: أهمية الدراسة.....
2	ثالثاً: أهداف الدراسة.....
3	رابعاً: فرضيات الدراسة.....
3	خامساً: متغيرات الدراسة.....
4	سادساً: أدوات الدراسة.....
4	سابعاً: منهج الدراسة.....
4	ثامناً: نطاق الدراسة.....
4	تاسعاً:.....
8	عاشراً : مكونات الدراسة.....
10	الفصل الثاني
10	مقدمة.....
11	المبحث الأول : نظرة عامة حول أسواق المال.....
17	المبحث الثاني : سوق الأوراق المالية كفرع من سوق المال.....
25	المبحث الثالث : سوق رأس المال كفرع من سوق الأوراق المالية.....
34	دور السوق المالي في دعم الاقتصاد.....
34	الفصل الثالث
35	المبحث الأول: دور السوق المالي في دعم الاقتصاد.....
39	المبحث الثاني: المؤشرات الرئيسية لأداء السوق المالي.....
45	المبحث الثالث: تطور سوق المال السعودي.....
54	الفصل الرابع
54	أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الأسهم السعودية.....

54	مقدمة.....
54	المبحث الأول: إستعراض نظري لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية.....
54	المبحث الأول: إستعراض نظري لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية.....
76	الملخص والتوصيات.....
81	المراجع .....

## فهرس الجداول

الصفحة	البيان	الجدول
52	مقارنة "نمو" سوق الإستثمار البديل في مؤشر فاينانشيال تايمز	3-1
53	تصنيف الشركات حسب الهيئة السعودية للشركات الصغيرة و المتوسطة	3-2
56	أثر اجمالي الناتج المحلي على أسعار الأسهم السعودية	4-3
57	المعروض النقدي بمعناه الواسع بالأسعار الجارية للعملة المحلية	4-4
60	معدل التضخم السنوى	4-5
63	اختبار فترة الابطاء	4-6
64	نتائج اختبار تحديد فترة التباطؤ المثلى	4-7
65	نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسن اختباري الأثر والقيم المميزة العظمى	4-8
70	نتائج تقدير معادلة الانحدار المتعدد.	4-9
74	نتائج تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ.	4-10
76	نتائج اختبار السببية فى الأجل الطويل	4-11
76	نتائج اختبار السببية فى الأجل القصير	4-12

## فهرس الأشكال

الصفحة	البيان	الشكل
19	هيكل سوق الأوراق المالية	2-1
21	الأسواق المالية و مكوناتها	2-2
26	يوضح انواع سوق رأس المال	2-3
29	الفرق بين السوق الرئيسي والسوق الموازي في سوق المال السعودي	2-4
38	العلاقة بين مستويات الكفاءة الثلاثة	3-5
55	العلاقة بين الدورات التجارية ودورات سوق الأوراق المالية	4-6
55	العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر داو جونز في الولايات المتحدة	4-7

**الكلمات المفتاحية :****Keywords:**

Macroeconomic variables	المتغيرات الاقتصادية الكلية
stock market performance	أداء سوق الأوراق المالية
Error Correction Model	اختبار التكامل المشترك
Co-integration test	نموذج تصحيح الخطأ
Saudi stock exchange market	سوق الأسهم السعودي
Macroeconomy	الاقتصاد الكلي
Financila Market	السوق المالي
Market Value	القيمة السوقية
Trading Volume	حجم التداول
Multiple Linear Regression	الإنحدار الخطي المتعدد

## الفصل الأول

### الإطار العام للدراسة

#### تمهيد

تعد أسواق المال أداة هامة في القطاع المالي الذي يمثل الأساس للتنمية الاقتصادية المتواصلة ، حيث تعد الأسواق المالية مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي العام مما يجعل استقرارها بمثابة مقياس لمدى نجاح السياسات الاقتصادية، وعليه فإن تحليل حالة عدم الاستقرار في الأسواق المالية ، المتمثلة بزيادة مخاطر تقلبات مؤشرات أداءها ، يدفعنا للتعرف على العوامل المسببة لهذه التقلبات وكيفية انتقال آثارها إليها .

و تتأثر أسواق الأوراق المالية بمختلف العوامل والأحداث من داخل السوق أو من خارجه، إذ تعتبر السوق المالية سوق ذات كفاءة عالية ، إذا ما استجابت أسعار الأسهم والمؤشرات للمعلومات الواردة إقتصادية كانت أو مالية أو سياسية أو أي أحداث أخرى يتلقاها المتعاملين في السوق ، ، يضاف إليها السجل التاريخي لأسعار الأسهم ، والتي من شأنها تغيير نظرة المتعاملين إلى الجهات المصدرة للأسهم والسوق ككل .

يهتم التحليل الأساسي لسوق الأوراق المالية بتحليل هذه العوامل من عدة جوانب ، بدءا بتحليل الظروف الاقتصادية الكلية المحيطة بالأسواق المالية وتأثيرها عليها، ثم تحليل ظروف القطاعات المكونة لهذه الأسواق، وأخيرا تحليل ظروف الشركات المدرجة بها، وهناك عدة مؤشرات تتابع أداء السوق المالي ،و التقلبات التي تطرأ عليه و اسبابها و الأدوات التي تنتج عنها تلك الأسباب، و ستنم في هذا البحث دراسة أثر متغيرات الاقتصاد الكلي متمثلة ب :

معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، العرض النقدي ، معدل التضخم، وسعر الصرف الحقيقي الفعّال في أداء السوق المالي، للوصول الى التعرف على مستوى التأثير المتبادل بين وضع السوق المالي من خلال مؤشرات الرئيسية و الأداء الإقتصادي و مستوى تأثير المتغيرات الإقتصادية على سعر السهم ، و من هنا يتضح لنا مشكلة الدراسة.

#### أولا : مشكلة الدراسة

تعكس مؤشرات السوق إتجاه التغيرات في اسعار الأسهم حيث يستعين بها المتعاملين في السوق للتنبؤ بالأسعار المستقبلية للأسهم و بالتالي إتخاذ قرارات البيع و الشراء و تكوين محافظهم الإستثمارية و بالرغم من صعوبة التحكم ببعض المتغيرات الخارجية السياسية و الإقتصادية على أداء السوق المالي و بالتالي على المؤشر العام للأسعار و أحجام التداول من فترة لأخرى ، إلا انه يعتمد على تلك المتغيرات في التنبؤ بالأوضاع المستقبلية للبلاد و بالتالي على أداء السوق المالي .

و بالتالي تحاول الدارسة الاجابة علي السؤال الرئيسي التالي :

**هل هناك تأثيرات لمتغيرات الإقتصاد الكلي على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية السعودي ؟**

و لبيان تأثير أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية على سوق الأوراق المالية السعودي ، قمنا بإثارة الأسئلة الفرعية التالية :

- ما هي طبيعة العلاقة بين المتغيرات التابعة و المتغيرات المستقلة ؟

- ما هو أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الأصول المالية ؟



- ما هي درجة هذه الآثار وما مدى استمراريتهما ؟
- ما مدى معنوية المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة ؟
- هل هناك علاقة سببية بين أحجام التداول و العوامل الاقتصادية الكلية ؟
- هل الأسواق المالية تستجيب لتوقعات هذه المتغيرات في المستقبل ؟
- ما مدى إستجابة سوق المال السعودي للمتغيرات الحاصلة في المتغيرات الكلية ؟

### ثانيا :أهمية الدراسة:

تبرز أهمية الدراسة لتناولها لموضوع مهم للإقتصاد السعودي لكون سوق المال السعودي يشكل رافدا مهما لتمويل الفرص الإستثمارية المتاحة و التوزيع الأمثل لمصادر التمويل المتاحة حيث يستدل المستثمرون بمؤشرات أداء السوق من أجل إتخاذ القرارات الإستثمارية قد تسهم في رفع مستوى السيولة و تحقيق عوائد عالية و الحد من حجم المخاطر .

و لذا فإن تحديد أثر متغيرات الإقتصاد الكلى في أداء السوق المالى السعودي من أجل معرفة درجة تأثير كل متغير من متغيرات الدراسة يساعد في الوصول إلى نموذج واقعي يحكم التأثيرات المتبادلة بين وضعية السوق و أداء الإقتصاد الكلى.

كما تكمن أهمية الدراسة أيضا في الفترة الزمنية للدراسة حيث شهدت فيها السوق المالية كثير من المتغيرات بجانب محاولات جادة لتحريير السوق و تطويره و زيادة شفافيته إضافة لما شهده الإقتصاد السعودي من تطور و تغيرات خلال تلك الفترة و بشكل قد يساعد أيضا في معرفة ما إذا كانت مؤشرات السوق المالى دليلا على الوضع الإقتصادى السائد . ويهتم التحليل الأساسى لسوق الأوراق المالية بتحليل هذه العوامل من عدة جوانب، بدءا بتحليل الظروف الاقتصادية الكلية المحيطة بالأسواق المالية وتأثيرها عليها، ثم تحليل ظروف القطاعات المكونة لهذه الأسواق، وأخيرا تحليل ظروف الشركات المدرجة بها

### ثالثا :أهداف الدراسة :

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على المستوى الأولى من التحليل الأساسى وذلك لبيان تأثير أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية على سوق الأوراق المالية، حيث تحاول هذه الرسالة الإجابة علي الأسئلة الآتية : ما هو أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الأصول المالية ؟ ما هي درجة هذه الآثار وما مدى استمراريتهما؟ هل الأسواق المالية تستجيب لتوقعات هذه المتغيرات في المستقبل؟. ولغرض الوصول إلى هدف الدراسة، اعتمدنا على فرضية مفادها أن للمتغيرات الاقتصادية الكلية المختلفة دورا مؤثرا في تفسير أسعار الأصول المالية، إلا أن درجة التأثير تختلف من متغير إلى آخر، حيث أن هناك علاقة سببية طويلة وقصيرة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية والمؤشر العام لأسعار الأسهم. ويتم الإجابة على هذه الأسئلة واختبار صحة هذه الفرضية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي، باعتبارها أكبر سوق مالى عربى من حيث القيمة السوقية للشركات المدرجة فيها، وأهميتها النسبية بالنسبة للأسواق المالية العربية.

- يتمثل الهدف من الدراسة إلى تسليط الضوء على مدى تأثير المتغيرات الاقتصادية المستقلة على تذبذب أسعار الأسهم و قياس العلاقة بين متغيرات الإقتصاد الكلى و مؤشر أداء السوق المالى السعودي (الرقم القياسى لأسعار الأسهم – حجم التداول – معدل دوران السهم)

- الإطلاع على نشاط سوق المال السعودي من خلال تطور الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية و حجم التداول الذى يعكس سيولة السوق على المستوى القصير و الطويل.

#### رابعاً : فرضيات الدراسة :

للإجابة على ما سبق افترضنا الاتي:

ما مدي تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية المختلفة علي مؤشر أداء سوق الأوراق المالية السعودي لذلك نفترض ما يلي :

**الفرضة الاولى (H1) :** توجد علاقة موجبة بين مؤشر السهم في سوق الاوراق المالية السعودي INDX و معدل

النمو في الناتج المحلي الإجمالي GDP

**الفرضية الثانية (H0) :** لا توجد علاقة ذات دلالات احصائية عند مستوي معنوية .05 بين مؤشر السهم في سوق الاوراق المالية السعودي وسعر الصرف الحقيقي الفعال.

**الفرضية الثالثة (H0) :** لا توجد علاقة ذات دلالات احصائية عند مستوي معنوية .05 بين مؤشر السهم في سوق الاوراق المالية السعودي و معدل التضخم.

**الفرضية الرابعة (H1) :** توجد علاقة ذات دلالات احصائية عند مستوي معنوية .05 بين مؤشر السهم في سوق الاوراق المالية السعودي وحجم العرض النقدي.

**الفرضية الخامسة (H1) :** وجود علاقة توازن طويلة الأجل بين مؤشر أسعار الأسهم والمتغيرات المستقلة، **الفرضية السادسة (H0) :** عدم معنوية معظم معلمات النموذج (الناتج المحلي الإجمالي GDP ، ونسبة M3 إلى GDP، سعر الصرف EXR ، التضخم INF).

**الفرضية السابعة (1H) :** توجد علاقة سببية قصيرة الأجل من المتغيرات المستقلة إلى المتغير التابع المتمثل في المؤشر العام لأسعار الأسهم INDX.

#### خامساً : متغيرات الدراسة

بما أن الدراسة المراد توصيفها نموذج لقياس تقوم على أساس أثر متغيرات الإقتصاد الكلى على أداء السوق السعودي خلال الفترة من 1985 إلى 2019 فإن عملية الصياغة الهيكلية لمعالم النموذج تتطلب تحديد الشكل الأول لإتجاه العلاقة و هو يعنى أن متغيرات الإقتصاد الكلى هي المتغيرات المؤثرة (المستقلة) و هي :

- الناتج المحلي الإجمالي

- المعروض النقدي

- التضخم

- سعر الصرف

أما المتغيرات المستجابة التابعة فيعبر عنها بما يلي:

- الرقم القياسي لأسعار الأسهم

- القيمة السوقية

- معدل دوران السهم

- مؤشر أداء سوق الأوراق المالية

### سادسا: أدوات الدراسة

يتم استخدام بيانات سنوية على مؤشرات الإقتصاد الكلى السعودى و نشاط المالى السعودى خلال الفترة المحددة ، تم جمع البيانات من نشرات البنك الدولى و سوق المال السعودى و الأبحاث و الدراسات ذات العلاقة بشكل عام إضافة إلى المعلومات الرسمية الصادرة من الهيئة العامة للإحصاء و نشرات CMA & SAMA.

### سابعاً : منهج الدراسة

تستخدم الدراسة بيانات سنوية للفترة من 1985- 2019 لكل من المتغيرات الاقتصادية محل الدراسة و المتغيرات التابعة المستقلة المتمثلة فى الارقام القياسية لسعر السهم و حجم التداول و سوف تعتمد الدراسة على :

- المنهج الوصفى التحليلى (الإستقرائى) من خلال جمع المعطيات النظرية و تحليلها تحليلاً وصفياً.

منهج التحليل القياسى من ثم الإعتماد على البيانات التى تم جمعها و تحليلها بإستخدام نموذج قياسى و المتمثل فى تحليل الإنحدار المتعدد لإختبار أثر كل المتغيرات المستقلة على المتغير التابع ثم معالجة البيانات بإستخدام البرنامج الإحصائى E-Views حيث يتشكل النموذج من أحد متغيرات السوق المالى كمتغير تابع و متغيرات الإقتصاد الكلى المراد بيان أثرها على ذلك المتغير كمتغير مستقل (وهم : الناتج المحلى الإجمالى ، المعروض النقدى ، التضخم، سعر الصرف)

### ثامناً : نطاق الدراسة

- الحدود الزمنية : الفترة من 1985 إلى 2019
- الحدود المكانية : سوق الأوراق المالية السعودى

### تاسعاً : الدراسات السابقة

هناك العديد من الدراسات المهمة تم انجازها حول تحليل الآثار المختلفة للمتغيرات الاقتصادية الكلية على الاسواق المالية وفيما يلي استعراض لأهم الدراسات العربية والأجنبية التي تخص الموضوع .

#### أ - الدراسات العربية

كما أن هناك دراسات عربية تناولت اسواق مال عربية نعرض هنا بعضها حيث اعتمدت تلك الدراسات على مدد زمنية متباينة خلال السنوات الماضية بما يشير إلى الأهمية المتزايدة للأسواق المالية و أثرها على دفع عجلة التنمية الإقتصادية و معدل النمو الإقتصادى للدول المختلفة ، كما تنوعت أساليب القياس المستخدمة فى تلك الدراسات ما بين تحليل السلاسل الزمنية و تحليل التكامل المشترك و معادلة الإنحدار الخطى و إختبار الدورات .

و قد تفاوتت مدد السلاسل الزمنية المدرجة فى عمليات تقييم تلك الدراسات ، و فيما يلى عرض مختصر لتلك الدراسات :

\* أحمد بن محمد العامري أثر هيكل الملكية على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالى: دراسة تطبيقية على المصارف المدرجة فى السوق المالى السعودى،

هدفت هذه الدراسة إلى بناء نموذج مفاهيمي يتناول هيكل الملكية كعامل وسيط يؤثر على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالى وفحصه بالتطبيق على جميع المصارف المدرجة فى السوق المالى السعودى والبالغ عددها 12 مصرفاً

للفترة من 2010 إلى 2015 وباستخدام تحليل الانحدار المتعدد، خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج، من أهمها: أن المصارف المبحوثة تميل إلى استخدام أموال الملكية في تمويل أنشطتها، إذ بلغ متوسط نسبة المديونية فيها (23.4%) كما أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي لهيكل رأس المال على كل من العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية كمؤشرين لأداء المالي للمصارف محل الدراسة، وتبين أيضاً أن تركيز الملكية أثر بشكل إيجابي على العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، أما ملكية الأفراد فقد أثرت بشكل سلبي على كلا مؤشري الأداء المالي للمستخدمين . كما أظهرت النتائج وجود أثر لهيكل الملكية كعامل وسيط على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي في المصارف المبحوثة، بحيث إن أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي قد تأثر إيجاباً وسلباً في حالة وجود هيكل الملكية كعامل وسيط في العلاقة .

وأخيراً ، فقد خلصت الدراسة إلى جملة من التوصيات، كان أبرزها ضرورة تحقيق المصارف السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي توازن في هيكل الملكية يضمن درجة مناسبة من الرقابة على أداء المديرين وقراراتهم خاصة فيما يتعلق بمستويات نسب المديونية والذي يساهم في تحسين مستويات الأداء المالي لديها.

#### \* دراسة علي عبد الله تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء السوق المالي الأردني ،

حيث استهدفت دراسة العلاقة متغيرات الاقتصاد الكليو بين مؤشرات أداء السوق المال الاردني خلال 13 عاما بدءا من عام 2000 ، و أنصب البحث على فرضية أساسية هي وجود هناك علاقة بين حركة المتغيرات الاقتصادية الكلية وبين حركة التداول بسوق الأوراق المالية ، و من خلال أدوات التحليل الإحصائي فقد تم إثبات الفرضية حول أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على أداء السوق المالي الأردني.

#### \*دراسة عبير عموص: تأثير التطور في النظام المالي الفلسطيني على النمو الاقتصادي في فلسطين (2008 – 2015) - آذار، 2017

تتناول الدراسة تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي في فلسطين خلال الفترة من 2008 حتى 2015 لتقيس أثر وتحليل تطور الجهاز المصرفي و سوق فلسطين للأوراق المالية على التنمية الاقتصادية. ، و ذلك باستخدام مؤشرات تعكس مدى تطور كل من السوق المالي و المصارف و اعتمادا على الدراسات النظرية والتطبيقية السابقة و تناولت متغيرات تتمثل في : الكتلة النقدية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، و القروض الموجهة إلى القطاع الخاص بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، و حجم التداول في السوق المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي، إضافة إلى استخدام متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كممثل للنمو الاقتصادي . ولتحقيق الهدف من الدراسة استخدمت الدراسة النموذج الخطي اللوغاريتمي لتقدير النمو الاقتصادي، من خلال المؤشرات التي تعكس تطور القطاع المالي الفلسطيني بطريقة المربعات الصغرى حيث تم تقدير النموذج باستخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد واختبار جذر الوحدة (R) كما تم استخدام مجموعة من الاختبارات أهمها: اختبار الارتباط الذاتي ، (F) واختبار فيشر ، و اختبار معامل التحديد (OLS) وذلك لقياس قوة واتجاه العلاقة بين (Autocorrelation Test) و (t) المتغيرات.

حيث أظهرت نتائج التحليل القياسي أن هناك أثراً إيجابياً لتطور القطاع المالي الفلسطيني في تحفيز النمو الاقتصادي خلال فترة الدراسة، و يتضح هذا الأثر في القطاع المصرفي من خلال ارتفاع نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي والتي تعكس دور المصارف في تمويل نشاط القطاع الخاص، أما في مجال سوق فلسطين للأوراق المالية، فقد توصلت الدراسة إلى أن حجم التداول في البورصة لا يؤثر في النمو الاقتصادي.

وأخيراً، أوصت الدراسة بالتركيز على التسهيلات الائتمانية المقدمة للقطاع الخاص باعتبارها تساهم في رفع معدل النمو. كما أوصت بالتركيز على أداء القطاع المالي للمساهمة في تحويل المدخرات إلى استثمارات إنتاجية.

#### ب : الدراسات الأجنبية

تنصب تلك الدراسات على أداء أسواق الأوراق المالية بالدول المتقدمة والنامية على حد سواء، ولكن النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسات قد اختلفت.

حيث أظهرت الدراسة المقدمة (Keran 1971) أهمية الأرباح المتوقع توزيعها من طرف الشركات وأسعار الفائدة الجارية في تحديد أسعار الأسهم.

وسعر الفائدة بدوره يتحدد بتوقعات التضخم ومعدل النمو الحقيقي ونسبة التغير في العرض النقدي. وزيادة الأرباح المتوقعة تؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم، في حين أن زيادة أسعار الفائدة تؤدي إلى انخفاض أسعارها. وانطلاقاً من هذا التحليل فإن التغيرات في المخزون الاسمي للنقود له تأثير مباشر صغير على أسعار الأسهم، لكن التأثير الأكبر هو تأثير غير مباشر من خلال تأثيره على التضخم وتوقعات الأرباح الموزعة.

\* اختبر (Nelson 1976) العلاقة بين العوائد الشهرية للأسهم والتضخم خلال فترة ما بعد الحرب العالمية بين 1953-1974 باستعمال بيانات خاصة بالولايات المتحدة، فوجد علاقة سلبية بين عوائد الأسهم والتضخم المتوقع وغير المتوقع. أظهرت دراسة (Berkman 1978) أن زيادة غير متوقعة في عرض النقود تخفض من أسعار الأسهم. كما أظهرت الدراسة التي قدمها كل من (Fama & Schwert 1979) أن عوائد الأسهم ترتبط سلباً بالتضخم المتوقع، وبالتضخم غير المتوقع، وبالتغيرات في التضخم المتوقع، وتم رفض فرضية فيشر التي تشير إلى أن العوائد الحقيقية مستقلة عن التوقعات التضخمية في معظم أسواق الأوراق المالية الرئيسية في العالم.

\* وجد (Pearce & Roley 1985-1983)، أن أسعار الأسهم تستجيب سلباً إلى التغيرات غير المتوقعة في عرض النقود (M1)، ووجد أنها متناسقة مع فرضية كفاءة السوق، حيث أن زيادة غير متوقعة في عرض النقود المعلن تخفض أسعار الأسهم، والعكس بالعكس.

\* وأفادت كل من (Hardouvelis 1986) و (Hafer 1986) باستخدام إعلانات عرض النقود لاختبار رد فعل عوائد الأسهم، أن أسعار الأسهم استجابت سلباً للإعلانات غير المتوقعة في عرض النقود M1 بالولايات المتحدة .

\* استعمل (Solnik 1987) بيانات شهرية لثمانية دول صناعية خلال الفترة 1973-1983 لاختبار العلاقة بين العوائد الحقيقية للأسهم وسعر الصرف، وتوصل إلى وجود علاقة سلبية بينهما. بينما أعاد (Soenen & Aggarwal 1989) تقييم النموذج الذي استعمله Solnik باستعمال بيانات تخص الفترة 1980-1987 لنفس الدول الصناعية، وأقر بوجود ارتباط إيجابي بين عوائد الأسهم وسعر الصرف لثلاثة دول وارتباط سلبى في خمس دول الأخرى.

\* اختبر (Asprem 1989) العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم في الدول الأوروبية ووجد علاقة موجبة بين الناتج الصناعي، العرض النقدي وأسعار الأسهم، وعلاقة سلبية بين التضخم وسعر الفائدة وأسعار الأسهم.

\* توصل الاقتصادي (Gayed 1990) إلى وجود علاقة عكسية بين أسعار الفائدة على سندات الخزينة الأمريكية ومؤشر الأسهم خلال المدة (1964-1989) استخدم Kaul (1990) بيانات سنوات ما بعد الحرب العالمية لكل من الولايات المتحدة، كندا، ألمانيا، والمملكة المتحدة لتفسير العلاقة بين عوائد الأسهم والتغيرات غير المتوقعة في التضخم، ووجد أن الدول التي لم يحدث تغيير في سياساتها النقدية تتميز بعلاقة سلبية بين أسعار الأسهم والتغيرات في التضخم المتوقع.

- \* وجد Marshall (1992) أثر عكسي للتضخم على عوائد الأسهم ناتج عن الدورات الاقتصادية الحقيقية من خلال الدورات النقدية أو التغيرات في المتغيرات النقدية والحقيقية .
- \* وتوصل Abdullah&Hayworth (1993) إلى أن عوائد الأسهم مرتبطة ايجابيا بنمو العرض النقدي ومعدل التضخم بينما سعر الفائدة يؤثر سلبا على عوائد الأسهم.
- اختبر (Panayotis 1996) أثر التضخم المتوقع على أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة لـ 20 دولة نامية، ووجدوا علاقة سلبية بين التضخم المتوقع وأسعار الأسهم .
- \* دراسة (Ajayi&Mougoué 1996) استعمل فيها نموذج تصحيح الخطأ واختبار السببية على البيانات اليومية لثمانية بلدان متقدمة اقتصاديا خلال الفترة 1985-1991. تم التوصل إلى أن الزيادة في إجمالي أسعار الأسهم المحلية له تأثير سلبي في المدى القصير وتأثير إيجابي في المدى الطويل على قيمة العملة المحلية ، من ناحية أخرى، انخفاض قيمة العملة له تأثير سلبي في المدى القصير والمدى الطويل على سوق الأسهم .
- \* وفي دراسة (Abdallah&Murinde 1997) تم استخدام سببية جرانجر على بيانات بعض الدول الآسيوية خلال الفترة 1985-1994 ، والنتائج المقدمة تشير إلى أن أسعار الصرف في كل من الهند وكوريا وباكستان تؤثر في أسعار الأسهم، ولكن في الفلبين أسعار الأسهم تقود أسعار الصرف .
- \* اختبر (Thorbecke 1997) العلاقة بين السياسة النقدية ممثلة بسعر الفائدة وعوائد الأسهم، وأوضح أن السياسة النقدية التوسعية تزيد من عوائد الأسهم. وأكد (Booth&1997Booth)
- هذه النتائج باستخدام سعر الفائدة الفيدرالي ومعدل الخصم، فوجد أن للسياسة النقدية تأثير واسع في التنبؤ بعوائد محفظة الأسهم، وأن إتباع سياسة نقدية تقييدية يخفض من عوائدها الشهرية .
- \* فحص (Koh-Maysami 2000) الآثار المترتبة لكل من سعر الفائدة وسعر الصرف على عوائد الأسهم، وأظهرت نتائج الدراسة أن سعر الصرف وسعر الفائدة هي من المحددات الرئيسية لأسعار الأسهم.
- \* أوضح (Sellin 2001) أن العرض النقدي يؤثر في أسعار الأوراق المالية فقط إذا كان التغيير في عرض النقود يغير من التوقعات حول السياسة النقدية المستقبلية، وأوضح أن الصدمات الايجابية لعرض النقود سوف تقود الأفراد إلى توقع تشدد في السياسة النقدية في المستقبل يتبعه ارتفاع معدلات الفائدة الجارية على السندات. وبارتفاع معدلات الفائدة سوف يرتفع معدل الخصم، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة الحالية للعوائد المستقبلية وبالتالي انخفاض أسعار الأوراق المالية. كما أوضح أيضا أن النشاط الاقتصادي ينخفض كنتيجة لزيادة معدلات الفائدة التي تؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية.
- \* ومن جهة أخرى يرى أنصار نظرية النشاط الحقيقي، أن الصدمات الإيجابية لعرض النقود تؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم. حيث أن تغيرات عرض النقود توفر معلومات عن الطلب على النقود الذي سببه توقعات الناتج المستقبلي فإذا ارتفع عرض النقود فهذا معناه أن الطلب على النقود سوف يرتفع، وهذا في الواقع إشارة إلى زيادة في النشاط الاقتصادي و زيادة النشاط الاقتصادي تتضمن زيادة في التدفقات النقدية المستقبلية التي تؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم.
- \* وجد (Choudhry 2001) علاقة ايجابية بين عوائد الأسهم و التضخم في أربع دول تمتاز بارتفاع التضخم. ووجد (Tanggaard 2002) علاقة ايجابية معتدلة بين العوائد المتوقعة لأسهم والتضخم المتوقع في الولايات المتحدة وعلاقة ايجابية قوية في الدنمارك. بينما أشار (Sharfe 2002) إلى أن زيادة التضخم المتوقع تخفض من قيمة الأسهم في الولايات المتحدة .
- \* قام (Bernanke Ben&Kuttner Kenneth 2005) بتحليل العناصر المتوقعة وغير المتوقعة للسياسة النقدية من خلال البحث في أثر تغيرات سعر الفائدة الفدرالي The Fedderal Fund Rate على أسعار الأسهم، حيث أوضحوا

أن التشدد في عرض النقود يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة الحقيقي وبالتالي معدل الخصم الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض قيمة الأسهم. كما يرفع علاوة المخاطرة التي تعوض المستثمر على استثماره في الأصول ذات المخاطر. فالتشدد في عرض النقود ينتج عنه هبوط تدريجي في النشاط الاقتصادي يخفض من قدرة الشركات على تحقيق الأرباح، مما يحمل المستثمرين خطر أكبر ولهذا يطلبون علاوة مخاطرة أكبر وعلاوة المخاطرة تجعل الأسهم غير مغرية أين يرغبون في التخلص منها فتتخفف أسعارها. يرى (Hildebrand 2006) أن العلاقة السلبية بين تغيرات أسعار الفائدة وأسعار الأسهم تتوقف على فكرة أن انخفاض أسعار الفائدة تقود إلى انخفاض التكاليف بالنسبة للشركات، وبالتالي أرباح مستقبلية أكبر، وهذا ما يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم هذا الوضع يحث المستثمرين على تحول نحو سوق الأسهم بدلا من السندات نتيجة لانخفاض معدلات الفائدة السوقية على السندات بسبب ارتفاع أسعار الأسهم .

\* أظهرت نتائج دراسة (Kurihara 2006) أن سعر الصرف وأسعار الأسهم في الولايات المتحدة تؤثر في أسعار الأسهم اليابانية . وأن سياسة التيسير الكمي التي نفذت في عام 2001 قد أثرت في أسعار الأسهم اليابانية . الدراسة المقدمة من (Pan 2007) استخدمت بيانات سبع دول من شرق آسيا خلال الفترة 1988- 1998 ، أثبتت وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه لهونج كونج قبل الأزمة الآسيوية عام 1997 ، وعلاقة سببية أحادية الاتجاه من أسعار الصرف إلى أسعار الأسهم في اليابان، وماليزيا، وتايلاند، ومن أسعار الأسهم لسعر الصرف بالنسبة لكوريا و سنغافورة ، و خلال الأزمات الآسيوية، تم ملاحظة علاقة سببية من أسعار الصرف لأسعار الأسهم لجميع البلدان باستثناء ماليزيا.

\* توصل (Maskay 2007) إلى وجود علاقة موجبة بين تغيرات عرض النقود وأسعار الأسهم .

\* وجد (Katechos 2011) أن العوائد الإجمالية لسوق الأوراق المالية ترتبط بأسعار الصرف من خلال الاعتماد على ما إذا كانت العملة مرتفعة العائد (إيجابية) أو منخفضة العائد (سلبية) .

\* وتناولت دراسة (Guglielmo 2013) طبيعة العلاقة بين الأسعار في سوق الأوراق المالية وأسعار الصرف في ستة اقتصاديات متقدمة باستخدام بيانات أسبوعية خلال الأزمة المصرفية خلال الفترة 2007 - 2010 .

\* أشارت نتائج الدراسة إلى وجود آثار غير مباشرة أحادية الاتجاه من عوائد الأسهم إلى التغيرات في أسعار الصرف في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة، وفي الاتجاه المعاكس في كندا، وآثار غير مباشرة ثنائية الاتجاه في منطقة اليورو وسويسرا.

### ملخص الدراسات السابقة:

بعد إجراء نظرة على الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة الحالية ، لوحظ أن معظم الدراسات السابقة تناولت دراسة أثر المتغيرات المستقلة على سوق الأوراق المالية و سعر السهم بصفة عامة بعيدا عن وجود دراسة تفصيلية تتطرق إلى دراسة السوق السعودي عن الفترة التي وضعناها في البحث ، ولذلك سوف تتركز الدراسة الحالية بصفة خاصة على مدى أثر تلك المتغيرات على المتغير التابع و هو سعر السهم السعودي .

### **عاشرا : مكونات الدراسة**

بناء على ما سبق فإن الدراسة سوف تتضمن الآتي :

**الفصل التمهيدي الاول :** ويشمل مقدمة الدراسة وادواتها.

**الفصل الثاني :** الاسواق المالية: ويشمل المبحث الاول : نظرة عامة حول أسواق المال المبحث الثاني : سوق الأوراق المالية كفرع من سوق المال المبحث الثالث : سوق رأس المال كفرع من سوق الأوراق المالية

**الفصل الثالث :** دور سوق المال فى دعم الإقتصاد: واشتمل على مقدمة المبحث الأول : دور سوق المال في دعم الإقتصاد المبحث الثاني : المؤشرات الرئيسية لأداء السوق المالي المبحث الثالث : تطور سوق المال السعودى.  
**الفصل الرابع :** أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الأسهم السعودية: كما تضمن :  
المبحث الاول : استعراض نظرى لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأسهم السعودى، المبحث الثانى: تطبيق عملى لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأسهم السعودى.

**الخاتمة و التوصيات.**

**المراجع**



## الفصل الثاني

### الاسواق المالية

- مقدمة
- المبحث الاول : نظرة عامة حول أسواق المال
- المبحث الثاني : سوق الأوراق المالية كفرع من سوق المال
- المبحث الثالث : سوق رأس المال كفرع من سوق الأوراق المالية

#### مقدمة

السوق هو مجموع البائعين و المشترين لسلعة معينة أو لعناصر الإنتاج فى فترة زمنية معينة و منطقة معينة و على اتصال وثيق بينهما(1).

و السوق هو المكان أو المؤسسات التي يلتقي عندها البائعون والمشترون ، و لكن السوق بالمعنى الاقتصادي لا يقصد به مكان معين ، و إنما أسلوب إتمام عملية تجارية سواء كانت على مستوى دولي أو محلي .

والأسواق المالية هي أحد الكيانات الرئيسية للتنمية الاقتصادية(2) ، حيث تجعل تداول الأوراق المالية المعبرة عن الأصول أمرا واقعا ، و وسيلة فعالة في توجيه المدخرات إلى قنوات الاستثمار ، و كلما زادت كفاءة هذه الوظيفة وملاءمة الأوراق لحاجات السوق ، يتحقق التخصيص الأمثل للموارد المالية.

و يقصد " بالموارد المالية غير السيادية" الأموال الآتية من مصادر غير سيادية و هي الأسواق المالية حيث يتم التعامل بالأسهم و السندات بيعا و شراء و تشمل أذون الخزانة و مختلف أنواع السندات خاصة التى تصدرها شركات بهدف تمويل مشاريع التنمية .

و مع إنتشار ظاهرة العولمة ببداية تسعينات من القرن الماضي والتطور المتسع فى أسواق المال ، و توسع وتعميم مفاهيم الانفتاح الاقتصادي ظهر دور رأس المال بشكل واضح ؛ كعنصر فعال تدور حوله كافة مفاهيم العولمة و الانفتاح الاقتصادي ، حتى ارتبط به تحقيق التنمية الاقتصادية المستهدفة .

و وعليه من الواضح أن الاسواق المالية تعتبر المحرك الاقتصادي الاسي خلال المائة العام الماضية . خاصة خلال الـ خلال العقود الثلاثة الأخيرة، حيث أصبحت أسواق المال أكثر أهمية و تطور وتشابك و بحلول القرن 21، أضحت أسواق المال أكثر ديناميكية .

و في الوقت الحاضر، أضحت الضوابط أقل على الإنفاق و رأس المال و المزيد من أنظمة الدفع و المعاملات المالية العالمية بشكل عام .

<sup>1</sup> على حافظ منصور ، محمد عبدالمنعم عفر مبادئ الاقتصاد الجزئى ، ص 200  
<sup>2</sup> د. شريط صلاح الدين "أصول الصنایق الإستثمارية فى سوق الأوراق المالية" ، ص 11

و حركة متواترة في تدفقات رأس المال ، و تطوير أدوات مالية جديدة و التقنيات الرقمية الجديدة (مثل العملات الرقمية).

و عموما ذلك التقدم سوف يقوم تلك المجتمعات إلى أسواق مالية أكثر إنفتاح و تقد . على الرغم من أن الخصائص أعلاه ، فإن كل سوق مالي له اتجاهات وخصائصه منفصلة خاصة به ، في هذه الفصل سوف يتم مناقشة سنناقش بعض الاتجاهات الخاصة في في سوق الأسهم .

## المبحث الاول : نظرة عامة حول أسواق المال

### تمهيد : مفاهيم أساسية حول سوق المال

السوق المالي هو المصطلح الأعم و الذي يندرج تحت هيكله سوق الأوراق المالية و بدوره يفرع منه سوق رأس المال (3) فقد وجدنا كثيرا من يخلط بين هذه الكيانات الثلاث و يستعملها في نفس المفهوم و السياق ، فالصحيح أن المصطلح الأعم و الأشمل هو المفهوم الأول « السوق المالي » الذي يشمل جميع الأصول المالية طويلة الأجل " سوق رأس المال" و قصيرة الأجل " سوق النقد " و نتناول فيما يلي نبذة عن أهمية أسواق المال و تطورها و هيكلها :

### أولاً: تعريف أسواق المال

الأسواق المالية شأنها شأن الأسواق الأخرى التي توفر نظاما لتبادل الخدمات أو المنتجات أو كليهما معا عن طريق الجمع بين طرفين أحدهما محتاج للخدمة و الآخر منتج لهذه الخدمة.

فأسواق المال إذن هي آلية إنتقال الأموال بين المقرضين أصحاب المدخرات و المقترضين الراغبين في توظيف هذه الأموال في شكل إستثمارات مختلفة ، فمن خلال هذه السوق يتم تحويل أموال المدخرين إلى المستثمرين المحتاجين لرؤوس الأموال لإنشاء و تشغيل مشاريعهم الإنتاجية(4) .

و يمكن كذلك أن يعرف سوق المال بأنه السوق الذي يتضمن جميع الوسطاء و المؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد، إذن فهو ليس ذلك المفهوم الضيق الذي يطلق على سوق الأوراق المالية أو البورصات فقط بل يتعداه إلى كل المؤسسات المتدخلة فيه (5)

ومن خلال ما سبق من تعريفات يمكن إستخلاص عدة حقائق عن الأسواق المالية:

- أن السوق المالي يستمد مفهومه من السوق بشكل عام.
- أن السوق المالي يلتقي من خلاله البائع و المشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق.
- من الأركان الأساسية في السوق المالية توفر الوسطاء و المؤسسات المالية و قنوات الإتصال التي تقوم على تسهيل عمليات الإتصال بين البائعين و المشترين.
- سوق الأوراق المالية أو البورصة هي أحد أهم أجهزة السوق المالي ، فيها يتم إلتقاء العرض بالطلب من خلال وسيلة من وسائل الإتصال المألوفة، و إجراء التعامل بالأوراق المالية المناسبة من خلال توفر شروط محددة ، و وفقا لقواعد و نظم محددة.

(3) راجع منير صا هندي، رسمية زكي قراقن، الأسواق و المؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 1991مصر، ص ص: 15 - 11

(4) سمير عبد الحميد رضوان ، "المشتقات المالية" ، دار النشر للجامعات، القاهرة ، مصر ، الطبعة الأولى، 2005 ص 40

(5) عبد الغفار حنفي و آخرون، "الأسواق المالية" ، دار الجامعة للنشر ، الإسكندرية ، مصر، طبعة 2006 ص 30

## ثانياً : أهمية أسواق المال<sup>6</sup>:

من خلال ما سبق ذكره من خلال التعريف المقدمة نجد بأن الأسواق المالية تحظى بمكانة هامة في النشاط الإقتصادي و المالي ، و هذه الأهمية تتجلى فيما يلي 7 :

- تحقق الأسواق المالية فوائد حيوية للنشاط الإقتصادي في مجموعه سواء كان للمدخرين الذين يقومون بتخفيض الإنفاق الإستهلاكي حالياً رجاء الحصول على عائد أكبر لاحقاً ، و كذلك بالنسبة للمستثمرين الذين يستثمرون هذه المدخرات المجمعمة من أجل زيادة أرباحهم و كذلك تحقيق زيادة في المستوى الحقيقي للإقتصاد سواء في الإنتاج أو الخدمات .

- تعد الأسواق المالية مجالاً واسعاً لتسهيل عمليات تبادل الأصول الإستثمارية فيما بين الأسر والمؤسسات و الحكومة كأطراف إقتصادية رئيسية .

- ربط الأسواق المالية للنشاطات الإستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الإستثمارية طويلة الأجل حيث يلاحظ وجود الأدوات المالية قصيرة الأجل بجانب الأدوات المالية طويلة الأجل ، و هكذا يتعايش الهامش الضروري للمضاربة مع النشاط المحوري للإستثمار فتتوفر السيولة المطلوبة و التي تعتمد عليها المؤسسات في تشغيل عملياتها الجارية.

كذلك تبرز أهميتها في الجوانب التالية<sup>8</sup> :

- يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها و خبرائها تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية .
- ضمان مناخ إستثماري يتسم بالشفافية بسبب إنترام الشركات بالإفصاح المالي.
- تساهم البورصة في إظهار كفاءة الشركات التي يجري تداول أوراقها المالية.
- يعتبر وجود سوق أوراق مالية نشيط عاملاً أساسياً في تطوير سوق رأس المال الأولي أو سوق الإصدار.

## ثالثاً : العوامل التي أدت إلى نشأة و تطور السوق المالي :

ساعدت عوامل كثيرة على نشوء و تطور الأسواق المالية و زيادة أهميتها و منها ما يأتي:

- تضخم المشروعات في الوقت الحاضر و بالذات المساهمة منها ، و التي يرافقها عادة إستخدام واسع للتكنولوجيا المتطورة ذات الكثافة الرأسمالية العالية .

- توفر قدر أكبر من الدخول القومية و الفردية ، و الذي أتاح قدر أكبر من الإذخارات نتيجة حالة التطور في الدول المتقدمة و من أجل تحقيق عائد مقابل ذلك عن طريق إستخدامها في أسواق رأس المال والأسواق النقدية . (9)

- حدوث إنقلاب صناعي في أوروبا و تحول الإنتاج من الإنتاج الصغير إلى الإنتاج الكبير.

- محدودية مجالات إستخدام الموارد المالية سواء في الدول المتقدمة أو في الدول النامية ، مما أدى للبحث عن مجالات إضافية و بديلة لإستخدام هذه الموارد المالية في السوق المالي إضافة إلى العوامل التي سبق ذكرها توجد عوامل أخرى تتمثل في (10) :

- إنشاء المدن إثر الثورة الصناعية و إزدحامها بالسكان إحتاج إلى تموينها بالمواد الغذائية فإقتضى ذلك وجود سوق عالمي للإتجار في الحاصلات الزراعية فنشأ فريق من التجار سمو بالمضاربيين ، و فريق آخر من تجار الجملة فنشأت البورصات لتكون الملتقى و المنظم لتلك المعاملات بين الفريقين .

<sup>6</sup> فتحة عبابسة - دور الأسواق المالية في دعم التنمية الإقتصادية- ماستر أكاديمي في علوم التسيير - جامعة العربي بن مهيدي- الجزائر 2013،2012

(7) هوشيار معروف، "الإستثمارات و الأسواق المالية"، الصفاء الناشر، عمان ، الأردن، طبعة ، ص: 84

(8) محمد أيمن عزت الميداني، "الإدارة التمويلية"، العبيكان للنشر، الرياض ، السعودية، الطبعة الثالثة، 1 ص. 534

(9) فليح حسن خلف ، " الأسواق المالية و النقدية " ، عالم الكتب الحديث للنشر، عمان ، الأردن، طبعة 2006، ص: 13

(10) شعبان محمد إسلام البروراي، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دارالفكر المعاصر، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، ص: 34

- لجوء الحكومات إلى الإقتراض من المواطنين للصرف على الحروب .
  - لجوء الشركات إلى الإقتراض ، و تقديم المستندات لهؤلاء الدائنين على أساس أنها رهن.
- إذن و من خلال مثل هذه العوامل وغيرها تم إنشاء السوق المالية بشقيها النقدي و رأس المال ، لكن في بداية نشأتها كانت أسواق ضيقة و تعاملاتها محدودة لكن مع توفر عوامل أخرى مساعدة تطورت السوق المالية و إزدهرت مع مرور الزمن و ذلك من خلال (11) :
- ترابط إقتصاديات دول العالم عموما و زيادة العلاقات الإقتصادية فيما بينها .
  - الخدمات المتعددة و المتنوعة التي توفرها أدوات رأس المال ، و الأسواق النقدية للمتعاملين فيها و التي تتسع و تتطور بإستمرار ، و التطور في وسائل الإتصال ، و في نظم المعلومات.
  - زيادة عدد المؤسسات المالية الوسيطة ، و زيادة درجة تنوعها و حجومها و التي تتولى مهمة الوساطة بين المدخرين و المستثمرين ، و ما يتوفر لديها من موارد مالية ضخمة.
  - تطور الوسائل و الأدوات التي يتم إستخدامها في الأسواق المالية.
  - الحوافز التي تقدم للمتعاملين في هذه الأسواق من خلال قيامها بعملها عن طريق الوسطاء والفنيين و الخبراء من خلال محاولة تدنية الخطر و زيادة العائد.
  - الإتجاهات الحديثة للتوجه بقوانين تدفع للتوسع في التعامل بهذه الأسواق .
- ومن خلال ما سبق نبين المراحل التي نشأت و تطورت من خلالها الأسواق المالية كما يلي<sup>12</sup>:
- المرحلة الأولى :** و هي المرحلة التي تمثل بدايات مراحل تطور السوق المالي ، حيث نجد أن عدد محدود من البنوك الخاصة و الصيرافة و إرتباط وجودهم مع تحقيق إرتفاع نسبي في الدخل أتاح إرتفاع نسبي في الإدخارات التي أتاحت الإستثمار في عدد من المشروعات التجارية و العقارية ، و زيادة حجم هذه المشروعات الذي يستدعي توجيهها نحو البنوك للإقتراض منها تلبية لحالات عجزها عن توفير الموارد المالية اللازمة لعملها ، و التوسع في هذا العمل .
- المرحلة الثانية :** هي المرحلة التي إرتبطت بالتطور الذي تحقق في المرحلة الأولى ، و المتمثل بظهور بعض البنوك و الذي فرض الحاجة إلى ظهور السلطات النقدية و المركزية من أجل العمل على تنظيم عمل المصارف التجارية و السيطرة عليها و توجيهها في هذه المرحلة ، هنا تم إضافة أعمال و نشاطات أخرى للبنوك التجارية منها خصم الأوراق التجارية ومنح القروض و التسهيلات .
- المرحلة الثالثة :** و هي المرحلة التي إرتبطت بتطور النشاطات الإقتصادية عموما ، و الإنتاجية منها خصوصا و بالذات تلك التي تحتاج إلى تمويل متوسط و طويل الأجل ، و هذا أدى إلى ظهور المصارف المتخصصة و التي توفر هذا النوع من التمويل للمشروعات التي تنوعت و إتسعت .
- المرحلة الرابعة :** و هي المرحلة التي إرتبطت بالتطور الإقتصادي عموما ، و بالتطور الذي حصل في أسواق المال خاصة من خلال تنوع الأدوات المالية المتداولة بها، و هو الأمر الذي سهل إرتباط السوق النقدي بالسوق المالي .
- المرحلة الخامسة :** و هي المرحلة التي تضمنت التطور الأكبر في الأسواق المالية من خلال تطور عمل هذه الأسواق حيث تم الدمج بين سوق رأس المال و السوق النقدي حيث أصبحت كأنها سوق واحدة ، كذلك تميزت هذه المرحلة بزيادة إندماج

<sup>11</sup> فليح حسن خلف، "الأسواق المالية و النقدية " ، مرجع سبق ذكره، ص:1.

<sup>12</sup> فليح حسن خلف، " الأسواق المالية و النقدية " ، عالم الكتب الحديث للنشر، عمان ، الأردن، طبعة 2006، ص 18 – 20

الأسواق المالية المحلية بالدولية نتيجة زيادة العلاقات الإقتصادية ما بين الدول و زيادة إرتباط السوق بعضه ببعض خاصة بعد ظهور البورصات العالمية وإتساع عملياتها عددا و حجما.

رابعا المتطلبات الملائمة لتكوين أسواق المال و العوامل اللازمة لنجاحه:

من أجل إنشاء سوق مالي يجب توفر تكامل بين المتطلبات الملائمة لتكوينه و بين العوامل المساعدة لنجاحه.

#### أ. المتطلبات الملائمة لتكوين أسواق المال:

لقيام سوق مال لا بد أن تتوفر مجموعة من المتطلبات أو الشروط و يمكننا إجمالها كالآتي:

1 - وجود جهاز مالي مصرفي متكامل:

وذلك بصفته الوسيط المالي الأساسي الذي يعمل على تعبئة المدخرات ، ثم تقوم هذه المؤسسات بعمليات

الإقراض إلى المستثمرين من أجل قيام مشاريعهم.

2 - توفر الإستقرار السياسي للدولة:

لضمان جلب رؤوس الأموال و تأمين إنتقالها .

3 - تشجيع القطاع الخاص:

-تبني سياسة ليبرالية قائمة على إقتصاد السوق.

-توفر الأطر القانونية و التشريعية المناسبة و التي تحفز هذا الدور.

-منح القطاع الخاص بعض المزايا لتدعيم دوره في الإقتصاد ككل.

4 - القدرة على تحويل الموارد المتحصل عليها إلى إستثمارات:

5 - الإهتمام بوسائل الإعلام و مراقبتها: (13)

حتى يعلم كل مستثمر و كل مدخر الفرصة التي قد يحتاج فيها إلى توظيف أمواله، و لا بد من مراقبة هذه البيانات حتى تكون هذه الإعلانات ذات صيغة جديدة.

#### ب. عوامل نجاح السوق المالي :

كما أنه لقيام أو لنشأة أي سوق مالي عدة شروط و متطلبات يجب توفرها ،كذلك لنجاح هذا السوق هناك عوامل أخرى سواء كانت أساسية أو مكملة تتحد لتحقيق هذا الهدف.

1 -العوامل الأساسية : ويمكن تمثيلها فيما يلي

-وجود الأنظمة و اللوائح لتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات من خلال القوانين و التشريعات الرقابية التي تضي

صفة المنافسة الكاملة و تمنع الإحتكار و النصب و الإحتيال.

-إتباع السياسات التي تشجع الإدخار و الإستثمار.

-توفر المشاريع ذات الجدوى الإقتصادية و الربحية المجزية و التي تسمح بإستيعاب رأس المال المعروض.

- توفير شبكة جيدة من المتعاملين و الوسطاء في السوق (14)

-إضفاء الشفافية على الشركات المصدرة للأوراق المالية و إخراجها من الإطار العائلي.

-وجود معلومات كثيرة و متنوعة عن الأدوات المالية المدرجة و المتوفرة في السوق المالي مبينة خصائصها و مستوى

خطورتها، إضافة إلى العدد المعقول لهذه الأوراق في السوق.

(13) السيد متولي عبد القادر: "الأسواق المالية و النقدية في عام متغير"، دار الفكر للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2010- ص 96-97

(14) محمد يوسف، "البورصة"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت ، لبنان، الطبعة الأولى، 2004 ص 13

-وجود عمق كافي في السوق من حيث كثافة التداول ووجود قاعدة عريضة من صغار و كبار المستثمرين بحيث لا يستطيع مضارب مهما بلغت قوته التأثير في حركة الأسعار بشكل غير طبيعي.

## 2-العوامل المكتملة : و تتمثل فيما يلي:

-وجود حد أدنى من الإستقرار الإجتماعي داخل الدولة.

-ارتفاع المستوى المعيشي و الدخل في المجتمع لزيادة نسبة الإدخار.

-الحرية الكاملة في التعامل بالسوق فالمدخر يتعامل بإختيارية في السوق التي تستقطب هذه الأخيرة(15).

خامسا : هيكل السوق المالي ( الإعتبارات المختلفة لتقسيم سوق المال )

تقدم الأسواق المالية Financial Markets الآن العديد من أنواع الأدوات المالية ، و قد توسعت تلك الأسواق كثيرا خلال العقود الماضية، و بعض تلك الاسواق بطبيعتها أكثر ميولاً لتكون طويلة المدى ، قصيرة المدى ، أو مزيج من الاثنين معا . وتنقسم الأسواق المالية الى عدة أنواع تقدم كل منها العديد من أنواع الأدوات المالية ، على سبيل المثال: سوق الرهن العقاري هو مكان تنشأ فيه العديد من وطلبات وعروض القروض والتي تمتاز انها طويلة الأجل، في المقابل تمتاز أسواق الديون المالية انها انشطتها واستثمارتها قصيرة المدى . يمكن تداول الأسهم و العقود وعمليات الفوركس مقابل الفروقات و السلع سواء على المدى القصير أو الطويل . و عليه يمكن للمتداولين أن يقرروا المشاركة في أي استثمارات أو تداول، وفقاً لنهجهم وهدفهم الخاص في التداول و فيما يلي أهم تلك الأسواق :

- الفوركس - (والتي تعرف باسم: سوق الصرف العملات الاجنبية او Foreign Exchange).
  - أسواق المشتقات - عقود الفروقات (والتي تعرف أيضاً باسم-CFD) .
  - أسواق السلع - و التي تشمل العديد من السلع والتي منها الذهب، الفضة، مشتقات النفط، و غيرها.
  - أسواق الديون المالية – والتي يتم تداول الديون قصيرة المدى.
  - أسواق العملات المشفرة - و التي تشمل عملات مشفرة(رقمية) مثل عملة البيتكوين او و غيرها.
  - أسواق الرهن العقاري –والتي تختص بالقروض طويلة الأجل.
  - أسواق التأمين - والتي تحمي من المخاطر وذلك مقابل اقساط ودفوعات محددة.
  - أسواق الأوراق المالية - مثل أسواق رأس المال والمالية.
- و نستعرض فيما يلي توضيح لكل سوق من تلك الأسواق :

### أسواق الفوركس

في الفترة الاخيرة، نمو اسواق الفوركس أصبح مثيراً للاهتمام - من 5 مليارات دولار في عام 1977 إلى أكثر من 5 تريليونات دولار في عام 2017 و لذا تعتبر هذه الأسواق من أكثر الأسواق الديناميكية و بجميع العملات الرئيسية في أسواق : لندن ، نيويورك ، فرانكفورت، زيوريخ ، هونج كونج، سنغافورة ، سيدني و هي مفتوحة 24 ساعة و 5 أيام في الأسبوع . هناك عدة عوامل رئيسية تساهم في هذا النمو :

- أجهزة الحاسوب.
- مزيد من تقلبات الأسعار.
- وصول أفضل إلى الأسواق المالية عبر الوسطاء.

(15) محمد الصيرفي "البورصات" ، دار الفكر الجامعية ، الإسكندرية، مصر، ص ص: 35-36

• المزيد من أدوات التداول و الوصول الأسهل إلى المعلومات.

سوق الفوركس هو نوع من الأسواق المالية الذي يحظى باهتمام لدى المتداولين والمستثمرين الذين يبحثون عن فرص تداول سواء قصيرة و متوسطة الأجل .

و تزايدت المعاملات فى سوق الفوركس بين المتعاملين و بشكل لافت فى أسواق معروفة و من المتعاملين الكبار فى سوق الفوركس هى البنوك و الأسواق المالية .

#### أسواق المشتقات المالية

المشتقات هي أوراق مالية مرتبطة بأصل أساسي و تستخدم أحيانا كتحوط ضد تغيرات الأسعار . من أمثلتها الخيارات الثنائية و العقود الآجلة و عقود الفروقات و يستخدم المضاربين تلك الأدوات للتحوط ضد المخاطر، أو للمخاطرة من أجل تحقيق مكاسب مالية محتملة .

#### أسواق السلع

يتكون سوق السلع الأساسية من السلع اللينة مثل المنتجات الحيوانية و الزراعية و سلع صلبة مثل النفط و الذهب و يمكن للتجار و المستثمرين المشاركة بشكل غير مباشر في سلعة ما عن طريق شراء عقودها الآجلة أو عقود الفروقات .

#### التأمين و أسواق الرهن العقارى

الرهن العقارى هو عبارة عن قرض لمدة طويلة يقدمه جهة تمويلية للمقترض لتمويل شراء عقار على ان يكون العقار مرهونا للجهة المقرضة لحين الانتهاء من سداد القرض مضمون مقابل عقار محل موضوع القرض . ومضمون تعني أنه في حالة عدم قدرتك على رد المبلغ أو جزء منه فإن الراهن له الحق في بيع عقارك ليسترد استثماره . و أسواق الرهن العقارى تمثل الجهات الممولة و العملاء المقترضين تلك القروض طويلة الأجل اللازم كما يمكن تداول تلك القروض فى أسواق الرهن العقارى الثانوية .

أما أسواق التأمين فتمثل شركات التأمين التى تتولى التأمين على المؤمن والمؤمن عليه، بنقل المخاطر التمويلية مقابل علاوة و تستثمر شركات التأمين عوائد تلك العلاوات أو أقساط التأمين التى تمثل أرصدة نقدية كبيرة فى أسواق الأوراق المالية فى الأسهم و السندات و مشتقاتها .

#### أسواق الديون المالية

تركز أسواق الديون المالية على الديون ذات المدى القصير الأجل ، و تشارك المصارف المحلية و وكذلك البنوك المركزية بذلك حيث تقرض البنوك بعضها البعض بهدف توفير السيولة فى المدى قصيرة الأجل فى حين يعد البنك المركزي فى كثير من الأحيان بمثابة الملاذ الأخير والمقرض للبنوك المحلية .

#### أسواق العملات الرقمية

تسببت تقنية Blockchain و نظام التعدين فى زيادة الاهتمام بسوق العملات الرقمية المشفرة و على الرغم من كونه سوقاً جديداً، فقد تصدرت العملات الرقمية العناوين الرئيسية بنهايات عام 2017 عندما إرتفعت أسعارها إلى عشرات الأضعاف فكيف ستقوم بتغيير شكل الأسواق المالية؟، .. هذا ما ستكشف عنه السنوات المقبلة .

## المبحث الثاني : سوق الأوراق المالية احد فرع من سوق المال

### أولاً : تعريف سوق الأوراق المالية

إن لسوق الأوراق المالية عدة تعريفات بحسب اختصاص واضع التعريف او وجهة التعريف وهي:

1. وفقاً للتعريف الاقتصادي يعتبر سوق المال هو المكان الذي يشمل عملية الطلب والعرض على رؤوس الأموال والاستثمارات (طويلة الأجل) وذلك لتمويل جزء من الاقتصاد بمفهوم آخر هي طريقة والية لتعبئة وتحويل الادخارات المحلية وتجميعها وذلك من أجل استثمارها في مشاريع اقتصادية واستثمارات مختلفة .
2. وفقاً للتعريف المالي: هو سوق رؤوس الأموال (الطويلة الأجل) تتمثل في العارضين والطلبين لرؤوس الأموال والاستثمارات من اجل الاكتتاب لرؤوس الأموال الاجتماعية للشركات والمؤسسات التي تهدف إلى الاستثمار طويل الأجل.

3. بيتنما للتعريف القانوني للرأس المال فقد عرفه المشرع الفرنسي في المادة الأولى من القانون رقم "98/08" المتعلق باللجنة المشرفة عن تنظيم عملية البورصة ما يلي :

يمثل هذا السوق إجمالي الصفقات الخاصة و المتعلقة بالقيم المنقولة ، وكذلك تشمل أيضاً العقود الخاصة بالتفاوض أو المنتجات المقبولة من طرف لجنة السوق الأجلة او تلك المقبولة من لجنة البورصة.

كذلك هناك أيضاً تعريفات أخرى لمفهوم سوق الأوراق المالية :

- أنها أسواق تداول الأوراق المالية، فيها تنتقل الأموال من الأفراد والشركات المدخرة إلى الشركات المستثمرة، من خلال أدوات مالية طويلة الأجل أهمها الأسهم والسندات.<sup>16</sup>

- وهناك من يعرفه على أنه " إطار يجمع بين الوحدات الراغبة في استثمار مدخراتها والوحدات المحتاجة للأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات مختصة بشرط توافر قنوات اتصال فعال " <sup>17</sup>

- كما يعرف سوق الأوراق المالية على أنه "الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع ، أو المكان الذي تتم فيه ولكن بشرط توافر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه"<sup>18</sup>

من خلال هذه التعاريف يمكن أن نعرف السوق الأوراق المالية بأنه :

" ذلك المكان الذي يلتقي فيه أصحاب العجز في السيولة، وأصحاب الفائض فيها، حيث يقوم السوق بدور الوسيط في تحويل الفائض النقدي من المدخرين إلى أصحاب المشاريع الاستثمارية ، ونظرا لصعوبة هذا التحويل وارتفاع تكاليفه يتم اللجوء إلى المؤسسات المالية للقيام بدور الوسيط بين المستثمرين و المدخرين" .

ثانيا : هيكل سوق الأوراق المالية

تنقسم أسواق الأوراق المالية بشكل عام إلى :

<sup>16</sup> محمد عبده محمد مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة" ط1 ، الدار الجامعية الإسكندرية، 1991 ، ص.2

ص عمان، والطباعة، للتوزيع المسيرة دار وإدارة، تحليل المالية، بالأوراق الاستثمار سلام، عزمي أسامة التميمي، فؤاد أرشد(17)



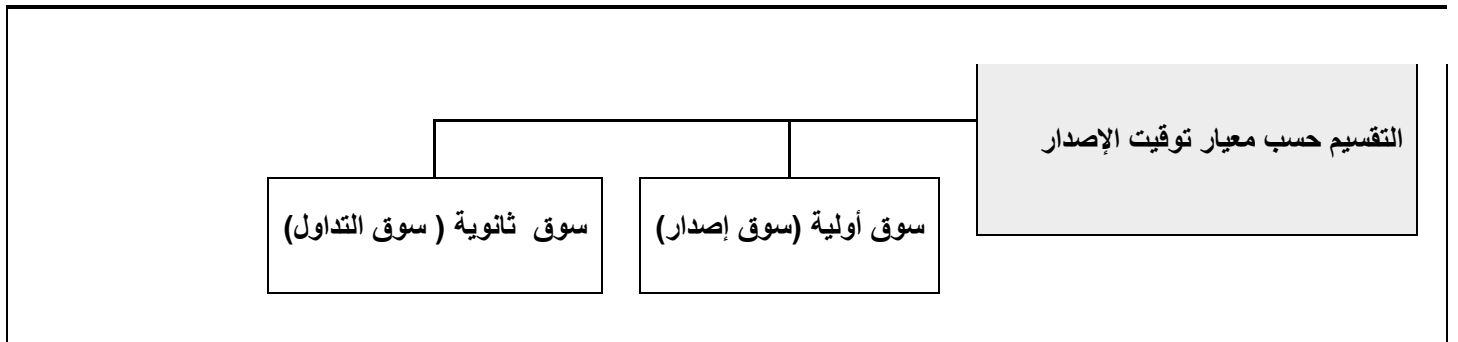
- 1- سوق النقد : هي تلك السوق التي يتم فيها تبادل الأوراق المالية قصيرة الأجل ( من خلال السماسرة والمصارف التجارية و وزارة الخزانة).
- 2- سوق رأس المال: هي تلك السوق التي يتم فيها تبادل الأوراق المالية طويلة الأجل.
- 3- أسواق الاقتراض : و هي تعطي اقتراض لبعض العملاء.
- 4- أسواق عالمية و دولية و اقليمية و محلية : تعتمد على المنظمات و المؤسسات العالمية و الدولية للدخول الى السوق العالمي أو المحلي.
- 5- الأسواق الخاصة : و هي التي لا يتم التعامل فيها مباشرة بين شخصين بل من خلال وسطاء

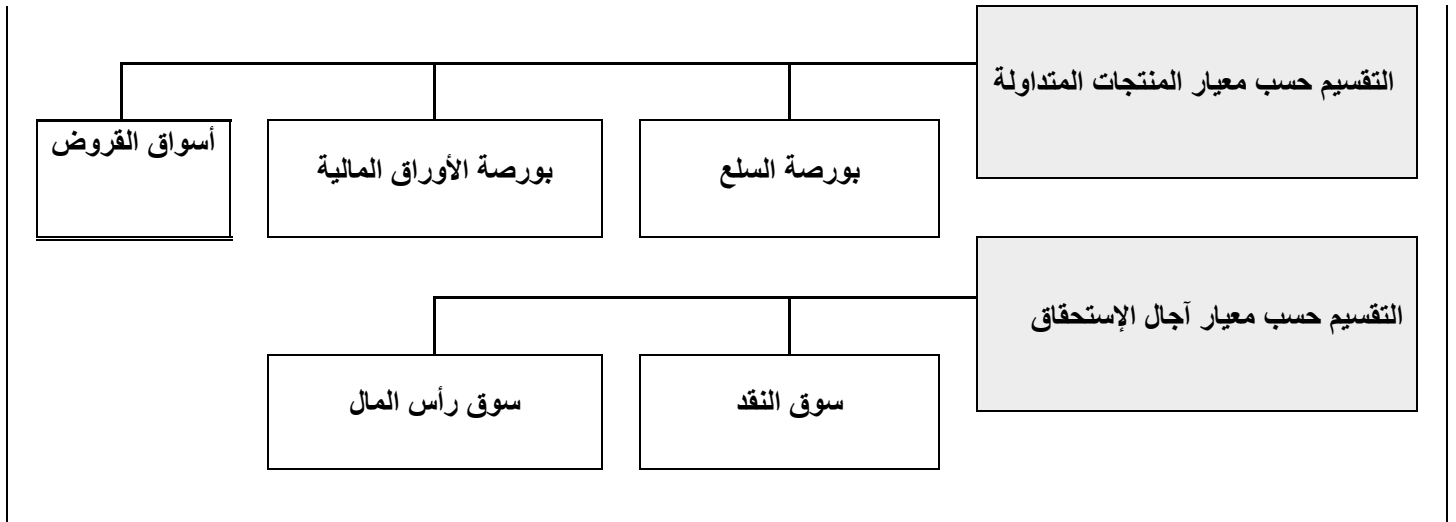
ثالثا : مكونات أسواق الأوراق المالية :

و من حيث الأوراق المالية المتداولة توجد تقسيمات مختلفة لأسواق الأوراق المالية و أكثر من نموذج لهيكل أسواق الاوراق المالية حيث يمكن تقسيمها كما يلي :

- حسب معيار توقيت الإصدار.
- حسب معيار المنتجات المتداولة.
- حسب معيار آجال الإستحقاق كما بالشكل التالي :

شكل رقم (2-1) هيكل سوق الأوراق المالية





#### أ. التقسيم حسب معيار توقيت الإصدار :

يمكن أن نقسم الأسواق المالية حسب هذا المعيار إلى:

- سوق أولية أو سوق إصدار.
- سوق ثانوية أو سوق تداول و سيتم تناولها تفصيلا تحت أسواق النقد و أسواق رأس المال.(19)

#### ب. التقسيم حسب معيار المنتجات المتداولة :

حيث نجد وفقا لهذا المعيار ثلاثة تقسيمات و هي :

بورصة السلع ، بورصة الأوراق المالية ، و أسواق القروض  
بورصات السلع(20)

من المعتقد أن الأموال القائمة على السلع وأسواق السلع بدأت في شكلها البدائي البسيط في سومر في الفترة بين 4500 إلى 4000 قبل الميلاد. استخدم السومريون أولاً رموزاً طينية مختومة في أوعية طينية، ثم استخدموا أقراص الكتابة الطينية لتمثيل الكمية، على سبيل المثال، عدد الماعز التي يجب تسليمها حيث كانت تعهدات وقت التسليم وتاريخه هذه مماثلة للعقود الأجلة ، و للسلع بورصات تنتشر في أنحاء العالم ، تمثل وعاء للمعاملات التي يشارك فيها أطراف من كل أنحاء العالم ، وتدار فيها الأموال بمليارات الدولارات يوميا، أشهر هذه البورصات بورصة لندن للمعادن، و بورصة شيكاغو :

- بورصة شيكاغو للسلع المسماة CME - Chicago Mercantile Exchange - أكبر بورصة للسلع في العالم وهي متخصصة في المشتقات ؛ مثل عقود الاختيارات المالية والمستقبليات في السلع والعملات و أسعار الفائدة والمؤشرات ، ولا تقل عنها من حيث حجم المعاملات بورصة نيويورك المسماة (NYMEX) ، وقد أسست قبل 132 سنة و تميزت بمستقبليات البترول التي بدأ التعامل بها قبل ربع قرن .

\*بورصة لندن للمعادن المسماة London Exchange Metal و التي اشتهرت باسمها المختصر LME

(19) <https://www.investopedia.com/terms/s/softcommodity.asp>

(20) الأسواق المالية الإسلامية , ص 19

تعد بورصة لندن واحدة من أهم أسواق السلع في العالم ، وهي متخصصة في المعادن (عدا الحديد) ويصدر عنها مؤشر للسلع يسمى LME، ويرجع تاريخها لسنة 1517 م ، ثم أعيد تأسيسها على صفة شركة مساهمة في سنة 1877 م واتجهت بعد ذلك إلى تطوير أنواع العقود وصيغ المتاجرة بالسلع ومنها المستقبلات والخيارات المالية على السلع وعقود البيع للمؤشر. الخ . وتبلغ المبيعات التي تمر من خلال البورصة في المتوسط ما قيمته ألفا مليار دولار في السنة ( 2 تيرليون) ، وتتعامل البورصة مع مستودعات وتبلغ هذه المستودعات أكثر من 400 مستودع منتشرة في 32 موقعا في أمريكا و أوروبا والشرق الأوسط والشرق الأقصى ، وتصدر هذه المستودعات شهادات المخزون مباشرة أو عن طريق وكلائها في لندن حيث موقع البورصة ، و تجري في بورصات السلع الدولية أنواع من البيوع والمعاهدات التي يصعب حصرها هنا ؛ مثل المستقبلات بأنواعها والخيارات المالية بأشكالها والمتاجرة على المؤشر وعمليات الاستبدال السلعي .

### المتعاملون في أسواق البورصة السلعية نوعان :

**الأول :** تشتري السلع لأن لها بها حاجة استهلاكية . فالنحاس المعروض في البورصة يشتريه التاجر الذي يتوقع ارتفاع أسعاره ويريد أن يستريح من ذلك، كما يشتريه مصنع الموصلات الكهربائية لأن معدن النحاس مكون مهم للمنتج النهائي وهو الموصلات الكهربائية .

**الثاني :** و يمثلون أغلب المتعاملين وهم مضاربي البورصة و غرضهم جني الأرباح من فرق سعر الشراء عن البيع من خلال التوقعات المتعلقة بأثمان السلع و تقلباتها.

### بورصة الأوراق المالية

بورصة الأوراق المالية هي تلك البورصة التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية و الأسهم الممتازة و السندات و هي الأدوات التي تزيد مدة إستحقاقها على سنة مثل السندات أو التي لا إستحقاق لها مثل الأسهم و تمتاز هذه البورصات بكونها أسواق جملة و تجزئة في نفس الوقت حيث تعقد فيها صفقات ضخمة و أخرى صغيرة حسب حاجة المتعاملين وطبيعتهم ، و المتعاملون بها هم الجمهور و الشركات و البنوك و الحكومة ، و يتم التعامل في هذه البورصات بصفة فورية أو عن طريق العمليات الأجلة حيث يتم الإتفاق على سعر التبادل وموعد التسليم.

### سوق القروض

تمثل وسيلة إلتقاء بين جهات صاحبة الفوائض المالية و جهات ينقصها تمويل خارجي و تنقسم تلك الأسواق هي الأخرى إلى سوق القروض قصيرة و متوسطة و طويلة الأجل.

ج. التقسيم حسب معيار آجال الإستحقاق:

و سنتناول هنا هذا النموذج بالتفصيل بإعتباره أكثرهم اكتمالا وقربا من الأسواق الحالية كما بالشكل التالي للأسواق الأوراق المالية ، حيث يمكن التمييز بين نوعين من أسواق تداول الأوراق المالية حسب تاريخ الإستحقاق(21) :

- أسواق النقد.

- أسواق رأس المال .

(21) محمود محمد داغر، " الأسواق المالية " ، دار الشروق للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص:45.

الشكل رقم (2-2) الأسواق المالية و مكوناتها





و نستعرض فيما يلي تفاصيل كلا من سوق النقد و سوق رأس المال :

#### أسواق النقد :

##### أولاً : مهمة سوق النقد :

تسهم في تنشيط الحركة الإقتصادية حيث تنتقل فيها الأموال من خلال تداول و تبادل الأصول المالية قصيرة الأجل ( لا تتجاوز العام ) و تتميز بسبولة مرتفعة مثل القبولات البنكية و الودائع القابلة للتداول و الأوراق التجارية و غيرها (مع هيئات عامة و خاصة و من خلال السماسرة و المصارف التجارية و وزارة الخزانة ).

و هي سوق ليس لها مكان محدد و ليس سوق تجارية مثلما هو الحال في بورصة نيويورك للأوراق المالية ، ولأنها قصيرة المدى فهي لا تنطوي على مخاطر عالية أو لا تنطوي عليها إطلاقاً ، و تعتمد أسواق النقد على سعر الفائدة عنصر مهم بناءً على العرض والطلب، ويعتبر مصدر مهم للتمويلات قصيرة الأجل توفر للمقترض الحصول على الأموال المطلوبة بالأجل القصير .

و تعد البنوك التجارية، و السماسرة و شركات الأعمال و أيضا الحكومات من أهم المنشآت المالية التي تعمل في سوق النقد.

##### ثانياً : مكونات سوق النقد

نتعرض هنا لمكونات سوق النقد من خلال التعرف على أهم مؤسسات السوق النقدي:

أ- البنك المركزي : ويحتل قمة سوق النقد ، ويطلق عليه بنك الإصدار لإصداره النقود ، أو بنك الحكومة لقيامه بالمعاملات الحكومية ، وكذلك يطلق عليه بنك البنوك لقيامه بالإشراف والرقابة والتعامل مع البنوك التجارية ومد يد العون إليها عند الحاجة . ومن خلال البنوك المركزية تتمكن أسواق النقد من تحقيق وظيفتها الأساسية بمعالجة ما يطرأ من عجز أو فائض مؤقت في السيولة، حيث يمكن للبنوك المركزية التحكم في كمية عرض النقود وتنفيذ السياسات النقدية الموضوعية .

ب- البنوك التجارية : وتقوم بدور "المقترض والمقرض" في سوق النقد حيث تتلقى ودائع العملاء سواء أكانت قابلة للسحب عند الطلب أو ذات آجال محددة ، ومن خلال هذه الودائع تقوم بوظيفتها الأساسية في إقراض المؤسسات والأفراد قروضا قصيرة الأجل (22).

### ثالثاً : أدوات أسواق النقد Money Market

سنستعرض هنا بإيجاز سريع الأدوات المالية لاسواق النقد :

أ. أدون الخزانة و السندات الحكومية<sup>23</sup>:

"هي أداة دين قصيرة الأجل تصدرها الحكومة لغرض الاقتراض؛ وتعدُّ تعهداً من الحكومة بدفع مبلغ معين في تاريخ استحقاق معين وتصدر لحاملها ولآجال تراوح بين ثلاثة أشهر و12 شهراً، لذلك تعد أداة مالية قصيرة الأجل، كونها لمدة ولأجل أقل من العام، وتتمثل الفائدة التي يحصل عليها المقرض في الفرق بين ما دفعه عند شراء الإذن وبين قيمته الاسمية التي يحصل عليها في تاريخ الاستحقاق.

ويتم التعامل بها في أسواق المال الثانوية والتداول عليها بيعاً وشراءً. وتتميز بأنها أدوات مالية منخفضة المخاطر، بمعنى سهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لأية خسائر رأسمالية، وعند حلول تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على وثائق "أدون الخزانة".

ويهدف البنك المركزي من خلال إصدار أدونات الخزينة - نيابة عن الحكومة - إلى تحقيق عدة أهداف مرتبطة بحاجة الحكومة والاقتصاد ، ومنها توفير إيرادات مالية عندما تعجز إيراداتها الاعتيادية عن تلبية متطلبات الإنفاق الحكومي . تعرف "السندات الحكومية" بنفس التعريف نفسه الخاص بـ "أدون الخزانة"، و لكن الاختلاف بينهما يتمثل في أجل الاستحقاق، حيث يتراوح بين عامان و20 عاماً في حالة "السندات الحكومية"، أى أنه أجل طويل. ومن الطبيعي أن السندات الحكومية أدنى ل مخاطرة من سندات الشركات.

ب . شهادات الإيداع القابلة للتداول:

شهادة الإيداع وثيقة تثبت وجود ودیعة في بنك بمبلغ ثابت ولفترة محددة، و بمعدل عائد فائدة محددة و تشجع البنوك لإصدار هذه الشهادات لتتمكن من الحصول على أموال تشكل مورداً ثابتاً لها، يؤدي إلى الاستقرار النسبي في موارد البنك، يشجع على الاستثمار طويل الأجل و على منح الائتمان للأجل الطويل الذي تحتاجه المشاريع الكبيرة .

ج . اتفاقيات إعادة الشراء<sup>24</sup> :

تعرف اتفاقيات إعادة الشراء ( Repurchase Agreement ) بأنها بيع أوراق مالية أو أصول قابلة للتسييل بسعر محدد مع التعهد بشرائها من المشتري في تاريخ محدد و سعر محدد يذكر في الإتفاقية.

و التسمية الشائعة لهذه الاتفاقية في أسواق النقد هي إتفاقية الريبو ( Repo ) ، و الأغلب تكون فترة الإستحقاق قصيرة الأجل و لذا تصنف عمليات الريبو ضمن العمليات المتداولة في أسواق النقد .

تسمى إتفاقية إعادة الشراء بالنظر الى بائع الورقة المالية أما إذا نظرنا الى مشتري الورقة المالية فتسمى الإتفاقية معكوس إتفاقية إعادة الشراء أو الريبو العكسى ( Reverse Repo Rate )

أبرز الأصول المستخدمة في عمليات الريبو والريبو العكسى :

1 . السندات الحكومية ( Bonds ) و هى أوراق مالية تمثل قرضاً طويلاً الاجل فى ذمة مصدرها(الحكومة) لصالح حملة السندات.

<sup>23</sup>( ) موقع مصرف قطر المركزي 05 يوليو 2019 .

- 2 . أدونات الخزينة ( Treasury Bills ) وهى كسابقتها أوراق مالية تمثل قرضا فى ذمة مصدرها (الحكومة) لصالح حملة أدونات الخزينة إلا انها تكون لفترات استحقاق قصيرة الاجل.
3. شهادات الإيداع (CD'S - Certificate of deposits) وهى شهادات تصدرها البنوك و تثبت بأن البنك يحتفظ بوديعة لصالح صاحب الشهادة.

د. أوراق مالية مدعومة برهونات عقارية ( Mortgage-Backed securities ):

وهذه قد تكون سندات غير حكومية أو غيرها أو تكون موثقة برهونات عقارية .

تستخدم اتفاقية اعادة الشراء للعديد من الأغراض أهمها :

- استخدامها كأداة للسياسة النقدية
- توفير السيولة العاجلة للمصارف التجارية
- توظيف السيولة الزائدة من خلال اتفاقيات اعادة الشراء المعاكس
- الاستثمار من خلال إبرام اتفاقية شراء و إتفاقية شراء معاكس بالتوازي للاستفادة من فرق الهامش بينهما.

ه. الإقراض بين البنوك ( سوق ما بين البنوك ) :

تعد سوق ما بين البنوك ( Interbank Market ) من الأمور المهمة التي من شأنها تحديد أسعار الفائدة على مبالغ الإقراض وتوفير السيولة المالية لها . حيث تقوم البنوك باستثمار فوائضها لدى هذا السوق ، كما تحصل منه على القروض اللازمة استنادا إلى وضعية احتياطياتها لدى البنك المركزي .

#### أهميته:

يتم من خلاله تأمين سيولة النظام المصرفي وتمكين البنك المركزي من الرقابة على الأموال ، كما يمكن البنوك من توظيف بعض أموالها . كذلك يتمكن البنك المركزي من خلاله من التأثير على كمية وسعر الأموال السائلة .

و. الأوراق التجارية: 25

• بالإنجليزية Negotiable instrument هي تعهد غير مضمون بأصول مادية ويمكن بيعها (الخصم) بأقل من قيمتها الاسمية ، ويمكن أن تصبح ضمانا للإقراض من البنوك ، و تتداول بين الافراد تداول النقد و قيمتها بما مدون فيها من النقود، وتتميز بسهولة انتقالها وإنشائها، وتصدرها الشركات ذات المراكز الائتمانية والمالية العالمية .

ز. القبولات المصرفية: 26 :

بالإنجليزية Bankers Acceptances تستخدم في تمويل التجارة الدولية هي عبارة عن أداة دين تصدر عن البنوك تتضمن تعهدا من البنك بدفع قيمة الدين عند الاستحقاق اقترضه شخص من أحد البنوك في حالة عدم تسديده ويمكن للبنك الاحتفاظ بهذا التعهد حتى تاريخ الإستحقاق كما يمكن بيعه لشخص آخر يبيعه بدوره لشخص ثالث وهكذا ، وفي تاريخ

(25) "Articles of the Uniform Commercial Code". Uniformcommercialcode.uslegal.com. 23March 2020.

(26) <https://specialties.bayt.com/ar/specialties/q/333682/%D8%A7%D9%84%D9%82%D8%A8%D9%88%D9%84%D8%A7%D8%AA-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B5%D8%B1%D9%81%D9%8A%D8%A9>

الاستحقاق يحق لحامل التعهد استرداد قيمته من محرره (المقترض الأصلي) و تقوم البنوك بتقديم هذه الخدمة (القبول) لتغطية تشجيع عمليات الاستيراد والتصدير ، وبذلك تتحصل المنشأة المصدرة (المصدر) على هذه الورقة المضمونة والمقبولة من البنك ؛ بحيث يمكنها تحصيل قيمتها من المصرف في بلدها، وبالتالي فهي ورقة مالية تستخدم في سوق النقد بسبب طبيعتها القصيرة الأجل ، والتي لا تتجاوز عادة السنة .

### ح . مرابحات السلع الدولية

مصطلح المرابحات الدولية يتعلق بعمليات المرابحة التي تجريها البنوك الإسلامية في الأسواق العالمية للسلع - وخاصة في بورصات المواد الأولية - وغالبها في المعادن مثل : النحاس والبلاتين والألمنيوم والبلاديوم والنيكل والزنك والرصاص والروديوم . ومنتجات الطاقة ؛ مثل البترول الخام ، وزيت التدفئة والبنزين ، والغاز الطبيعي، ويجمع بين هذه السلع جميعا أنها مدخلات للصناعة فهي مواد في مرحلة متوسطة بين المنتج الأصلي والنهائي ، و لا يدخل في مصطلح المرابحات الدولية المنتجات المصنعة الجاهزة للاستهلاك مثل تمويل عمليات شراء السيارات والآلات والأجهزة الإلكترونية. إلخ. و أكثر معاملات البنوك الإسلامية في المعادن وخاصة الألمنيوم والبلاديوم والنحاس . وتجري عمليات شراء السلع عن طريق السماسرة في بورصات السلع الدولية .

### 2. أسواق رأس المال :

و هي سوق تدرج ضمن تقسيمات سوق الأوراق المالية ، ويعرف بأنه:

« السوق الذي تتداول فيه أدوات الاستثمار طويلة الأجل »

و لأهمية أسواق رأس المال و حجم أثرها في تلك الدراسة فقد أفردنا لها المبحث الثالث من ذلك الفصل

## المبحث الثالث : سوق رأس المال كفرع من سوق الأوراق المالية

سوق رأس المال Capital Market هي سوق يتم فيها تبادل الأوراق المالية طويلة الأجل و هو مايميزها عن أسواق النقد التي تتعامل بالإئتمان قصير الأجل .  
و فيها نقل الأموال من الأفراد والشركات و المدخرات إلى الشركات المستثمرة بأدوات مالية طويلة الأجل أهمها الأسهم و السندات.

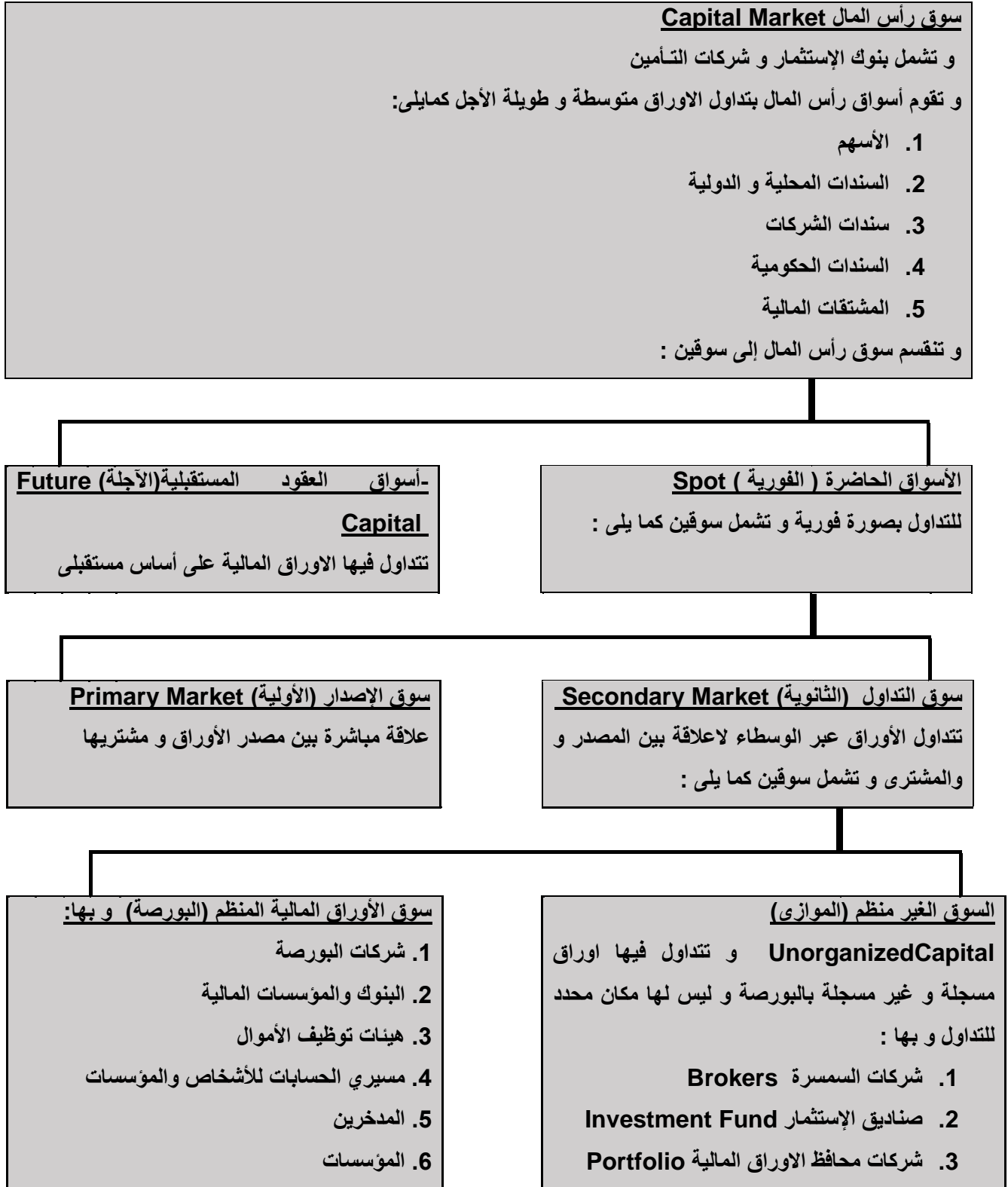
### أولا : مهمة أسواق رأس المال :

الغرض الأساسي من وجود أسواق رأس المال في الأقتصاد هو توزيع المدخرات بشكل أكفأ على الاستخدامات المناسبة ، ففي الاقتصاديات الحديثة تحتاج الشركات المستثمرة إلى رؤوس أموال تفوق مدخراتها، كما تزيد مدخرات الكثير من الوحدات أو الأفراد عن استثماراتهم، ومن هنا كانت الحاجة إلى وجود سوق لرأس المال يقوم بتوصيل المدخرات إلى الاستخدامات المختلفة و هي سوق ثابتة في مكان تقام فيه مراكز المال و التجارة بمواعيد مقرر غالبا يومية ، حيث يلتقى فيها السماسرة و أصحاب رؤوس الأموال لتداول الأوراق المالية تبعا لنظم ولوائح ثابتة محددة و لسوق الأوراق المالية بالحساسية الزائدة لأنها أول المتأثرين بالكساد والرواج وفي كل الأحوال يتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل الطلب و العرض كسائر السلع الأخرى .



ثانيا : مكونات سوق رأس المال :  
يمكننا تقسيم سوق رأس المال حسب الشكل التالي

شكل (2-3) انواع سوق رأس المال





ومن الشكل السابق يتضح انه يندرج تحت سوق رأس المال سوقين رئيسيين :

أ. أسواق آجلة ( أسواق العقود المستقبلية ) :

وهي تتعامل في الأسهم و السندات و لكن من خلال عقود و اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة و يتسلمها في تاريخ لاحق .

ب . أسواق حاضرة :

وهي السوق الذي يتعامل فيه بالأوراق المالية طويلة الأجل ( الأسهم و السندات ) ، و يدفع المشتري قيمة الورقة المالية أو جزء منها عند التعاقد، في مقابل انتقال ملكيتها له على الفور

تنقسم الأسواق الحاضرة بدورها إلى قسمين هما:

- سوق أولى ( سوق إصدار الأوراق المالية)

- سوق ثانوى ( سوق تداول الأوراق المالية )

ما هو الفرق بين سوق الإصدار (السوق الأولية) وسوق التداول (السوق الثانوية) ؟

القسم الأول : السوق الأولية أو سوق الإصدار:

يتم فيها التعامل مع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة ، حيث يطرح فيها الاوراق المالية من قبل الشركة المصدرة ليشتريها المستثمرون ولذلك فان البيع والشراء في السوق الاولية يتم بين الشركة التي تصدر الورقة المالية والمكتسبين الذين يشترون تلك الورقة عن طريق بنوك الاكتتاب.

القسم الثاني هي السوق الثانوية أو سوق التداول:

يتم في نطاقها التعامل على الأوراق المالية بين المستثمرين و التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها، من خلال عمليات مضاربة يستهدف المضارب من ورائها الاستفادة من فرق القيمة السعرية بين السوقين لذا فعائد بيع الأوراق المالية تذهب إلى حاملي هذه الأوراق الذين يحصلون على عائد عملية البيع ؛ حيث يتحملون الخسائر أو يجنون الأرباح (في حالة ارتفاع أو انخفاض سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها) .

و يكمن دور السوق الثانوي فيما يلي :

1. من خلاله يمكن تسجيل الأوراق المالية مما يجعلها أكثر قبولاً وجاذبية.

2. تصريف الاصدارات الجديدة و إلا لابد من الاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاقها.

3. يساعد السوق الثانوي على تسعير الأوراق المالية في السوق الأولي بحيث كلما ارتفع سعر الأوراق المالية في السوق الثانوي كلما ارتفع سعرها في السوق الأولي. وقد يتخذ السوق الثانوي شكلين هما:

- سوق منظم (البورصة).

- سوق غير منظم (السوق الموازي) .

السوق الثانوي المنظم ( البورصة ) :

أحد الأركان الأساسية المكونة للهيكل الأساسي لسوق الأوراق المالية أو ما يعرف ببورصة الأوراق المالية، وتعرف أيضًا بسوق المزاد أو السوق الرسمية، وهي السوق التي يتم فيها تبادل الأوراق المالية ( شراء، وبيعاً) بين المتعاملين في الأوراق المالية ( أسهم وسندات ) ويتم التعامل عن طريق شركات للسمسرة خلال مدى زمني محدد بمعرفة إدارة البورصة، وتضم سوق المتعاملين الأفراد وكذلك المؤسسات من بنوك وصناديق استثمار. وذلك وفقاً لقواعد وقوانين محددة بدقة.

و البورصات الأكبر عالمياً هي مايلي:

بورصة نيويورك.

بورصة لندن.

بورصة طوكيو.

**الأطراف النشطة في البورصة :**

1. شركات البورصة

2. البنوك والمؤسسات المالية

3. هيئات توظيف الأموال

4. مسيري الحسابات للأشخاص والمؤسسات و يتولوا وظيفة الوساطة مقابل عمولة ، تسيير الحسابات بحد ذاتها، وظيفة استشارية في مجال الاستثمار

5. المدخرين

6. المؤسسات الخاصة و العامة

7. و الدولة وهي الأكثر تطلباً للأموال و الإقتراض

8. المحللين الماليين

**السوق غير المنظمة أو السوق الموازي Unorganized Capital**

و يطلق عليها أيضا (Parallel Market) هي جزء من السوق الثانوية و تسمى أيضاً سوق التداول خارج البورصة (خارج المقصورة) تدرج فيها الشركات التي يتم تداول اسهمها خارج قاعة التداول التي لم تستوف شروط التسجيل في البورصات الرسمية. وبالتالي فهي لا تخضع لقوانين محددة و دقيقة كالبورصة، و هي كذلك سوق للحالات التي يتم فيها تحويل ونقل ملكية الأوراق المالية خارج القاعة ودون تدخل وسيط فيها.

و ينتقد بعض الاقتصاديين هذا السوق نظراً لعدم توفر آليات تخفض من تدهور أسعار الأوراق المالية في هذه السوق بالإضافة إلى عدم توافر أماكن مخصصة لعمليات التداول كالبورصة بل يتم التداول من خلال شبكه من أجهزه التواصل تجمع بين المتعاملين من أجل أن يتم تحديد الأسعار عن طريق التفاوض.

أهم الفروق بين السوق الرئيسية والسوق الموازية:

شكل رقم (4-2) الفرق بين السوق الرئيسي والسوق الموازي في سوق المال السعودي

البند	السوق الرئيسية (تداول)	السوق الموازية (نمو)
الحد الأدنى للقيمة السوقية	300 مليون ريال	30 مليون ريال
النسبة المئوية للأسهم المطروحة	70% على الأقل	20% على الأقل
عدد المساهمين	200 مساهم على الأقل	أن لا يقل عدد المساهمين من الجمهور عن 50 في حال كانت القيمة السوقية المتوقعة لجميع الاسهم المطلوب إدراجها تزيد على 40 مليون ريال، أو 35 مساهما في حال كانت القيمة تقل عن 40 مليون ريال
الالتزامات المستمرة	متطلبات الإفصاح المعتادة: الإفصاح عن البيانات المالية الربع سنوية خلال مدة لا تتجاوز شهر وفي 3 أشهر للبيانات السنوية	متطلبات إفصاح أكثر مرونة من حيث المدة بحيث لا تتجاوز المدة في حالة الإفصاح عن البيانات المالية نصف سنوية عن 45 يوم
نسبة التذبذب	± 10%	± 20%

و تم إعادة هيكلة تلك السوق حيث ادرجت فيها شركات المساهمة العامة التي تآكلت رؤوس أموالها بنسب عالية ، و صار تداول أسهمها يرتبط بنظام تداول إلكتروني بالقاعة.<sup>27</sup>

و يندرج تحت هذا النوع من الأسواق السوق الثالث والرابع للأوراق المالية :

السوق الثالث: شركات السمسرة Brokers

ويتكون من بيوت السمسرة، و يلعب السوق الثالث دورا منافسا للمتخصصين (أعضاء السوق المنظم) و عملاء في هذه السوق هم:

الهيئات و المؤسسات الاستثمارية الكبيرة حيث تسنح لها فرص التفاوض في قيمة العمولات بينما في المقابل لا تتمتع بخصم من العمولة عندما تتعامل مع الأسواق المنظمة.

و بيوت السمسرة لا تدفع رسوم عضوية بما يمكنها من خفض تكلفة ما تقدمه من خدمة .

السوق الرابع: شركات وصناديق الإستثمار

وتجمع الأفراد الأغنياء و المؤسسات الاستثمارية الكبيرة و تشمل :

- صناديق الإستثمار Investment Fund.
- شركات محافظ الاوراق المالية Portfolios.
- شركات رأس المال المخاطر Venture.

حيث يتعاملون بينهم ببيع و شراء الأوراق المالية - من خلال وسيط - كوسيلة للحد من عمولات السمسرة و يتسم هذا السوق بانخفاض التكلفة و السرعة.

<sup>(27)</sup> <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home/> موقع تداول

### ثالثاً : ادوات الاوراق المالية فى سوق رأس المال ومخاطرها:

الورقة المالية هي صك طويل الأجل يصدر لمدة حياة الشركة فيما يتعلق بالأسهم أو لعدد محدد من السنوات فيما يتعلق بالسندات مما يجعلها عرضة لتقلب الأسعار في السوق حسب التغيرات الظروف الاقتصادية .  
و هو صك بأسهم أو سند تصدره مصرف أو شركة أو هيئة أو غيرها ، و أستحدثت فيما بعد المشتقات المالية و نتناول فيما يلى تعريف وخصائص و أنواع الأسهم والسندات و عقود المشتقات المالية :

النوع الأول : الأسهم

للسهم عدة مفاهيم نذكر منها :

- السهم ورقة تثبت ملكية صاحبها - كشريك مساهم - لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية ، فحامل السهم شريك بالمؤسسة .
- السهم يمثل ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها على جزء من رأسمال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق و تحمل الأعباء الناجمة عن امتلاك تلك الورقة.

#### خواص الأسهم :

- أ- يفاد صاحبه من ربح السهم كما يتحمل نصيبه الخسارة عند وقوع خسائر.
  - ب- للسهم دخل متغير، و يرتبط بأرباح المؤسسة المحققة .
  - ج- ورقة مالية بدون أجل محدد حيث أجله هو حياة المنشأة المصدرة.
  - د- يحق لصاحب السهم التصويت فى القرارات المتخذة بالمنشأة المصدرة .
  - هـ- قابل للتداول و المضاربة ببورصة الأوراق المالية .
  - و- صاحب السهم آخر من يسترد حقوقه باعتباره شريك حال تصفية المؤسسة.
- و للأسهم خصائص و أنواع نذكرها فيما يلى :

أنواع الأسهم :

تنقسم الأسهم إلى عدة فئات :

أ - حسب نوعية الحصة المدفوعة :

سهم نقدي : أسهم تدفع نقدا ، تصبح قابلة للتداول بعد تحديد الشركة و صدور المرسوم المرخص بتأسيسها .  
سهم عيني : تمثل حصة عينية من رأسمال الشركات مقدره ومصدق عليها من الجمعية العامة التأسيسية وتسلم هذه الأسهم لأصحابها بعد تسلم المقدمات التي تقابلها وقد منعت القوانين من تداول الأسهم العينية إلا بعد مرور عامان من صدورها .  
سهم مختلط : و تدفع بعض قيمتها عينا والباقي نقد .

ب - حسب الحقوق :

سهم عادي : هي الأكثر شيوعا و لا تعطي أصحابها أي امتيازات و هي صكوك تعد بمثابة حق ملكية فى الشركة، تمنح صاحبها الحصول على توزيعات الارباح وله ثلاثة قيم : قيمة اسمية ، ودفترية ، وقيمة سوقية والقيمة السوقية تعتبر هي السعر الفعلى للسهم ويتناسب طرديا مع العائد المتوقع نتيجة الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يحصل عليها المستثمر .  
و تخول الأسهم لصاحبها الحق في حضور الجمعية العامة السنوية للشركة.

"أسهم ممتاز : وهي التي تمنح لمالكها حقوقا إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي، مثل أن يحصل مالكها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، كما أن مالكها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حامل الأسهم العادية، و بعد حملة السندات ولهذا الامتياز أحد الأشكال التالية :"

- أولوية الحصول على الأرباح أو في توزيع نواتج التصفية.
- حق التصويت في إجتماعات الجمعية العمومية ، سمي السهم بالصوت المتعدد .
- حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم الشركة في حال إقرار زيادة رأسماله .

ج - حسب الشكل :

أسهم اسمي : و تسجل بها اسم صاحبها و قيمة السهم الاسمية بجانب بيانات عن الشركة المصدرة لها .  
سهم لحامله : وهي أسهم لا يذكر فيها اسم المساهم ، ويعتبر حاملها مالكا كما يمكنه التنازل عنه لشخص لآخر.  
سهم لأمر : الشركة تصدر أسهمها لأمر، وتشتترط أن تكون كاملة الوفاء أي دفع كل قيمتها الاسمية .

د- حسب علاقته برأس المال :

سهم رأس المال : هي أسهم لم تستهلك قيمتها .

سهم تمتع : أسهم استهلك قيمتها ، و يقصد باستهلاك السهم دفع الشركة القيمة الاسمية للمساهم أثناء حياة الشركة ودون انتظار لإنهاء اجلها وتصفيتها.

و توجد عدة أنواع أخرى كما يلي :

هـ. سهم مجاني : و تمثل زيادة في رأسمال الشركة، لنانجمة عن حجز نسبة من أرباح الشركة خلال أعوام سالفة ، فتصبح حق للمساهمين في تلك الزيادة و توزع على المساهمين حسب نسب حيازتهم للأسهم العادية.

و. سهم مقيد : والقيد عبارة عن تصنيف و تسجيل الأسهم في البورصات المحلية أو العالمية، وذلك من خلال إجراءات خاصة بعملية القيد، وذلك حتى يتسنى للبورصة إعطاء ذوي الحقوق حقوقهم من عملية القيد هذه .

ز.سهم غير مقيد : و تكون غير مسجلة بالبورصة المحلية أو البورصات العالمية

ح. سهم خزينة : أسهم تقوم الشركة المصدرة بإعادة شرائها عن طريق البورصة هي أسهم لا يحق لها توزيعات أو حق تصويت خلال فترة استحواد الشركة لها.

النوع الثاني : السند

السند ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل و هو عبارة عن صك مديونية يتمثل في إتفاق بين المؤسسة المصدرة و المستثمر حامل السند يتعهد فيه المصدر برد قيمته المسجلة عليه إضافة للفوائد لمالك السند خلال فترة زمنية متفق عليها.

**خواص السند :**

- وثيقة دين فحامله دائن تجاه المؤسسة المصدرة .
- يدر السند من دخل ثابت محدد بفائدة متفق عليها يحصل عليها مالكة طوال فترة السند .
- قابل للتداول في بورصة الأوراق المالية.
- لا يحق لحامل السند التدخل في شؤون تسيير المؤسسة .

- لحملة السندات الأولية على حملة الأسهم في استرجاع رأسمال المستثمر - حالة إفلاس أو تصفية المؤسسة - باعتبارهم دائنين للمؤسسة و بجانب تلك المزايا هناك خصائص أخرى جوهرية و تميز السند عن غيره من الأوراق المالية و تتمثل في:

أ - الكوبون : و يمثل الدخل الذي يجنيه حامل السند و يحدد نسبته بأسعار الفائدة السائدة في سوق السندات ذات نفس مستوى المخاطرة .

ب - القيمة الاسمية : تمثل القيمة المسجلة بالسند حيث يتعهد فيها مصدر السند برد قيمته لحامل السند حال تاريخ الاستحقاق.

ج - شرط نقل الملكية : يتم نقل ملكية السند القابل للتداول من خلال إجراءات معينة لنقل القيد من سجلات الشركة .

د - تاريخ الاستحقاق : يمثل فترة حصول حامل السند على القيمة الاسمية للسند ، و يوجد نوعان من تواريخ الاستحقاق ، تاريخ استحقاق فعلي وأصلي .

أنواع السند :

- سند تصدره منشآت الأعمال : قد ينطوي العقد بين المستثمر و المنشأة على شروط مثل رهن بعض الأصول الثابتة أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى أو حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق.

- سند حكومي : صك مديونية متوسط وطويل الأجل تصدره الحكومات بهدف الحصول على موارد دخل إضافية بهدف تغطية عجز في موازنتها أو لمواجهة معدل التضخم.

- سند ذو تاريخ الاستحقاق المحدد : سند له تاريخ استحقاق يسترد بحلولة حامله قيمته الاسمية.

- سند دائم : سند بدون تاريخ استحقاق محدد حيث يتخلص منه حامله من خلال بيعه إلى شخص آخر ، و لا يمنع المنشأة المصدرة من شراء السندات التي أصدرتها مسبقا .

- سند قابل للاستدعاء : يعطي للجهة المصدرة حق سداد السند قبل تاريخ استحقاقه، و تقوم بممارسة حق الاستدعاء بناء على سعر الفائدة السائد في السوق .

- سند ذو عائد صفري : لا يمنح للمستثمر فوائد دورية وإنما يحصل المستثمر على فوائد عند تاريخ الاستحقاق أو عند بيع السند ، بجانب فارق سعر الشراء و البيع .

- سند ذو معدل فائدة متحرك : حيث يتم تعديل معدل الكوبون دوريا حسب معدل التضخم ، لان التضخم يؤثر سلبا على الفائدة العائدة للمستثمر .

- سند رديئ : يقصد به السند الذي يرفع مستوى المخاطرة المرتبطة بالعائد المتحقق .

- سند قابل للتحويل : هو سند قابل للتحويل لسهم عادي ، إما حسب رغبة حامل السند ، أو إجباري باستدعاء حملة السند.

النوع الثالث : المشتقات المالية :

المشتقات عقود مشتقة من قيمة الأصل المعني أي أصل يمثل قيمة العقد، و الأصل الذي يكون موضوع العقد يتنوع ما بين السند و السهم و السلع .. ، و تحقق للمستثمر مكاسب أو خسائر اعتمادا على النتائج المحققة من الأصل موضع العقد(28) فالورقة المشتقة تعرف أيضا بالورقة المبتكرة أو المشتق المالي و هي ورقة مالية تعتمد فيها على قيمة أخرى أصلية متغيرة، و من أبرز أنواع المشتقات العقود المستقبلية و عقود الإختيار و العقود الآجلة و عقود المبادلة.

عقود المستقبلية : هي عقود آجلة لكنها قابلة للتداول في البورصة تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر معين محدد سلفا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق ، و تهدف العقود المستقبلية إلى التحوط

ضد مخاطر التغيير في معدلات العائد و من ثم أسعار الأصول المالية (29) من أجل جعل التداول ممكنا تحدد البورصة سمات معيارية معينة للعقد ، و نظرا لأن طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة ، فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا من الطرفين ضمانا بأن العقد سوف يحترم (30).

عقود الإختيار (31):

عقد الإختيار هو أحد العقود التي تتداول في أسواق العقود المستقبلية ، و ذلك لحماية المستثمرين من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية ، كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح ، و نجد بأن هناك نوعين أساسيين من عقود الإختيار الذي يعطي الحق في شراء و ثانيهما الإختيار الذي يعطي الحق في البيع ، حيث يتيح إختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر إنخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتلكها. بينما خيار الشراء فيكون إعتقاد المستثمر على توقعاته لإرتفاع القيمة السوقية لورقة مالية ما يرغب في شرائها مستقبلا إلى إمتلاك إختيار يعطيه الحق في شراء إختيار شراء تلك الورقة في التاريخ الذي يرغب فيه و بسعر متفق عليه مقدما.

العقود الأجلة (32) :

العقد الأجل هو إتفاق بين طرفين لتبادل أصل بسعر محدد في تاريخ محدد و في ظل هذا العقد فإن المشتري يلتزم بشراء أصل و يلزم البائع بهذا السعر في التاريخ المحدد للتنفيذ.

العقود الأجلة تكون بصفة عامة معيارية، و هذا يعني أن كلا من البائع و الشاري يتفاوضان على شروط العقد لذلك فإن هذا العقود تتميز بنوع من المرونة ، هذه العقود لا تتميز بالسهولة مقارنة بالعقود المستقبلية ، فإذا رغب البائع أو المشتري في الخروج من الإتفاق الأجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصا آخر يحل محله و يقبل أن يتم بيع العقد له. تتضمن العقود الأجلة مشكلة محتملة و هي المتعلقة بمخاطر العجز عن السداد أو الوفاء بالإلتزام محل العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد و تتحقق قيمة العقد في تاريخ إنتهاء صلاحية العقد.

عقود المبادلة:

عقد المبادلة هو إتفاق بين طرفين على تبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية ، و هو عقد ملزم لطرفي العقد كما أن المكاسب و الخسائر لا يتم تسويتها يوميا ، و يعتبر عقد المبادلة لأسعار الفائدة أبرز هذه العقود ، و لتجنب مخاطر تغيير أسعار الفائدة يقوم الطرف الأول في العقد بدفع فائدة ثابتة على أن يتحصل على فوائد متغيرة خلال مدة العقد ، فإذا كان معدل الفائدة المتغير (متوسط معدلات الفائدة المتغيرة) أعلى من معدل الفائدة الثابتة يحقق المستثمر مكاسب على حساب الطرف المحرر العقد و العكس صحيح. (33)

### الفصل الثالث

#### : دور السوق المالي في دعم الاقتصاد

(29) عاطف وليم أندراوس، "السياسة المالية و أسواق أوراق المال"، شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، مصر، طبعة 2005 ص 23

(30) طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية"، الدار الجامعية للنشر، مصر، طبعة 2001 ص 16

(31) محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، "الإستثمار في البورصة"، الحامد للنشر، الأردن عمان، طبعة 2006

(32) نفس المرجع السابق ص 116

(33) طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية"، ص 213



- مقدمة
- المبحث الأول : دور سوق المال في دعم الاقتصاد
- المبحث الثاني : المؤشرات الرئيسية لأداء السوق المالي
- المبحث الثالث : تطور سوق المال السعودي

## مقدمة

تركز نظريات التنمية الاقتصادية على ضرورة تعبئة و توجيه الموارد الاقتصادية والاجتماعية لمجالات التنمية

وتعد سوق الأوراق المالية من أهم القنوات الأساسية في إحداث عملية التنمية<sup>34</sup>. حيث تسمح آليات (سوق الأوراق المالية) للمؤسسات بالحصول على الموارد المالية اللازمة لمجالات الاستثمار الفعالة من الأفراد و المؤسسات عن طريق شرائهم أسهم المشروعات وتوزيعه بما يخدم برامج الخطط الاقتصادية و إعادة توزيع الموارد المالية بين المؤسسات بما يؤدي إلى يرفع من رواج الإقتصادى و حسن تخصيص الموارد و زيادة معدلات النمو<sup>35</sup>.

- نتيجة للتطور الاقتصادي للمجتمعات وازدياد الحاجات المالية للوحدات الإنتاجية بسبب اتساعها ، و زيادة المدخرات لدى الأفراد ، نشأت الأسواق المالية والتي يتم عن طريقها إجراء المعاملات المالية ، وتمكين المساهمين من بيع حصصهم أو زيادتها ، وهي تقوم بمهام حيوية للاقتصاد القومي، وفقا لمفهوم الكفاءة تكون القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية ، حيث يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها .

- تمثل أسواق المال مكان التقاء عرض الأموال من خلال المدخرين بالطلب عليها من خلال المستثمرين ، ويتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية .

- رغم ما تشهده أسواق الأوراق المالية بالبلدان العربية من إصلاح و تطور فإنها ما زالت تتشابه في بعض الخصائص التي تجعلها في حاجة متزايدة للتحسين و التطور.

## المبحث الأول : دور السوق المالي في دعم الاقتصاد

نتناول فيما يلي دور سوق المال في دعم الإقتصاد من خلال التعرف على خصائص تلك السوق ووظائفه و مستويات كفاءته و التعرف على السمات المشتركة لأسواق المال العربية .

<sup>34</sup> ١) أحمد فتحي حسن، «المتغيرات الاقتصادية وتأثيرها على قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية المصرية»، (رسالة ماجستير، جامعة قناة السويس، كلية التجارة، الإسماعيلية، ٢٠٠٩)، ص ٤٠ - ٥٠،

منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال الإسكندرية: منشأة المعارف، ١٩٩٧، ص ١٠٦ - ١٠٧.

<sup>35</sup> علا عبد العال، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان ٦٣ - ٦٤ - (٢٠١٣)، ص ٨٠ - ٨٢،

## أولاً : خصائص أسواق الأوراق المالية(36)

1. أسواق متطورة تتيح مجالات واسعة للاستفادة من فئات المستثمرين بكافة أرجاء العالم.
2. يتولى الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة التداول فيها .
3. المرونة بجانب توفر تكنولوجيا الاتصالات التي تتميز بها الأسواق المالية يميزها عن غيرها من أسواق السلع بجانب اتساع أسواقها حيث تتم بها الصفقات الضخمة و المتعددة و قد يمتد نطاقها ليشمل بقاع عديدة من العالم بذات الوقت.

و يتطلب الاستثمار في تلك الأسواق معرفة بالمعلومات السوقية وسرعة اتخاذ القرارات الاستثمارية الصائبة لإدارة المخاطر الناجمة عن الاستثمار في الأوراق المالية لتجنب الأبعاد السلبية ، و قد يستدعي الأمر أحيانا تدخل الحكومات لمنع تسرب بعض المعلومات الضارة للمجتمع والأفراد.

## ثانياً : وظائف أسواق الأوراق المالية(37)

تخدم الأسواق المالية غرضاً مهماً للاقتصاد و تقدم وظائف أساسية أهمها مايلي :

1. الاقتراض و الإقراض التقليدي.
  2. إيجاد بيئة نشطة بين المشتريين و البائعين تيسر الاستثمار و التمويل اللازم للإقراض .
  3. تحديد السعر : التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم والمنافسة التامة وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
  4. توفير المعلومات حول تدفق الأموال توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين عن الأوراق المالية المتداولة في السوق النظامي ( البورصة ) ، وفي السوق غير النظامي ( الموازي) حيث يتم تداول الأوراق المالية لمؤسسات غير المسجلة في قوائم السوق .
  5. توفير المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من حسن الاختيار للوسائل الاستثمارية وتمكنه من إعادة النظر من استثماراته مما يعود عليه بالنفع و الفائدة.
  6. الكفاءة ( التكاليف مثل تكاليف المعاملات) .
  7. تشجيع الإيداع و الاستثمار .
  8. تنمية الإقتصاد:
- سوق المال هو عامل مهم لتنمية الإقتصاد في أي بلد؛ فهو أداة لتطوير الصناعة والبنية التحتية والزراعة والتجارة .

<sup>36</sup> Mohamed A. El-Erain ,«Financial Market Development in in the Arab Countries Iran and Turkey», Economic Research Forum for Arab Countries Iran and Turkey (1995), p. 1

مصادر متعددة :

<sup>37</sup> <http://www.businessmanagementideas.com/notes/market/notes-on-money-market-meaning-functions-and-benefits/5496>

<https://www.investopedia.com/university/moneymarket/#axzz1gYVSfwBe> :

[https://mqalaat.com/%D8%AA%D8%B9%D8%B1%D9%8A%D9%81\\_%D8%B3%D9%88%D9%82\\_%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84](https://mqalaat.com/%D8%AA%D8%B9%D8%B1%D9%8A%D9%81_%D8%B3%D9%88%D9%82_%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84)

- يوفر سوق المال فرصةً للاستثمارات قصيرة الأجل، والتي توفر وفورات قصيرة الأجل، بمعنى أنها توفر فرص عمالة، ومن ثمّ تدفع مالياً يمكن للعاملين استثماره في سوق المال، وبدورها تساعد في تشكيل قاعدة رأس المال أيضاً.

#### 9. تنمية التجارة :

ميزة أخرى مهمة توفرها أسواق المال هي خصم صكوك المقايضة التي تُسهّل نمو التجارة .

#### 10. توفير السيولة :

- يساعد سوق المال في نمو الاقتصاد من خلال توفير الأموال للقطاعات النامية.

#### 11. توزيع المخاطر و توفير أدوات مالية متعددة 38.

#### السياسة النقدية 39 :

- تعد الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق السوق المفتوحة ، حيث يساعد على تحقيق أهم أهداف السياسة النقدية والمالية في العملية الاقتصادية من الحفاظ على التوازن بين الطلب و العرض على الأموال و التحكم في المستوى العام للأسعار و معدلات التضخم بإستخدام أدوات مالية مختلفة من أهمها.

#### كفاءة سوق الأوراق المالية :

تتعلق تلك الكفاءة بالعلاقة بين نوعية المعلومة المتوفرة و الورقة المالية و كما سيتم إظهارها فيما يلي. تشير العلاقة ما بين أسعار الأوراق المالية و بصفة خاصة الأسهم و ما بين البيانات و المعلومات إلى مفهوم كفاءة السوق ، حيث إن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية و بين البيانات المالية المتعلقة بالمشروع الذي قام بإصدار هذه الأوراق تكتسب أهمية كبيرة بين فئات عديدة مثل إدارة المشروع الذي تقوم بإعداد القوائم المالية التي تحتوي على معظم هذه البيانات المالية ، و المراجعين الذين يقومون بإعتماد هذه القوائم ، و المستثمرين الذين يقومون بشراء و بيع الأوراق المالية و المنافسين. إن كل فئة من هذه الفئات و لأسباب مختلفة تهتم بأسعار الأوراق المالية و بتأثير هذه المعلومات على هذه الأسعار ، حيث يرتبط بأسعار الأوراق المالية نتائج إقتصادية يتأثر بها المجتمع ككل 40.

ووفقاً لمفهوم الكفاءة تكون القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية ، حيث يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها .

#### أنواع و مستويات كفاءة السوق :

يتميز السوق المالي بوجود نوعين من الكفاءة هما الكفاءة الإقتصادية و الكفاءة الكاملة و ثلاث مستويات لها كما سيتم توضيحه.

#### أ-أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية :

#### الكفاءة الكاملة:

ترتبط الكفاءة الكاملة للسوق عند توفر مايلي : (41)

38 بوعاملي ياسين، "الخصوصية و دور السوق المالية في تفعيلها" ، رسالة ماجستير، العلوم الإقتصادية ، جامعة قسنطينة، 2009 ص 66  
39 حماني محمد ادريوش و الاستاذ ناصر عيد القادر " اتجاهات الاستثمار في الجزائر بشقيه العام والخاص خلال الفترة 1980 – 2010، ورقة بحثية ، جامعة سطيف 1، 2013.

40 عبد الله بن محمد الرزين، "الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي الخامس لإقتصاد المعرفة و التنمية الإقتصادية، جامعة الزيتونة، الأردن، 1426 هـ، ص6، 7  
41 ضياء مجيد ، "البورصات"، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، طبعة 2005 ، ص 9

-توافر المعلومات الكاملة عن تلك السوق.

-تشابه توقعات المستثمرين نظرا لتوفر المعلومة المتاحة لكافة المستثمرين.

-تمتع المستثمرين بحرية تامة داخل السوق ، يستطيع المستثمرون التعامل بأي كمية يشاؤون بيعا و شراء.

-كبير عدد المتعاملين في السوق ، و بالتالي لا تمثل حجم الصفقة التي يقوم بها أحدهم حجما مؤثرا في حجم السوق الكلي.

-يفترض توفر الخبرة و الحنكة لدى المستثمرين ، أي أنهم يسعون للوصول لأكبر ربح ممكن من ممارسة عمليات البيع و الشراء بالسوق.

إذن يظهر أنه من غير الممكن توافر حالة الكفاءة التامة نظرا لإستحالة توفر شروط المنافسة الكاملة بسوق رأس المال أو أي سوق أخرى.

### الكفاءة الإقتصادية :

في الأسواق ذات الكفاءة تكون قيمة الورقة المالية السوقية تتساوبا تقريبا من قيمتها الفعلية نظرا لغياب البعد الزمني بين المعلومات الجديدة حول حالة السوق و إنعكاساتها على أسعار الورقة المالية.<sup>42</sup>

### ب - مستويات الكفاءة في سوق رأس المال :

يعتبر مفهوم الكفاءة مفهوما نسبيا و ليس مطلقا، لذلك قسم الباحثون مستويات الكفاءة إلى ثلاث أقسام أو مستويات هي :

-المستوى الضعيف<sup>43</sup>: يعني المستوى الضعيف لكفاءة السوق المالي بأن الأسعار تعكس كافة المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم.

-المستوى الشبه القوي<sup>44</sup> : دار الكثير من الجدل حول هذه الصيغة حيث إذا إتصف السوق الصيغة شبه القوية فإن هذه المعلومة تنعكس في أسعار الأسهم و يرجع الجدل حول هذه الصيغة إلى أن المحلل الذي يحاول تفسير سبب التسعير غير العادل لسعر السهم بإستخدام المعلومات المستقاة من القوائم المالية فإن هذا يعتبر مضيعة للوقت لأن هذه المعلومات المنشورة منعكسة في السعر الحالي للسهم.

-المستوى القوي<sup>45</sup> : يقضي هذا المستوى بأن سعر السهم الحالي متأثر بجميع المعلومات العامة و المتاحة للجميع بشكل علني و تلك المعلومات التي تمتلكها قنوات خاصة ذات صلة مباشرة بمصدر المعلومة مثل إدارة الشركة المصدرة للسهم و كبار المتعاملين.

و الشكل الموالي يوضح نوع العلاقة الموجودة بين المستويات الثلاثة للكفاءة :

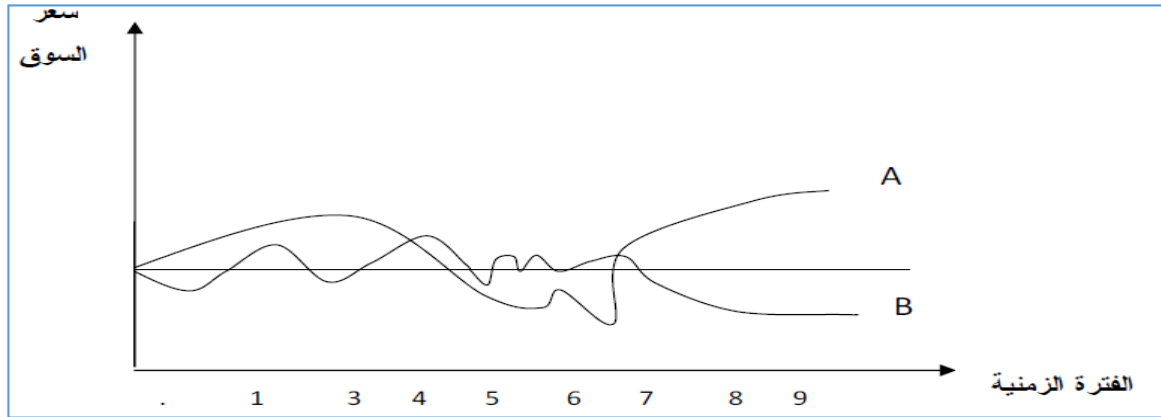
<sup>42</sup> ضياء مجيد ، "البورصات"، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، طبعة 2005 ، ص 9

<sup>43</sup> محمد الحناوي و آخرون، "الإستثمار في الاوراق المالية و إدارة المخاطر"، دار الفكر الجامعي، مصر، طبعة 2007 ص 16

<sup>44</sup> عبد الغفار حنفي " أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية " مرجع سبق ذكره ص 186

<sup>45</sup> أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلام ، "الإستثمار بالأوراق المالية"، المسيرة للنشر، عمان ، الأردن، ص 114

الشكل رقم ( 5-3) العلاقة بين مستويات الكفاءة الثلاثة



المصدر : أسامة عزمي سلام ، أرشد التميمي ، "الإستثمار بالأوراق المالية"، عمان طبعة 2004 ص 115  
يتضح من الشكل السابق مايلي :

لكي يكون سوق رأس المال سوقا كفؤا بالمستوى شبه القوي فلا بد أن يكون كفؤا بالمستوى الضعيف أولا ، و لكي يكون كفؤا بالمستوى القوي يجب أن يكون كفؤا بالمستوى شبه القوي و المستوى الضعيف.

- المنحنى A يعكس التباين الكبير بين سعر الورقة المالية في السوق و قيمتها الحقيقية لبيين المستوى الضعيف لكفاءة السوق.
- المنحنى B يوضح عدم وجود فروقات كبيرة جدا بين سعر الورقة في السوق و قيمتها الحقيقية إذ تكاد تكون الفروقات مساوية إلى الصفر لتعكس الكفاءة القوية للسوق.
- الخط المستقيم يعكس أن الأسعار السوقية في حالة توازن مستمر أي القيمة الحقيقية تساوي القيمة السوقية أو سعر الورقة المالية.

#### ثالثا: متطلبات كفاءة سوق رأس المال<sup>46</sup> :

وحتى تتحقق في سوق رأس المال هذه الكفاءة – بغية تحقيق هدفه المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة بما يتضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية ، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي - ينبغي أن تتوافر فيه عدة سمات نوجزها فيما يلي:

##### 1. كفاءة التسعير:

وتسمى كذلك بالكفاءة الخارجية ، و هي تعني سرعة تكييف أو إستجابة الأسعار السائدة في السوق المالي للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيه دون فاصل زمني كبير و أن لا يتكبد في سبيلها تكاليف باهضة ، إذ تكون هناك عدالة في تحقيق الأرباح، و يكون هناك تجنب حصول أرباح غير عادية<sup>47</sup>، و بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة .

##### 2. كفاءة التشغيل :

بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد ، مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات تعرف كفاءة التشغيل بأنها الكفاءة الداخلية ، و تعني قدرة السوق على تحويل الأموال و الموارد المالية المتاحة لمن يحتاجون إليها بأقل تكلفة معاملات ممكنة ، و تشمل تلك التكلفة كلفة تحول الورقة المالية و كلفة السمسرة و لذا فإن نجاح السوق

مفتاح صالح & معارفي فريدة - متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها - 46  
جامعة محمد خيضر- الجزائر - بسكرة

يتوقف بدرجة مرتفعة على خفض التكلفة لأدنى مستوى ممكن و على قدرة السوق على تحقيق توازن بين الطلب و العرض .<sup>48</sup>

3. عدالة السوق : بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات .

4 - كفاءة التخصص :

إن المهمة الأساسية للسوق المالي هي تحويل أموال من لديهم فائض مالي لمن لديهم عجز و هي مهمة يجب أن تتم بكفاءة و هي كفاءة التخصيص ، و ذلك بتوجيه الأموال المتاحة نحو الأصول ذات القيمة الصافية العالية – بعد إهمال هامش المخاطر – للتوافق مع رغبة المستثمر بتوفر أدوات ذات أسعار مرتفعة و بيعها في حالة توقع هبوط السعر أو شراء أدوات يتوقع ارتفاع أسعارها و الأهم هو الحصول على أدوات تضمن عوائد مستقرة<sup>49</sup>

5 -درجة الأمان و الإنضباط بين المتعاملين :

يقصد به ضرورة توفر وسائل تجنب المخاطرة الناتجة عن تعاملات الأفراد و الأطراف المتعاملة في السوق ، و من الأمثلة على تلك المخاطر مخاطر الغش و التدليس و غيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف ، إضافة إلى مخاطر إفلاس السماسرة الذي يحتفظ لديهم عملائهم بالأوراق المالية الخاصة بهم<sup>50</sup>

## المبحث الثاني : المؤشرات الرئيسية لأداء السوق المالي

### تمهيد

تعكس السوق المالية حالة النشاط الاقتصادي للدولة ، و لذا تطلب الأمر إعداد قواعد و نظم تؤسس لمؤشر البورصة نظرا لما تمثله البورصة من أهمية و ليستخدم كأداة للتنبؤ بحجم التداولات و الأنشطة التي تمارس يوميا في السوق، و تحليل مخاطر السوق، و التنبؤ بالأداء الاقتصادي بما يشمل من قطاعات صناعية و إنتاجية و خدمية و اقتصادية بالدولة، و يحظى بثقة المتعاملين بالبورصة ، وبالتالي أصبح من الضروري تطوير تصميم المؤشرات و معرفة و اختيار الأسس الرياضية المستخدمة في حساباتها.

### تعريف المؤشرات المالية :

مؤشر سوق الأوراق المالية يقوم بقياس مستويات سعر السهم و السند بشكل يومي من خلال قياس أسعار عينة من أسهم أو سندات الشركات المختلفة المتداولة في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كليهما ، . حيث أن قيمة المؤشر = مجموع سعر أسهم المؤشر X حجم الشركة في السوق

<sup>48</sup> نفس المرجع ، ص 102

<sup>49</sup> هوشيار معروف ، مرجع سبق ذكره ، ص 75

<sup>50</sup> نفس المرجع ، ص 12

فحين يكون عدد الأسهم التي ارتفعت أسعارها أكثر من عدد الأسهم التي انخفضت أسعارها خلال اليوم ذاته يصير موجبا و العكس صحيح.

و للمؤشرات أنواع متباينة حسب غاية كل مؤشر كما يلي :

- المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة
- ومؤشر خاص مثل المؤشرات التي تتكون من القيم الخاضعة للتداول المستمر
- و مؤشرات قطاعية وهي مؤشرات مدمجة تتكون من القيم المنتسبة لنفس القطاع ، أي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع كالبنوك والتأمين والصناعة أو صناعة معينة ومنها على سبيل المثال مؤشر داو جونز لصناعة النقل، أو مؤشر ستاندرد أند بور لصناعة الخدمات العام.

و تختلف طرق حساب المؤشرات من حيث كيفية إحتساب قيمة المؤشر كما يلي :

مؤشرات قياس درجة تطور الأسواق المالية

يمكن القول بأن الأسواق المالية تقوم بعدة أدوار مهمة في الجانب الإقتصادي لدفع عجلة التنمية الإقتصادية ، ولكن حتى يتحقق هذا الهدف يجب أن تكون لدينا سوق متطورة ، وينظر لعدة ابعاد لتحديد مستوى تطور تلك الأسواق كما يلي :

- حجم و سيولة السوق.
- درجة التقدم في تطبيق القواعد القانونية و الإدارية بالمؤسسات كالإفصاح و توفر قواعد البيانات و سرعة تداول المعلومات و شفافيته و تكلفة المعاملات.
- قدرة السوق على تسعير الأصل المالي.
- و لقياس درجة تطور و تنمية سوق الأوراق المالية ثمة مؤشرات عدة تستخدم لذلك الغرض لعل أهمها : مؤشرات السيولة و الحجم و التمرکز و التسعير و التنمية المؤسسية و عدم الإستقرار السوقي .

#### مؤشرات حجم السوق :

ثمة مؤشران لقياس حجم السوق المالية و هما :

- نسبة رأس مال السوق.
  - عدد الشركات المدرجة بالسوق .
- أ -نسبة رأس مال السوق : تمثل نسبة رأس مال السوق أو الرسملة السوقية و تحسب بقيمة الأسهم المدرجة في السوق المالي نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي<sup>51</sup>، من الناحية الإقتصادية ثمة فرض يتضمنه إستخدام هذا المؤشر مؤداه أن حجم سوق الأوراق المالية يرتبط إيجابا أو سلبا بالقدرة على حشد و تعبئة رأس المال و تنويع الخطر من أجل توجيه المدخرات للمنشآت المقيدة في السوق.

لكن هذا المؤشر يعاني من بعض أوجه القصور التي تحول دون الإعتماد عليه كليا للدلالة على درجة تنمية السوق ، إذ توجد هناك بعض الأسواق التي تتميز بإرتفاع نسبة رأس مال السوق لكنها تعاني من قلة حجم التعاملات أو قلة

النشاط<sup>52</sup>

<sup>51</sup>حسان خضر، "تحليل الأوراق المالية"، سلسلة جسر التنمية ، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد

<http://www.arab-api.org/develop1.htm>

<sup>52</sup> عاطف وليم أندراوس، "أسواق الأوراق المالية " ،دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى

ب - عدد الشركات المدرجة في البورصة : يمكن استخدام هذا المؤشر للدلالة على عمق وتنوع السوق المالي وحجمه<sup>53</sup> فإن ارتفاع عدد الشركات المدرجة ربما يؤدي لتزايد حجم الإستثمارات و زيادة قنوات تمويل التنمية في الإقتصاد الوطني ، هذا المؤشر قد يفتقد للتأثير المهم إذا لم تصاحبه رسملة سوقية مهمة.

#### - مؤشرات سيولة السوق المالي:

تعنى السيولة إمكانية التخلص أو بيع أصول مالية بسرعة ودون خسارة و تمثل السيولة محفز ضروري للمستثمرين ، و الأصل السائل هو الذى يكون قابلاً للتسويق بالسرعة المطلوبة، فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتداول و تتزايد سيولة السوق بتوافر الشروط التالية :

-العمق: السوق العميقة يوجد بها أعدادا كبيرة من المشترين و البائعين المستعدين دوماً للتداول بأسعار أدنى و أعلى من السعر الحالي للورقة المالية. فإذا حدث أي تباين بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب، دخل هؤلاء المتداولون إلى السوق للتداول فوراً ، بما يؤدي إلى ضبط التغيرات في الأسعار.

- إتساع السوق: أو ما يعرف بشمولية السوق فالأسواق المالية تتسم بالإتساع إذا كان حجم تداول كبير.

- حيوية السوق (سرعة إستجابة السوق): عندما تتزايد الفجوة بين العرض و الطلب فالسرعة التي يتجاوب بها السعر تدلل على مرونة السوق و سرعة استجابته للتغيرات الطارئة على حجم التعاملات اليومية ، و ثمة مؤشران يستخدمان على نطاق واسع لقياس سيولة سوق الأوراق المالية هما (54):

-نسبة حجم التداول.

-معدل الدوران.

#### مؤشر تمرکز السوق (55)

تشير مؤشرات درجة تمرکز السوق لمدى سيطرة عدد ضئيل من الشركات على سوق المال ، فقد تسيطر في بعض الدول بعض الشركات على السوق بما يؤدي لإرتفاع درجة التمرکز في السوق ، و تعد درجة التمرکز المرتفع أمر غير مرغوب فيه لأنها قد تؤثر بشكل سلبي على السوق ، و تقاس درجة تمرکز السوق من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأس مال السوق.

#### مؤشرات عدم الإستقرار (56)

تشير درجة التذبذب إلى مدى وجود تقلبات في العوائد في السوق ، بمعنى آخر فإنها تشير إلى عدم إستقرار السوق ، و عادة ما يعني إنخفاض درجة التقلب في عوائد السوق مؤشراً لتطور و تنمية السوق ، غير أنه في بعض الأحيان قد يؤخذ إرتفاع درجة التقلب على أنه مؤشر لتطور سوق الأوراق المالية بقدر ما تظهر معلومات تتضمن التقلب و لا تعكسها إلا السوق الجيدة فقط.

#### مؤشرات التنمية المؤسسية 57

<sup>53</sup> حسان خضرم ، مرجع سبق ذكره، ص6

<sup>54</sup> شذا جمال خطاب ، "العولمة المالية"، مجدلاوي للنشر، عمان ، الأردن، الطبعة الأولى، 2008 ص 83- 84

<sup>55</sup> عاطف وليم أندراوس ، مرجع سبق ذكره، ص : 215

<sup>56</sup> عاطف وليم أندراوس ، مرجع سبق ذكره، ص : 216

<sup>57</sup> بن زواي نسرين، "آثار العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال" ، مذكرة ماجستير في العلوم الإقتصادية ، المركز الجامعي العربي بن

مهدي ، 2006 - 2007



يعتبر وجود هيكل مؤسسي و تنظيمي جيد من العوامل المهمة التي تؤدي إلى جذب الإستثمارات ، حيث يسمح هذا المؤشر بمتابعة مدى مساهمة المؤسسات المعنية بتنظيم و تسيير سوق رأس المال في تطويرها ، و تؤدي فعالية هذه المؤسسات و القوانين التي تتبعها إلى جذب المدخرات محليا و دوليا.

وتتلخص المؤشرات التي تنشر في تقرير مؤسسة التمويل الدولية في المؤشرات التالية :

#### أ- نشر معلومات عن الشركات المسجلة :

يركز هذا المؤشر على طرق نشر المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في البورصة حيث تقيم الدول بقيمة واحد (1) في حالة نشر المعلومات و (صفر) في حالة عدم النشر.

#### ب - المعايير المحاسبية :

يهتم هذا المؤشر بالمعايير المتبعة من طرف الشركات المسجلة و مدى مطابقتها مع المعايير المحاسبية الدولية إذ تقيم الدول بقيم من صفر إلى اثنين وفقا لدرجة القبول المحاسبي الدولي.

#### ج - قوانين حماية المستثمر :

إذ تقيم بقيم من صفر إلى اثنين وفقا لمدى قدرة القوانين على حماية المستثمر ، بما أن حماية هذا الأخير تدعم إستقطاب رؤوس الأموال المحلية.

#### د- العوائق على الإستثمار الأجنبي و تحويل رأس المال :

من أولويات هذا المؤشر درجة العوائق المفروضة على تدفق رؤوس أموال المستثمر الأجنبي ، بما أن درجة القيود المفروضة على تدفق رؤوس أموال المستثمر الأجنبي تؤدي إلى التأثير على إستقطاب الإستثمارات الأجنبية سواء المباشرة منها أو غير المباشرة و تقيم الدولة ( بصفر) في حالة وجود عوائق على تدفقات رأس المال و (بواحد) في حالة وجود بعض العوائق و على (2) في حالة الحرية.

#### مؤشرات التسعير :

و هي تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية قبل حدوث أي تغير على الأسهم بفترة زمنية

- مؤشرات تحسب بناء على الأرقام القياسية (58)

- مؤشرات تحسب بناء على متوسط أسعار الأسهم

- مؤشرات تحسب بناء على أساس الأوزان النسبية .

كما تختلف مزايا و مسالب و درجة استجابة كل مؤشر لأي تغير أو تعديل وفقا لطريقة اعداده .

و يمكن القول أن مؤشرات الاسعار يتم اعدادها استنادا الى المعايير الاتية :

حجم العينة :

و يقصد به عدد الشركات التي سوف يتم قياس اداء السوق استنادا الى ادائها السعري .

ونشير هنا إلى أن أهم المؤشرات التي تقيس أداء السوق المالي، و هي :

- الرقم القياسي لأسعار الأسهم .

<sup>58</sup>د. مصطفى بكر ص 1

[-http://iefpedia.com/arab/wp](http://iefpedia.com/arab/wp)

[content/uploads/2010/02/%D9%85%D8%A4%D8%B4%D8%B1%D8%A7%D8%AA-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B1%D9%82%D8%A7%D9%85-%D8%A7%D9%84%D9%82%D9%8A%D8%A7%D8%B3%D9%8A%D8%A9.pdf](http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/02/%D9%85%D8%A4%D8%B4%D8%B1%D8%A7%D8%AA-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B1%D9%82%D8%A7%D9%85-%D8%A7%D9%84%D9%82%D9%8A%D8%A7%D8%B3%D9%8A%D8%A9.pdf)

- القيمة السوقية.
- معدل الدوران.
- حجم التداول.

بعض المؤشرات :

- يورونكست ، داو جونز الأمريكي، نيكاي الياباني ، فوتسي 100 البريطاني، داكس 30 الألماني ، كاك 40 الفرنسي،
- ال EGX30 المصري

مؤشرات سوق المال السعودي 59

- تاسي TASI: مؤشر السوق الرئيسي
- نمو NOMU : مؤشر السوق الموازي
- مواد اساسية
- سلع رأسمالية
- خدمات تجارية و مهنية
- سلع طويلة الاجل
- الطاقة
- خدمات استهلاكية
- الإعلام والترفيه
- السلع الكمالية
- البنوك
- استثمار وتمويل
- تأمين
- الاتصالات
- المرافق العامة
- صناديق عقارية متداولة
- إدارة وتطوير العقارات
- نقل
- تجزئة الأغذية
- إنتاج الأغذية
- رعاية صحية
- الادوية

### منهجية حساب المؤشرات بدون حد أعلى<sup>(60)</sup>

يتم حساب المؤشر الخاص بالسوق الرئيسي (تاسي) وكذلك المؤشر الخاص بالسوق الموازي (نمو) ومؤشرات القطاعات للسوق المالية السعودية عن طريق ضرب قيمة تلك المؤشرات في اليوم السابق مع نسبة التغير التي تمت في القيمة السوقية للأسهم الحرة للشركات المشمولة في حساب تلك المؤشرات.

المعادلة أدناه توضح آلية وطريقة حساب تلك المؤشرات بدون حد أعلى:

المؤشر = ( مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم / مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم السابق ) × قيمة المؤشر لليوم السابق .

حيث:

مجموع القيم السوقية للسهم الحر = القيمة السوقية ل "أ" + القيمة السوقية للشركة "ب" + ..... وهكذا لجميع الشركات المشمولة في هذا المؤشر.

القيمة السوقية للشركة "أ" = ( سعر الإغلاق لسهم الشركة "أ" × عدد الاسهم الحرة للشركة "أ" )

### الأسهم الحرة

تتضمن منهجية حساب مؤشر الأوراق المالية المتاح لعملية التداول. وعليه يتم استبعاد الأسهم (الأسهم غير الحرة) المملوكة من قبل الجهات التالية من جميع حسابات مؤشرات تداول :

-الجهة حكومية التي تمتلك مانسبته 5% أو أكثر في الشركات المدرجة .

الأسهم المقيدة (الأسهم التي لا يُسمح بتداولها خلال فترة ومدة زمنية معينة).

الأسهم المستحقة من خلال إعادة الشراء من قبل شركة مدرجة.

الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة.

الأسهم التي تتيح لمالكيها أكثر من 30%.

### منهجية حساب المؤشرات ذات الحد الأعلى:

تتضمن المؤشرات ذات الحد الأعلى حد أقصى (15% أو 20% على سبيل المثال) مطبق على جميع خصائص المؤشر وذلك بناء على أوزان الشركات المدرجة التي تحددها قيمتها السوقية.

يتم استخدام المؤشرات ذو الحد الأعلى للحد من سيطرة الشركات الكبيرة على المؤشر.

ويتم احتساب قيمة المؤشرات ذات الحد الأعلى على النحو التالي:

قيمة المؤشر = (مجموع القيم السوقية ذات الحد الأعلى للأسهم الحرة اليوم / مجموع القيم السوقية ذات الحد الأعلى للأسهم الحرة في اليوم السابق) × قيمة المؤشر لليوم السابق).

حيث:

القيمة السوقية ذات الحد الأعلى للأسهم الحرة = مجموع (القيمة السوقية للأسهم الحرة للشركة أ × معامل الحد الأعلى)

+ (القيمة السوقية للأسهم الحرة للشركة ب × معامل الحد الأعلى) + .... وهكذا لجميع الشركات التي يتضمنها

المؤشر.

معامل الحد الأعلى :

هو معامل يتم اشتقاقه واستخدامه لتخفيض القيم السوقية الحرة في مؤشرات الاسواق، وتظل أوزان جميع مكونات المؤشر تحت حد أقصى، ويتم تطبيقه في مستوى المكون. ومع تطبيق معامل الحد الأعلى، يتم وضع سقف على أوزان الشركات الكبيرة ويوزع الوزن الفائض على مكونات المؤشر المتبقية بحيث يبقى اجمالي وزن مكونات المؤشر عند 100%.

صيانة المؤشرات(61):

يتم صيانة المؤشرات بنهاية كل ربع سنة لمواكبة المستجدات أدناه :

التغيرات التي تطرأ على عدد الأسهم الحرة.

وعليه يتم استبعاد بعض المؤشرات وكذلك الاعلان عن تاريخ المراجعة واطافة أو استبعاد المكونات على موقع تداول الإلكتروني قبل مدة ثلاثة أيام تداول من تاريخ المراجعة.

تتم عملية المراجعة الدورية للمؤشرات ذات الحد الأعلى في نهاية كل الربع الأول من كل عام، وذلك بما يتوافق مع نشاط صيانة المؤشر.

قد تتم إجراءات المراجعة خلال نهاية ربع العام المالي وذلك بسبب أحداث المصدر كعمليات الاندماج او عمليات الاستحواذ أو أي عمليات او اي أحداث أخرى والتي من الممكن أن تؤثر بشكل جوهري على المؤشر.

### المبحث الثالث : تطور سوق المال السعودي

مع تزايد النشاط الاقتصادي أصبح هناك ضرورة لوجود أسواق مالية كبرى، وتعد سوق الأوراق المالية أحد أهم أوجه النشاط الاستثماري الذي تتيح للمستثمرين جنى الأرباح، ويستلزم ذلك توفر قدر كافي من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تتسم السوق بالكفاءة، خاصة وأن أسعار الأوراق المالية متقلبة من وقت لآخر ، تأثرا بالمتغيرات الاقتصادية الكلية بالإضافة إلى البيانات والمعلومات حول بيئة وكفاءة السوق، المؤسسات المصدرة لتنعكس مباشرة على العوائد المرتقبة من الأوراق المالية .

ومع توسع حركات التحرر المالي في اقتصاديات الدول المتقدمة و تطور نشاط أسواقها المالية ، عملت المملكة العربية السعودية على مواكبة هذا التوجه الجديد .

هيئة السوق المالية (62)

نظرة تاريخية

<sup>61</sup> [http:// www.ajsrp.com.folioacademy.com](http://www.ajsrp.com.folioacademy.com) أطلع عليه بتاريخ 19 أكتوبر 2019

<sup>62</sup> <https://cma.org.sa/AboutCMA/Pages/default.aspx>

ببدايات غير رسمية في حقبة الخمسينات نشأت السوق المالية في السعودية حتى اسست الحكومة التنظيمات اللازمة للسوق خلال الثمانينات. وبموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 1424/6/2 هـ تأسست هيئة السوق المالية. وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء.

ظهرت بدايات سوق الأسهم بالمملكة بنهاية السبعينات حيث إزداد عدد الشركات المساهمة بشكل كبير وقامت الحكومة بعد ذلك بدمج شركات الكهرباء بالإضافة إلى قيامها بسعودة البنوك الغير سعودية بالمملكة وطرحت أسهمها للاكتتاب مما أسهم في تزايد حجم الأسهم المعروضة للتداول ثم ظهرت الحاجة لتداول فنشأ سوق غير رسمي لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في الأسهم. و لكن لغياب الأسس السليمة في تعاملات هذه المكاتب، استمر التداول محدودا إلى أوائل الثمانينات حيث أدى إرتفاع أسعار النفط حينها لتحرك سوق الأسهم نحو الأفضل، و أدى بدوره لزيادة حجم التداول و زيادة أسعار السوق.

و بحلول الثمانينات زاد عدد الأسهم المطروحة للاكتتاب العام و أصبح الاشراف الحكومي سمة ضرورية على عمليات التداول بيعا و شراء.

و قبيل عام 1984م ظهر أول تنظيم لعمليات التداول في المملكة و صدر مرسوم ملكي ينص على إنشاء لجنة مشتركة تضم مؤسسة النقد العربي السعودي و وزارات التجارة و المالية والاقتصاد الوطني وتعتبر اللجنة مسؤولة عن عمليات تداول الأسهم بالاشتراك ادارة مراقبة البنوك بمؤسسة النقد.

- اعتبارا من 23 ديسمبر 1984 م أصدرت مؤسسة النقد القواعد التنفيذية المنظمة لتداول الأسهم .
- في عام 1984 م أنشئت الشركة السعودية لتسجيل الأسهم برأسمال يبلغ 11 مليون ريال.
- في عام 1985 م أصبحت إدارة الرقابة على الأسهم بمؤسسة النقد الجهة المسؤولة عن الرقابة و والمتابعة والإشراف على عمليات تداول الأسهم
- كان لهذه الإجراءات التنظيمية أثر في تطور حركة البيع والشراء ايجابا رغم الظروف السياسية في ذلك الوقت (حرب العراق- إيران) ورغم قلة عدد المتداولين نتيجة عدم معرفة الغالبية بسوق الأسهم وكان المتداولون في الغالب من كبار التجار
- زاد الإقبال على اسهم البنوك وسابك والشركات الأخرى وبدأ سوق الأسهم ينتعش وازدادت شعبية السوق بعد تحقيق المتداولين ارباح جيدة.
- بحلول عام 1990م تم تطبيق نظام esis كأول نظام تقنى متكامل للتداول و المقاصة و التسويات والمقاصة.

#### البداية الحقيقية

حسب الأرقام للمؤشر كانت البداية الحقيقية للسوق السعودي في مطلع مايو 1995 حيث بدأت اولى الموجات الصاعدة واضحة المعالم.

#### الدورة الصاعدة ( مقارنة بين عامي 2009 و 2019 )<sup>63</sup>

مرت أكثر من 10 أعوام على تسجيل مؤشر السوق أدنى إغلاق له بعد الأزمة العالمية، خلال جلسة 9 مارس 2009 عند 4130 نقطة.

وأغلق مؤشر السوق السعودي اليوم الأحد 10 مارس 2019 عند 8466 نقطة، ليرتفع بنسبة 105% مقارنة بإغلاقه في

<sup>63</sup> تقرير موقع أرقام يونيو 2019

جلسة 9 مارس 2009.

وكان مؤشر السوق السعودي شهد انتعاشا في النصف الثاني من عام 2007 وبداية عام 2008 على خلفية ارتفاع أسعار البتروكيماويات آنذاك الى مستويات تاريخية، ليلاص مستوى 12000 نقطة، إلا أن تداعيات الأزمة العالمية والتي بدأت بوادرها في منتصف عام 2008 ألفت بظلالها على جميع الأسواق العالمية.

أداء المؤشر العام للسوق خلال الفترة				
التغير (%)	التغير (نقاط)	10 مارس 2019*	9 مارس 2009	
+105%	+4336	8466	4130	المؤشر العام

وفيما يلي مقارنة لأداء مؤشر السوق خلال تلك الفترة :

لم يسجل مؤشر السوق في الـ 10 سنوات الأخيرة مستويات قريبة لإغلاق مارس.

وفيما يلي جدول يوضح أدنى إغلاق للمؤشر العام للسوق السعودي خلال السنوات الـ 10 الماضية:

- \*الفترة من 1 يناير 2009 وحتى 10 مارس 2019.

أدنى إغلاق للسوق منذ عام 2009		
السنة	التاريخ	أدنى إغلاق
2009	9 مارس	4130
2010	25 مايو	5760
2011	2 مارس	5323
2012	17 يناير	6370
2013	1 يناير	6860
2014	16 ديسمبر	7330
2015	14 ديسمبر	6686
2016	3 أكتوبر	5416
2017	21 نوفمبر	6778
2018	2 يناير	7172
*2019	2 يناير	7791

أداء الأسهم:

من بين أسهم 123 شركة متداولة في 9 مارس 2009 سجلت أسهم 76 شركة ارتفاعا بإغلاقها اليوم 10 مارس 2019، فيما تراجعت أسهم 47 شركة.

وكان سهم "بوبا العربية" الأكثر ارتفاعاً بـ 1717%، تلاه سهم "أسواق العثيم" المرتفع بـ 738%، كما ارتفع سهم "سابك" بنحو 260%، والمراعي بـ 220%، و"الاتصالات السعودية" بـ 194%

كما يوضح الجدول التالي:

الشركات الأكثر ارتفاعاً منذ قاع 9 مارس 2009			
الشركة	9 مارس 2009	10 مارس 2019*	التغير
بوبا العربية**	4.65	84.50	+ 17% 17
أسواق العثيم**	8.00	67.00	+ 38% 7
سدافكو	17.90	101.00	+ 4% 46
المتقدمة**	10.02	54.50	+44% 4
التعاونية**	11.18	59.70	+43% 4
معادن**	10.70	53.90	+ 40%
باتك**	7.86	38.00	+3% 83
ينساب	14.80	69.30	+3% 68
جرير**	37.75	152.20	+ 303%
سابك	34.10	121.60	+7% 25
المراعي**	16.54	52.90	+ 220%
مكة للإنشاء	23.95	75.80	+ 216%
الأبحاث والتسويق	26.00	80.90	+ 211%
النيلاذ**	9.17	28.30	+ 209%
الحكير**	7.40	22.80	+2% 08
التعمير**	6.86	20.24	+ 195%
الاتصالات	34.00	99.80	+ 194%
بدجت السعودية**	10.37	30.10	+ 190%
الدريس**	11.80	33.35	+1% 83
الشرقية للتنمية	19.85	50.80	+ 156%

\* يوم 9 مارس يوم إجازة

\*\* تعديل رأس المال خلال الفترة

وفيما يلي جدول يبين الشركات الأكثر انخفاضا منذ 9 مارس 2009:

الشركات الأكثر انخفاضا منذ 9 مارس 2009			
الشركة	9 مارس 2009	10 مارس 2019*	التغير
صناعة الورق **	53.85	12.00	(% 78)
زين السعودية **	37.71	9.74	(% 74)
وفا للتأمين ***	34.26	9.50	(% 72)
العبد اللطيف	36.60	12.50	6(% 6)
جيسكو	34.20	12.42	(% 64)
ملاذ للتأمين **	31.21	11.52	(% 63)
مسك **	32.27	11.94	3(% 6)
الكابلات **	121.47	46.05	(% 62)
أمياتيت	14.50	6.01	9(% 5)
الأهلية **	27.08	12.50	4(% 5)
أنابيب	21.26	10.64	(% 50)
البحر الأحمر **	28.76	15.90	(% 45)
البابطين **	39.50	22.58	3(% 4)
أنعام القابضة	20.67	12.44	(% 40)
اتحاد الخليج **	22.65	13.86	39(% )
نماء للكيماويات **	42.62	26.45	(% 38)
أسمنت الشرقية	38.00	24.12	7(% 3)
ميدغلف للتأمين **	24.12	15.48	6(% 3)
الخزف السعودي **	29.87	19.92	(% 33)
اسمنت تبوك **	18.20	12.14	3(% 3)

\*يوم 9 مارس يوم إجازة

\*\* تعديل رأس المال خلال الفترة

\*\*\*آخر سعر قبل إيقافه عن التداول



### إجراءات هيئة سوق المال :

قام سوق المال بإتخاذ إجراءات تنظيمية بدأت بإصدار لوائح جديده مرورا بقرارات تحديد نسبة تذبذب الكهرباء والتي تراجع بعدها السهم ليخسر أكثر من 30% وبعدها إيقاف مضاربين واستفسار من الشركات عن سبب ارتفاعها بشكل كبير كان يعقبه غالبا تراجع للسهم بعد ان تعلن الشركة انه لا يوجد لديها ما يستحق التنويه عنه وكذلك إيقاف سهم الباحة عن التداول وحذف الكسور العشريه وتخفيض نسبة التذبذب إلى 5% والعودة مجددا لإيقاف المضاربين وكذلك منع اعادة العمولات والتي تمت بقرار غير معلن وغير مبرر كانت نتائج هذه الإجراءات في المجمل عكسيه وكان الغرض منها منع المضاربات وتحويل سوق الأسهم إلى سوق استثمار فقط نتيجة سياسات الهيئة وما ادت اليه صدر أمر ملكي بتاريخ 12 مايو 2006 م بإقالة رئيس الهيئة السابق معالي الأستاذ جماز بن عبدالله السحيمي وتكليف معالي الدكتور عبدالرحمن بن عبدالعزيز التويجري الأمين العام للمجلس الاقتصادي بالقيام بعمل رئيس مجلس هيئة السوق المالية.

موجات السايكل الخمس التي تحدثنا عنها أكملت أول موجة من درجة السوبر سايكل في السوق السعودي والتي بدأت من النقطة 1,140 في 1 مايو 1995 م وانتهت عند النقطة 20,966 في 25 فبراير 2006 وقد استمرت لفترة 10 سنوات و 7 أشهر و 25 يوما حقق فيها المؤشر 19,826 نقطة.

### السوق المالية السعودية (تداول)<sup>64</sup>

تاريخ التأسيس : 229 صفر 1428هـ/ 19 مارس 2007م

النوع : حكومية

النشاط : سوق مالية

الدولة : السعودية

المؤسس : مجلس الوزراء السعودي

أهم الشخصيات : سارة بنت جماز السحيمي -رئيس مجلس الإدارة

خالد عبدالله الحصان - الرئيس التنفيذي

المقر الرئيسي : مدينة الرياض

**تداول<sup>65</sup>** هو سوق تداول الأسهم الرئيسي في المملكة العربية السعودية بجانب سوق تداول لأسهم الشركات الناشئة (نمو) . حيث وافق مجلس الوزراء في الجلسة المنعقدة يوم الإثنين 29 صفر 1428هـ، الموافق 19 مارس 2007م، على تأسيس شركة السوق المالية السعودية (تداول). ويأتي هذا القرار تنفيذاً للمادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بتأسيس تداول باعتبارها شركة مساهمة.

تعد السوق المالية السعودية (تداول) الجهة الوحيدة المصرح لها بالعمل كسوق للأوراق المالية ("السوق") في المملكة العربية السعودية، حيث تقوم بإدراج الأوراق المالية وتداولها.

<sup>64</sup> <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/about?locale=ar>, July 2019 موقع تداول

<sup>65</sup> موقع تداول : <https://www.tadawul.com.sa> بتاريخ 12 يناير 2020

وصل السوق إلى أعلى مستوياته في يوم 25 فبراير 2006، ووصل أدنى مستوى له في مارس 2009، ووصلت عدد شركات المتداولة في السوق إلى 199 شركة. وبلغت خسائره تريليوني ريال (2000 مليار). ويعمل سوق تداول من الأحد للخميس بفترة واحدة من الساعة العاشرة صباحاً حتى الساعة الثالثة عصراً<sup>(66)</sup>.

ومع بدايات عام 2019 انضمت السوق إلى مؤشرات فوتسي راسل وإس أند بي داو جونز للأسواق الناشئة<sup>(67)</sup>، ويعد انضمامها شهادة ثقة من المستثمرين في السوق ويعبر عن نجاح الإصلاحات التي يهدف برنامج تطوير القطاع المالي و رؤية المملكة 2030 لبلوغها .

بلغ رأس مال تداول (1,200,000,000) ريال سعودي مقسم إلى (120,000,000) سهم نقدي متساوي القيمة وتبلغ القيمة الاسمية لكل سهم 10 ريالات سعودية اکتتب فيها كلها صندوق الاستثمارات العامة. كما أنضمت تداول كعضو في الاتحاد الدولي للبورصات و عضو منتسب بالمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية.

#### قائمة الشركات

- 1.1 قطاع المصارف والخدمات المالية
- 1.2 قطاع الصناعات البتروكيمياوية
- 1.3 قطاع الاسمنت
- 1.4 قطاع التجزئة
- 1.5 قطاع الطاقة والمرافق الخدمية
- 1.6 قطاع الزراعة والصناعات الغذائية
- 1.7 قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات
- 1.8 قطاع التأمين
- 1.9 قطاع الاستثمار المتعدد
- 1.10 قطاع الاستثمار الصناعي
- 1.11 قطاع التشييد والبناء
- 1.12 قطاع التطوير العقاري
- 1.13 قطاع النقل
- 1.14 قطاع الاعلام والنشر
- 1.15 قطاع الفنادق والسياحة

#### السوق السعودية الموازية ( نمو )

كانت السعودية صاحبة أول سوق موازي بين دول الخليج و السوق الموازي هو عبارة عن منصة بديلة للبورصة و أطلق عليه اسم " نمو " ، لتأتى اضافة للأسواق المماثلة في العديد من الإقتصادات الناشئة . أبرز سوق موازية هو بورصة ناسداك الأمريكية والذي انطلق منذ مطلع السبعينيات . و تعد تلك الأسواق قناة يتم من خلالها تيسير إدراج الشركات المتوسطة و الصغيرة .

<sup>66</sup> موقع أرقام Argaam بتاريخ 12 يناير 2020.

اطلع عليه بتاريخ 18 مارس 2019. أرقام . " الحصان: انضمام السوق السعودي لمؤشري "فوتسي راسل" و"إس أند بي داو جونز" <sup>67</sup>

من الناحية النظرية ، بمجرد إدراج الشركة في السوق تصبح قادرة على جذب رأس المال وبالتالي توسيع عملياتها التشغيلية، و لقد أدى إطلاق صناديق الإستثمار العقارية المتداولة ( ريتس ) مؤخرا و سوق "نمو" الآن ، إلى تنويع فرص الإستثمار المتاحة في المملكة على المستوى الكلي ، يتماشى إطلاق سوق موازية مع الأهداف الأشمل لبرنامج التحول الوطني 2020 ورؤية المملكة 2030 و اتساقا مع هذا التوجه.

#### و قد أجرت هيئة السوق المالية مؤخرا عدد من الإجراءات و المرتبطة بـ "تداول :

- الحد الأدنى لقيمة الأسهم السوقية عشرة مليون ريال ، ويجب أن تكون الأسهم المطروحة على الجمهور عشرون بالمائة من إجمالي الأسهم .
- في حال كانت القيمة السوقية للأسهم المراد إدراجها أكثر من أربعين مليون ريال، يجب ألا يقل عدد المساهمين من الجمهور عن خمسين مساهم، أما إذا كانت قيمتها أقل فيجب ألا يقل عدد المساهمين عن خمس و ثلاثون مساهم .

و فيما يلي جدول 1-3 :مقارنة "نمو"ب سوق الإستثمار البديل في مؤشر فاينانشيال تايمز

جدول 1: مقارنة "نمو" بسوق الاستثمار البديل في مؤشر فاينانشيال تايمز			
نظرة عامة	سوق الاستثمار البديل في مؤشر فاينانشيال تايمز	"نمو"	"تاسي"
الحد الأدنى للقيمة السوقية لأسهم الشركة المراد إدراجها	لا يوجد	10 مليون ريال	100 مليون ريال
نسبة الأسهم المتاحة للتداول	15 بالمائة	20 بالمائة	30 بالمائة
المتطلبات الاستشارية	تعيين مستشار (يسمى "نوماد")	تعيين مستشار (يسمى "شخص مرخص له")	تعيين مستشار (يسمى "شخص مرخص له")
المتطلبات التشغيلية للإدراج	لا توجد	نشاط تشغيلي لمدة سنة على الأقل	نشاط تشغيلي لمدة 3 سنوات على الأقل
متطلبات الإفصاح عن البيانات المالية	اختياري	خلال مدة لا تتجاوز 45 يوم عمل من نهاية الفترة المقررة	خلال مدة لا تتجاوز 30 يوم عمل من نهاية الفترة المقررة
	السنوية	خلال مدة لا تتجاوز 90 يوم عمل من نهاية الفترة المقررة	خلال مدة لا تتجاوز 90 يوم عمل من نهاية الفترة المقررة
القيود على ملكية الأسهم المراد طرحها	لا توجد	أن تكون غالبيتها مملوكة لسعوديين أو خليجيين	أن تكون غالبيتها مملوكة لسعوديين أو خليجيين
التذبذب السموح في الأسعار اليومية	لا توجد	20 بالمائة	10 بالمائة

#### المصدر تقرير أرقام أبريل 2019

- يجب أن يكون للشركة قوائم وتقارير مالية مدققة من قبل الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين لسنة واحدة سابقة .
- بالإضافة إلى ذلك، يجب تعيين شخص مرخص له للعمل كحلقة وصل بين أي شركة مصدرة عن إجراء للأسهم وهيئة السوق المالية . ويعتبر الشخص المرخص له مسؤولاً عن التدقيق والفحص اللازمين ، وعليه أن يثبت لهيئة السوق المالية أنه تم استيفاء جميع الشروط ذات الصلة قبل عملية الإدراج .
- رغم أن المملكة أول دولة في منطقة الخليج تطلق سوقا موازية ، إلا أن مثل هذه الأسواق موجودة منذ سبعينيات القرن الماضي في العديد من الإقتصادات الناضجة .

#### هل سوق "نمو" متاح فقط للشركات الصغيرة والمتوسطة؟

نشأت الأسواق الموازية الأوروبية وهي تستهدف إتاحة الفرصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، التي تلبى معايير الشفافية العالمية ، للوصول إلى المستثمرين .

على الجانب الآخر، يستهدف "نمو" بطريقة صريحة جذب الشركات الصغيرة والمتوسطة ، بل وتؤكد "تداول" في موقعها على أن "نمو" مفتوح لجميع أنواع الشركات . عند استخدام تصنيفات الدخل المتبعة من قبل الهيئة السعودية للمشاريع الصغيرة و المتوسطة نجد أن ثلاثة من الشركات السبعة التي تشكل "نمو" هي حاليا شركات كبيرة ، بينما البقية هي شركات متوسطة و شركات صغيرة لذا، فإن تركيبة الشركات المدرجة حاليا "نمو" في الواقع تثبت أن السوق ليس مقصورا على الشركات المتوسطة .

الجدول رقم ( 2-3): تصنيف الشركات حسب الهيئة السعودية للشركات الصغيرة و المتوسطة

جدول 2: تصنيف الشركات حسب الهيئة السعودية للشركات الصغيرة والمتوسطة		
التصنيف	القوة العاملة (دوام كامل)	الإيرادات (بالريال السعودي)
صغيرة	1 إلى 49	0 إلى 40
متوسطة	50 إلى 249	41 إلى 200
كبيرة	أكثر من 250	أكثر من 200

**الشركات الصغيرة والمتوسطة، و"نمو"، والاقتصاد السعودي**

رغم أن "نمو" مفتوح لجميع أنواع الشركات، لكن نتوقع أن يرتفع عدد الشركات الصغيرة و المتوسطة التي ستدرج في هذا السوق بدرجة كبيرة، خاصة وأن الحكومة تقوم بتنفيذ العديد من المبادرات للمساعدة في تطوير مثل تلك الشركات .

## الفصل الرابع

أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الأسهم السعودية

للفترة (1985- 2019)

## مقدمة

تتناول الدراسة في هذا الجزء استعراض نظري لأهم المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تتم مراقبتها من طرف المحللين الماليين، كونها تدخل في إعطاء قيمة عادلة للأصل المالي مما يؤثر على أداء السوق المالية بشكل عام، و تتمثل في المتغيرات التالية:

الناتج المحلي الإجمالي، العرض النقدي، التضخم، سعر الصرف .

**المبحث الاول : إستعراض نظري لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية**  
و سنستعرض هنا تلك المتغيرات و مدلولاتها :

### اولا: الناتج المحلي الإجمالي (GDP) Gross Domestic Product

يعتبر الناتج المحلي الإجمالي أهم مؤشرات قياس النشاط الاقتصادي في الدولة خلال فترة معينة، والذي يمكن أن تنعكس التقارير الدورية حول مستوياته واتجاهاته المستقبلية على حركة أسعار الأوراق المالية. فقد أشارت بعض الدراسات إلى أن أسعار الأوراق المالية تتحرك بشكل متناسق ومنتظم مع حركة النشاط الاقتصادي، وبفواصل زمنية محددة ويرى كثير من الاقتصاديين والماليين أن استقرار الأسواق المالية وتأدية مهامها على نحو أفضل، يتوقف على استقرار النشاط الاقتصادي (68).

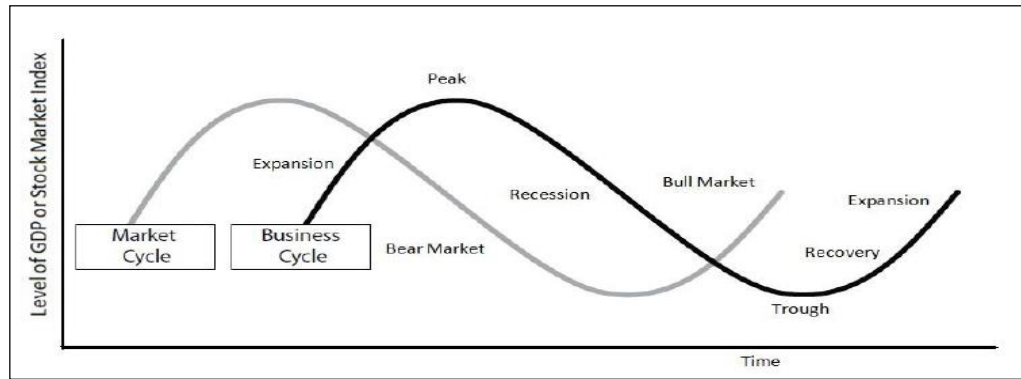
يمر النشاط الاقتصادي بعدة مراحل يطلق عليها بالدورات الاقتصادية، يمكن تنعكس آثارها على أدوات الاستثمار في الأسواق المالية، وخصوصا الأسهم والسندات، إلا أن آثارها تكون متباينة، فأسعار الفائدة بشكل عام ترتفع خلال مرحلة الانتعاش، مما ينعكس سلبا على أسعار السندات فتتخف أسعارها، ويحصل العكس خلال مرحلة الركود. وتتحرك أسعار الأسهم في

اتجاه معاكس لحركة أسعار السندات، إذ تصل أسعارها إلى أقصى مستوى لها قبل وصول النشاط الاقتصادي إلى قمة الانتعاش، وتصل إلى أدنى مستوى لها قبل وصول النشاط الاقتصادي إلى قاع الركود (69).

68 محمود صالح عطية، "تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية، مجلة جامعة ديالى، العدد 54، العراق، 2012، ص 7.

69 محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن: عمان، 2005، ص 130.

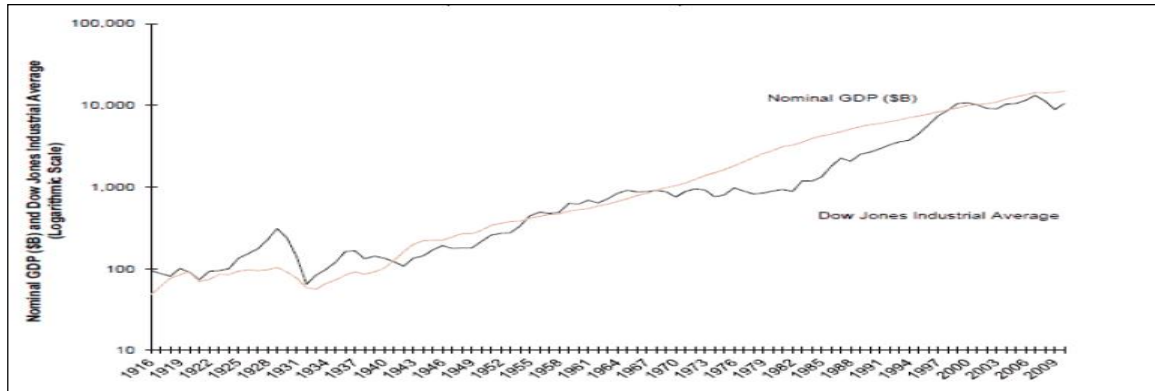
شكل رقم (6-4): العلاقة بين الدورات التجارية ودورات سوق الأوراق المالية



**Sources:** Brian J. Jacobsen & Wayne errBadorf, Market Cycles and Business Cycles, The technical analyst, Issue N° 36,2010, p: 23

كشف تقرير لوزارة التجارة الأمريكية تناول دراسة حركة الناتج المحلي الإجمالي ومستوى أسعار الأوراق المالية خلال المدة (1959-1985) عن وجود علاقة طردية بين المتغيرين<sup>(70)</sup> ويوضح الشكل رقم 2<sup>71</sup> كيف أن التقلبات في أسعار الأوراق المالية توازي تقريبا التغيرات الحاصلة في الناتج، ما يؤكد العلاقة الطردية التي تربط مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية بحالة النشاط الاقتصادي .

شكل رقم (7-4): العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر داو جونز في الولايات المتحدة خلال الفترة (2009 - 1916)



**Sources:** Charles Mulford & Narayanan Jayaraman, Seeking Guidance for the Dow? Try GDP, Georgia Tech Financial Analysis Lab, Atlanta, 2011, p: 4

يستند البعض في تفسير العلاقة الطردية بين حالة النشاط الاقتصادي وأسعار الأسهم، إلى أن نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي سيكون له اثر ايجابي على زيادة الدخل الحقيقية لدى الأفراد ، وبالتالي تكون هناك إمكانية لادخار مبالغ اكبر من الدخل التي يحصلون عليها ، والتي ستوجه إلى الاستثمار في شراء الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها<sup>(72)</sup> والإعلان

70 - منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر: الإسكندرية، 2002، ص215.  
71 - Charles Mulford & Narayanan Jayaraman, Seeking Guidance for the Dow? Try GDP, Georgia Tech Financial Analysis Lab, Atlanta, 2011, p:4.

72. محمود صالح عطية، مرجع سبق ذكره، ص. 12.

عن زيادة غير متوقعة في نمو الناتج يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، أي أن الاقتصاد مقبل على حركة انتعاش، والمزيد من الاستثمارات الممولة عن طريق السوق المالية، وتلك ظروف مشجعة لشراء الأسهم، لأن حركة الانتعاش سوف تعمل على زيادة مبيعات وأرباح شركات الأعمال، الأمر الذي ينعكس مباشرة في زيادة الطلب على أسهم الشركات بعد ارتفاع أرباحها(73).

أما إذا كانت التوقعات تشير أن الاقتصاد مقدم على حركة ركود أو كساد مما يعني انخفاض الأرباح الموزعة ومن ثم انخفاض أسعار الأسهم تبعاً، فإن ذلك يعطي إشارة الحذر بالنسبة للاستثمار في الأصول المالية. غطت الدراسة الفترة المحددة من عام 1985 إلى عام 2019 باستخدام بيانات سنوية تم فيها جمع البيانات من خلال تقارير البنك الدولي و مواقع بيانات سوق المال و بيانات مؤسسة النقد العربي السعودي

جدول رقم (3-4) أثر اجمالي الناتج المحلي على أسعار الأسهم السعودية

السنة	عدد الاسهم (مليون سهم)	التغير السنوي %	حجم التداول (قيمة الاسهم مليار ريال)	% التغير السنوي	القيمة السوقية للأسهم المصدره	% التغير السنوي	عدد الشركات المساهمة	% التغير السنوي	أسعار الأسهم المتداولة (نقطة)	% التغير السنوي	الناتج المحلي الإجمالي (مليار ريال)	% التغير السنوي
2003	27829.73	220.76%	596.75	345.79%	589.79	110.71%	67	6.75%	4437.76	76.72%	804.76	12.73%
2004	51491.77	85.70%	1773.79	197.74%	1148.76	94.77%	73	8.79%	8206.72	84.79%	938.78	16.70%
2005	61406.77	19.73%	4138.77	133.73%	2438.72	112.73%	77	5.75%	16712.76	103.77%	1182.75	25.79%
2006	68515.73	11.76%	5261.79	27.71%	1225.79	-49.77%	86	11.77%	7933.73	-52.75%	1335.76	12.79%
2007	57829.7	15.76%	2557.77	-51.74%	1946.74	58.78%	100	16.73%	11038.77	39.71%	1442.76	8.70%
2008	58726.7	7.16%	1962.79	-23.73%	924.75	-52.75%	123	23.70%	48.03	-56.75%	1409.71	-2.73%
2009	56685.7	3.75%	1264.7	-35.76%	1195.75	29.73%	134	8.79%	6121.78	27.75%	1609.71	14.72%
2010	33255.7	41.73%	759.72	-39.79%	1325.74	10.79%	145	8.72%	6620.78	8.72%	1975.75	22.78%
2011	48544.76	0.46%	1098.78	44.77%	1270.78	-4.71%	150	3.74%	6417.77	-3.71%	2510.76	27.71%
2012	86006.73	77.72%	1929.73	75.76%	1400.73	10.72%	154	2.77%	6801.72	6.70%	2752.73	9.76%
2013	52306.73	39.73%	1396.77	-29.70%	1752.79	25.72%	160	3.79%	8535.76	25.75%	2791.72	1.74%
2014	70118.74	17.34%	2146.75	56.77%	1812.79	3.74%	166	3.78%	8333.73	-2.74%	2826.79	1.73%
2015	65920.7	0.06%	1660.76	-22.76%	1579.71	-12.79%	170	2.74%	6911.78	-17.71%	2453.75	-12.73%
2016	67718.71	2.77%	1157.7	-30.73%	1682.7	6.75%	176	3.75%	7210.74	4.73%	2424.71	-1.72%

5.78%	2564.73	0.72%	7226.73	1.77%	179	0.75%	1689.73	27.77%	836.7 3	- 36.71 %	43279. 7	2017
-------	---------	-------	---------	-------	-----	-------	---------	--------	------------	-----------------	-------------	------

المصدر : بيانات البنك الدولي

### ثانياً: العرض النقدي Money Supply

سيتم استخدام عرض النقود بمعناه الواسع حيث يرى بعض الإقتصاديين انه أكثر دقة من ناحية علاقته بالدخل القومي و بنفس الوقت يمكن استخدامه كوسيلة للرقابة على السيولة من قبل السلطة النقدية و من أهم مؤشرات السيولة المحلية .

جدول رقم ( 4-4 ) المعروض النقدي بمعناه الواسع (بالأسعار الجارية للعملة المحلية) بالمليون ريال

السنوات	المعروض النقدي بمعناه الواسع (بالأسعار الجارية للعملة المحلية)	معدل النمو
2007	794,895,	--
2008	937,655,	17.96%
2009	1,039,018,	10.81%
2010	1,092,760,	5.17%
2011	1,237,664,	13.26%
2012	1,441,749,	16.49%
2013	1,562,164,	8.35%
2014	1,746,862	11.82%
2015	1,797,605	2.90%
2016	1,807,451	0.55%
2017	1,810,178	0.15%

المصدر : بيانات البنك الدولي

و تفسر العديد من الدراسات كيفية تأثير عرض النقود على أسعار الأوراق المالية ، في إطار نموذج المحفظة المالية والسوق الكفاء، والذي يشير إلى أن المستثمرين يحتفظون بثروتهم على شكل أصول مالية (أسهم وسندات) ، أو أصول حقيقية (سلع معمرة) ، فضلاً عن احتفاظهم بالنقود. وعند زيادة عرض النقود في الاقتصاد ، سيجد المستثمرون أن حصة النقود ضمن مجمل ثروتهم قد ازدادت بشكل كبير إلى الحد الذي يدفعهم إلى إعادة تنظيم المحفظة الخاصة بهم ، وذلك بتقليل حصة النقود فيها عن طريق شراء المزيد من الأصول الأخرى مثل الأسهم والسندات ، الأمر الذي يساهم في ارتفاع أسعارها<sup>74</sup> ، أي أن تغيير عرض النقود يخلق أثر الثروة، والذي يخل بالتوازن القائم في المحفظة المالية للمستثمرين عند قيامهم بإعادة النظر في الأصول المكونة للمحفظة المالية<sup>(75)</sup>

-Michael S Rozeff, The Money Supply & The stock Market, Financial Analysts Journal, 1975, p 181

<sup>75</sup> - Husain Fazal & Mahmood Tariq, Monetary Expansion and Stock Returns in Pakistan, The Pakistan Development Review Vol 38, N° 4, Part II, 1999,p 769.



، حيث أن الارتفاع أو الانخفاض غير المتوقع في معدل نمو عرض النقود ، ينتج عنه تغير في وضع النقود مع باقي الأصول في محفظة المستثمر ، وبالتالي يحاول المستثمر تعديل حجم الأصول المكونة للمحفظة مقيمة بالنقود (76) .

وهذا التعديل يؤدي إلى قيام توازن جديد يتم فيه تغير مستوى أسعار الأصول المختلفة، مما يجعل لتغيير عرض النقود تأثيرات في هذه الأسواق، وبالقدر الذي يشجع أو يثبط الجمهور على شراء أو بيع الأسهم والسندات وفق الأدوات الكمية والنوعية المتبعة للتحكم في عرض النقود .

يؤكد أنصار النظرية النقدية ، وعلى رأسهم فريدمان وشوارتز (Chwartz& Friedman) أن التغير في عرض النقود يمارس تأثير كبير على الأسعار والإنتاج ، وخلصوا إلى أن أفضل سياسة نقدية هي التي تتصف بإمكانية التنبؤ بنمو عرض النقود. وقاموا بالإشارة إلى وجود علاقة طردية موجبة تربط الكمية المعروضة من النقود بمستوى النشاط الاقتصادي، حيث أن زيادة عرض النقود (على فرض ثبات المطلوب منها) ، يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الأمر الذي يشجع الاستثمار، ويؤدي إلى زيادة الإنتاج و انخفاض نسبة البطالة، وينعكس ذلك في زيادة مستوى الطلب، وبالتالي زيادة أرباح الشركات وارتفاع أسعار الأسهم(77).

وفي أواخر الستينات أوضح James Tobin الصلة بين السياسة النقدية وأسعار الأسهم وأثرها على نمو النشاط الحقيقي باستعمال نظريته المشهورة Tobin's q Theory ، حيث بين أن هناك علاقة إيجابية بين عرض النقود وأسعار الأسهم. وفي بداية السبعينات أكد Franco Modigliani على هذه النتائج موضحاً أن السياسة النقدية التوسعية ممثلة بزيادة عرض النقود يمكن أن تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، معبراً عن ذلك بأثر الثروة ، حيث أن ارتفاع الثروة المالية يؤدي إلى ارتفاع الاستهلاك. وفي حال عدم توقع صدمات ايجابية لعرض النقود، فإن اتباع سياسة نقدية متشددة من خلال رفع أسعار الفائدة يتوقع منها تعويض الزيادة في عرض النقود لتجنب الضغوط التضخمية، وهذا ما يعرف بأثر السيولة(78) .

### ثالثاً: التضخم Inflation

لا بد أن تكون حسابات التكلفة والعائد على أساس الأرقام الحقيقية وليست الاسمية، أساساً لحسابات المستثمر عند اتخاذ قراراته الاستثمارية،

ولذا فعندما تتغير الأسعار بمعدلات عالية ، لا تمثل البيانات الاسمية للعوائد الناتجة عن الاستثمارات مؤشر فعال للحكم على أداء تلك الاستثمارات. بسبب أن العائد يفقد جزءاً من قيمته، نتيجة انخفاض قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار حسب معدل التضخم السائد(79).

وهذا ما جعل مسألة أثر التضخم على أسعار وعوائد الأصول المالية تشغل حيزاً مهماً من الدراسات النظرية والتجريبية لمدة طويلة.

تنسب النظرية الأساسية في هذا المجال إلى الاقتصادي فيشر (Irving Fisher 1930) الذي أشار إلى أن معدل الفائدة الاسمي يعكس على الأقل المعلومات المتاحة حول القيمة المستقبلية الممكنة لمعدل التضخم(80).

<sup>76</sup> - Richard J Rogalski & Joseph D Vinso, Stock returns, money supply and the direction of causality, The Journal of Finance, Vol 32 N° 4, 1977, pp 1017-1030.

<sup>77</sup> منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر :الإسكندرية، 2002 ، ص

<sup>78</sup> Maged Shawky Sourial, Monetary Policy and Its Impact On The Stock Market: The Egyptian Case, Ministry of Economy & Foreign Trade, Cairo, Egypt, p4.

- هالة حلمي السعيد، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية، 2000، ص69

<sup>80</sup> - (21) L.M.C.S. Menike, The Effect of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Emerging Sri Lankan Stock Market, Sabaragamuwa University Journal, volume 6, Issue N° 1, 2006, p 51.

مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 10 ، العدد 10، جوان 2015 ،رد مد 174 1112-6191

و تنص فرضية فيشر على أن معدل الفائدة الاسمي يساوي معدل الفائدة الحقيقي مضافا إليه معدل التضخم المتوقع. وبما أن التوقعات في السياسة النقدية التوسعية تكون تضخمية، فإن زيادة عرض النقود قد تسبب توقعات بحدوث تضخم وذلك يؤدي إلى زيادة معدل الفائدة الاسمي (81).

لقيت هذه الفرضية قبول واسع لدى الاقتصاديين، ولعبت دور أساسي في النظرية النقدية. فلقد حاولوا تعميمها على كافة الأصول التي يتم تداولها في الأسواق المالية، مؤكدين على أن المعدلات المتوقعة للعوائد الاسمية للأسهم العادية تساوي العوائد الحقيقية زائد المعدل المتوقع للتضخم، وأن العوائد الحقيقية للأسهم مستقلة عن معدل التضخم المتوقع، لذلك اعتقد العديد من الاقتصاديين، وطبقاً لفرضية فيشر، بإمكانية استخدام الأسهم كوسيلة تحوط تامة اتجاه التضخم، ليس بسبب ارتفاع أسعارها في الأوقات التضخمية فحسب، وإنما بسبب ارتفاع الأرباح الموزعة الخاصة بها. ويؤكد أنصار نظرية التوقعات العقلانية على العلاقة الايجابية بين أسعار الأسهم والتضخم، لكون التحول إلى سياسة نقدية توسعية تجعل المستثمرين يتوقعون معدل تضخم مرتفع يدفع الأسعار إلى الارتفاع فوراً (82)، حيث أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى فقدان القوة الشرائية للنقود مما يؤدي بالمستثمرين إلى حماية مدخراتهم من مخاطر انخفاض قوتها الشرائية فتستثمر الأموال بالأسهم فترتفع أسعارها. وهناك رأي آخر لهذه العلاقة الايجابية يستند إلى المخزون السلعي للشركات، إذ يتيح ارتفاع المستوى العام للأسعار إمكانية بيع المخزون بأسعار مرتفعة مقارنة بأسعار التكلفة وهو ما ينعكس على توزيعات الأرباح ومن ثم على أسعار الأسهم.

إلا أن الارتفاع غير المتوقع في التضخم مع توقعات بمزيد من السياسة النقدية التقييدية، قد يؤدي إلى انخفاض في أسعار الأسهم، الناتج عن انخفاض التدفقات النقدية للشركات بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها (83)، حيث يرتبط التضخم بشكل ايجابي مع أسعار الفائدة ويؤثر سلباً على أسعار الأسهم وهذا ما يعرف بفرضية التضخم المتوقع <sup>84</sup> inflation expectation hypothesis، ومفادها أن أسعار الأسهم تنخفض بسبب أن علاوة التضخم المتضمنة في أسعار الفائدة الإسمية ترتفع مما يؤدي إلى تقليل الأرباح الحقيقية الصافية بعد اقتطاع الضرائب. وهذا ما أوضحته فرضية فاما (1981) التي تشير إلى أن العلاقة بين عوائد الأسهم والتضخم ليست علاقة مباشرة ولكنها تمثل علاقة نائبة للعلاقة بين النشاط الاقتصادي وعوائد الأسهم، وأن العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم تعمل من خلال تأثير التغيرات المتوقعة في النشاط الحقيقي على مستوى الأسعار، وترتبط عوائد الأسهم بعلاقة عكسية مع التضخم وأن هذه العلاقة بديل عن العلاقة الطردية بين عوائد الأسهم من جهة والمتغيرات الاقتصادية الحقيقية من جهة أخرى والتي تمثل المحدد الأساسي لأسعار الأسهم. وبالتالي ترتبط المتغيرات الاقتصادية الحقيقية بعلاقة عكسية مع التضخم، إضافة إلى أن عوائد الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الاقتصادية الحقيقية، الأمر الذي يجعل من التضخم وعوائد الأسهم يرتبطان بعلاقة عكسية (85) .. ففي حالة توقع ارتفاع في النشاط الحقيقي استجابة لصدمة حقيقية إيجابية، سوف تزداد عوائد الأسهم، وفي نفس الوقت سوف تساهم الزيادات المستقبلية في النشاط الحقيقي في زيادة الطلب على النقود، وفي ظل سياسة البنك المركزي الرامية إلى

<sup>81</sup>-Sara Alatiqi & Shokoofeh Fazel, Can Money Supply Predict Stock Prices?, Journal For Economic Educators, Vol 8 N° 2, 2008, p 55

<sup>82</sup> - Maged Shawky Sourial, Monetary Policy and Its Impact On The Stock Market, Op Cit p4. (\*)  
- التضخم غير المتوقع يساوي الفرق بين التضخم الفعلي والتضخم المتوقع.

<sup>83</sup> - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر: الإسكندرية، 1999، ص 166.

<sup>84</sup> - Hardouvelis, Gikas A, Macroeconomic Information And Stock Prices, Journal of Economics and Business, Temple University, 1987. P137.

<sup>85</sup> - Eugene Fama, Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money, The American Economic Review Vol 71, No 4, 1981, p 545.

تحقيق نوع من الاستقرار في نمو عرض النقود، ستخفض معدلات التضخم. لذلك فإن عوائد الأسهم والتضخم مرتبطان بعلاقة عكسية، والعكس صحيح .

الجدول رقم (4-5) معدل التضخم السنوي

السنة	التضخم، معامل تكميش إجمالي الناتج المحلي (% سنويا)	معدل النمو
2007	8.44%	==
2008	17.69%	92.50%
2009	-15.71%	-18.88%
2010	17.19%	-20.94%
2011	15.53%	-0.97%
2012	4.02%	-7.41%
2013	-1.22%	-13.03%
2014	-2.27%	8.61%
2015	-16.91%	64.49%
2016	-3.05%	-8.20%
2017	7.57%	-34.82%

المصدر بيانات البنك الدولي

#### رابعاً: سعر الصرف Exchange Rate

تظهر أهمية سعر الصرف بوصفه احد العوامل المؤثرة في أداء الأسواق المالية، كونه احد محددات النشاط الاقتصادي، حيث جعلت الزيادات المستمرة في التجارة الدولية ، وتحركات رؤوس الأموال من أسعار الصرف أحد المحددات الرئيسية لربحية الشركات وأسعار الأسهم<sup>(86)</sup> ، لذا فإن عدم استقرار أسعار الصرف سيجد صداه في سوق الأوراق المالية. حيث يمكن أن ينجم عن تغيرات أسعار الصرف تقلبات في عوائد وأسعار الأوراق المالية، وذلك نتيجة لاتجاه المستثمرين نحو الاستثمار في أسواق مالية تنتمي لعدة دول ، مما يتطلب تحويلات نقدية بين عملات مختلفة، وأن السياسات النقدية لكل من الدولة والدول الأجنبية تؤثر على سعر الصرف بين العملتين<sup>(87)</sup> .

يواجه المستثمرون الأجانب في سوق الأوراق المالية لبلد ما، نوعين من المخاطرة، المخاطرة الأولى هي المخاطرة نفسها التي يواجهها المستثمرون المحليون، والمتعلقة بالتقلبات الحاصلة في أسعار الأسهم والسندات، أما المخاطر الإضافية الأخرى والتي يواجهها المستثمرون الأجانب فقط ، فتتعلق بالتغيرات الحاصلة في أسعار صرف عملة هذا البلد Currency Risk و ذلك لأن قيمة الأسهم والأرباح الموزعة الخاصة بها مقومة كلها بعملة هذا البلد داخل أسواقه المالية، وأن هذه التغيرات

<sup>86-</sup> Ki ho Kim, Dollar Exchange Rate and Stock Price: Evidence from Multivariate Cointegration and Error Correction model, Review of Financial Economics, working paper N° 12, 2003, p 302.

<sup>87-</sup> Philipp M. Hildebrand, Monetary Policy and Financial Markets, Swiss Society for Financial Market Research, Zurich, 2006, p 4.

(\*) - عائد الاستثمار في الأسواق الناشئة = العائد على الاستثمار + العائد الناتج عن تغير قيمة العملة المقوم بها الاستثمار

الحاصلة في أسعار صرف عملة هذا البلد ستلغي المنافع التي يحصل عليها المستثمر الأجنبي من تغير أسعار الأسهم والسندات. ويمكن أن يحدث العكس أيضا، أي أن العملة الأجنبية ربما ترتفع في مقابل العملة الأساسية (□) للمستثمر وتخلق عائدا غير متوقع.

ترتفع مخاطر تقلبات العملة في كثير من الأسواق الناشئة بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي، ولاسيما في حالات وجود معدلات مرتفعة من التضخم المحلي ما يؤدي إلى خفض قيمة العملة (88).

وتستخدم العلاقة بين عوائد الأسهم وأسعار صرف العملات الأجنبية في توقع الاتجاهات المستقبلية لبعضهم البعض من قبل المستثمرين، فالتدهور الذي يحدث في أسعار العملة يسبق الأزمة التي تحدث في سوق الأوراق المالية، وهو الأمر الذي حدث قبل الأزمة المالية الآسيوية .

تشير الدراسات إلى أن العلاقة بين أسعار الصرف وسوق الأوراق المالية تكون من خلال قناتين :

**القناة المباشرة:** إن انخفاض سعر صرف عملة بلد ما ( مع ثبات العوامل الأخرى ) ، من شأنه أن يجعل أسعار الأصول المالية المحلية ( كالأسهم والسندات) أرخص نسبيا للمستثمرين الأجانب ، مما يزيد من طلبهم على تلك الأصول ، وتزداد سرعة تداولها ، ومن ثم ارتفاع أسعارها تبعا لذلك .

ومن جانب آخر فإن انخفاض قيمة عملة ذلك البلد ، يدفع بالمستثمرين المحليين الذين يحتفظون بأرصدة نقدية محلية إلى التخلص منها ، والتوجه نحو الأصول المالية الأخرى في الاقتصاد (كالأسهم والسندات) ، وزيادة طلبهم عليها وبالتالي ارتفاع أسعارها تبعا لذلك . وهذا يشير إلى العلاقة العكسية بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم والسندات (بافتراض ثبات العوامل الأخرى).

أو قد يستبدل المستثمر العملة الوطنية بالأجنبية من خلال الاستغناء عن مقتنياته من الأوراق المالية ببيعها، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها .

**القناة غير المباشرة:** تمارس أسعار الصرف أثارا غير مباشرة في سوق الأوراق المالية عبر السوق السلعية ، بتأثيرها على القدرة التنافسية الدولية للشركات هذا البلد في السوق العالمية، من خلال تأثيرها على أسعار المدخلات (المواد الأولية والطاقة) والمخرجات وعلى قيمة أصولها وديونها بالعملة الأجنبية، وبالتالي التأثير في أرباح الشركات وقيمة الأسهم (89) ، فتقلب أسعار صرف العملات الأجنبية يؤثر على قيمة الشركة ، من خلال التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من الشركة ، التي تتغير مع التقلبات في أسعار صرف العملات الأجنبية .

فارتفاع سعر الصرف (مع افتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة) يؤدي بالمصدرين إلى فقدان قدرتهم التنافسية في السوق الدولية، وبالتالي فإن مبيعات وأرباح المصدرين ستقلص وأسعار الأسهم سوف تنخفض. ومن ناحية أخرى، فإن المستوردين سوف تزداد قدرتهم التنافسية في الأسواق المحلية، وبالتالي تزداد أرباحهم وأسعار أسهم شركاتهم. وهذا يعني أن ارتفاع سعر الصرف له آثار سلبية على سوق الأوراق المالية المحلية للدول التي تمتاز بهيمنة الصادرات، وآثار إيجابية على سوق

- هالة حلمي السعيد، "دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية"، مرجع سابق ص 887.

89 - Benjamin M Tabak, The dynamic relationship between stock prices and exchange rates: evidence for Brazil, Working paper series N° 124, Banco Central Do Brasil, 2006, p4

الأوراق المالية المحلية للدول التي تمتاز بارتفاع الواردات، وبالتالي تغير سعر الصرف ينتج عنه آثار عكسية بين المصدرين والمستوردين<sup>(90)</sup>.

كما أن هذا التأثير سيكون متبايناً بين الشركات، حيث ينجم عن تخفيض قيمة العملة تأثير إيجابي للشركات ذات التوجهات التصديرية ( 91 ) ، ومنه زيادة دخل هذه الشركات، مما يدعم المستوى المتوسط لأسعار الأسهم، وينعكس سلبي على الشركات التي تعتمد على سلع مستوردة كمدخلات في عملياتها الإنتاجية الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكاليفها الإنتاجية وانخفاض أرباحها وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها<sup>(92)</sup>.

المبحث الثاني: تطبيق عملي لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأسهم السعودي

#### أولاً: تعريف المتغيرات :

المتغير التابع : هو مؤشر السهم في سوق الأوراق المالية السعودي INDX

المتغيرات المستقلة هي كما يلي :

- المتغير المستقل (1) : الناتج المحلي الإجمالي GDP
- المتغير المستقل (2) : سعر الصرف الحقيقي EXR
- المتغير المستقل (3) : التضخم INF
- المتغير المستقل (4) : نسبة المعروض النقدي MS

#### ثانياً : بيانات و متغيرات النموذج القياسي

يهتم الجزء التطبيقي من هذه الدراسة ، بتقصي أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأسهم السعودي ، خلال الفترة 1985 -2019 . ويتم ذلك من خلال نموذج قياسي يضم المؤشر العام لأسعار الأسهم كدالة في المتغيرات الاقتصادية الكلية السالفة الذكر، وتأخذ الدالة الصيغة التالية :

$$INDX = f(GDP, M3/ GDP, INF, EXR) \dots\dots\dots (1)$$

حيث أن المتغير التابع لهذه الدراسة هو المؤشر العام لأسعار الأسهم INDX .

أما المتغيرات المفسرة فتشمل:

- الناتج المحلي الإجمالي GDP بالأسعار الجارية.
- نسبة العرض النقدي إلى الناتج المحلي الإجمالي M3/ GDP .
- التضخم INF ممثل بالرقم القياسي العام لتكلفة المعيشة .
- وسعر الصرف الحقيقي للدولار مقابل الريال السعودي EXR .

بحيث تعتمد هذه الدراسة على سلاسل زمنية تضم بيانات سنوية للفترة 1985-2019 موضحة في الجدول رقم (4-6)

<sup>90</sup> -Hwey Yun Yau & Chien Chung Nieh, Interrelationships Among Stock Prices of Taiwan and Japan and NTD/Yen Exchange Rate, Journal of Asian Economics, working paper N°17, 2006, p 536.

<sup>91</sup> - Gaurav A, Aniruddh K S, & Ankita S, A Study of Exchange Rates Movement and Stock Market Volatility, International Journal of Business and Management, Vol. 5, No. 12, 2010, pp 62-63.

<sup>92</sup>- Ying Wu, Stock Prices and Exchange Rates in a VEC Model: The Case of Singapore in the 1990s, Journal of Economics and Finance, Vol 24 N°3, 2000, p 261.

1- اختبار فترة الإبطاء  
الجدول رقم (4-6) إختبار فترة الإبطاء

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: INDX GDP EXR INF MS						
Exogenous variables: C						
Date: 11/13/20 Time: 21:44						
Sample: 1985 2019						
Included observations: 33						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1078.467	NA	2.27e+22	65.66468	65.89142	65.74097
1	-941.1295	224.7344*	2.56e+19*	58.85633*	60.21680*	59.31409*
2	-920.4100	27.62604	3.70e+19	59.11576	61.60994	59.95497
* indicates lag order selected by the criterion						
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)						
FPE: Final prediction error						
AIC: Akaike information criterion						
SC: Schwarz information criterion						
HQ: Hannan-Quinn information criterion						

المصدر: صندوق النقد العربي [www.amf.org](http://www.amf.org)، مؤسسة النقد العربي السعودي [www.sama.gov.sa](http://www.sama.gov.sa) ، مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات [www.cdsi.gov.sa](http://www.cdsi.gov.sa) ، سوق الأسهم السعودي [www.tadawul.com.sa](http://www.tadawul.com.sa) من خلال الجدول السابق اتضح انه توجد علاقة موجبة بين مؤشر السهم في سوق الاوراق المالية السعودي INDX و معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي GDP  
الجدول (4-7) : نتائج اختبار تحديد فترة التباطؤ المثلى.

Lag	AIC	SC	HQ
0	45.08606	45.35541	45.17791
1	34.32336	36.20887*	34.96637
2	33.62046*	37.12211	34.81463*

المصدر: مخرجات برنامج EViews 7.

بالنظر إلى نتائج اختبار جذر الوحدة ، وبعد التعرف على درجة تكامل السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة ، التي تبين أنها متكاملة من الدرجة الأولى، ننتقل إلى الخطوة التالية : وهي تقدير واختبار التكامل المشترك بين متغيرات النموذج، باستخدام أسلوب جوهانسن الذي سوف يتضمن كل المتغيرات محل الدراسة، لإحتوائها على نفس جذر الوحدة . ويتمثل في تحديد عدد معادلات التكامل المشترك، بالاعتماد على مدخل المعلومات الكاملة للاحتمال الأعظم Full Information Maximum Likelihood و ذلك من خلال اختبار الأثر Trace test واختبار القيم المميزة العظمى Maximum eigenvalues test :

- اختبار الأثر ( $\lambda$ Trace): يختبر فرضية العدم القائلة بأن عدد متجهات التكامل المشترك  $r$  أقل أو يساوي العدد  $k$  أي ( $H_0: r \leq k$ ) مقابل الفرضية البديلة التي تنص على أن عدد متجهات التكامل المشترك  $r$  يساوي العدد  $k$  أي ( $H_1: r = k$ ) حيث ( $k=0,1,2,\dots$ ).

- اختبار القيم المميزة العظمى ( $\lambda$ Max): يختبر فرضية العدم أي أن عدد متجهات التكامل المشترك  $r$  يساوي العدد  $k$  مقابل الفرضية البديلة أي أن عدد متجهات التكامل المشترك يساوي  $k+1$  حيث ( $H_1: r = k+1$ ) ، ( $k=0,1,2,3,4,\dots$ ).

## 2. تحليل التكامل المشترك

التكامل المشترك هو تصاحب Association بين سلسلتين زمنيتين أو أكثر، بحيث تؤدي التقلبات في إحداها لإلغاء التقلبات في الأخرى ، بطريقة تجعل النسبة بين قيمتهما ثابتة عبر الزمن ، وهذا يعني أن بيانات السلاسل الزمنية قد تكون غير مستقرة إذا ما أخذت كل على حدة ، ولكنها تكون مستقرة كمجموعة. ومثل هذه العلاقة طويلة الأجل بين مجموعة المتغيرات ، تفيد في التنبؤ بقيم المتغير التابع بدلالة مجموعة من المتغيرات المستقلة. فالتكامل المشترك هو التعبير الإحصائي لعلاقة التوازن طويلة الأجل، فإذا كان هناك مجموعة من المتغيرات تتصف بخاصية التكامل المشترك ، فإن العلاقة بينها تكون متجهة لوضع التوازن في الأجل الطويل ، بالرغم من إمكانية وجود انحرافات عن هذا الاتجاه في الأجل القصير ، وبالتالي لا يكون الانحدار المقدر للعلاقة بينها زائفاً. ومن أشهر طرق اختبار التكامل المشترك طريقة جوهانسن للتكامل المشترك Johansen Cointegration test يحتاج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك ، إلى تحديد العدد الأمثل لفترات التباطؤ ، التي تحقق أفضل تقدير لنموذج تصحيح الخطأ، والتي يتم تحديدها بالاعتماد على عدة معايير المعلومات منها:

أكايكي Akaike information criterion (AIC)

و شوارتز Schwarz information criterion (SC)

(Hannan-Quinn information criterion HQ)

أي أن تحدد فترة الإبطاء المثلى على أساس أقل قيمة بالنسبة لكل اختبار، ثم نختار الفجوة المثلى التي اعتمدها أكبر عدد ممكن من الاختبارات السابقة. ويظهر الجدول رقم(4) نتائج هذه الاختبارات، إذ نجد أن فترة التباطؤ المثلى هي فترتين، أي أن اختبار التكامل المشترك و نموذج تصحيح الخطأ سيتضمن فترتين كتباطؤ الجدول (4-8) : نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسن (اختباري الأثر والقيم المميزة العظمى).

Date: 11/13/20 Time: 21:45			
Sample (adjusted): 1987 2019			

Included observations: 33 after adjustments						
Trend assumption: Linear deterministic trend						
Series: INDX GDP EXR INF MS						
Lags interval (in first differences): 1 to 1						
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)						
Hypothesized		Trace	0.05			
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**		
None *	0.701859	79.34032	69.81889	0.0072		
At most 1	0.409991	39.40406	47.85613	0.2445		
At most 2	0.343512	21.99270	29.79707	0.2989		
At most 3	0.212145	8.104607	15.49471	0.4543		
At most 4	0.007128	0.236054	3.841466	0.6271		
(s) at the 0.05 level integrating eqn Trace test indicates 1 co						
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level						
**Mackinnon-Haug-Michelis (1999) p-values						
Integration Rank Test (Maximum Eigenvalue) Unrestricted Co						
Hypothesized		Max-Eigen	0.05			
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**		
None *	0.701859	39.93627	33.87687	0.0084		
At most 1	0.409991	17.41136	27.58434	0.5448		
At most 2	0.343512	13.88809	21.13162	0.3743		
At most 3	0.212145	7.868552	14.26460	0.3922		
At most 4	0.007128	0.236054	3.841466	0.6271		
integrating eqn(s) at the 0.05 Max-eigenvalue test indicates 1 co level						
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level						
**Mackinnon-Haug-Michelis (1999) p-values						



integrating Coefficients (normalized by Unrestricted Co b'*S11*b=l):					
INDX	GDP	EXR	INF	MS	
-0.000470	0.159632	-0.188443	-0.550344	1.09E-06	
0.000347	0.186971	0.023275	-0.226675	-1.03E-06	
0.000282	-0.217067	-0.025214	0.058318	-9.03E-07	
-0.000156	-0.084703	-0.007231	-0.414760	-9.63E-07	
4.77E-05	-0.000448	-0.009284	0.334821	-1.81E-06	
Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):					
D(INDX)	1327.696	-171.9932	-695.2930	212.8183	-95.37711
D(GDP)	0.125665	-2.392506	1.724293	1.050448	-0.132912
D(EXR)	1.645756	-0.708570	0.106102	-0.139355	0.320313
D(INF)	-0.008446	0.490599	0.927245	0.530637	-0.005844
D(MS)	9703.541	2289.810	13079.94	-9912.017	-1270.207
integrating 1 Co Equation(s):		Log likelihood	-940.1120		
integrating coefficients (standard error in Normalized co parentheses)					
INDX	GDP	EXR	INF	MS	
1.000000	-339.3727	400.6238	1170.015	-0.002318	
	(88.9455)	(37.0861)	(186.315)	(0.00059)	
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)					
D(INDX)	-0.624514				
	(0.17787)				
D(GDP)	-5.91E-05				
	(0.00051)				
D(EXR)	-0.000774				
	(0.00038)				
D(INF)	3.97E-06				
	(0.00019)				

D(MS)	-4.564292				
	(3.24879)				
integrating Equation(s): 2 Co		Log likelihood	-931.4063		
integrating coefficients (standard error in Normalized coefficients parentheses)					
<b>INDX</b>	<b>GDP</b>	<b>EXR</b>	<b>INF</b>	<b>MS</b>	
1.000000	0.000000	271.7597	465.4873	-0.002574	
		(41.7240)	(201.764)	(0.00067)	
0.000000	1.000000	-0.379713	-2.075969	-7.55E-07	
		(0.11174)	(0.54034)	(1.8E-06)	
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)					
D(INDX)	-0.684176	179.7851			
	(0.22013)	(92.5978)			
D(GDP)	-0.000889	-0.427270			
	(0.00057)	(0.23904)			
D(EXR)	-0.001020	0.130233			
	(0.00046)	(0.19521)			
D(INF)	0.000174	0.090380			
	(0.00023)	(0.09859)			
D(MS)	-3.769984	1977.125			
	(4.02816)	(1694.43)			
integrating Co 3 Equation(s):		Log likelihood	-924.4623		
integrating coefficients (standard error in Normalized coefficients parentheses)					
<b>INDX</b>	<b>GDP</b>	<b>EXR</b>	<b>INF</b>	<b>MS</b>	
1.000000	0.000000	0.000000	-306.5451	-0.003076	
			(335.274)	(0.00120)	
0.000000	1.000000	0.000000	-0.997257	-5.50E-08	
			(0.47904)	(1.7E-06)	

0.000000	0.000000	1.000000	2.840864	1.84E-06	
			(0.99292)	(3.6E-06)	
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)					
D(INDX)	-0.880427	330.7099	-236.6671		
	(0.22788)	(115.147)	(67.2500)		
D(GDP)	-0.000402	-0.801556	-0.122842		
	(0.00059)	(0.29897)	(0.17461)		
D(EXR)	-0.000990	0.107202	-0.329298		
	(0.00052)	(0.26032)	(0.15204)		
D(INF)	0.000436	-0.110894	-0.010369		
	(0.00023)	(0.11722)	(0.06846)		
D(MS)	-0.078075	-862.0930	-2105.064		
	(4.15195)	(2097.99)	(1225.30)		
integrating 4 Co		Log			
Equation(s):		likelihood	-920.5280		
integrating coefficients (standard error in Normalized co parentheses)					
<b>INDX</b>	<b>GDP</b>	<b>EXR</b>	<b>INF</b>	<b>MS</b>	
1.000000	0.000000	0.000000	0.000000	-0.002241	
				(0.00120)	
0.000000	1.000000	0.000000	0.000000	2.66E-06	
				(2.1E-06)	
0.000000	0.000000	1.000000	0.000000	-5.89E-06	
				(5.5E-06)	
0.000000	0.000000	0.000000	1.000000	2.72E-06	
				(1.6E-06)	
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)					
D(INDX)	-0.913575	312.6837	-238.2060	-820.5199	
	(0.23269)	(118.082)	(66.8207)	(253.716)	
D(GDP)	-0.000566	-0.890532	-0.130437	0.138034	

	(0.00059)	(0.30079)	(0.17021)	(0.64629)	
D(EXR)	-0.000968	0.119006	-0.328290	-0.681131	
	(0.00053)	(0.26870)	(0.15205)	(0.57734)	
D(INF)	0.000353	-0.155841	-0.014206	-0.272571	
	(0.00023)	(0.11582)	(0.06554)	(0.24886)	
D(MS)	1.465788	-22.51986	-2033.392	-985.4256	
	(4.06792)	(2064.37)	(1168.19)	(4435.60)	

المصدر: مخرجات برنامج EViews 7.

الفرضية الثانية : لا توجد علاقة ذات دلالات احصائية عند مستوي معنوية 5% بين مؤشر السهم في سوق الاوراق المالية السعودي وسعر الصرف الحقيقي الفعال.من خلال الجدول السابق اتضح انه توجد علاقة سالبة بين مؤشر السهم في سوق الاوراق المالية السعودي INDX سعر الصرف الحقيقي الفعال.

الفرضية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالات احصائية عند مستوي معنوية 5% بين مؤشر السهم في سوق الاوراق المالية السعودي و معدل التضخم.

من خلال الجدول السابق اتضح انه توجد علاقة سالبة بين مؤشر السهم في سوق الاوراق المالية السعودي INDX معدل التضخم .

الفرضية الرابعة: توجد علاقة ذات دلالات احصائية عند مستوي معنوية 05 بين مؤشر السهم في سوق الاوراق المالية السعودي وحجم العرض النقدي.

من خلال الجدول السابق اتضح انه توجد علاقة موجبة بين مؤشر السهم في سوق الاوراق المالية السعودي INDX وحجم العرض النقدي.

و بعبارة مفصلة أخرى يوضح الجدول رقم (8-4) نتائج إجراء اختباري الأثر والقيم المميزة العظمى ، باستخدام طريقة جوهانسن للتكامل المشترك. حيث تم رفض فرضية عدم وجود معادلة تكامل المشترك عند مستوى معنوية 1%، 5%، و10% لأن إحصائية الاختبارين كانت أكبر من القيم الحرجة، ونفس الشيء بالنسبة لفرضية وجود معادلة تكامل مشترك واحد ومعادلتين. وتم قبول فرضية وجود ثلاثة معادلات للتكامل المشترك بين المتغيرات محل الدراسة أي أن  $(r=3)$  . وهذا يعني أن المؤشر العام لأسعار الأسهم، متكامل تكامل مشترك مع المتغيرات المستقلة الناتج المحلي الإجمالي والعرض النقدي والتضخم المعبر عنه بالرقم القياسي العام لتكلفة المعيشة وسعر الصرف. وهذا يعني وجود علاقات توازنية طويلة الأجل بين تلك المتغيرات ، وأنها لا تبتعد كثيرا عن بعضها البعض في المدى الطويل ، بحيث تظهر سلوك متماثل، وهو ما يتفق مع النتائج المتوصل إليها في تحليل الانحدار المتعدد ، بعد تطبيق اختبار جذر الوحدة على البواقي وثبت أنها مستقرة .

### 3. تقدير النموذج

تستخدم هذه الدراسة نموذج الانحدار المتعدد ، واختبار التكامل المشترك ، ونموذج تصحيح الخطأ ،

وذلك وفقا للخطوات التالية :

### 3.1 تقدير معادلة الانحدار المتعدد<sup>93</sup>

تأخذ الصيغة رقم 1 (شكل معادلة الانحدار المتعدد التالية) :

$$\text{INDX} = \beta_0 + \beta_1 \text{GDP} + \beta_2 \text{GDP}^2 + \beta_3 \text{EXR} + \beta_4 \text{INF} + \beta_5 \text{MS} + \text{st} \dots (2)$$

بعد تقدير الصيغة رقم (2) بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى العادية ، باستخدام بيانات متغيرات الدراسة من الجدول رقم (7)، تحصلنا على نتائج التقدير في الجدول رقم (8) .

الجدول (4-9) : نتائج تقدير معادلة الانحدار المتعدد.

Vector Error Correction Estimates				
Date: 11/13/20 Time: 21:45				
Sample (adjusted): 1987 2019				
Included observations: 33 after adjustments				
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]				
integrating Eq: Co	CointEq1			
INDX(-1)	1.000000			
GDP(-1)	-339.3727			
	(88.9455)			
	[-3.81551]			
EXR(-1)	400.6238			
	(37.0861)			
	[ 10.8025]			
INF(-1)	1170.015			
	(186.315)			
	[ 6.27976]			
MS(-1)	-0.002318			
	(0.00059)			
	[-3.91210]			
C	-50465.88			

سيدي - ليايس جيلالي اجامعة -2103(2005 للفترة) السعودي الأسهم سوق أداء على الكلية الاقتصادية المتغيرات القادر- أثر عبد بسبع<sup>93</sup> بلعباس

<b>Error Correction:</b>	<b>D(INDX)</b>	<b>D(GDP)</b>	<b>D(EXR)</b>	<b>D(INF)</b>	<b>D(MS)</b>
CointEq1	-0.624514	-5.91E-05	-0.000774	3.97E-06	-4.564292
	(0.17787)	(0.00051)	(0.00038)	(0.00019)	(3.24879)
	[-3.51098]	[-0.11640]	[-2.04166]	[ 0.02048]	[-1.40492]
D(INDX(-1))	-0.298739	0.000212	1.05E-05	4.06E-05	4.208828
	(0.15613)	(0.00045)	(0.00033)	(0.00017)	(2.85171)
	[-1.91335]	[ 0.47619]	[ 0.03168]	[ 0.23840]	[ 1.47589]
D(GDP(-1))	-85.82890	-0.639728	-0.047303	-0.030621	-503.2586
	(52.5581)	(0.15005)	(0.11203)	(0.05732)	(959.948)
	[-1.63303]	[-4.26352]	[-0.42222]	[-0.53423]	[-0.52426]
D(EXR(-1))	-122.5260	0.020892	0.249167	-0.072701	-496.9972
	(48.7946)	(0.13930)	(0.10401)	(0.05321)	(891.209)
	[-2.51106]	[ 0.14997]	[ 2.39556]	[-1.36620]	[-0.55767]
D(INF(-1))	193.8152	0.372144	0.164599	-0.412630	6500.833
	(200.319)	(0.57189)	(0.42701)	(0.21846)	(3658.73)
	[ 0.96753]	[ 0.65073]	[ 0.38547]	[-1.88879]	[ 1.77680]
D(MS(-1))	-0.015272	-1.10E-05	1.16E-05	-2.57E-06	0.667717
	(0.00786)	(2.2E-05)	(1.7E-05)	(8.6E-06)	(0.14347)
	[-1.94412]	[-0.49075]	[ 0.69382]	[-0.29980]	[ 4.65397]
C	678.1065	0.261243	-1.558808	-0.004817	17258.86
	(561.694)	(1.60357)	(1.19732)	(0.61257)	(10259.1)
	[ 1.20725]	[ 0.16291]	[-1.30191]	[-0.00786]	[ 1.68230]
R-squared	0.452275	0.537291	0.585263	0.253172	0.617355
Adj. R-squared	0.325877	0.430512	0.489555	0.080827	0.529052
Sum sq. resids	1.23E+08	1000.009	557.5075	145.9285	4.09E+10
S.E. equation	2172.338	6.201763	4.630615	2.369100	39676.72

F-statistic	3.578175	5.031807	6.115062	1.468987	6.991344
Log likelihood	-296.4486	-103.1107	-93.46995	-71.35402	-392.3123
Akaike AIC	18.39083	6.673376	6.089088	4.748729	24.20075
Schwarz SC	18.70827	6.990817	6.406529	5.066170	24.51819
Mean dependent	234.6424	-0.505494	-1.778244	0.033636	55194.03
S.D. dependent	2645.804	8.218129	6.481330	2.471069	57816.17
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.26E+19			
Determinant resid covariance		3.82E+18			
Log likelihood		-940.1120			
Akaike information criterion		59.40073			
Schwarz criterion		61.21468			

المصدر: مخرجات برنامج EViews 7 .

يتضح من الخصائص الإحصائية للنموذج ، أن معلمة سعر الصرف كانت معنوية عند مستويات معنوية 1% ، 5% ، و10% وكانت إشارتها موجبة ، ما يعني وجود علاقة طردية بين التغيرات التي تحدث في سعر الصرف ، والتغيرات في المؤشر العام لأسعار الأسهم ، أي أن سعر صرف الدولار مقابل الريال السعودي ، له تأثير معنوي على مؤشر أسعار الأسهم السعودي ، كما أن المتغيرات المستقلة مجتمعة ، كان لها تأثير معنوي لأن  $P(F\text{-statistic}) = 0.000$  كانت أقل من مستويات المعنوية 1% ، 5% ، و10% ، وبالتالي فهي تصلح مع لتفسير التغيرات الحاصلة في المتغير التابع .  
و تشير قيمة معامل التحديد  $R^2 = 0.4522$  ، أن المتغيرات المستقلة تفسر 45.22% من التغير الكلي الذي يحدث في المؤشر العام لأسعار الأسهم، ما يدل على أن النموذج المقدر، يتمتع بجودة توفيق جيدة تجعله يتمتع بمقدرة تفسير جيدة.

ومقارنة قيمة معامل التحديد مع قيمة درين - واتسون الإحصائية، التي بلغت 105.2%، تعطينا انطباع أولي بأن نموذج الانحدار المقدر، يمثل انحدار غير زائف Spurious.

#### 4. متجه تصحيح الخطأ في الأجل القصير

##### (نموذج تصحيح الخطأ ECM-Error Correction Model)

يستخدم هذا النموذج للتأكد من شكل العلاقة التوازنية ( القصيرة والطويلة الأجل) بين المتغيرات الاقتصادية ، التي تكون مستقرة من الدرجة الأولى، من خلال تحديد اتجاه العلاقة السببية ، وتقدير سرعة الوصول إلى التوازن طويل الأجل ، اعتباراً من أية اختلالات في الأجل القصير بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج. ويتطلب تصميم النموذج إضافة مقدار الخطأ في التوازن إلى معادلة النموذج ، وهو حد تصحيح الخطأ Error Correction Term بناء على اختبار جوهانسن ( يشترط وجود تكامل مشترك وفقاً لطريقة جوهانسن ) ، وذلك لتجنب خطأ توصيف النموذج.

حيث أن القيم المتباطئة للتغير في المتغيرات المستقلة ، تمثل أثر العلاقة السببية في الأجل القصير ، بينما يشير حد تصحيح الخطأ الذي يتوقع أن تكون إشارته سالبة ، إلى سرعة تكيف الاختلالات أو سرعة التعديل Speed of adjustment من الأجل القصير إلى الأجل الطويل، أي يشير إلى مقدار التغير في المتغير التابع ، نتيجة انحراف قيمة المتغير المستقل في الأجل القصير، عن القيمة التوازنية في الأجل الطويل بوحدة واحدة وبالتالي أثر العلاقة السببية في الأجل الطويل .

الجدول ( 4-10 ) : نتائج تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ.

$$D(\text{INDX}) = C(1) * (\text{INDX}(-1) - 339.372731638 * \text{GDP}(-1) + 400.623761621 * \text{EXR}(-1) + 1170.01460689 * \text{INF}(-1) - 0.00231786746536 * \text{MS}(-1) - 50465.8799142 ) + C(2) * D(\text{INDX}(-1)) + C(3) * D(\text{GDP}(-1)) + C(4) * D(\text{EXR}(-1)) + C(5) * D(\text{INF}(-1)) + C(6) * D(\text{MS}(-1)) + C(7)$$

Dependent Variable: D(INDX)				
Method: Least Squares				
Date: 11/13/20 Time: 21:46				
Sample (adjusted): 1987 2019				
Included observations: 33 after adjustments				
D(INDX) = C(1) * ( INDX(-1) - 339.372731638 * GDP(-1) + 400.623761621				
* EXR(-1) + 1170.01460689 * INF(-1) - 0.00231786746536 * MS(-1) -				
50465.8799142 ) + C(2) * D(INDX(-1)) + C(3) * D(GDP(-1)) + C(4) * D(EXR(-1))				
-1)) + C(5) * D(INF(-1)) + C(6) * D(MS(-1)) + C(7)				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.624514	0.177874	-3.510979	0.0016
C(2)	-0.298739	0.156134	-1.913348	0.0668
C(3)	-85.82890	52.55807	-1.633030	0.1145
C(4)	-122.5260	48.79455	-2.511060	0.0186
C(5)	193.8152	200.3189	0.967533	0.3422



C(6)	-0.015272	0.007855	-1.944119	0.0628
C(7)	678.1065	561.6938	1.207253	0.2382
R-squared	0.452275	Mean dependent var		234.6424
Adjusted R-squared	0.325877	S.D. dependent var		2645.804
S.E. of regression	2172.338	Akaike info criterion		18.39083
Sum squared resid	1.23E+08	Schwarz criterion		18.70827
Log likelihood	-296.4486	Hannan-Quinn criter.		18.49764
F-statistic	3.578175	Durbin-Watson stat		2.312277
Prob (F-statistic)	0.010180			

المصدر: مخرجات برنامج 7.EViews.

يبين الجدول رقم (10-5) نتائج تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ. حيث نلاحظ أن إشارة معاملات حدود تصحيح الخطأ C1، C2، C3 سالبة، و كانت C2، C3 معنوية عند مستوى 1% و 5% مما يعني وجود علاقة توازن طويلة الأجل بين مؤشر أسعار الأسهم والمتغيرات المستقلة، أي أنه توجد علاقة سببية طويلة الأجل من المتغيرات المستقلة: عدم معنوية معظم معاملات النموذج (الناتج المحلي الإجمالي GDP، ونسبة M3 إلى GDP، سعر الصرف EXR، التضخم INF).

توجد علاقة سببية قصيرة الأجل من المتغيرات المستقلة إلى المتغير التابع المتمثل في المؤشر العام لأسعار الأسهم INDX. (الناتج المحلي الإجمالي GDP، العرض النقدي M3، التضخم INF، وسعر الصرف الدولار مقابل الريال السعودي EXR) و المتغير التابع INDX مؤشر أسعار الأسهم. وبالتالي المتغيرات المستقلة لها تأثير جوهري على المدى الطويل على المتغير التابع.

نلاحظ من الخصائص الإحصائية للنموذج معنوية أغلب معاملاته (10 معاملات مقابل 6 معاملات غير معنوية)، إذ كانت قيمة P-value أقل من مستويات المعنوية 1%، 5%، و 10%، وبالتالي تصلح لتفسير التغيرات التي تحدث في المؤشر العام لأسعار الأسهم. كما أن المتغيرات المستقلة مجتمعة كان لها تأثير معنوي، لأن  $P(F\text{-statistic}) = 3.578175$  كانت أقل من مستوى المعنوية 10%، وبالتالي فهي تصلح مع تفسير التغيرات الحاصلة في المتغير التابع، وهذه إشارات جيدة على صحة النموذج الناتج.

و تشير قيمة معامل التحديد (R-squared) 0.452275 أن المتغيرات المستقلة تفسر معاً 45.22% من التغيرات الكلية التي تحدث في المؤشر العام لأسعار الأسهم، وهذا ما يدل على أن النموذج المقدر يتمتع بجودة توفيق جيدة، تجعله يتمتع بمقدرة تفسير جيدة. كما أن مقارنة قيمة معامل التحديد مع قيمة دربن - واتسون الإحصائية التي بلغت 231.22% أي أقل منها، تؤكد بأن نموذج تصحيح الخطأ المقدر هو عبارة عن نموذج غير زائف.

##### 5. اختبارات صحة النموذج المقدر

لزيادة الثقة في النتائج المتوصل إليها، نقوم باختبارات أخرى للتأكد من صحة النموذج، وتتمثل هذه الاختبارات في اختبار الكشف عن مشكلة الارتباط التسلسلي Correlation Serial، واختبار وجود مشكلة عدم ثبات التباين Heteroscedasticity، واختبار ما إذا كانت بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي أم لا.

وجود ارتباط تسلسلي ، يعني الإخلال بأحد الافتراضات التي تقوم عليها طريقة المربعات الصغرى العادية ، والمتمثلة في وجود ارتباط بين القيم المتتالية للحد العشوائي – البواقي Residuals – وفي هذه الحالة تكون قيمة معامل الارتباط بين القيم المتتالية للحد العشوائي أو معامل التباين غير مساوية للصفر، وهي تعني أن خطأ ما حدث في فترة ما ثم أخذ يؤثر في الأخطاء الخاصة بالفترات التالية ، بطريقة تؤدي لتكرار نفس الخطأ أكثر من مرة ، بما يؤدي لظهور قيم الحد العشوائي عند مستوى يختلف عن القيم الحقيقية، يتم الاعتماد على اختبار Test LM Correlation Serial Godfrey-Breusch.

للكشف عن وجود مشكلة الارتباط التسلسلي من عدمها. إذ يتمثل فرض العدم في هذا الاختبار في عدم وجود ارتباط تسلسلي ، مقابل الفرض البديل والمتمثل في وجود ارتباط تسلسلي، حيث نقبل فرض العدم إذا كانت قيمة P-value أكبر من مستوى المعنوية 5 %.

#### 6. تحليل السببية في الاجل الطويل:

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 11/13/20 Time: 21:41			
Sample: 1985- 2019			
Lags: 1			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
GDP does not Granger Cause INDX	34	0.70030	0.4091
INDX does not Granger Cause GDP		0.09101	0.7649
EXR does not Granger Cause INDX	34	2.02258	0.165
INDX does not Granger Cause EXR		12.3936	0.0014
INF does not Granger Cause INDX	34	0.26210	0.6123
INDX does not Granger Cause INF		2.45302	0.1275
MS does not Granger Cause INDX	34	2.26207	0.1427
INDX does not Granger Cause MS		12.0007	0.0016
EXR does not Granger Cause GDP	34	1.49840	0.2301
GDP does not Granger Cause EXR		0.27445	0.6041
INF does not Granger Cause GDP	34	0.07980	0.7794
GDP does not Granger Cause INF		0.08836	0.7683
MS does not Granger Cause GDP	34	0.83185	0.3688
GDP does not Granger Cause MS		0.78131	0.3835
INF does not Granger Cause EXR	34	1.44260	0.2388
EXR does not Granger Cause INF		3.41710	0.0741

MS does not Granger Cause EXR	34	0.70921	0.4062
EXR does not Granger Cause MS		6.34458	0.0171
MS does not Granger Cause INF	34	0.04557	0.8323
INF does not Granger Cause MS		6.96584	0.0129

الجدول ( 4-11 ) : نتائج اختبار السببية في الأجل الطويل

المصدر: مخرجات برنامج EViews 7.

### 7. تحليل السببية في الأجل القصير

الجدول رقم ( 4-12 ) نتائج اختبار السببية في الأجل القصير

VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Date: 11/13/20 Time: 21:53			
Sample: 1985 2019			
Included observations: 33			
Dependent variable: D(INDX)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(GDP)	2.666787	1	0.1025
D(EXR)	6.305420	1	0.0120
D(INF)	0.936121	1	0.3333
D(MS)	3.779597	1	0.0519
All	8.983089	4	0.0615

المصدر: مخرجات برنامج EViews 7.

أما عن العلاقة السببية في الأجل القصير ، نعلم على اختبار والد Wald Test لاختبار معنوية معاملات المتغيرات المستقلة، أي هل توجد علاقة سببية قصيرة الأجل بين كل متغير مستقل على حده والمتغير التابع ؟ حيث تم التأكد من معنوية كل المعلمات قصيرة الأجل للنموذج، وبالتالي تأثير المتغيرات المستقلة تأثير جوهري على مؤشر أسعار الأسهم في المدى القصير، أي أنه توجد علاقة سببية قصيرة الأجل من المتغيرات المستقلة إلى المتغير التابع المتمثل في المؤشر العام لأسعار الأسهم INDX.

## الملخص و التوصيات

### أولاً: الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية ، من خلال استخدام الأساليب القياسية ، وذلك بالاعتماد على :

### نموذج تصحيح الخطأ، (Error Correction Model (ECM)

الذي يعد من النماذج القياسية الحديثة لدراسة العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية الكلية. ويقدم هذا النموذج مقدرات تتصف بالكفاءة حتى في حالة وجود ارتباط بين البواقي .

حيث تم اختبار أثر هذه المتغيرات على أداء مؤشر أسعار سوق الأسهم السعودي INDX ، والذي يمثل المتغير التابع لهذه الدراسة فيتمثل في أداء المؤشر العام لأسعار الأسهم. وذلك خلال الفترة من 1985 حتى 2019 . وتمثلت المتغيرات المستقلة في الناتج المحلي الإجمالي GDP بالأسعار الجارية، العرض النقدي M3 ، التضخم INF ممثلاً بالرقم القياسي العام لتكلفة المعيشة لجميع السكان كمقياس له ، وسعر صرف الدولار مقابل الريال السعودي EXR .

قامت الدراسة بإجراء عدة اختبارات (اختبار جذر الوحدة Unit Root Test ، اختبار التكامل المشترك Cointegration Test، اختبار السببية على المدى القصير و الطويل من خلال نموذج التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ ، اختبار الكشف عن مشكلة الارتباط التسلسلي Serial Correlation ، واختبار وجود مشكلة عدم ثبات التباين Heteroscedasticity-)، واختبار ما إذا كانت بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي) للتأكد من صلاحية النموذج المقترح ، ومدى مطابقته لشروط تطبيق النماذج القياسية.

أوضحت النتائج في النموذج الخطي العادي ، أن المتغيرات المستقلة مجتمعة كان لها تأثير معنوي، وبالتالي فإن مؤشر سوق الأسهم السعودي يستجيب للمتغيرات الاقتصادية الكلية مجتمعة ، أما عند دراسة كل متغير على حدة ، فقد تبين عدم معنوية كل متغيرات النموذج ( باستثناء سعر الصرف) ، وبالتالي لا تصلح لتفسير التغيرات في مؤشر أسعار الأسهم .

أثبتت نتائج اختبار التكامل المشترك ، أن مؤشر أسعار سوق المال السعودي متكامل متكامل مشترك مع المتغيرات المستقلة : الناتج المحلي الإجمالي، العرض النقدي ، التضخم ، وسعر الصرف.

كما تعني هذه النتيجة وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات ، و أنها لا تبتعد كثيراً عن بعضها البعض في المدى الطويل ، بحيث تظهر سلوكاً متشابهاً، وهو ما يتفق مع النتائج المتحصل عليها في تحليل الانحدار المتعدد ، بعد تطبيق اختبار جذر الوحدة على البواقي وثبت أنها مستقرة .

تم التوصل إلى نفس النتائج من خلال نموذج تصحيح الخطأ، حيث كانت إشارة معاملات حدود تصحيح الخطأ سالبة ، ومعنوية عند مستوى 1% و 5% مما يعني وجود علاقة توازن طويلة الأجل بين مؤشر أسعار الأسهم والمتغيرات المستقلة. أي أنه توجد علاقة سببية طويلة الأجل من المتغيرات المستقلة إلى المتغير التابع مؤشر أسعار الأسهم ، وبالتالي المتغيرات المستقلة لها تأثير جوهري في المدى الطويل على المتغير التابع.

أما عن العلاقة السببية في الأجل القصير ، تم الاعتماد على اختبار والد Wald Test اختبار معنوية معاملات المتغيرات المستقلة ، حيث تم التأكد من معنوية كل المعلمات قصيرة الأجل للنموذج، وبالتالي تأثير المتغيرات المستقلة تأثير جوهري

على مؤشر أسعار الأسهم في المدى القصير ، أي أنه توجد علاقة سببية قصيرة الأجل من المتغيرات المستقلة المتمثلة إلى المتغير التابع المتمثل في المؤشر العام لأسعار الأسهم INDX.

أثبتت الخصائص الإحصائية للنموذج ، معنوية أغلب معاملات النموذج (10 معاملات مقابل 6 معاملات غير معنوية) وبالتالي صلاحيتها لتفسير التغيرات التي تحدث في المؤشر العام لأسعار الأسهم .

كما أن المتغيرات المستقلة مجتمعة كان لها تأثير معنوي ، وبالتالي فهي تصلح معاً لتفسير التغيرات الحاصلة في المتغير التابع ، وهذه إشارات جيدة على صحة النموذج الناتج .

تشير قيمة معامل التحديد (R-squared) 0.452275 أن المتغيرات المستقلة تفسر معاً 45.22% من التغيرات الكلية التي تحدث في المؤشر العام لأسعار الأسهم ، وهذا ما يدل على أن النموذج المقدر يتمتع بجودة توفيق جيدة ، تجعله يتمتع بمقدرة تفسير جيدة. كما أن مقارنة قيمة معامل التحديد مع قيمة دربن - واتسون الإحصائية (Durbin-Watson statistic) (التي بلغت 231.22 % ) أي أقل منها، تؤكد بأن نموذج تصحيح الخطأ المقدر هو عبارة عن نموذج غير زائف Spurious.

لزيادة الثقة في النتائج المتوصل إليها ، تم القيام باختبارات أخرى للتأكد من صحة النموذج، وتتمثل هذه الاختبارات في اختبار الكشف عن مشكلة الارتباط التسلسلي، Serial Correlation ، حيث تم الاعتماد على اختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test ، للكشف عن وجود مشكلة الارتباط التسلسلي من عدمها. وتم التوصل إلى أن النموذج لا يتميز بوجود مشكلة الارتباط التسلسلي، وهذه إشارة على صحة النموذج. واختبار وجود مشكلة عدم ثبات التباين Heteroscedasticity ، بالاعتماد على اختبار Breusch-Pagan-Godfrey، والذي أوضح أن النموذج يتميز بثبات التباين Homoscedasticity ، وهذه إشارة جديدة هي الأخرى على صحة النموذج.

وتم اختبار ما إذا كانت بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي أم لا، إذ تم التوصل إلى أن بواقي النموذج موزعة توزيعاً طبيعياً ، وهذا أمر مرغوب فيه للتأكد على صحة النموذج .

نلاحظ أن اختبارات الكشف عن مشكلة الارتباط التسلسلي، واختبار وجود مشكلة عدم ثبات التباين، واختبار ما إذا كانت بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي جاءت ايجابية بشكل يدعم صحة النموذج، وهذا ما يجعلنا نقول أن النموذج صحيح ويمكن قبول نتائجها. وبالتالي يمكن القول أن المتغيرات الاقتصادية الكلية السابقة الذكر ، لها تأثير جوهري على المؤشر العام لأسعار الأسهم بالسوق المالي السعودي. حيث يرتبط المؤشر العام لأسعار الأسهم ، بعلاقة ايجابية مع كل من الناتج المحلي الإجمالي والعرض النقدي ، وعلاقة عكسية مع سعر الصرف و معدل التضخم ممثلاً بالرقم القياسي العام لتكلفة المعيشة. وعليه فإن تسعير الأوراق المالية في سوق الأسهم لسعودية ، يأخذ بعين الاعتبار المعلومات الواردة حول التغيرات التي تحدث في هذه المتغيرات الاقتصادية .

من خلال ماسبق يتضح ان سعر السهم السعودي يتأثر بمتغيرات الإقتصاد الكلى من خلال العلاقات التالية:

- علاقة موجبة مع معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي
- سالبة مع التغير في سعر الصرف الحقيقي الفعال
- سالبة مع معدل التضخم
- موجبة مع حجم العرض النقدي

## ثانيا : التوصيات:

يمكن للمستثمرين في السوق السعودي للأوراق المالية أن يأخذوا بعين الاعتبار التغيرات الحاصلة في الاقتصاد الكلي كعوامل مهمة ومؤثرة عند اتخاذ القرار الخاص بالاستثمار في الأسهم، وبالتالي باستطاعتهم تطوير قاعدة للتعامل بالأسهم، وذلك من أجل تحقيق أرباح مرجوة.

□ بضرورة أخذ السلطة النقدية بعين الاعتبار الآثار الناجمة عن التغير في عرض النقد وأسعار الصرف و و اجمالى الناتج المحلى و معدل التضخم على نشاط سوق الأوراق المالية عند صياغتها لأية قرارات تهدف تحقيق النمو الاقتصادي تحقيق قدر كاف من الاستقرار الاقتصادي والسياسي والأمني داخل البلدان التي ترغب في تطوير مكانتها المالية، إذ يعد هذا من الضرورات لتشجيع الاستثمارات وخاصة البلدان العربية عن طريق تحفيز رؤوس الأموال الأجنبية على التدفق للداخل.

و أخيرا نتمنى أن نكون قد وفقنا في إنجاز هذا البحث .

والله هو الموفق.

## المراجع

### أولاً: الكتب باللغة العربية:

- أحمد ماهر – دليل المدير خطوة بخطوة في الإدارة الاستراتيجية – الدار الجامعية للنشر والتوزيع -الإسكندرية- مصر – 2005 م.
- أحمد بن محمد العامري ، أثر هيكل الملكية على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي ، دراسة تطبيقية على المصارف المدرجة في السوق المالي السعودي،
- أ.د علي عبد الله - جامعة الجزائر ، أ. بلحمري خيرة - تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء السوق المالي الأردني، جامعة المدية.
- عبير عموص ، تأثير التطور في النظام المالي الفلسطيني على النمو الاقتصادي في فلسطين (2008 – 2015)، آذار، 2017 .
- أحمد بوراس: "أسواق رأس المال"، ديوان المطبوعات الجامعية، قسنطينة، الجزائر، 2002.
- أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام ، "الإستثمار بالأوراق المالية"، المسيرة للنشر، عمان ، الأردن، طبعة 2004.
- الأسواق المالية الإسلامية.
- إسماعيل عبد الرحمان و حربي عريقات ، "مفاهيم و نظم إقتصادية"، دار وائل للنشر ، عمان،الأردن، الطبعة الأولى 2004.
- السيد متولي عبد القادر،"الأسواق المالية و النقدية في عام متغير"، دار الفكر للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
- حمزة محمود الزبيدي ، "إدارة الإستثمار و التمويل"، دار عمان للنشر، عمان ، الأردن، طبعة 2000.
- حنفي عبد الغفار، "أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية للنشر، مصر، طبعة 2005.
- حسين عبد الحميد أحمد رشوان ، " التنمية" ، مؤسسة شباب الجامعة للنشر ،الإسكندرية، مصر طبعة 2009.
- حسين عمر،"الإستثمار و العولمة"، دار الكتاب الحديث للنشر، مدينة نصر، مصر، الطبعة الأولى، 2000.
- دوجلاس موسشيت، "مبادئ التنمية المستدامة" ، ترجمة بهاء شاهر ، الدار الدولية للنشر ، مصر ، الطبعة الأولى، 2000.
- سمير عبد الحميد رضوان ، "المشتقات المالية" ، دار النشر للجامعات، القاهرة ، مصر، الطبعة الأولى، 2005.
- شعبان محمد إسلام البرواري،"بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دارالفكر المعاصر، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2000.
- شذا جمال خطاب ، "العولمة المالية"، مجدلاوي للنشر، عمان ، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
- ضياء مجيد ، "البورصات"، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، مصر، طبعة 2005.
- فليح حسن خلف ،" الأسواق المالية و النقدية "عالم الكتب الحديث ، عمان ،الأردن، طبعة 2006.
- فتيحة عبابسة - دور الأسواق المالية في دعم التنمية الإقتصادية -دراسة حالة لسوق الأوراق المالية بالجزائر- كلية العلوم الإقتصادية والتجارية و علوم التسيير- جامعة العربي بن مهيدي، 2012-2013.
- فريد راغب النجار، "إدارة شركات تداول الأوراق المالية" ، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية ،مصر، طبعة 2009.
- عبد الغفار حنفي و آخرون، الأسواق المالية،الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية ، مصر، طبعة 2006.
- عبد القادر محمد عطية ، "إتجاهات حديثة في التنمية" ، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، طبعة 2000.

- عاطف وليم أندراوس، "السياسة المالية و أسواق أوراق المال"، شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية ، مصر، طبعة 2005.
- عاطف وليم أندراوس، "أسواق الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية، مصر الطبعة الأولى، 2006.
- على جدوع الشرفات ، "التنمية الإقتصادية في العالم العربي" ، جليس الزمان للنشر، الطبعة الأولى، 2000.
- محمد يوسف، "البورصة" ، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت ، لبنان، الطبعة الأولى، 2004.
- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، "الإستثمار في البورصة"، الحامد للنشر، الأردن، طبعة 2006.
- محمد الحناوي وآخرون، "الإستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر"، دار الفكر الجامعي، مصر ، طبعة 2007.
- محمد مدحت مصطفى و سهير أحمد ،"النماذج الرياضية للتخطيط و التنمية"، مكتبة الإشعاع للنشر، مصر ، طبعة 1999.
- محمد عبد العزيز عجمية ، محمد الليثي ، " التنمية الإقتصادية "، الإسكندرية دار الجامعية ، 2001.
- محمد نبيل جامع ، "إجتماعيات التنمية الإقتصادية"، دار غريب للنشر ، القاهرة، مصر.
- محمود أمين زويل،"بورصة الاوراق المالية" ، دار الوفاء للنشر، الإسكندرية ،مصر، طبعة 2000.
- محمود محمد داغر، "الأسواق المالية" ، دار الشروق للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.
- 35 .مدحت القريشي، "التنمية الإقتصادية"، دار وائل للنشر، الأردن، طبعة 2007 .
- منير إبراهيم هندي: "أساسيات الإستثمار و تحليل الأوراق المالية" ، المعارف للنشر ، مصر، الطبعة الثانية، 2006.
- منير إبراهيم هندي" أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال" ، المكتب العربي الحديث للنشر، الإسكندرية، مصر، 1999.
- مؤيد عبد الرحمان الدوري، "إدارة الإستثمار و المحافظ الإستثمارية" ، إثراء للنشر ، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
- ميشيل ب تودارو، "التنمية الإقتصادية" ، ترجمة محمود حسن حسين، دار المريخ للنشر ،الرياض ،السعودية.
- نائل عبد الحفيظ العوامله، "إدارة التنمية" ، زهران للنشر ، عمان،الأردن ، طبعة 2009.
- هوشيار معروف، "الإستثمارات و الأسواق المالية"، الصفاء للناشر، عمان ، الأردن، طبعة 2009
- عبلة عبدالحميد بخاري، التنمية و التخطيط الإقتصادي: نظريات النمو و التنمية الإقتصادية، الجزء الثالث.
- عبداللطيف مصطفى و عبدالرحمن بن سانية، مرجع سابق، ص: 20.
- و. و روستو، مراحل النمو الإقتصادي، ترجمة برهان الدجاني، مجلة الرائد العربي، العدد الثامن عشر، إبريل 1962.
- عبدالعالي دبله، "الدولة رؤية سوسيولوجية" (القاهرة: دار الفجر للنشر و التوزيع، ط. 2004، 1).

### ثانيا الرسائل الجامعية والأطروحات:

- سميرة لطرش، "كفاءة سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية للسهم"، أطروحة دكتوراه، علوم إقتصادية ، جامعة قسنطينة، 2010.
- إياد فلاح الزبيدي، "دراسة إقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الإقتصادي للسوق المالي العراقي"، رسالة ماجستير منشورة، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك، 2009.
- عمار صايفي ، "محددات الإستثمار المحفظي و آثاره على أسواق الأوراق المالية" ، مذكرة ماجستير، علوم إقتصادية، تخصص إقتصاديات المالية و البنوك، جامعة بومرداس، 2009.



-محفوظ بصيري، "دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة"، علوم إقتصادية، جامعة البليدة ، 2007.

-نسرين بن زواي ، "آثار العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال – مع الإشارة إلى حالة الجزائر " ، مذكرة ماجستير في العلوم الإقتصادية ، تخصص مناجمت المؤسسة، المركز الجامعي العربي بن مهدي ، 2006 – 2007.

-ياسمين زرنوح ، "إشكالية التنمية المستدامة في الجزائر – دراسة تقييمية" ، رسالة ماجستير، العلوم الإقتصادية ،الموسم الجامعي 2005 – 2006.

-ياسين بوعاملي ، "الخصوصية و دور السوق المالية في تفعيلها" ، رسالة ماجستير، العلوم الإقتصادية ، جامعة قسنطينة، 2009 – 2010.

- حماني محمد ادريوش و الاستاذ ناصر عبد القادر " اتجاهات الاستثمار في الجزائر بشقيه العام والخاص خلال الفترة 1980 – 2010، ورقة بحثية ، جامعة سطيف 1، 2013،

### ثالثا البحوث و المنتقيات :

-أحمد بوراس و السعيد بريكة ، "كفاءة الأسواق العربية و تمويل الإقتصاد - دراسة إستشرافية لواقع الأسواق المالية العربية"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و آثارها على الإقتصاديات و المؤسسات ، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ،جامعة بسكرة يومي 21 ، 22 نوفمبر 2006.

-عبد الله بن محمد الرزين، "الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة"، \_ بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي الخامس لإقتصاد المعرفة و التنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، الأردن، يومي 16 – 18 / 1426 هـ.

- محمد زيدان ، "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات و الآفاق"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و آثارها على الإقتصاديات و نوفمبر والمؤسسات ،دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ،جامعة بسكرة يومي 21،22 نوفمبر 2006.

-حسين عثمانى ، "النظام المحاسبي و دوره في تفعيل نشاط بورصة الجزائر"، جامعة أم البواقي ، متوفرة على شبكة الأنترنت في الموقع:

<http://www.alukah.net/Culture/0/47134/#ixzz1s3huBNfM>

### رابعا : المجالات

-حسان خضر، "تحليل الأوراق المالية"، سلسلة جسر التنمية ، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، مارس 2004 العدد 27، متوفرة على شبكة الأنترنت في الموقع:

[Http://www.arab-api.org/develop\\_htm](Http://www.arab-api.org/develop_htm)

-حسان خبابة ، "دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية" ، مجلة العلوم الإنسانية ، جامعة بسكرة ، فبراير 2004.

-مفتاح صالح، معارفي فريدة ، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 2010.

- امتثال عبدالله الثميري "الاقتصاد السعودي من التأسيس إلى الرؤية" كتاب تحليلي وتطبيقي

- محمد مطر وفايز تيم "إدارة المحافظ الاستثمارية" الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن: عمان، 2005.

محمود صالح عطية "تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية" مجلة جامعة ديالى، العدد 54، العراق، 2012 .

- هالة حلمي السعيد، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية، 2000.

## خامسا المواقع :

- موقع تداول : <https://www.tadawul.com.sa> بتاريخ 12 يناير 2020
- موقع أرقام Argaam بتاريخ 12 يناير 2020.
- صندوق النقد العربي [www.amf.org](http://www.amf.org)
- مؤسسة النقد العربي السعودي [www.sama.gov.sa](http://www.sama.gov.sa)
- مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات [www.cdsi.gov.sa](http://www.cdsi.gov.sa)
- سوق الأسهم السعودي [www.tadawul.com.sa](http://www.tadawul.com.sa)
- البنك الدولي
- "The Superbowl Of Indexing: 2007". [www.etf.com](http://www.etf.com)
- اطلع عليه بتاريخ December1, 2019.
- Andrew W. (2016). "What Is an Index?". Journal of Portfolio Management. 42 (2): ، Lo 21–36. doi:10.3905/jpm.2016.42.2.021.
- <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/02/%D9%85%D8%A4%D8%B4%D8%B1%D8%A7%D8%AA-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B1%D9%82%D8%A7%D9%85-%D8%A7%D9%84%D9%82%D9%8A%D8%A7%D8%B3%D9%8A%D8%A9.pdf>
- موقع تداول <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home/>
- موقع تداول <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center/about/index-calculation-methodology?locale=ar>
- <http://www.ajsrp.com.folioacademy.com> - اطلع عليه بتاريخ 19 أكتوبر 2019
- <http://www.sahmy.com/t105723.html>
- <https://cma.org.sa/AboutCMA/Pages/default.aspx>
- <http://www.tdwl.net/vb/showthread.php?t=287406> بتاريخ 12 يناير 2020
- <https://www.zyadda.com/saudi-stock-market-summary/#i-7>
- الحصان: انضمام السوق السعودي لمؤشري "فوتسي راسل" و"إس أند بي داو جونز". "أرقام. اطلع عليه بتاريخ 18 مارس 2019.
- <https://www.investopedia.com/terms/s/softcommodity.asp> (05 يوليو 2019)
- <https://hbrarabic.com/%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%81%D8%A7%D9%87%D9%8A%D9%85-%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%AF%D8%A7%D8%B1%D9%8A%>
- يناير 2020 المفاهيم الإدارية
- Articles of the Uniform Commercial Code". [Uniformcommercialcode.uslegal.com](http://Uniformcommercialcode.uslegal.com). 23March 2020
- <https://specialties.bayt.com/ar/specialties/q/333682/%D8%A7%D9%84%D9%82%D8%A8%D9%88%D9%84%D8%A7%D8%AA-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B5%D8%B1%D9%81%D9%8A%D8%A9>
- موقع تداول <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home/>
- <http://www.businessmanagementideas.com/notes/market/notes-on-money-market-meaning-functions-and-benefits/5496>
- <https://www.investopedia.com/university/moneymarket/#axzz1gYVSfwBe> :
- [https://mqalaat.com/%D8%AA%D8%B9%D8%B1%D9%8A%D9%81\\_%D8%B3%D9%88%D9%82\\_%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84](https://mqalaat.com/%D8%AA%D8%B9%D8%B1%D9%8A%D9%81_%D8%B3%D9%88%D9%82_%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84)
- Ragnar Frisch (1933) "Propagation Problems and Impulse Problems in Dynamic Economics. In Economic Essays in Honour of Gustav Cassel. London: Allen and Unwin.

- هدى عبد السلام نشر في: 31 أكتوبر، 2019 <https://www.mosoah.com/career-and>
- ما هي مجموعة العشرين؟ | صحيفة مال الاقتصادية نسخة محفوظة 08 مارس 2019
- The World's Largest Oil Reserves By Country - WorldAtlas.com - 09 مايو 2019.
- The World's Largest Oil Reserves By Country - WorldAtlas.com - 2019 May
- World Natural Gas Reserves by Country (Trillion Cubic Feet) Dec 15, 2018-  
مؤرشف من الأصل في 29 مايو 2019. اطلع عليه بتاريخ 29 مايو 2019.
- أعمدة التنافسية الاثنا عشر | مجلة القافلة. "مؤرشف من الأصل في 2 ديسمبر 2017. اطلع عليه بتاريخ 29 مايو 2019
- "النقد الدولي": السعودية السادسة في النمو الاقتصادي - أخبار السعودية | صحيفة عكاظ نسخة 08 مارس 2019
- توسع عالمي متراجع نسخة محفوظة 08 مارس 2019 .
- "السعودية تتقدم 30 مركزاً في تقرير سهولة ممارسة أنشطة الأعمال لتصل إلى المرتبة 62". صحيفة الاقتصادية . 2019-10-24. مؤرشف من الأصل في 28 أكتوبر 2019. اطلع عليه بتاريخ 24 أكتوبر 2019.
- "اقتصادي / المملكة الأولى عالمياً في إصلاحات بيئة الأعمال بين 190 دولة ضمن مؤشر سهولة ممارسة الأعمال" وكالة الأنباء السعودية. www.spa.gov.sa. "مؤرشف من الأصل في 13 يونيو 2019. اطلع عليه بتاريخ 24 أكتوبر 2019
- "عبد الهادي حبتور" مراحل تطور الاقتصاد السعودي من القرش النحاسي إلى أكبر منتج للنفط ، الاحد 13 مايو 2012، [http://www.aleqt.com/2012/05/13/article\\_656103.html](http://www.aleqt.com/2012/05/13/article_656103.html)
- Saudi Arabia unemployment rate climbs to 12.7 percent - نسخة محفوظة 20 يناير 2018
- "Saudi Arabia has tenth lowest poverty rate worldwide, says World Bank". Al-Arabiyya. Saudi Gazette. November 2013. مؤرشف من الأصل في 19 ديسمبر 2017. اطلع عليه بتاريخ 02 أكتوبر 2014
- "The Cooperation Council For The Arab States of The Gulf – Secretariat General". Gcc-  
sg.org. مؤرشف من الأصل في 19 يناير 2016. اطلع عليه بتاريخ 28 سبتمبر 2012.
- Retired Cengage Application - نسخة محفوظة 18 يوليو 2015 على موقع واي باك مشين.
- Lecture notes ECON4630, spring 2006 - نسخة محفوظة 07 مارس 2016 على موقع واي باك مشين. 1. Mishkin, 518-19.
- الاستاذة اوشن سمية مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثانية - الموسوعة الجزائرية للدراسات السياسية و الإستراتيجية — 2014-2013
- <https://www.politics-dz.com/%D9%86%D8%B8%D8%B1%D9%8A%D8%A7%D8%AA-%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%86%D9%85%D9%8A%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF%D9%8A%D8%A9/>
- <https://www.alukah.net/culture/0/81485/>

#### سادسا المراجع الأجنبية:

-Charles Mulford & Narayanan Jayaraman, Seeking Guidance for the Dow? Try GDP, Georgia Tech Financial Analysis Lab, Atlanta, 2011, p:4.

- Michael S Rozeff, *The Money Supply & The stock Market*, Financial Analysts Journal, 1975.
- Husain Fazal & Mahmood Tariq, *Monetary Expansion and Stock Returns in Pakistan*, The Pakistan Development Review Vol 38, N° 4, Part II, 1999,p 769.
- Richard J Rogalski & Joseph D Vinso, *Stock returns, money supply and the direction of causality*, The Journal of Finance, Vol 32 N° 4, 1977, pp 1017-1030.
- Maged Shawky Sourial, *Monetary Policy and Its Impact On The Stock Market: The Egyptian Case*,  
 - Ministry of Economy & Foreign Trade, Cairo, Egypt, p4.
- (21) L.M.C.S. Menike, *The Effect of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Emerging Sri Lankan Stock Market*, Sabaragamuwa University Journal, volume 6, Issue N° 1, 2006.
- مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 10 ،العدد 10، جوان 2015 ،رد مد 174 1112-6191
- Sara Alatiqi & Shokoofeh Fazel, *Can Money Supply Predict Stock Prices?*, Journal For Economic Educators, Vol 8 N° 2, 2008.
- Maged Shawky Sourial, *Monetary Policy and Its Impact On The Stock Market*, Op Cit. Hardouvelis. Gikas A, *Macroeconomic Information And Stock Prices*, Journal of Economics and Business, Temple University, 1987.
- Eugene Fama, *Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money*, The American Economic Review Vol 71, No 4, 1981.
- Ki ho Kim, *Dollar Exchange Rate and Stock Price: Evidence from Multivariate Cointegration and Error Correction model*, Review of Financial Economics, working paper N° 12, 2003.
- Philipp M. Hildebrand, *Monetary Policy and Financial Markets*, Swiss Society for Financial Market Research, Zurich, 2006.
- Benjamin M Tabak, *The dynamic relationship between stock prices and exchange rates: evidence for Brazil*, Working paper series N° 124, Banco Central Do Brasil, 2006.
- Hwey Yun Yau & Chien Chung Nieh, *Interrelationships Among Stock Prices of Taiwan and Japan and NTD/Yen Exchange Rate*, Journal of Asian Economics, working paper N°17, 2006, p 536.
- Gaurav A, Aniruddh K S, & Ankita S, *A Study of Exchange Rates Movement and Stock Market*.
- Volatility, *International Journal of Business and Management*, Vol. 5, No. 12, 2010.
- Ying Wu, *Stock Prices and Exchange Rates in a VEC Model: The Case of Singapore in the 1990s*,
- *Journal of Economics and Finance*, Vol 24 N°3, 20

## **ETHICS COMMITTEE APPROVAL**

### **ETHICS LETTER**

***TO GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES***

***REFERENCE: ESSAM ABDRABBOU MOHAMED MOSTAFA (20185154)***

I would like to inform you that the above candidate is one of our postgraduate students in the Department of Business Administration. He has taken his thesis under my supervision and the thesis titled: **Economic changes and the impact on business sector.**

Please do not hesitate to contact me if you have any further queries or questions.

**Sincerely yours,**

**Prof. Gamal Abd Elaziz Eldeiasti**  
**PhD in Administrative Economics.**  
**Faculty of Economics and Administrative Sciences.**

## THE IMPACT OF MACROECONOMIC VARIABLES ON SAUDI STOCK PRICES

### ORIGINALITY REPORT

<b>18%</b>	<b>14%</b>	<b>2%</b>	<b>7%</b>
SIMILARITY INDEX	INTERNET SOURCES	PUBLICATIONS	STUDENT PAPERS

### PRIMARY SOURCES

<b>1</b>	<b>www.coursehero.com</b> Internet Source	<b>1%</b>
<b>2</b>	<b>pma.ps</b> Internet Source	<b>1%</b>
<b>3</b>	<b>core.ac.uk</b> Internet Source	<b>1%</b>
<b>4</b>	<b>Submitted to TechKnowledge</b> Student Paper	<b>&lt;1%</b>
<b>5</b>	<b>guidesites.appspot.com</b> Internet Source	<b>&lt;1%</b>
<b>6</b>	<b>repository.uinjkt.ac.id</b> Internet Source	<b>&lt;1%</b>
<b>7</b>	<b>www.dr dawaba.com</b> Internet Source	<b>&lt;1%</b>
<b>8</b>	<b>kantakji.com</b> Internet Source	<b>&lt;1%</b>
<b>9</b>	<b>rcweb.luedld.net</b> Internet Source	<b>&lt;1%</b>