الجمهوريــة العربيــة الســورية
وزارة التعلـــــيم العـــــالي
جامعـــــــــة دمشـــــــق
كلـــــــــية الاقتصـــــــاد
قســـم التـــأمين والمصـــارف

دراسة حول تأثير المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم

(دراسة تطبيقية)

Study about Impact The Economics Variables on Stock Prices

(Applied Study)

بحث معد لنيل درجة الماجستير في الأسواق المالية

إعداد الطالبة:

شيرين درغام ديب

إشراف الدكتورة:

رانيا الزرير

مدرسة في قسم المصارف والتأمين

كلية الاقتصاد– جامعة دمشق

0111388542002

2012

Syrian Arab Republic
Ministry of higher education
Damascus University
Faculty of Economic
Department of Insurance and Banking



Study about Impact The Economics Variables on Stock Prices

(Applied Study)

Thesis submitted for a Master Degree in International Relations

Prepared By

Sherien Dergam Deeb

Supervised by

Dr. Rania Al-Zreer

Professor – Department of financial
and Banking Science

2012

الفصل الأول

دراسة السوق السعودي

1-1 نظرة عامة على الاقتصاد الكلي في السعودية.

1-2 تطورات وخصائص سوق المال السعودي.

1-3 الأدوات الاستثمارية السائدة في السوق السعودي.

يعد سوق الأسهم السعودية من الأسواق الحديثة المنشأة بدأ التعامل فيه عندما تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، وهي الشركة العربية للسيارات عام 1953م (هيئة السوق المالية، الإصدار السابع، ص13). ومع النمو السريع لاقتصاد المملكة وسعودة البنوك الأجنبية قامت بطرح أسهمها للاكتتاب العام، حيث ساهمت هذه العوامل في نشوء سوق غير رسمي لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم. واستمر هذا التداول بإطار محدود إلى بداية الثمانينات حيث أدى تحسن أسعار النفط في ذلك الوقت إلى تحرك سوق الأسهم نحو الأفضل، الأمر الذي أدى إلى زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار السوق.

ثم أوكلت الدولة موضوع تداول الأسهم إلى مؤسسة النقد العربي السعودي حيث أصبحت تقوم بدور الإشراف والرقابة (وتم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق البنوك التجارية، بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول). وفي عام 1984م تم إنشاء الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق البنوك التجارية، تقوم هذه الشركة بتقديم تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات المساهمة، وتقوم بتسوية وتقاص جميع عمليات الأسهم. وقد تم إدخال نظام التسوية الآلية والتقاص في عام 1989. و تطوير النظام الآلي لمعلومات الأسهم وتشغيله من قبل المؤسسة في عام 1990 (هيئة السوق المالية، الإصدار الثاني،ص1)، ومع استمرار النمو تم تشغيل نظام الكتروني عرف بنظام تداول بدء العمل فيه منذ عام 2001، يقوم بتسجيل وتداول ومقاصة وتسوية الأسهم بشكل فوري ويرتبط مباشرة بالبنوك التجارية. وفي عام 2004 صدرت الموافقة على نظام السوق المالي وإنشاء هيئة السوق المالية لتطبيق أحكام نظام السوق المالية من أجل حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في سوق الأوراق المالية.

1-1نظرة عامة على الاقتصاد الكلي في السعودية:

يعتمد اقتصاد المملكة العربية السعودية بصفة رئيسية على النفط، ومن الثابت أنها تمتلك أكبر احتياطي نفطي في العالم إذ يقدر بنحو 264.2 مليار برميل، وهو ما يعادل نسبة 55% من احتياطيات دول مجلس التعاون الخليجي ونسبة 29% من إجمالي احتياطيات أوبك ونسبة 23% من الاحتياطي العالمي. كما تحتل المملكة المرتبة الأولى كأكبر منتج ومصدر للبترول

في العالم، حيث أنها تلعب دوراً قيادياً في منظمة الدول المصدرة للبترول (أوبك) وذلك لإنتاجها 29% من إجمالي إنتاج أوبك www.indexes-sa-com .

فيما يلي عرض لتطورات عدد من جوانب الاقتصاد السعودي:

1-1-1 النمو Growth:

لقد تضاعف اقتصاد المملكة بأكثر من الضعفين خلال الفترة من عام 2002- 2007، ويعزى ذلك إلى قوة القطاع النفطي، وعضوية المملكة في منظمة التجارة العالمية، نمو الموجودات الأجنبية التابعة لمؤسسة النقد العربي السعودي، زيادة السيولة في السوق والنمو القوي للقطاع الخاص. وقد أدى الارتفاع الكبير وغير العادي في كل من أسعار النفط والإنتاج إلى نمو كبير في الاقتصاد السعودي في عام 2007، حيث ارتفع الناتج المحلي الإجمالي الاسمي بنسبة 7.1% إلى 381.53 مليار دولار أمريكي في عام 2007 مقارنة بعام 2006 حيث بلغت نسبة نموه نحو 13%. وقد واصل الاقتصاد السعودي نموه عام 2008- 2009 رغم الظروف العالمية غير المواتية والمتمثلة بالأزمة المالية العالمية وما نتج عنها من تراجع كبير في أسعار النفط عام 2009م. إلا أن تضافر السياستين المالية والنقدية في المملكة وتواصل الإصلاحات الهيكلية والتنظيمية مكَن الاقتصاد السعودي من مواصلة نموه عام 2009، حيث حقق معدلات نمو اقتصادية مقبولة مع انخفاض في المستوى العام للأسعار(مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2010،ص27). حيث سجل الناتج المحلي نمواً نسبته 0.6% ليبلغ حوالي 841.2 مليار ريال مقارنة بحوالي 836.1 ريال عام 2008. واستمرت هذه السياسة لعام 2010 حيث حقق نموا نسبته 18.8% ليبلغ 1.7 تريليون ريال.

2-1-1 الوضع المالي Financial Position:

حققت المملكة العربية السعودية فائضاً منذ عام 2003 مغطية بذلك العجز الحاصل عام 2002 والبالغ معدله 3.9 حيث نما بمعدل 4.5 % و 11.45 عامي 2003 و 2004 وذلك نتيجة زيادة عائدات النفط بشكل ملحوظ بالإضافة إلى زيادة الإنفاق الحكومي. أما في عام 2006 حققت فائضاً كبيراً بلغت نسبته إلى الناتج الإجمالي 22.4% (289.7 مليار ريال)

مقارنة بفائض نسبته 18.4% (217.9 مليار ريال) في العام السابق. حيث استمر الأداء الجيد للاقتصاد السعودي حتى عام 2008 حيث واصل مسيرته التنموية مدعوماً بارتفاع أسعار النفط والجهود الإصلاحية والهيكلية التي تبنتها الدولة لدعم التنمية الاقتصادية المستدامة والشاملة لجميع المجالات الاقتصادية والاجتماعية في المملكة (مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2008،ص25). إلا أن عام 2009 شهد تراجعاً ملحوظاً نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية. حيث شهدت أسعار النفط تراجعاً ملحوظاً عام 2009، وتراجع الإيرادات الفعلية بنسبة 53.7%. وحققت الميزانية عجزاً نسبته 86.6 مليار ريال مقارنة بفائض عام 2008 بلغ 580.9 مليار ريال (مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2010،ص115). أما عام 2010 سجلت الميزانية العامة للدولة فائضا بنحو 67.7 مليار ريال أي نحو 5.4% من الناتج المحلي ويعود ذلك إلى أن أسعار النفط شهدت زيادة ملحوظة (مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2011، ص 25).

3-1-1 التضخم Inflation:

أثبتت المملكة قدرة فائقة في إبقاء معدلات التضخم منخفضة جداً خلال فترة زمنية طويلة حتى عام 2005 حيث كانت معدلات التضخم على التوالي منذ عام 2002 ولغاية 2005 كالتالي 0.2 %، 0.6%، 0.4% ويعود ذلك إلى إتباع سياسة مالية متساهلة عامي فالتسهيلات على الأسهم بدون قيود والقروض الشخصية تضخمت بشكل هائل وتوجه معظمها للنفخ في أسعار الأسهم (www-indexes-sa-com). فقد ارتفع مؤشر أسعار المستهلك عام 2007 إلى 4.1% مقابل ارتفاع وصل إلى 2.2% عام 2006، إلا أن نسبة التضخم بلغت أعلى مستوى لها خلال عام 2008 حيث بلغت 9.9% يقودها ارتفاع بلغت نسبته 2.4% في الإيجارات والوقود والماء(مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2009،ص99). أدت زيادة الإنفاق الحكومي على الاستهلاك والاستثمار وخصوصاً في قطاع الإنشاءات إضافة إلى اختلال العرض والطلب إلى ارتفاع الأسعار. وكان قطاع العقار أكثر القطاعات تضرراً، إلا أن المؤسسة (مؤسسة النقد السعودي) قامت برفع نسبة الاحتياطي القانوني من 7% إلى 9% عام 2007 للحد من الضغوطات التضخمية (مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2008،ص46). واستمرت بهذه السياسة لعام 2009 و2010 وذلك بإتباع

سياسة نقدية توسعية بهدف تحقيق الاستقرار في القطاع المالي وتعزيز السيولة ومواكبة التطورات الاقتصادية المحلية والعالمية (مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2010،ص48).

هناك العديد من العوامل التي تلعب دوراً في التأثير على معدل التضخم المحلي، وتختلف قوة تأثير تلك العوامل بحسب طبيعة الاقتصاد المحلي (مؤسسة النقد العربي السعودي، تقرير التضخم للربع الأول2010،ص22). ويوضح الجدول (1) التغيرات النسبية لأهم العوامل المحلية ذات العلاقة بمعدل التضخم في المملكة والتي تتركز في جانب الطلب عن زيادة الإنفاق الحكومي والخاص وتأثيرهما على مستوى السيولة.

جدول (1) يوضح أهم العوامل ذات العلاقة بمعدل التضخم في المملكة.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
عرض النقود ن3	14.77	6.93	18.8	11.6	19.3	19.6	17.6	10.7	5
الإنفاق الحكومي	8.48	10.6	11.00	21.5	13.5	18.5	11.5	14.7	9.6
معدل نمو الناتج المحلي	3.0	13.8	16.7	26.1	13.00	8.00	23.8	21.2	16.7
القطاع الخاص	3.8	4.7	7.5	7.8	7.9	8.3	8.7	3.6	5.3
القطاع العام	1.3	11.1	10.4	12.5	10.7	10.7	5.4	7.7	15.7

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، وزارة المالية، ومصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات.

4-1-1 العملة Money:

كان ومازال محور السياسة النقدية للملكة العربية السعودية هو المحافظة على نظام سعر الصرف الثابت مقابل الدولار الأمريكي. وبقيت مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) محافظة على ربط الريال السعودي بالدولار الأمريكي عند سعر الصرف 3,75 ريالاً للدولار الواحد. وقد ساهمت سياسة المؤسسة في الحد من الاقتراض الخارجي في الإبقاء على المطلوبات منخفضة (قروض وسلف، سندات محسومة، استثمارات في أوراق مالية، أذونات خزينة،

سندات حكومية)، وبالتالي أسهمت هذه السياسة بشكل كبير في استقرار الريال السعودي على الأمد الطويل مقابل الدولار الأمريكي، بالإضافة إلى عدم إجراء أي مقايضة للنقد الأجنبي نتيجة توافر السيولة الكافية بالدولار في النظام المصرفي.

1-1-5 أسعار النفط Oil Prices:

يعتمد اقتصاد المملكة على النفط وبالتالي يؤثر النفط تأثيراً أساسياً على الاقتصاد السعودي بقطاعاته المختلفة، فقد ارتفع متوسط سعر النفط العربي الخفيف وفقاً لأرقام أوبك من حوالي 50.15 دولار للبرميل عام 2005 إلى 61.05 دولار للبرميل في عام 2006، واستمر هذا الارتفاع إلى 68.74 دولار للبرميل عام 2007م ليصل إلى أعلى متوسط عام 2008 بمبلغ 94.8 دولار للبرميل، ويعزى ذلك إلى زيادة الطلب العالمي على أسعار النفط، إلا أن عام 2009 شهد تراجعاً ملحوظاً بأسعار النفط حيث وصل سعر البرميل إلى 61.4 دولار للبرميل بانخفاض نسبته 35.2%، ويعزى ذلك إلى تبعيات الأزمة المالية حيث انخفض متوسط الطلب العالمي على النفط بنسبة 1.4% ليبلغ 85 مليون برميل يومياً وانخفض متوسط العرض العالمي بنسبة 1.8% ليبلغ 84.9 مليون برميل يومياً. في حين شهدت السوق النفطية عام 2010 تحسنا ملحوظا نتيجة نمو الاقتصاد العالمي والأحداث السياسية العالمية، فقد ارتفع متوسط الطلب على النفط بنسبة 3.4% ليبلغ 87.9 مليون برميل يوميا ليبلغ سعر برميل النفط 77.75 دولارا للبرميل(مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2011، ص 128).

وقد واصلت المملكة جهودها ضمن منظمة الدول المصدرة للنفط (أوبك) للمحافظة على استقرار السوق النفطية بما يخدم مصالح المنتجين والمستهلكين للنفط على حد سواء، ويعزز النمو في الاقتصاد العالمي(مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2008،ص144). فقد قامت دول منظمة الأوبك بخفض متوسط إنتاجها بنسبة 6.4% ليبلغ 33.4 مليون برميل يومياً وذلك تعزيزاً لاستقرار السوق ودعم المستوى العام لأسعار النفط إثر تراجع الطلب العالمي وخاصة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، انسجاماً مع ذلك تراجع إنتاج المملكة من النفط الخام بنسبة 11.3% ليبلغ 8.2 مليون برميل (مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2010،ص142). وفي عام 2010 قامت منظمة الأوبك برفع متوسط إنتاجها بنسبة 3% ليبلغ 34.5 مليون برميل يوميا وذلك إثر ارتفاع متوسط الطلب

العالمي ولا سيما من دول الاتحاد السوفييتي سابقا والصين (مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2011، ص128).

1-1-6 أسعار الفائدة Interest Prices:

قامت المملكة بتخفيض أسعار الفائدة في عامي 2002 و2003 وذلك انسجاماً مع سياستها المالية المتساهلة فكانت على التوالي 2.32، 1.63 بينما حافظت أسعار الفائدة بعد ذلك على اتجاهها التصاعدي الذي ابتدأ عام 2004 وذلك انسجاماً مع الاتجاه العام لارتفاع أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، وإثر المزيد من التعديلات التصاعدية التي أجرتها المؤسسة على معدلات العائد الرسمي على اتفاقيات إعادة الشراء وإعادة الشراء المعاكس(مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2007،ص51). أما في عام 2007 فقد انخفضت أسعار الفائدة على الودائع بالريال في المملكة انسجاماً مع الاتجاه العام لمستويات الفائدة العالمية، ووصلت هذه الأسعار أدنى معدلاتها عام 2009 نتيجة المزيد من التخفيضات التي أجرتها المؤسسة على معدل العائد الرسمي لاتفاقيات إعادة الشراء المعاكس (مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2010،ص41). وكذلك الأمر عام 2010 بالإضافة إلى خفض متطلبات الاحتياطي على الودائع تحت الطلب من 13% إلى 7%(مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2011،ص 37)، حيث كان سعر الفائدة على الودائع بالريال لمدة 3 أشهر عام 2006 (5.02%) وأصبح (4.790%) عام 2007 لينخفض عام 2008 إلى (2.89%) و (0.63%) عام 2009 وفي عام 2010 أصبح 0.7%.

1-1-7 عرض النقود (السيولة) Money Supply (Liquidity):

سجل عرض النقود ازدياداً منذ عام 2002 ولغاية 2004 وذلك بسبب ارتفاع الودائع تحت الطلب وازدياد واردات النفط وزيادة الحكومة من إنفاقها الحكومي من 18.8% عام 2002 إلى 18.8 عام 2004. وفي عام 2006 ارتفاعاً نسبته 19.3% بالمقارنة بنسبة 11.6% عام 2005، ويعزى ذلك بشكل رئيسي إلى الزيادة الكبيرة في الإنفاق الحكومي على مشاريع التنمية والخدمات الاجتماعية الذي مارس أثراً توسعياً كبيراً على السيولة خلال العام، حيث بلغ صافي الإنفاق الحكومي المحلي عام 2006 (270 مليار ريال) مقابل 159 مليار

ريال عام 2005. بالإضافة إلى زيادة العجز في ميزان المدفوعات للقطاع الخاص الناجم عن الزيادة المستمرة في الواردات. وكذلك فقد سجل عرض النقود عام 2007م ارتفاعاً بنحو 129.2 مليار ريال أو بنسبة 19.6% ليبلغ 789.8 مليار ريال مقارنة بارتفاع بلغ 106.9 مليار ريال أو بنسبة 19.3% عام 2006. بلغ صافي الإنفاق المحلي الحكومي 311.7 مليار ريال مقابل 270 مليار ريال عام 2006 . في حين كانت التطورات النقدية عام 2009 مواكبة للتطورات الاقتصادية والمالية على المستويين المحلي والخارجي، حيث واصلت السيولة المحلية نموها المتوافق مع التوسع في الإنفاق الحكومي، وسجل عرض النقود نمواً بنسبة 10.7% ليصل إلى مستوى قياسي يقدر بنحو 1.000 تريليون ريال. أي أن معدل نمو عرض النقود قد تباطأ عام 2009 عن عام 2008 على الرغم من زيادة الإنفاق الحكومي المحلي والسبب في ذلك زيادة العجز في ميزان مدفوعات القطاع الخاص، وتراجع مطلوبات المصارف من كل من القطاع العام والخاص (مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2010،ص43). أما في عام 2010 فقد استمر نمو السيولة لكن بمعدل أقل من عام 2009. حيث ارتفع معدل عرض النقود بنسبة 5% ليصبح 1.1 تريليون ريال، وذلك وفقا للتوسع في النشاط الاقتصادي المحلي وجهود المملكة في حث المصارف على زيادة عملياتها الإقراضية للقطاع الخاص (مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2011، ص38).

1-1-8 الانكماش Deflation:

يرصد معامل انكماش الناتج المحلي الإجمالي أسعار السلع التي يتم إنتاجها محلياً من خلال معامل انكماش القطاع النفطي وغير النفطي والإجمالي، في حين يعكس معامل الانكماش غير النفطي التضخم المحلي باستبعاد التغير في أسعار النفط الخام. يستعرض الجدول (2) معامل الانكماش ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي السنوي من عام 2004- عام 2010 .

جدول (2) معامل الانكماش ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي السنوي من 2004-2010.

السنوات	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية	معدل نمو معامل انكماش الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي (1999= 100)
2002	3.0	0.7-
2003	13.8	3.1
2004	16.7	3.8
2005	26.1	4.1
2006	13.0	3.7
2007	7.8	1.6
2008	23.5	2.3
2009	22.3-	2.4
2010	16.7	4.5

المصدر: مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات

لقد سجل معامل الانكماش غير النفطي عام 2008 ارتفاعا نسبته 2.4% مقابل ارتفاع 1.6% عام 2007 ، بينما حقق معامل الانكماش غير النفطي عام 2009 ارتفاعاً نسبته 2.4% وهي نفس نسبة الارتفاع خلال عام 2008م. أما عام 2010 ارتفع بنحو 9 نقاط ليصبح 126 نقطة (مؤسسة النقد العربي السعودي، تقرير التضخم 2010، ص22).

1-2 تطورات وخصائص سوق الأسهم السعودي:

يلقى سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية اهتماماً حكومياً كبيراً، نظراً للدور المهم الذي يؤديه في عملية التنمية الاقتصادية من خلال تحويل الأموال من المدخرين إلى قنوات الاستثمار في القطاعات الاقتصادية المختلفة، كما أن لسوق الأسهم دوراً في إنجاح عمليات

التخصص التي تهدف إلى رفع كفاءة الاقتصاد المحلي، إضافة إلى دوره في استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية (WWW.qlmadinaapress.com).

1-2-1 تطورات سوق الأسهم السعودي Development:

سنقوم هنا بعرض بعض تطورات السوق من حيث:

1-1-2-1 القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في السوق (قيم التداول) Values of Shares Traded (Value Traded):

بلغت قيمة الأسهم المتداولة (133.8) مليار ريال بارتفاع قدره (60%) في عام 2003 بلغت (597) مليار ريال بارتفاع (346%)، وبلغت عام 2004 قيمة مقدارها (1773.9) مليار ريال بارتفاع (197%)، أما في عام 2005و 2006 بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة مبلغ 50.26 تريليون ريال عام 2006 بارتفاع قدره 27.14% حيث كانت في عام 2005 مبلغ (4114) تريليون ريال، وانخفضت عام 2007 إلى 2557.71 مليار ريال أي بمقدار 51.39%، وكذلك استمر انخفاض هذه القيمة عام 2008 لتبلغ (1962.95) مليار ريال بانخفاض قدره (23.25%) وأصبح عام 2009 مبلغ (1264.01) مليار ريال أي انخفض بنسبة (35.61%). واستمر هذا الانخفاض لعام 2010 ليصل إلى 1264 مليار ريال بانخفاض نسبته 39.9 % .

2-1-2-1 عدد الأسهم المتداولة Number of Share Traded:

كان عدد الأسهم المتداولة 2002، 1735.8 مليون سهم بزيادة (691.8) سهم للعام 2001 وارتفع عام 2003 إلى (5.6) مليار سهم بزيادة قدرها (221)، أما في عام 204 ارتفع أيضاً بنسبة (85%) لتصل إلى (10.3) مليار سهم. وفي عام 2006 أصبح عددها (5444)مليار سهم مقابل (12.28) مليار سهم تم تداولها عام 2005 محققاً بذلك ارتفاعاً بنسبة (343.27%) ليصبح عام 2007 (61.73) مليار سهم. أما في عامي 2008- 2009 فقد انخفض عدد الأسهم المتداولة بشكل ملحوظ حيث كان عام 2008 (59.68) مليار سهم بانخفاض قدره (3.32%) عن عام 2007، وفي عام 2009 انخفض بنسبة (5.73%) ليصبح

(57.34) مليار سهم. في حين انخفض عام 2010 بنسبة 41.3% ليصل إلى نحو 33.3 مليار سهم.

1-2-1-3 عدد الشركات المدرجة Number of companies:

تم إدراج شركتين عام 2002 ليصبح عدد الشركات (73) شركة وفي عام 2003 تم إدراج شركة واحدة أيضاً، أما عام 2004 تم إدراج (4) شركات وفي عام 2005 تم إدراج(5) شركات ليصبح عدد الشركات (77) شركة، وفي عام 2006 أصبح عدد الشركات (86) شركة أي تم إدراج (9) شركات، ومن ثم أصبح عدد الشركات (111) شركة عام 2007 و (127) شركة عام 2008 وقد أصبحت عام 2009 (135) شركة وذلك بإدراج (27) شركة عام 2007 و (13) عام 2008 و (9) شركات عام 2009، ووصل عدد الشركات إلى (148) شركة في نهاية عام 2010 إي بإدراج (13) شركة.

ولا بد من أن نذكر بأن الشركات المدرجة في السوق تتوزع في القطاعات التالية:

المصارف	الصناعات البتروكيميائية	الإسمنت
التجزئة	الطاقة	الزراعة
الاتصالات	التأمين	الاستثمار المتعدد
الاستثمار الصناعي	البناء والتشييد	التطوير العقاري
النقل	الإعلام	الفنادق والسياحة

1-2-1-4 مؤشر السوق (مؤشر تاسي) Market Index (TASI Index):

يعطي مؤشر السوق فكرة عامة عن اتجاه أداء السوق، حيث يمثل المقياس الذي يتعرف المستثمر من خلاله على نبض السوق لتحديد اتجاه قوى البيع أو الشراء والمستوى العام للارتفاع أو الانخفاض في أسعار الشركات المدرجة في السوق. وتختلف الكيفية التي من خلالها يحتسب المؤشر. فإما أن يؤخذ حين حسابه بأسعار جميع الأسهم المدرجة أو جزء منها كعينة يؤمل أن تعكس واقع السوق إجمالا. يحسب المؤشر رياضيا من حاصل قسمة إجمالي

القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق في ذلك اليوم على إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في المؤشر لفترة سابقة، وهذا ما يعرف بالمؤشر المرجح بأوزان القيمة السوقية ويمكن أن يحسب المؤشر بطرق أخرى، منها متوسط الأسعار باحتساب إجمالي أسعار أسهم مختارة مقسوما على عدد هذه العينة من الأسهم. وتختلف المؤشرات في السوق المالية بحسب ما يرمى إليه من أهداف معلوماتية، فهناك مؤشرات مختصة بالسوق عامة، ومؤشرات خاصة بقطاعات محددة في السوق، أو نوع معين من الشركات مثل الشركات الكبيرة أو الصغيرة الحجم (هيئة السوق المالية، الإصدار الثاني،ص7).

يدعى مؤشر سوق الأسهم السعودي بمؤشر تاسي واسمه مؤلف من الأحرف الأولى لأسم المؤشر باللغة الإنكليزية Tadawull all share Index (TASI) . وهو مؤشر يلخص ويقيس مستوى الأداء في سوق الأسهم السعودي ويتم حساب الرقم متوسطاً مرجحاً لأسعار أسهم الشركات في السوق (هيئة السوق المالية، الإصدار السابع، ص14). ويستفاد من المؤشر إضافة إلى معرفة نبض السوق، إمكانية توقع مستقبل السوق بشكل أدق، وخصوصاً عند تحديد طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية في المؤشر.

بالنسبة لتطور قيم المؤشر فقد بلغت قيمته عام 2002 (2518.08) نقطة مقارنة مع (2435.11) نقطة عام 2001 بارتفاع قدره (4%). وبلغت قيمته عام 2003 (4437.58) نقطة بارتفاع (76.23%) في حين حقق عام 2004 ارتفاعاً قدره (84.93%) حيث سجل (8206.23) نقطة وسجل عام 2005 (16712.64) نقطة بارتفاع (106.66%) وقد سجل عام 2006 (7933.29) نقطة متراجعاً بنسبة (52.53%) ليعاود الارتفاع عام 2007 مسجلاً (11175.96) نقطة مرتفعاً (40.87%). ولكن عام 2008 انخفض المؤشر بنسبة (56.49%) وارتفع عام 2009 بنسبة (27.46%)، حيث سجل عامي 2008 و 2009 (4802.99) نقطة، 6121.76 نقطة على التوالي. إلا أنه عاود الارتفاع عام 2010 محققا عائدا إيجابيا بنسبة 8.15% ليصبح 6620.75 نقطة.

1-2-1-5 القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة Market Capitalization:

بلغت قيمتها عام 2002 (280.73) مليار ريال، في حين بلغت قيمتها عام 2003 (589.93) مليار ريال بارتفاع قدره (110.14%). بينما زادت في عام 2004 بمقدار (94.7%) لتبلغ (1148.6) مليار ريال، أما في نهاية عام 2005 فقد سجلت (2044) تريليون ريال أي بزيادة (112.28%)، أما في عام 2006 فقد انخفضت قيمتها إلى (1225.86) مليار ريال ولكن عاودت قيمتها بالارتفاع عام 2007 لتصبح /1946.35/ مليار ريال بارتفاع قدره (58.77%). وسجلت عام 2008 قيمة قدرها (924.53) مليار ريال بانخفاض قدره (52.50%) ولكن عام 2009 عاودت الارتفاع لتصبح (1195.51) مليار ريال. واستمر الارتفاع عام 2010 ليصبح (1325.39) مليار ريال بارتفاع نسبته 10.86% مقارنة بعام 2009.

بالنظر إلى القيم السابقة نلاحظ زيادة هذه القيم من عام 2002 وحتى عام 2005 بسبب النمو المرتفع في الاقتصاد، وارتفاع أسعار النفط وما صاحبه من ارتفاع في عرض النقود، إضافة إلى ارتفاع الثقة في السوق السعودية، ودخول عدد كبير من المستثمرين. إلا أن عام 2006 شهد انخفاضا في القيم ويعود ذلك ربما إلى اتجاه المستثمرين إلى المصارف، حيث ارتفع إجمالي الودائع المصرفية بنسبة 20.8 % ليبلغ 531.3 مليار ريال. إلا أن السوق عاود الارتفاع عام 2007 وذلك نتيجة استمرار الإصلاحات الاقتصادية وتحديث الأنظمة واستمرار تحسن أسعار النفط وتدفق الاستثمارات الأجنبية إلى المنطقة. بينما تراجعت هذه القيم عام 2008 بسبب الأزمة المالية العالمية وتراجع أسعار النفط بسبب انخفاض الطلب العالمي، إلا أنها عاودت التحسن عام 2009 بسبب الجهود التي قامت بها المملكة لتحقيق معدلات نمو مقبولة وتضافر السياستين المالية والنقدية لتحقيق ذلك. وكذلك عام 2010 بسبب تسارع خطى تعافي الاقتصاد العالمي وارتفاع أسعار النفط بعد الأزمة المالية العالمية.

1-2-2 خصائص السوق السعودي Adjective of Saudi Market :

يتميز سوق الأسهم السعودي بحداثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان أو دول الاتحاد الأوروبي، كذلك يتصف بقلة عدد الشركات المدرجة أسمها في السوق بالنظر إلى حجم الاقتصاد السعودي الكبير. ويعد حجم المعاملات في السوق محدوداً نسبياً بالمقارنة بعدد الأسهم المصدرة في السوق وهو ما يعبر عنه بضيق السوق، الذي يؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم. كما يتصف السوق السعودي بكونه ضيقاً ومحدوداً مقارنة مع الأسواق الناشئة والمماثلة الأخرى حيث بلغ عدد الشركات إلى حوالي /127/ شركة بنهاية عام 2008م مقارنة ما بين 350- 400 شركة في الأسواق الناشئة المماثلة. ويعزى الأمر في ضيق قاعدة السوق إلى محدودية الأسهم القابلة للتداول ولا سيما أسهم الشركات الكبرى لأن الأسهم المملوكة للحكومة لا يتم تداولها، وهناك سبب آخر يتمثل في سيطرة بعض الملاك على جزء كبير من ملكية الشركات، مما يحد من كمية الأسهم المتداولة. وتمثل أكبر عشر شركات سعودية نحو 60- 70% من حجم السوق مقيساً بأي من المعايير المعتادة الحجم، التداول أو الأرباح. ولكن تتمتع سوق الأسهم السعودية بقدرات كامنة للمساهمة بصورة كبيرة في النمو الاقتصادي. وتؤكد الأبحاث بقوة بأن أي سوق رأس مال ذات أداء جيد بالنسبة لحجمها وسيولتها تؤثر إيجاباً في النمو الاقتصادي، وسيتم تحقيق ذلك من خلال تطبيق التشريعات اللازمة لضمان تنظيم عمل السوق وزيادة رأس مال السوق وكذلك عدد الشركات(هيئة السوق المالية السعودية، الإصدار السابع،ص 13-14-15).

أما الآن سنقوم بعرض موجز لتطورات السوق من الناحية التنظيمية:

على الرغم من تأسيس أول شركة مساهمة عام 1935، والتي طرح اسمها للاكتتاب إلا أنه وحتى عام 1984م كان التداول يتم بشكل غير رسمي سواء بين ملاك الأسهم مباشرة أو من خلال مكاتب وسطاء غير مرخصة. وقد كان الأمر الملكي بإنشاء الشركة السعودية لتسجيل الأسهم في عام 1948م، حيث حصر التداول عن طريق البنوك المحلية وبإشراف مؤسسة النقد العربي السعودي (Tadawull.net). وكان الإطار التنظيمي الذي يحكم تداول الأسهم كالتالي:

اللجنة الوزارية: وهي مسئولة عن تنظيم سوق الأسهم ووضع القواعد التنفيذية التي تنظم عمليات التداول.

لجنة الإشراف: تقوم هذه اللجنة بإصدار القواعد المنظمة لسوق الأسهم والإشراف على تطبيق القواعد التنفيذية.

إدارة الرقابة على الأسهم: وتقوم هذه الإدارة وهي إحدى الإدارات بمؤسسة النقد بالإشراف والمراقبة اليومية لنشاط السوق، كما تقوم بمراقبة عمليات البيع والشراء من خلال نظام تداول والذي تم أنشاؤه عام 2001 . وهو نظام ألي حديث يتيح تداول جميع الأسهم في سوق واحدة، ويرفع من شفافية السوق من خلال تقديم بيانات عن الشركات المتداولة. وفي عام 2004 صدر المرسوم رقم 30م بالموافقة على نظام السوق المالية وأما في عام 2005 صدر الأمر الملكي رقم 114أ بتعيين أعضاء هيئة السوق المالية حيث أصبح مجلس الهيئة يقوم بالأشراف على الأسهم(الجاسر، 2002).

3-1 الأدوات الاستثمارية السائدة في السوق السعودية Instrument Investment:

يعتبر سوق الأوراق المالية السوق الجامع لكل ما يطرح من أوراق مالية للجمهور سواء كان أسهما (صكوك ملكية) أو أدوات دين، و يقتصر التداول في سوق الأوراق المالية السعودية على الأسهم العادية فقط. أما الأدوات المالية الأخرى مثل أدوات الدين الحكومية أو الخاصة (مصدرة من شركات) وغيرها بقيت غير متداولة حتى حزيران 2009(هيئة السوق المالية- الإصدار الثاني، ص3). قامت (تداول) بتطوير سوق آلي جديد لتداول الصكوك والسندات في المملكة اعتبارا من 2009/6/13م انطلاقا من الدور المنوط بشركة السوق المالية السعودية Tadawull في تقديم منتجات وخدمات مالية جديدة. حيث يوفر هذا السوق خدمات رئيسية مثل إدراج الصكوك والسندات وتنفيذ الأوامر والصفقات والتقاص والتسوية ونشر بيانات الأسعار بشكل مباشر(السوق المالية السعودية – تداول- التقرير الإحصائي السنوي 2009). ويعتبر إطلاق هذا السوق خطوة هامة في إستراتيجية تداول نحو تنويع المنتجات المالية للمستثمرين بما يتوافق مع رغباتهم الاستثمارية، حيث تعتبر الصكوك

والسندات قناة تمويلية هامة تستخدمها الحكومات والشركات والمؤسسات لتوفير السيولة اللازمة لتمويل مشروعاتها وبتكلفة منخفضة نسبيا. كما أن هذه الصكوك والسندات تقدم حماية لمحافظ المستثمرين بإعطائهم القدرة على تنويع المخاطر بتوفير أدوات استثمارية ذات مخاطر أقل وعائد دوري آمن (موقع السوق المالية السعودية (تداول)). ويوضح الجدول رقم (3) قيم التداول للسندات والصكوك لعامي 2009– 2010.

الجدول رقم (3) قيم تداول الصكوك والسندات لعامي 2009 –2010

الصك/ السند	الصفقات المنفذة		القيمة المتداولة	
	2009	2010	2009	2010
سابك 1	10	22	4474125	4513000
سابك 2	8	4	1503000	55398000
سابك 3	3	10	1606750	10876880
كهرباء السعودية	28	30	15798385	309793750
كهرباء السعودية 2	6	3	4041250	11125000
كهرباء السعودية 3	–	0	–	0
صكوك الهولندي 2	–	1	–	1515000

المصدر: السوق المالية السعودية (تداول) التقارير الإحصائية 2009–2010.

نلاحظ أن الصكوك والسندات تعد أحد أكبر مصادر التمويل للشركات المساهمة رغم اقتصار إصداراتها على شركات قليلة، حيث تمثل صكوك شركتي سابك والكهرباء نحو 84% من إجمالي المبالغ القائمة، وكانت الشركتان مصدر 73% من الإصدارات الجديدة لعام 2009. وفي كلتا الحالتين نجد أن معظم أسهم الشركة تؤول إلى الحكومة لذا فهناك طلب قوي على إصداراتها من الصكوك. أما بالنسبة للشركات التي لا تملك فيها الحكومة نسبة كبيرة فتعتبر أصعب، حيث اضطر البنك السعودي الهولندي وشركة دار الأركان وهما الشركتان الوحيدتان من الشركات المساهمة اللتان أصدرتا صكوكا لتحمل تكلفة استدانة أعلى مقارنة بما تدفعه الشركات التي تملك الحكومة غالبية في أسهمها (مجلة تداول، العدد 47، سبتمبر 2010، ص12).

ويرى الباحث أن أسواق الصكوك والسندات في حال تنظيمها بشكل أفضل وتطوير أدواتها وإصداراتها ستجذب أموالا أجنبية، تنعكس على القطاع المالي وتنميه، حيث أن الثقة في

الجهات المصدرة للصكوك والرقابة عليها، وملاءة القطاع الخاص والحكومي المالية وقدرتها على التصكيك بالنسبة للمستثمرين الأجانب تعتبر أساسا في القرار الاستثماري لديهم.

ومن الأدوات الأخرى المتداولة في السوق السعودية هي الصناديق الاستثمارية ويبلغ عددها243 صندوقا استثماريا تتباين بأنواعها وفق أهدافها الاستثمارية. حيث تعتبر المملكة العربية السعودية الأسبق إلى خوض هذه التجربة عربيا، حيث أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري عام 1979، أما تنظيم صناديق الاستثمار صدرت بداية عام 1993. ونتيجة لنجاح هذه التجربة استمرت البنوك السعودية في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية المتنوعة (هيئة الأوراق المالية، الإصدار الثالث، ص2). والتداول في هذه الصناديق مازال ضعيفا لأنه يدار بواسطة الشركات المالية. وعندما تنشأ سوق لتداول الصناديق من خلال هيئة السوق المالية السعودية فلا شك أن هذا يعطي سيولة أكبر وجاذبية لتلك الصناديق، إلا أن أنظمة الصناديق بحاجة إلى تحديث مستمر حيث أن تلك الأنظمة ذات عمر قصير ولم تصقل بالممارسة بعد. وأن أفضل آلية للتداول هي أن تكون مركزية عن طريق سوق منظم، بحيث يتولى ذلك السوق عملية المقاصة والتسوية، ويشرف على عملية الإفصاح وعدالة نشر المعلومات (مجلة تداول، 2009، ص32). وتختلف هذه الصناديق في أدائها بحسب الوسائل الاستثمارية المدرجة فيها، ويوضح الجدول رقم (4) عدد هذه الصناديق وتوزيعها بين مفتوح ومغلق.

جدول رقم (4) عدد صناديق الاستثمار وتوزعها بين مفتوح ومغلق للفترة 2002–2010

العام	عدد الصناديق	مفتوح	مغلق
2002	143	139	4
2003	170	166	4
2004	188	176	12
2005	199	188	11
2006	214	–	–
2007	252	–	–
2008	262	243	19
2009	244	235	9
2010	243	233	10

المصدر: التقرير السنوي لعام 2011 ص95.

ومن الطبيعي أن تتغير مع الوقت أعداد هذه الصناديق والوسائل الاستثمارية المدرجة فيها وفقا للتغير في رؤية وسياسة البنك واتجاهاته الاستثمارية. حيث تعد البنوك السعودية الأكثر تماسكا في المنطقة، مما يجعلها تملك القدرة على استقطاب الاستثمارات بفضل ما تمتلكه من بنى تشريعية ورقابية تتواكب مع المعايير العالمية. حيث يؤكد المراقبون على أن البيئة الاستثمارية في المملكة يمكنها مساعدة القطاع المصرفي على النمو بما يدعم الناتج المحلي بشكل أكبر عبر بوابة مساهمة القطاع المصرفي، وذلك بفضل السياسة النقدية والمالية للدولة والتحفظ العقلاني في الدخول في أسواق الدين العام الأمر الذي جنبها مخاطر السقوط في تداعيات الأزمة المالية العالمية(مجلة تداول، العدد 39 يناير 2010 ، ص25).

ويرى الباحث أنه يجب على البنوك السعودية الاستفادة من هذه الفرصة التي خلقتها تداعيات الأزمة والتي انعكست على مسارات القطاعات المصرفية في بلدان عدة، ولتعزيز استقطاب هذه القطاعات الاستثمارية داخل السعودية من خلالها كونها المصارف الأكثر تماسكا في المنطقة. حيث تعتبر المخاطر في السوق السعودي منخفضة بالإضافة إلى التأثير الإيجابي للسياسات المالية على البيئة الاستثمارية كونها تتحكم في خفض أو رفع مؤشرات مختلفة من أبرزها التضخم ومقدار السيولة في السوق، وأيضا قيام الحكومة السعودية بإتباع سياسة الانفتاح الاقتصادي والتجاري الذي تشكل عامل جذب للاستثمارات في داخل الاقتصاد السعودي.

الفصل التمهيدي

1- المقدمة Introduction:

تنبع أهمية الأسواق المالية من دورها في تحويل الأموال من المدخرين إلى المستثمرين مما ينشط عمليات التمويل وبالتالي يؤثر إيجاباً في دفع عملية التنمية الاقتصادية، إلا أن هذا التأثير يعتمد على مدى كفاءة هذه الأسواق في استخدام المدخرات وتوظيفها في النشاط الاقتصادي. ويعتبر الاستثمار بالأسهم العادية أهم أنواع الاستثمار بالأوراق المالية وقد تبلورت مفاهيمه الأساسية نتيجة لتطور ونضوج الأسواق المالية (التميمي، سلام، 2004، ص22).

وتُعد الأسواق المالية الوجه الحضاري لاقتصاديات الدول إذ ارتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الاقتصادي والصناعي والمالي الذي مرت به معظم دول العالم وعلى وجه الخصوص المتقدمة منها. أي تعد بورصة الأوراق المالية المرآة التي تعكس حالة الاقتصاد القومي، فإذا كانت البورصة نشطة فلا بد أن يكون الاقتصاد قوي، وإذا حدث ركود اقتصادي فلا بد أن يلازمه انخفاض في أداء البورصة، فالبورصة هي محور الاقتصاد القومي تتأثر به وتنتعش بانتعاشه، وفي الوقت نفسه تؤثر فيه بدرجة كبيرة. حيث تشير معظم الدراسات التي أجريت على أسواق الأسهم العالمية إلى أن التغيرات في العوامل الاقتصادية تفسر حركة أسعار الأسهم، كالأوضاع المحلية والنمو الاقتصادي وكذلك المشكلات التي يعاني من جرائها الاقتصاد كالتضخم إضافة إلى السياسات الاقتصادية المحلية التي تتبعها الدول من ناحية المصارف والإنفاق الحكومي وكمية النقود المتداولة في الاقتصاد.

ويعد سوق الأسهم السعودية من الأسواق الناشئة التي تحظى باهتمام كبير نظرا لدورها في تمويل التنمية الاقتصادية المستدامة وإنجاح برنامج التخصيص الذي تبنته الدولة، إضافة إلى توفيرها قنوات استثمارية مهمة تسهم في استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية.

واستنادا لما سبق يدرس الباحث العوامل الاقتصادية الكلية التي تسبق أو تواكب هذا التغير في أسعار الأسهم وتؤثر فيه وذلك في سوق الأسهم السعودي بالإضافة إلى تأثير أسعار النفط ويتم ذلك من خلال دراسة بعض العوامل الاقتصادية على أسعار الأسهم، وإيجاد نموذج يوضح العلاقة بينها.

2- مشكلة البحث Problems:

نتيجة الفشل في التوقعات بشأن الاقتصاديين المحلي والعالمي، وكذلك انهيار أسعار النفط العالمية الذي أعقب تدهور الأوضاع الاقتصادية العالمية نتيجة الأزمة المالية العالمية حيث تراجعت مؤشرات الأسهم الخليجية وخاصة السعودية بنسب كبيرة. وكذلك قلة الدراسات السابقة التي ركزت على البيانات المحاسبية وتأثيرها على أسعار الأسهم دون مراعاة متغيرات الاقتصاد المحلي وتأثيرها على أداء الشركات وبالتالي قيم الأسهم.

تكمن مشكلة البحث في الإجابة عن الأسئلة التالية:

1- ما هو مدى تأثير العرض النقدي على القيم السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية؟
2- ما هو مدى تأثير التضخم على القيم السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية؟
3- ما هو مدى تأثير معامل الانكماش على القيم السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية؟
4- ما هو مدى تأثير الناتج المحلي الإجمالي على القيم السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية؟
5- ما هو مدى تأثير الإنفاق الحكومي على القيم السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية؟
6- ما هو مدى تأثير أسعار الصرف على القيم السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية؟
7- ما هو مدى تأثير أسعار الفائدة على القيم السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية؟
8- ما هو مدى تأثير أسعار النفط على القيم السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية؟
9- هل يمكن بناء نموذج (اقتراح نموذج) يتم من خلاله التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم في السوق المالية السعودي؟

3- أهمية البحث Importance:

ترتبط مشكلة البحث بتزايد الاهتمام على المستويات المحلية والإقليمية والدولية بالتطورات الاقتصادية التي تشهدها المملكة العربية السعودية، وما تتصف به السوق السعودية من توفير المناخ الاستثماري المتميز الذي يتسم بالشفافية وتوفير المعلومات وكذلك تطبيق التشريعات اللازمة لتنظيم عمل السوق وزيادة عدد الشركات ورأس مال السوق وتطبيق الإجراءات الحكومية للحفاظ على الاستقرار. أي تظهر أهمية البحث في النقاط التالية:

1- إن أغلب الدراسات وخاصة العربية اعتمدت على بيان تأثير المعلومات المحاسبية منفردة على أسعار الأسهم دون مراعاة تأثر هذه الأسعار بمتغيرات الاقتصاد الكلي.

2- تعتبر مشكلة تسعير الأسهم من المشاكل التي يعاني منها بعض المستثمرين في سوق الأسهم السعودي، حيث تأتي الدراسة كمحاولة لتحديد الطريقة الأفضل لتسعير الأسهم في هذه السوق.

3- تسعى هذه الدراسة لتحديد أهم المؤشرات التي يمكن الاعتماد عليها في التنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم في السوق السعودي.

4- أهدف البحث Purposes:

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق الأغراض التالية:

1- تحديد أهم المتغيرات المستقلة المؤثرة على أسعار الأسهم السعودية والتي يمكن الاعتماد عليها في التنبؤ بالأسعار السوقية للأسهم في السوق السعودي.

2- دراسة تأثير حالة الاقتصاد على قيم الأسهم السوقية في السوق المالية وبالتالي على وضع الشركات المصدرة لها.

3- تحديد الأدوات التي تساعد على اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة مما يزيد من حجم الثقة المعطاة لهذا السوق.

4- إيجاد نموذج يساعد على التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم اعتمادا على متغيرات الاقتصاد الكلي المؤثرة وعلى أسعار النفط.

5- فرضيات ومتغيرات البحث Assumptions and Variables:

يمكن وضع الفرضيات على الشكل التالي:

1- الفرضية الأولى: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات الاقتصادية الكلية و القيم السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$. ومن هذه الفرضية تتفرع فرضيات فرعية هي:

1-1 الفرضية الفرعية الأولى H_{O1} : لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العرض النقدي والقيم السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

1-2 الفرضية الفرعية الثانية H_{O2}: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التضخم و القيم السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

1-3 الفرضية الفرعية الثالثة H_{O3}: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معامل الانكماش و القيم السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

1-4 الفرضية الفرعية الرابعة H_{O4}: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الناتج المحلي الإجمالي و القيم السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

1-5 الفرضية الفرعية الخامسة H_{O5}: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإنفاق الحكومي و القيم السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

1-6 الفرضية الفرعية السادسة H_{O6}: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الصرف و القيم السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

1-7 الفرضية الفرعية السابعة H_{O7}: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الفائدة و القيم السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

2- الفرضية الثانية: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار النفط و القيم السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

3- الفرضية الثالثة: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيم السوقية المتنبأ بها و القيم السوقية الفعلية للأسهم في السوق المالية السعودية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

في ضوء الفرضيات السابقة يمكن تحديد متغيرات البحث كما يلي:

تختلف متغيرات الدراسة باختلاف فرضياتها، ففي الفرضية الأولى تعتبر القيم السوقية للأسهم متغيرا تابعا أما المتغيرات المستقلة فهي المحددات التالية: العرض النقدي، معدل التضخم، معامل الانكماش، الناتج المحلي الإجمالي، الإنفاق الحكومي، أسعار الصرف، أسعار الفائدة. أما الفرضية الثانية تعتبر القيم السوقية للأسهم متغير تابع وأسعار النفط متغيرا مستقلا. و بالنسبة للفرضية الثالثة فإن المتغير التابع يتمثل بالقيم المتوقعة للأسهم بالنسبة للمتغيرات الاقتصادية ذات العلاقة بأسعار الأسهم حسب النموذج المقترح والمتغير المستقل يتمثل بالقيم السوقية الفعلية للأسهم في السوق المالية السعودية وذلك لمعرفة نوع وقوة العلاقة بينهما.

6- منهج البحث Methodology:

6-1 الإطار النظري للبحث:

يعتمد على المنهج الاستنباطي لأهم ما ورد في المراجع العربية والأجنبية و المقالات والدراسات والأبحاث والرسائل العلمية بما يخدم الإطار النظري والتأصيل العلمي للبحث.

6-2 الدراسة العملية:

تعتمد على المنهج الوصفي التحليلي، حيث يقوم الباحث بجمع البيانات الضرورية لتحقيق أهداف الدراسة وتحليل البيانات لاختبار الفرضيات التي وضعها الباحث وصولا للنتائج النهائية التي تثبت أو تنفي الفرضيات الموضوعة.

7- الدراسات السابقة Review:

7-1 دراسة المجالي والدروبي (2011) بعنوان أثر المتغيرات الاقتصادية في حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1994- 2009) دراسة تحليلية. هدف البحث إلى تحديد العوامل المؤثرة علة حجم صافي الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية، وذلك للفترة من 1994 وحتى 2009 . وهذه العوامل هي أسعار الصرف، العرض النقدي و حجم الإنفاق الأجنبي. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين العوامل السابقة وحجم الاستثمار الأجنبي خلال الفترة القصيرة، فأي تغير في المتغيرات الاقتصادية يؤثر إيجابا وخلال سنوات على حجم الاستثمار.

7-2 دراسة فلاته (2010) بعنوان قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة (دراسة تطبيقية). هدفت هذه الدراسة إلى تحيد المقياس الأكثر فعالية في التنبؤ بقيم عوائد الأسهم، وذلك من خلال اعتماد مقياسي القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة بدلا من معدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد على حقوق الملكية. حيث شملت عينة الدراسة 96 شركة في سوق الأوراق المالية السعودية للفترة من 2007 وحتى الربع الأول من عام 2009. وتوصل الباحث إلى أن جميع المقاييس قادرة على التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم إلا أن مؤشر القيمة السوقية المضافة أكثرها فعالية، وأن المؤشرات الاقتصادية أفضل من المؤشرات المحاسبية.

7-3 دراسة Guidi (2009) بعنوان Volatility and Long- Term Relations in equity Markets: Empirical Evidence from Germany, Switzerland and the UK: هدفت الدراسة إلى التنبؤ بالاختلافات في عوائد مؤشرات الأسهم في ألمانيا وسويسرا وبريطانيا كما هدفت إلى إيجاد العلاقة بين هذه الأسواق على المدى الطويل. وذلك من خلال دراسة أسعار الإغلاق اليومية لمدة تسع سنوات من عام 1999-2008 للتنبؤ بتقلبات عوائد مؤشرات الأسهم في الأسواق الأوروبية وأيضا مدة بقاء هذه العلاقة بينها. من خلال دراسة الأخبار السيئة والجيدة وتأثيرها غير المنسق وذلك باستخدام نماذج عائلة GARCH . أظهرت النتائج بأن كل من نماذج عائلة GARCH استطاعت التنبؤ بالتقلب في عائد مؤشرات الأسهم. كما أن الأخبار القديمة لها تأثير جزئي ثابت على التغير في عائد الأسهم.

4-7 دراسة AL- Twaijry (2007) بعنوان Saudi stock markets historical view and crisis effect: Graphical and Statistical analysis: قام الباحث بدراسة تحليلية لأسعار الأسهم خلال الفترة 1985- 2006 بالنسبة لمؤشرات العائد اليومي الأسبوعي وكذلك حجم التداول وعدد الصفقات وقيمتها وكذلك علاقة أسعار الأسهم بكل من عائد وتوزيعات السهم. ووجد بأن عائد وتوزيعات السهم ليست دائما مفيدة للتنبؤ بأسعار الأسهم بل أن عدد الصفقات وحجم التداول وقيمتها أكثر قدرة للتنبؤ بأسعار الأسهم في المستقبل.

5-7 دراسة الكيلاني (2007) بعنوان التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم: دراسة لعينة من أسهم بورصة عمان: هدفت الدراسة إلى التعرف على محددات القيم السوقية للأسهم واستخدامها في التنبؤ بتلك القيم من خلال القيام بدراسة العديد من المتغيرات التي تؤثر بالقيم السوقية للأسهم ومنها الأرباح الموزعة على السهم، مضاعف سعر السهم، القيمة الدفترية، معدل دوران السهم، المخاطرة المنتظمة للسهم وأسعار الفائدة. شملت الدراسة 30 سهم ممثلة للشركات وكافة القطاعات في السوق. وبينت الدراسة إلى أن الأرباح الموزعة لها قدرة تنبؤية قوية وطردية بالأسعار السوقية للأسهم. في حين أن مضاعف سعر السهم له قدرة تنبؤية ضعيفة وعكسية بالأسعار السوقية للأسهم. أما بالنسبة للقيم الدفترية فكان لها قدرة تنبؤية ضعيفة وعكسية بالأسعار السوقية للأسهم. أما معدل دوران الأسهم، والمخاطرة المنتظمة للأسهم، وأسعار الفائدة فليس لها قدرة تنبؤية بأسعار الأسهم السوقية.

6-7 دراسة سويسي (2007) بعنوان أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي: هدف المقال إلى إبراز أهمية تقييم المؤسسات من خلال تقييم الأوراق المالية وذلك بالتعرض للمداخل المستعملة في تحليل الأوراق المالية وطرق تقييمها عن طريق نقدها وتحليلها. وكان من نتائج البحث الوصول لأهم الفروق بين التحليل الأساسي والفني، كما يلي:

التحليل الأساسي: يبحث عن القيمة الحقيقية للورقة من خلال تحليل العوامل الأساسية المؤثرة عليها في المستقبل، ويتبع في مراحل التقييم المنهجية العلمية و يقوم بتقييم الورقة اعتمادا على عواملها الأساسية (مالية ونقدية). يتم استخدام إما طريقة خصم التوزيعات أو مضاعف الربح. أما التحليل الفني: يقوم على تحليل حركة أسعار الأوراق المالية انطلاقا من بيانات السوق. يقوم بتقييم الورقة المالية بدلا من عواملها الأساسية.

7-8 دراسة أبو الخير (2006) بعنوان ملائمة نموذج التقييم المحاسبي لتفسير أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة: تقوم هذه الدراسة على دراسة نموذج التقييم المحاسبي للوقوف على مدى ملائمة متغيرات النموذج لتفسير أسعار الأسهم في كل من مصر والسعودية. قامت بدراسة علاقة المعلومات المحاسبية (الأرباح، القيمة الدفترية) بأسعار الأسهم الفعلية. وتوصلت إلى أن القوة التفسيرية لهذا النموذج تفوق النماذج التقليدية المعتمدة على رسملة الأرباح السنوية معتمدة على معدل عائد معين. ولكن تم إهمال أثر المعلومات الأخرى التي قد يكون لها أثر على الربح وبالتالي على القيمة الحقيقية.

7-9 دراسة باشيخ (2006) بعنوان أهم المعلومات المحاسبية وصغار المستثمرين في سوق السهم السعودي: هدفت الدراسة إلى التعرف على أهم المتغيرات المؤثرة على أسعار الأسهم السعودية وكذلك تحديد أهم المعلومات المحاسبية التي تؤثر على قرارات صغار المستثمرين. تناولت الدراسة المتغيرات التالية قيمة دفترية، العائد على السهم، الربح الموزع، مكرر الأرباح، معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق المساهمين، معدل دوران الأصول، مكرر السعر، مردود الربح الموزع. وشملت الدراسة جميع الشركات المدرجة في السوق خلال الفترة 2003- 2005 ولكن تم استبعاد قطاع البنوك، كما وتم استخدام نموذج الانحدار المتدرج stepwise Regression . بينت الدراسة أهم العوامل المؤثرة على سعر السهم والتي تتمثل بـــ: العائد على السهم، مكرر الأرباح، مكرر السعر، الربح الموزع للسهم، معدل مردود الربح الموزع، القيمة الدفترية، معدل العائد على حقوق المساهمين. أما العوامل غير المؤثرة فهي: معدل العائد على الأصول، معدل دوران الأصول، نسبة التداول، نسبة التداول السريعة، نسبة الديون إلى إجمالي الأصول.

7-10 دراسة نور (2003) بعنوان العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم، دراسة مقارنة بين الشركات المساهمة العراقية والأردنية: هدفت الدراسة إلى قياس العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرها اللانظامية، وذلك من خلال دراسة مقارنة بين الشركات المساهمة العراقية والأردنية. شملت الدراسة 69 شركة في كل من سوقي بغداد والأردن موزعة على 3 قطاعات (صناعة -زراعة- خدمي). وأهم المتغيرات التي تم

تناولتها الدراسة ربحية الشركة– حجمها– مخاطرها وتأثيرها على العوائد السوقية غير العادية للأسهم. وبينت الدراسة وجود علاقة بين توزيعات الأرباح للشركة وعوائدها السوقية، وأن أسعار الأسهم لا ترتبط بكمية الأسهم المتداولة وإنما تتحدد على أساس مجموعة من العوامل أهمها توزيعات الأرباح. كما بينت وجود تأثير للمخاطرة اللانظامية للشركة على العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيم السوقية الأسهم.

7-11 دراسة Sourial (2000) بعنوان Monetary Policy and Its impact on the stock market: The Egyptian case: قامت الدراسة بدراسة تأثير السياسات المالية على أداء الأسواق المالية المصرية وذلك بدراسة العوائد الشهرية لـــ 36 شركة من عام 1993 – 2000 . كما تناولت الدراسة متغيرات السياسة المالية التالية حجم الائتمان للقطاع الخاص، معدل التضخم، معامل الخصم، عرض النقود، والطلب عليه، وأسعار الصرف. تبين من خلال الدراسة بأن لعرض النقود والنمو في العرض النقدي تأثير سلبي وضعيف على أداء السوق، بينما لمعدل التضخم تأثير إيجابي، في حين الزيادة في حجم الائتمان له تأثير سلبي.

7-12 دراسة الفضل (1999) بعنوان العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم (بورصة العراق): هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم للوصول إلى المواصفة الأكثر ملائمة للعلاقة بين المتغيرين وذلك من خلال دراسة للشركات المساهمة المدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية. وشملت الدراسة 46 شركة خلال العام 1998 . تناولت الدراسة المتغيرات التالية: العائد السوقي للأسهم، التغير في حصة السهم للربح، مستوى حصة السهم من الربح، حجم الشركة. وتوصلت الدراسة إلى ما يلي: تدني مستوى القوة التفسيرية لمتغيري الأرباح وحصة السهم من الربح على العوائد السوقية. زيادة القوة التفسيرية للأرباح على العوائد السوقية بزيادة عدد المتغيرات المحتملة للأرباح.

7-13 دراسة اللاركيا (1996) بعنوان تأثير الإعلان عن الأرباح ربع السنوية على سوق الأسهم السعودي: هدفت الدراسة إلى معرفة تأثير الإعلان عن الأرباح ربع السنوية على عوائد الأسهم في السوق السعودي. اعتمدت الدراسة على استخدام نماذج لتقدير معدل العائد المعتمد على نموذج تقييم الأصول الرأسمالية. أظهرت الدراسة بأن سوق السعودية كان كفوءا

ومن النوع شبه القوي في الفترة 1989– 1992 ، كما بينت احتمال وجود عوامل تؤثر على سرعة تعديل عوائد الأسهم كنتيجة للإعلان عن معلومات جديدة ومنها الحالة الاقتصادية العامة وحجم المضاربات.

- **ملخص الدراسات السابقة:**

قامت معظم الدراسات السابقة بتحديد أهم العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم وقد استخدم الباحثون متغيرات متشابهة مع متغيرات هذه الدراسة ولكن ليس في دراسة واحدة بحيث تشمل جميع هذه المتغيرات معا بل جاءت معظمها مركزة على البيانات المحاسبية فقط وموزعة على دراسات عديدة. فدراسة مؤيد محمد علي الفضل ركزت على تأثير الأرباح المحاسبية على العوائد السوقية للأسهم وكذلك دراسة حبيبة صالح اللاركيا 1996. وركزت الدراسات الأخرى على أكثر من متغير محاسبي وتأثيرها على أسعار الأسهم كدراسة عبد اللطيف باشيخ (2006) حيث تناولت العديد من المتغيرات منها القيمة الدفترية وعائد السهم والربح الموزع ومكرر الأرباح..... الخ. بينما ركزت بعض الدراسات الأخرى على المتغيرات الاقتصادية الكلية بالإضافة إلى المتغيرات المحاسبية كدراسة الكيلاني (2007) حيث استخدمت العديد من المتغيرات للتنبؤ بالقيم السوقية للأسهم ومدى تأثيرها عليها كالأرباح الموزعة، مضاعف سعر السهم، أسعار الفائدة ، المخاطرة المنتظمة ومعدل دوران السهم. ودراسة سريال (2000) الذي تناول متغيرات السياسة المالية لمعرفة تأثيرها على أداء السوق المالي كمعدل التضخم وعرض النقود وأسعار الصرف، وكذلك دراسة المجالي (2011).

أي أن جميع الدراسات السابقة هدفت إلى إيجاد أهم العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم وتحديد نوع وقوة العلاقة بينها. وقد أثبتت الدراسات السابقة وجود علاقات متنوعة سواء كانت طردية أم عكسية بين هذه المتغيرات والقيمة السوقية للأسهم أما وجه الاختلاف بين الدراسات السابقة والدراسات الحالية فهو أنه سيتم التركيز على بيان أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية وكذلك أسعار النفط على القيمة السوقية للأسهم وإيجاد النموذج الأكثر ملائمة لتفسير هذه العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وأسعار النفط من جهة والقيم السوقية للأسهم من جهة ثانية وإمكانية التنبؤ بها في المستقبل، واختبار جودة وفعالية النموذج المقترح للتنبؤ بقيم الأسهم في السوق السعودي.

8- مجتمع وعينة الدراسة Population and Sample:

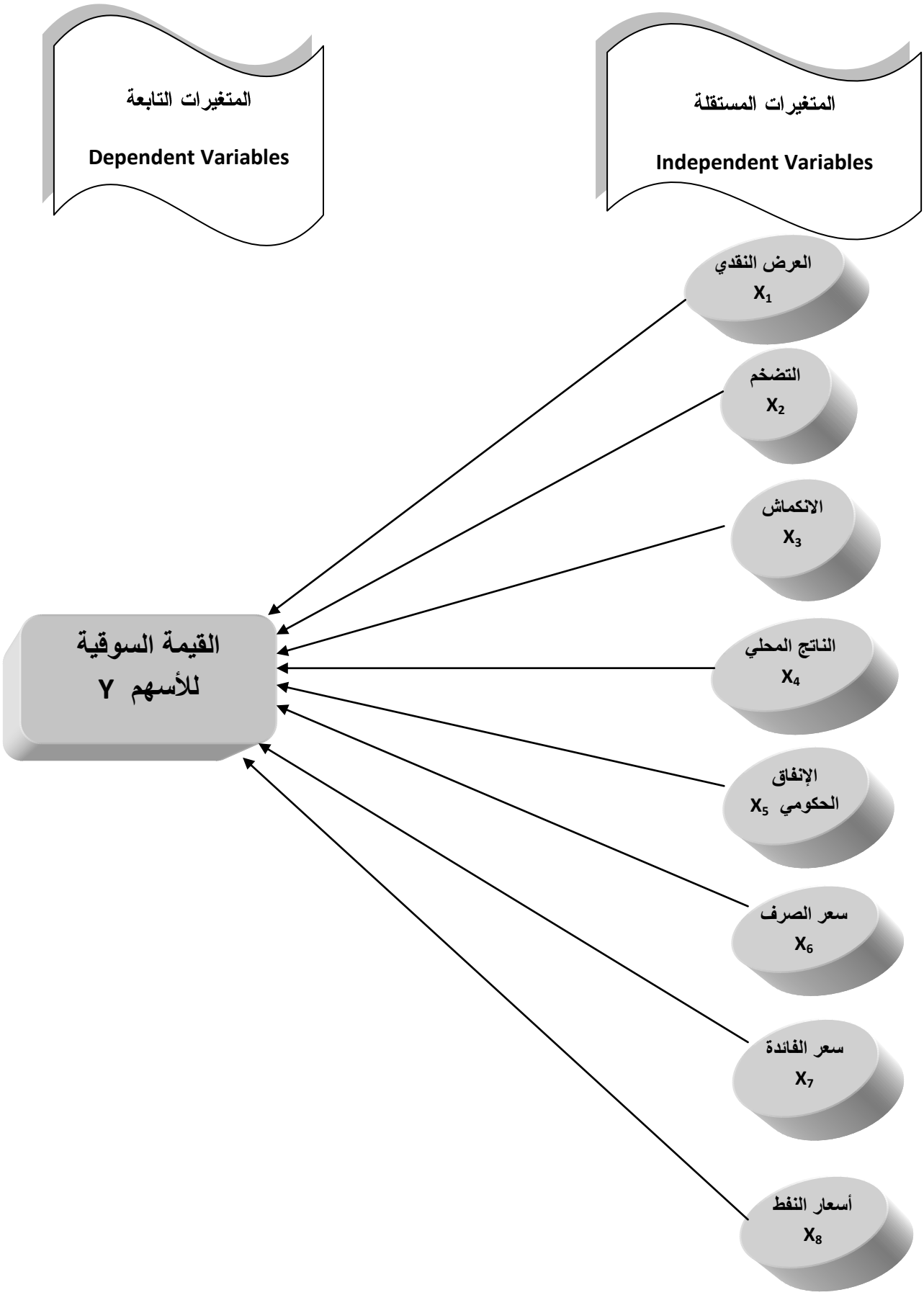
يتمثل مجتمع الدراسة بجميع الأسهم المدرجة في سوق السعودية المالي والبالغة 148 سهما، أما عينة الدراسة فتقتصر على الفترة من عام 2002 إلى 2010 وهي نفسها الحدود الزمنية للدراسة، حيث سيتم دراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار النفط على جميع الأسهم في السوق .

9- الأساليب الإحصائية المستخدمة Statistical Technique:

اشتملت الدراسة على ثمانية متغيرات مستقلة ومتغيرا تابعا، وحددت المتغيرات المستقلة في العرض النقدي، التضخم، الانكماش، إجمالي الناتج المحلي، الإنفاق الحكومي، سعر الصرف، سعر الفائدة، أسعار النفط. أما المتغير التابع فتمثل في القيمة السوقية للأسهم.
وللإجابة عن أسئلة الدراسة واختبار فرضياتها قام الباحث باستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة والتي تتألف مما يلي:

- اختبار (Kolmogorov – Smirnov) للتحقق من التوزيع الطبيعي للبيانات.
- إيجاد علاقات ارتباط وانحدار بين كل متغير مستقل والمتغير التابع من أجل معرفة قدرة كل متغير مستقل بشكل منفرد على التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم وذلك خلال الفترة من 2002 إلى 2010.
- إنشاء علاقة بين جميع المتغيرات المستقلة معا (كمجموعة واحدة) ومتوسط قيم الأسهم التي تم حسابها وذلك عن طريق أسلوب الانحدار المتعدد من أجل معرفة مدى تأثير جميع المتغيرات معا على المتغير التابع ومعرفة القدرة التنبؤية لها على القيم السوقية للأسهم.

والشكل التالي يوضح المتغيرات المستخدمة في الدراسة:


المتغيرات التابعة
Dependent Variables
المتغيرات المستقلة
Independent Variables
العرض النقدي
X_1
التضخم
X_2
الانكماش
X_3
الناتج المحلي
X_4
الإنفاق الحكومي
X_5
سعر الصرف
X_6
سعر الفائدة
X_7
أسعار النفط
X_8
القيمة السوقية للأسهم Y

الفصل الثالث

تقييـــــــم الأســـــهم

3-1 مداخل تقييم أسعار الأسهم.

3-2 العوامل المؤثرة على تقلبات أسعار الأسهم.

تعتبر الأوراق المالية عصب الحياة للأسواق المالية، ويعزى ذلك إلى كون تلك الأوراق المالية هي السلعة الوحيدة التي يتم التداول بها في تلك الأسواق (دهال، 2003، ص3). ومن الأمور المؤكدة سرعة تغير الأوضاع في أسواق المال ثم سرعة تغيرها من جديد، وذلك بسبب تفاعل الأسواق الفوري مع المعلومات والأخبار الدورية واليومية العاجلة والمفاجئة، سواء كان مصدر هذه الأخبار وسائل الإعلام أو الحكومة أو الشركات نفسها. حيث تقسم هذه الأخبار والمعلومات إلى فئتين مستقلتين لكل منهما خصائصها المختلفة:

معلومات جزئية (معلومات الشركة):

هي الأخبار المتعلقة بالتطورات في الشركات المحلية، مثل إصدار الشركات ونشرها تقاريرها ربع السنوية أو السنوية أو أخبار مفصلة عنها. ورغم أن مثل هذه الأخبار يمكن أن تخلق أثاراً واسعة على أسواق المال، وخصوصا إذا كانت المعلومات تتعلق بشركة رائدة، إلا أن المعلومات الجزئية غالبا ما تقتصر أثارها على الشركة المستهدفة من تلك الأخبار.

معلومات كلية (معلومات الاقتصاد الكلي):

تشير هذه المعلومات إلى ما يتعلق بالاقتصاد الكلي الذي يتعدى مستوى المنشآت ويدخل ضمن ذلك المعلومات المتعلقة بالقطاعات المكونة لمجمل الاقتصاد. وتؤثر المعلومات الكلية كالتغيرات الحادثة في الناتج الإجمالي ومعدل التضخم، ومعدل الإنفاق الحكومي، حال نشرها غالباً على السوق المحلية برمتها. وهذه المعلومات الأساسية من شأنها التأثير على عوائد الشركات بالتالي على أسعار أسهمها، لذلك يقوم كثير من المحللين بالاعتماد على هذه المعلومات في دراسة أسعار الأسهم. وذلك للوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية التي تعد الأساس الذي على ضوئه يتخذ قرار البيع أو الشراء(هيئة السوق المالية، الإصدار الخامس، ص2-3). وسنقوم في هذا الفصل بعرض أهم مداخل تقييم أسعار الأسهم، ومن ثم بعض العوامل الاقتصادية التي من الممكن أن تؤثر على أسعار الأسهم.

1-3 مداخل تقييم أسعار الأسهم* Stock Valuation Models:

تعد عملية تقييم الأسهم العادية من التحديات التي تواجه المحلل المالي كون أن مهمة تقييمها تنصب على تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن يحصل عليها حملة الأسهم، إلا أن هذه التدفقات يصعب تحديد حجمها وتوقيت الحصول عليها. لذلك يستخدم معظم محللي الأوراق المالية نماذج لأغراض تحديد القيمة الحالية للسهم أو القيمة الحقيقية (العادلة). وسنقوم الآن بعرض للمداخل المستخدمة في تقييم الأسهم:

1-1-3 مدخل خصم مقسوم الأرباح Dividend Discount Model:

إن الطريقة المتبعة للتقييم الأسهم العادية هي طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية وتتمثل هذه التدفقات النقدية للأسهم العادية بالأرباح الموزعة المتوقع الحصول عليها خلال فترة الاحتفاظ به بالإضافة إلى سعر بيع السهم العادي المتوقع في نهاية الفترة الاستثمارية. إلا أنه من وجهة نظر عملية التقييم إن الفرق بالأسعار هي النتيجة لبيع معدل النمو المتوقع في الأرباح الموزعة على افتراض أن زيادة التوزيعات الآنية أو المتوقعة سوف تساهم في زيادة قيمة السهم في بورصة الأوراق المالية. ويعد نموذج خصم مقسوم الأرباح من أكثر النماذج تمثيلا للقيمة الحقيقية للسهم العادي. وبموجب هذا النموذج فإن قيمة السهم تكون مساوية إلى القيمة المخصومة لمقسوم الأرباح بمعدل عائد مطلوب كالتالي:

حيث: P_O: القيمة الحقيقية للسهم العادي.

D: مقسوم الأرباح للسهم الواحد (توزيعات الأرباح).

K: معدل العائد المطلوب على السهم من طرف المستثمر.

إلا أن هذا النموذج يتجاهل التدفقات النقدية المتوقعة من سعر بيع السهم على اعتبار أن المستثمر يدفع السعر أو يطلب السعر بناء على توقعاته بمقدار توزيعات الأرباح عند نقطة

*من إعداد الباحث بالاعتماد على: العلي،2007،من ص67-71، التميمي،2004،من ص193-206).

زمنية محددة. كما أنه يكون محل تساؤل عندما يتوقع أن الشركة لن تدفع توزيعات أرباح فهل هذا يعني أن السهم ليس له قيمة؟ في الحقيقة إن قيمة السهم مرتبطة بمستوى النمو المتوقع بالتدفقات النقدية.

3-1-1-1 نموذج خصم مقسوم الأرباح ذو النمو الصفري (حالة عدم النمو في التوزيعات) :Zero – Growth DDM

يستخدم في حال قيام الشركة التي أصدرت الأسهم بتوزيع أرباح نقدية ثابتة سنويا أي أن معدل نمو التوزيعات للسهم العادي يساوي الصفر.

وتحسب القيمة الحقيقية للسهم كالتالي:

$$P_0 = \frac{D}{K}$$

حيث:D : التوزيعات للسهم العادي.

K: معدل العائد على السهم العادي من طرف المستثمر.

3-1-1-2 نموذج خصم مقسوم الأرباح ذو النمو الثابت :Constant perpetual Growth

نظرا لعدم منطقية افتراض ثبات توزيعات الأرباح إلى ما لانهاية وفقا للنموذج الصفري، فقدم جوردن نموذجه عام 1963 لاحتساب القيمة الحقيقية للسهم وفقا لمعدلات نمو ثابتة ودائمة في توزيعات الأرباح كالتالي:

$$P_0 = \frac{D_1}{K - g}$$

إلا أن ما يؤخذ على هذا النموذج أنه لا يطبق إلا في في الشركات التي تتسم أرباحها بالاستقرار وبمعدل نمو ثابت سنويا كما يجب أن يكون معدل الخصم (K) أكبر من معدل النمو (g).

وتحسب التوزيعات المتوقعة من المعادلة التالية:

$$D_1 = D_0(1 + g)$$

حيث أن: D_1: التوزيعات المتوقعة.

D_0: التوزيعات السابقة التي قامت الشركة المصدرة بتوزيعها على السهم العادي الواحد.

3-1-1-3 نموذج خصم مقسوم الأرباح ذو النمو المختلف Differential Growth DDM:

يفترض هذا النموذج اختلاف معدلات نمو الشركة، حيث أن الشركة تمر بمرحلتين عمريتين، مرحلة أولى تسمى مرحلة النمو الأساسية، ففي هذه المرحلة تشهد أرباح الشركة نموا سريعا إما نتيجة تقديم منتج جديد أو التوسع في الحصة السوقية. والمرحلة الثانية مرحلة النمو غير الطبيعي أو مرحلة النضوج حيث تنمو أرباح الشركة بمعدل مماثل للاقتصاد الوطني. وبين المرحلتين مرحلة انتقالية تتباطأ فيها أرباح الشركة نتيجة تباطؤ معدلات النمو الاقتصادية وهي مرحلة قصيرة جدا حيث يتم إهمالها. ويعطى النموذج بالعلاقة:

P_0

g: معدل النمو غير العادي والمتعدد في التوزيعات.

g_n: معدل النمو العادي في التوزيعات.

m: فترة النمو غير العادي في التوزيعات.

D_{M+1}: التوزيعات للسهم العادي في الفترة M+1.

أي أن تقييم الأوراق المالية واكتشاف الخلل في تسعيرها ومن ثم القيام ببيع الورقة المالية أو شرائها حسب واقع الحال يسهم في تعزيز كفاءة الأسواق المالية وتصويب الخلل الموجود في

تسعير الورقة المالية. كما يمثل فرصة للمحللين الماليين والمستثمرين للاستفادة من خطأ التسعير وتحقيق أرباح رأسمالية.

3-1-2 طرق قياس معدل النمو لمقسوم الأرباح Growth Rate to Dividend:

يوضح التميمي،2004 (201-203) بأن هناك ثلاث طرق لحساب معدل النمو التاريخي للأسهم:

1- المتوسط الحسابي لمعدل النمو Arithmetic Average: ويتم الاعتماد على البيانات التاريخية لتوزيعات الأرباح للسهم الواحد ولمدة زمنية معينة كالتالي:

حيث N: تمثل عدد المشاهدات التي حصل بها في نمو توزيعات الأرباح.

2- معدل النمو المركب Compound Growth Rate: ويعتمد على البيانات التاريخية أيضا ولكن بطريقة أبسط:

D_n: توزيعات السنة الأخيرة.

D_o: توزيعات السنة الأولى.

3- معدل النمو المحتمل Sustainable Growth Rate: تقوم الشركات بحجز جزء من أرباحها الحالية لتمويل فرص النمو في المستقبل أي لتمويل النمو المحتمل في أرباح الشركة، لذلك فإن نسبة النمو المحتمل تعتمد بالدرجة الأولى على نسبة الاحتجاز ومعدل العائد على حق الملكية ROE وبالتالي معدل النمو المحتمل يكون:

حيث: D: توزيعات السهم الواحد.

Return on Equity (ROE): معدل العائد على حق الملكية.

Earnings per Share (EPS): ربحية السهم الواحد.

3-1-3 نسب التسعير Price Ratios:

نظرا للمحددات التي يعاني منها نموذج خصم مقسوم الأرباح بصوره المتعددة. فإن المحلل المالي يستخدم نماذج أخرى لتوسيع تحليلاته، ومنها نماذج مدخل نسب السعر التي لا تستند إلى مبدأ الخصم للتدفقات النقدية المتوقعة للسهم. بل تعتمد على أسعار الأسهم السوقية للدلالة على القيمة الحقيقية للسهم من خلال نسبها إلى مؤشرات محاسبة مثل ربحية السهم الواحد EPS والقيمة الدفترية للسهم Book Value Per Share (BVPS) والتدفق النقدي للسهم الواحد Cash Flow Per Share (CFPS) وفق التالي:

3-1-3-1 نسبة السعر إلى ربحية السهم الواحد Price Earning Per Share Ratio (P\E):

تسمى هذه النسبة بمكرر مضاعف الربح ولحساب المضاعف يقسم السهم السوقي على ربح السهم.

تشير هذه النسبة إلى المستوى السعري الذي يرغب المستثمرون دفعه لكل ليرة من الأرباح الحالية للشركة. كما تشير إلى المدة الزمنية اللازمة لتغطية المبلغ الذي دفعه المستثمر لشراء السهم على افتراض تحقيق الشركة لنفس العائد في الأعوام المقبلة (هيئة السوق المالية، الإصدار الرابع ص13). ولحساب القيمة الحقيقية للسهم باستخدام هذه النسبة فإن المحلل يستخدم متوسط نسبة E\P التاريخية مع الأخذ بعين الاعتبار ربحية السهم المتوقعة كالتالي:

$$P_0 = PER \times EPS_0 (1+ g)$$

حيث : EPS_o: تمثل ربحية السهم الحالية.

g: تمثل معدل النمو في ربحية السهم الواحد.

وبالطبع هناك العديد من العوامل التي تدخل في مكرر الربح منها مستقبل الشركة وعمرها الزمني. حيث نجد شركات بمكررات ربح مرتفعة وغير مغرية ولكن ذلك ناتج عن أن تلك الشركة في بدايتها ولم تحقق الأرباح التي تنعكس على مكرر الربح بشكل إيجابي وغيرها من العوامل الأخرى التي نحد من خلالها القرار الاستثماري(هيئة السوق المالية، الإصدار الثامن، ص 13). ويوضح (حسين،2008، ص193) بأن هناك جانب آخر يدخل في حساب المكرر وهو تفصيل أرباح الشركة بين أرباح تشغيل وأرباح استثمارات وأرباح استثنائية.

حيث أن: السعر العادل= (مكرر الربح X ربح السهم من العمليات التشغيلية) + ربح السهم من الأرباح الاستثنائية= مكرر الربح X ربح السهم الإجمالي.

2-3-1-3 نسبة السعر إلى القيمة الدفترية Price – Book Value Ratio:

تقارن هذه النسبة سعر سهم الشركة السوقي بقيمة سهمها الدفترية وهناك اعتقاد سائد بأن السهم يجب أن لا يباع بأقل من قيمته الدفترية على الأقل في الأجل الطويل (هيئة السوق المالية،الإصدار الرابع، ص14) وتحسب كالتالي:

حيث: PBVR: تمثل مضاعف القيمة الدفترية.

MP: القيمة السوقية للسهم.

BV_0: القيمة الدفترية للسهم الواحد الحالية .

أما حساب القيمة الحقيقية للسهم فيكون وفق التالي:

حيث: g: معدل النمو المتوقع من أرباح الشركة.

3-3-1-3 نسبة السعر إلى التدفق النقدي Price – Cash flow Ratio:

يقصد بالتدفق النقدي للسهم: الدخل الصافي للسهم بالإضافة إلى مصروف الاستهلاك (حماد،2006، ص 188). وتستخدم هذه النسبة لتكملة نسبة السعر/الربحية لأن التدفق النقدي يكون أقل عرضة للتلاعب المحاسبي من الربحية المقررة، فالتدفق النقدي أكثر دلالة من صافي الربح عند تقييم الأداء المالي للشركة، أو عند المقارنة بين الشركات. ونظرا لاختلاف طرق احتساب الاستهلاك فإن صافي الربح لشركتين متساوية في الإيرادات والمصروفات النقدية ومختلفتين في طرق الاستهلاك لا يعد مؤشرا للتمييز بينهما. مؤشر نسبة السعر إلى التدفق النقدي P\CFPS والذي يمكن أن يكون دالة لنوعية الأرباح، أي أن الأرباح تعكس التدفق النقدي وليست مجرد أرقام محاسبية حيث تحسب كالتالي:

حيث C_O: التدفق النقدي للسهم الواحد.

G: معدل النمو في التدفق النقدي.

لا بد من الإشارة إلى أن هذه النماذج تقدم معلومات حول العوائد المتوقعة للسهم وبالتالي يمكن المفاضلة بين الأسهم واختيار السهم ذو العائد المرتفع. ففي دراسة للباحث بعنوان أثر البيانات المحاسبية في تحديد القيمة السوقية للأسهم: دراسة لعينة من الأسهم المدرجة في سوق الأسهم السعودية للفترة 2004-2010. قام بدراسة تأثير كل من الأرباح وتوزيعات الأرباح ومضاعف سعر السهم، ونسبة السعر/القيمة الدفترية، ومعدل العائد على حقوق الملكية. وذلك للفترة من 2004-2010 لعينة من الأسهم المدرجة في سوق السعودية المالي. وتم التوصل إلى أن الأرباح وتوزيعات الأرباح تؤثر على أسعار الأسهم، وأن هذه المتغيرات مجتمعة معا تؤثر على أسعار الأسهم حيث أن مضاعف سعر السهم، ومعدل السعر/ القيمة الدفترية ومعدل العائد على حقوق الملكية لا تؤثر بشكل مفرد على أسعار الأسهم. أي أنه لا يمكن الاعتماد

على هذه المتغيرات المحاسبية فقط بل لا بد من معرفة تأثير العوامل الأخرى كأسعار الفائدة والنمو الاقتصادي، والسياسات المتبعة من قبل الحكومة وغيرها من العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم، وتكون عاملا أساسيا في اتخاذ القرار الاستثماري.

2-3 العوامل المؤثرة على تقلبات أسعار الأسهم The Factors That Effects on Deference of Stocks Prices:

يستخدم المتعاملون بالأسهم سواء كانوا مستثمرين أو مضاربين أو سماسرة أو صانعي الأسواق أو تجار المعلومات والبيانات المتوفرة والتي لها ارتباط في تحليل وتقييم الأسهم المنوي التعامل بها بهدف التنبؤ بظروف تلك الأسهم وقيمتها وعوائدها المستقبلية، إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تحيط بها (Hayo, ALIM. 2005,p37). وتمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي يجب أن يباع به السهم، وقد نال هذا النوع من التحليل الأساسي اهتمام الأكاديميين والمتعاملين بالأسهم لما له من أهمية كبيرة على قرار الشراء أو البيع حيث يتم تحليل كثير من العوامل والمتغيرات التي تؤثر على أسعار الأسهم في السوق بدءاً بتحليل الصناعة التي تنتمي إليها الأسهم ومروراً بتحليل ظروف الشركة أو الشركات المنوي التعامل بأسهمها من حيث التطور التاريخي لمبيعاتها وحجم الطلب على منتجاتها وظروف المنافسة التي تواجهها في السوق وطبيعة المنتج (مطر،1999، ص 48-65)، وانتهاء بتحليل الظروف الاقتصادية العامة في الدولة من حيث الحالة الاقتصادية السائدة ومعدلات التضخم والبطالة والسياسات المالية والنقدية المتبعة في الدولة (البدري، خوري،1997، ص9)، فجميع هذه المتغيرات لها علاقة وارتباط وأثر على القيمة السوقية للأسهم لذلك ينبغي على المتعاملين في الأسواق أن تتوفر لديهم المعلومات الكافية من المصادر المناسبة وذات الثقة العالية بها لأن هذه المعلومات من شأنها أن تؤثر على المتغيرات والمحددات التي تؤثر على القيم السوقية للأسهم وعلى قرارات المستثمرين في سوق المال. ويمكن تعريف القيمة السوقية للسهم بأنها القيمة التي يتم التعامل بها في السوق المالي أو سوق الأوراق المالية وهذه القيمة سريعة التغير وكثيرة التقلب حيث تتأثر بالوضع المالي للشركة المصدرة لها والعرض والطلب عليها والعوامل والمتغيرات السابقة الذكر (Danielw; Morton,1999,p2). حيث أن لهذه الأحداث أثرها على التدفقات النقدية المستقبلية للمنشأة

والمعدل الذي على أساسه يتم خصم التدفقات النقدية المستقبلية للمنشأة، بالتالي سيكون هناك علاقة واضحة بين الحالة الاقتصادية في الدولة وبين أسعار الأوراق المالية المتداولة في أسواقها(هندي،1999،ص215). وسنقوم في دراستنا بدراسة العوامل الاقتصادية التي قد تؤثر على سوق الأسهم وبالتالي على قيمتها السوقية.

3-2-1 الظروف الاقتصادية المحلية Economics Variables:

يكون الاستثمار أسهل إذا كان هناك علاقة واضحة ومحددة بين عائد أصل معين والاقتصاد العام، ذلك لأن التغيرات في الاقتصاد سوف تؤدي إلى تغيرات يمكن التنبؤ بها في سعر الأصل وعائده. إلا أن هناك الكثير من الأصول وخاصة الأسهم العادية فإن العلاقة بين سعر الأصل (العائد الذي يقدمه) والاقتصاد تكون معقدة جدا في الغالب. فالتغير في أسعار الأوراق المالية يكون نذير للنشاط الاقتصادي وليس مرآة له. أي أنه ليس من السهل الربط بين الاقتصاد واختيار الاستثمار أو الورقة المالية المناسبة. ومع ذلك فإن هناك العديد من القرارات التي يمكن للمستثمر أن يتخذها في ضوء التغيرات الاقتصادية، مثل التغير في أسعار الفائدة، ومعدل التضخم أو معدل الانكماش، أو النمو الاقتصادي. فلكل منها دلالة واضحة في اتخاذ القرار الاستثماري (حماد، ص 102-103) .

3-2-1-1 النمو الاقتصادي Economic Growth:

إن تأثير التقارير الدورية عن حجم الناتج المحلي يمكن أن يكون لها أثر إيجابي، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في الناتج المحلي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم وبالتالي ارتفاع أسعارها. حيث تشير العديد من الشواهد التجريبية إلى تحرك أسعار الأسهم قبل التقلب في مستوى النشاط الاقتصادي، حيث تبدأ أسعار الأسهم بالهبوط قبل نقطة القعر في النشاط الاقتصادي، وتبدأ هذه الأسعار بالارتفاع قبل أن يبدأ الاقتصاد مرحلة الانتعاش بعد مروره بمرحلة من الكساد، حيث أن سوق الأسهم تستجيب للعديد من المتغيرات الاقتصادية كعوائد الشركات وهوامش الربحية والتي تسبق التغير في النشاط الاقتصادي بمدة زمنية أكبر من المدة الزمنية التي تفصل بين تحركات أسعار الأسهم والنشاط الاقتصادي، وهي ذات علاقة وثيقة بسوق الأسهم حيث تستجيب هذه الأخيرة

للتغيرات الحاصلة في هذه العوامل بسرعة ونتيجة لهذه السرعة في الاستجابة فإن مؤشر أسعار الأسهم يعتبر مؤشراً قائداً وبالتالي تكون التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم سابقة للتغيرات في مستوى النشاط الاقتصادي (حيدر، ص136) ويفسر ذلك بأن ازدهار سوق الأسهم (ارتفاع الأسعار) يعني زيادة قيمة الموجودات الرأسمالية الحقيقية مما يسمح للشركات التي ارتفعت أسعار أسهمها بطرح مزيد من الأسهم في السوق واستخدام الأرصدة المتحصلة في زيادة الاستثمار والتوسع وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي. إلا أن فريقاً أخر من الاقتصاديين ذهب إلى تفسير تقلبات النشاط الاقتصادي من خلال التقلبات الحاصلة في مستوى الاستهلاك، حيث أن الانهيار الذي يصيب أسعار الأسهم (أي ثروة بعض العائلات) يؤدي إلى تقليص طلباتهم واستهلاكهم للسلع والخدمات الذي يؤثر بدوره على قدرة الشركات على تصريف مخزونها أي التأثير على المبيعات والأرباح حيث تنهار أرباح هذه الشركات وبالتالي يدخل الاقتصاد في دوامة الركود http://www.aloslim.net/Moslem-files/Saudistocks/show-art-main.cfm?=771).

3-2-1-2 الناتج المحلي الإجمالي Gross Domestic Product :

يمثل أحد الطرق لقياس حجم الاقتصاد بحسب قيمة السلع والخدمات المنتجة من الموارد الموجودة محلياً في منطقة ما خلال فترة زمنية معينة، وإن حجم الناتج الكلي في الاقتصاد يؤثر سلباً أو إيجاباً على الناتج المحلي الإجمالي، حيث أن ارتفاع حجم الناتج الكلي يؤدي إلى ارتفاع الناتج المحلي وبذلك يزيد من فرص العمل وزيادة في الإنتاج وزيادة في الاستهلاك، وفي حال انخفاض حجم الناتج الكلي يؤدي إلى تقلص حجم الناتج المحلي مما يؤدي إلى انخفاض دخول العاملين وفرص العمل والإنتاجية مما يؤدي إلى تراجع الاستثمار. فالناتج المحلي يتضمن القيمة السوقية للسلع النهائية والخدمات حيث لا يتم احتساب قيم السلع الأولية أو السلع الوسيطة وذلك من أجل تجنب الوقوع في مشكلة ازدواجية الحساب، ويمثل الناتج المحلي الإجمالي تدفقاً، حيث يتم احتساب السلع والخدمات التي تم إنتاجها خلال السنة فقط (http://ar.wikipedia.org). ومن أسباب الانخفاض أو الارتفاع في الناتج المحلي الإجمالي سعر الفائدة الذي يعتبر أحد الأدوات النقدية المستخدمة في التحكم في حجم الائتمان وبالتالي في حجم العرض في مجابهة التضخم، حيث أن سعر الفائدة يتفاوت بين الدول

المختلفة بسبب اختلاف معدلات التضخم ومعدلات النمو الاقتصادي المتوقعة ووضع ميزان المدفوعات (جمعة،2000). كذلك فإن ارتفاع مستويات الناتج المحلي يتأثر بارتفاع أسعار النفط الذي يترتب عليه في العادة ارتفاع الأسعار على المنتجين وهم بدورهم يرفعونها على المستهلكين، كون النفط له ثقل في تكلفة معظم السلع فهو محرك الصناعة العالمية. حيث أن الطلب على النفط يزيد عندما تميل معدلات النمو للناتج القومي الإجمالي بالزيادة وتنخفض عندما تهبط معدلات النمو (Pirog,2005,p1) . وهذا بدوره يؤثر على أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا.

3-1-2-3 التضخم Inflation:

لقد اختلف الاقتصاديون كثيراً في تحديد مفهوم التضخم، فقد عرف رونيس التضخم بأنه ارتفاع غير منظم للأسعار وعرفه مارشال أنه ارتفاع الأسعار بينما عرفه فلامان بأنه حركة الارتفاع العام للأسعار (الحوراني،1997، ص 84). ويؤثر التضخم بطريقة عكسية على أسعار الأسهم، حيث يؤثر ارتفاع معدل التضخم على الأسهم من خلال تأثيره على الإنفاق الاستهلاكي وتأثيره على سياسة البنك المركزي حيث أن ارتفاع الأسعار يؤدي إلى زيادة الأموال التي يخصصها الأفراد للاستهلاك وبالتالي انخفاض السيولة المتوفرة في أسواق الأسهم. كذلك فإنه عند حدوث التضخم يقوم البنك المركزي باستخدام سياسات انكماشية تؤدي إلى انخفاض عرض النقود وانخفاض الدخل واللذين يؤثران إيجابياً على مؤشر الأسهم (www.almadinapress.com). حيث أن ارتفاع التضخم يدفع البنك المركزي عادة إلى الحد من عرض النقود، مما يترتب عليه انخفاض في التدفقات النقدية للمنشآت بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض مستوى أسعار الأسهم في السوق. وحتى إذا لم تتخذ أي خطوة تجاه المعروض من النقود، في الوقت الذي صاحب فيه التضخم زيادة في طلب المنشآت لمزيد من الموارد المالية، فإن هذا قد يكون من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع معدل الفوائد وانخفاض القيمة السوقية بالتبعية (www.indexes-sa.com). إن التضخم يؤثر على أسعار الأسهم من خلال التأثير على الإيرادات المستقبلية أولا وثانياً من خلال قيام المستثمر بخصم إيراداتهم المستقبلية، بالنسبة للقناة الأولى فإن التضخم يقلل الاستثمارات وكذلك معدل النمو والإيرادات المستقبلية (Clark, 1993). فالتضخم يؤدي إلى ثبات اقل في

الأسعار نتيجة للارتفاع غير المؤكد في الاستثمار والإنتاجية، بمعنى آخر هذا التأثير بين التضخم والنشاط الاقتصادي يتضمن المشاركة السلبية بين التضخم وأسعار الأسهم، فحالة عدم التأكد في وضع التضخم يؤدي إلى مخاطر عالية بالمشاركة مع عمليات الاستثمار والإنتاج للشركات، وعدم التأكد هذا يؤدي إلى هبوط في أسعار الأسهم. وفي نفس الوقت فإن التضخم المرتفع يؤدي إلى فرض ضرائب عالية على أرباح الشركات أي ضرائب أكثر تدفع من قبل المساهمين (Apergis, Eleftheriou ,2002,p232). أما بالنسبة للقناة الثانية: فإن معدل الخصم يتكون من العناصر الخالية من المخاطر وعناصر علاوة الخطر، هذا بسبب أن المستثمرين يطلبون عائداً إيجابياً على رأسمالهم بالإضافة إلى علاوة الخطر لتعويضهم عن مخاطر الاستثمار في الأسهم، وإذا أدى التضخم إلى معدل خصم عالٍ فالقيمة المستقبلية للإيرادات المستقبلية ستنخفض وكذلك أسعار الأسهم المتوقعة ستنخفض كذلك (Malkiel, 1982). إلا أنه من وجهة نظر الباحث للتضخم تأثير مباشر وغير مباشر على أسعار الأسهم: التأثير المباشر من خلال تأثيره على الأسعار السوقية اليومية للأسهم، وذلك لأن ارتفاع التضخم يجعل المستثمرين يرغبون بطلب معدل عائد أعلى عن الاستثمار نظرا لانخفاض القيمة الحقيقية للأسهم، وانخفاض القيمة الحقيقية للتدفقات النقدية المستقبلية، بالتالي انخفاض الأسعار الفعلية. الأمر الذي يدفع المستثمرين لطلب سعر أعلى لأسهمهم لمواجهة الارتفاع العام في السوق. وهذا بالتالي يعني احتمالية قيام مؤسسة النقد بالحد من النقد المعروض والذي بدوره يؤدي إلى انخفاض التدفقات النقدية للشركات وانخفاض القيمة السوقية للأسهم، أو القيام بزيادة معدلات الفائدة بالتالي انخفاض القيمة السوقية للأسهم بسبب الحد من إنفاق الأفراد والمؤسسات على شراء السلع والخدمات. ولكن هذه النظرية لا تنطبق على واقع السوق السعودي، وذلك بسبب السيولة العالية التي تتمتع بها المصارف، بالتالي فإن قدرة مؤسسة النقد في التأثير على البنوك من خلال الاحتياطيات النقدية يكون محدودا جدا. أما التأثير غير المباشر فيكون من خلال التضخم في أسعار مقومات الإنتاج التي تستخدمها الشركات في عملية إنتاج السلع والخدمات وهو يختلف من نشاط إلى أخر. إلا أنه ذو أهمية بالغة في توقع أرباح الشركات. إلا أن التأثير الأكبر للتضخم في سوق الأسهم هو خلق حالة من عدم التأكد في تقديرات التكاليف، وخصوصا إذا ما كانت الشركة تعتمد أسلوب التكلفة التاريخية لتقدير قيمة أصولها، أي عدم الثقة بالمعلومات المقدمة وبالتالي زيادة المخاطر.

3-2-1-4 الانكماش Deflation:

يعرف الانكماش بأنه زيادة العرض عن الطلب حيث يتجه المستوى العام للأسعار للانخفاض وذلك ليس لكل الأسعار بالمتوسط Shilling,2002,p13 . وغالباً ما يكون الانكماش مصاحباً بهبوط في أسعار الفائدة وقد يؤدي إلى حدوث حالات إفلاس حيث تصبح المنشآت عاجزة عن الوفاء بالتزاماتها المالية بسبب انخفاض مبيعاتها (لقلة الطلب واختفاء العمل) حيث يزيد مستوى الدين عن الدخل مما يؤثر على هوامش الربح لديها فتنخفض أسعار أسهمها حيث تعتبر الاستثمارات رديئة في فترة الانكماش(Adams, 2002,p14). أي تنخفض أسعار كل شيء تقريباً بسبب زيادة المعروض من السلع ويضطر المنتجون إلى خفض أسعارهم أكثر لحث المستهلكين على الشراء، فيمر سوق السلع بفترة قاسية وتنخفض الأسعار عموماً (حسين،2008، ص 127-128). أجاب SHILLING على تأثير الانكماش على أرباح الشركات بقوله: انه في الانكماش لا نملك طاقة سعرية لأنه لدينا زيادة في العرض، فكيف يمكن أن أزيد السعر عندما يكون لدي زيادة في العرض متوقعة في الفترة القصيرة؟ ولكن ماذا يحدث في الانكماش إذا زاد الإنتاج بنسبة أكبر لمقابلة هذا الطلب فإننا نقوم بإنتاج أكثر لكل وحدة واحدة من الدخل- العمل- رأس المال وأي شخص لو انخفضت الأسعار ستتحسن أرباحه. وبحسب رأيه أن الانكماش، يعتبر جيداً أو سيئاً يتعلق ذلك بانخفاض الطلب أو زيادة العرض. ومن الأشياء التي يجب على الشخص القيام بها في حالة الانكماش، هو رفع الإنتاجية بمواظبة مع التحكم باليد العاملة والتكاليف الأخرى للأعمال. ويرى الباحث أنه في حالة الانكماش تكون التزامات الدين طويلة الأجل هي الاستثمارات الجيدة، حيث من الأسلم للمستثمرين اقتناء السندات الصادرة من الحكومة والمنشآت الصناعية الكبيرة ويجب أن تُحصر المشتريات في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات، إلا أنه في سوق الأسهم السعودية ما زالت السندات حديثة التداول ومعظم الإصدارات من الشركات التي تملك الحكومة فيها النصيب الأكبر وهو بحاجة إلى اهتمام وتطوير أكبر.

3-2-2 ظروف الصناعة Industrial Variables:

على الرغم من أن الظروف الاقتصادية العامة في الدولة تؤثر على كافة الصناعات إلا أن مدى وعمق ذلك التأثير تختلف من صناعة إلى أخرى (هندي، 1999، ص 217).

حيث يوجد العديد من الاعتبارات الأساسية في تحليل ظروف الصناعة منها*:

1 التطورات التاريخية للمبيعات والأرباح
2 التطور التاريخي لحجم الطلب والعرض على المنتجات.
3 ظروف المنافسة وهيكلها.
4 طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة.
5 التدخل الحكومي.
6 العلاقة بين سعر السهم والربحية المتوقعة.

1- التطور التاريخي للمبيعات: ويعني تحليل البيانات التاريخية عن حجم المبيعات والأرباح بين الماضي والحاضر، التغير في معدل نمو المبيعات بين الماضي والحاضر،مدى الاستفادة من فترات الازدهار ومدى قدرتها على مواجهة فترات الكساد. مع الأخذ بعين الاعتبار أن النمو السريع للمبيعات لا يضمن تحقيق ربحية عالية إلا بتوفر رقابة جيدة عن التكاليف.

2- حجم الطلب وحجم العرض: ويعني دراسة ظروف الطلب والعرض الداخلي والعالمي لمنتجات الصناعة، تقدير الطاقة المتاحة للصناعة من حيث قدرتها على تغطية الزيادة المحتملة في الطلب، إمكانية الصناعة على التوسع.

3- ظروف المنافسة: وتتضمن دراسة المنشآت المنافسة القائمة وأي تحديات جديدة محتملة كدخول منشآت جديدة إلى الصناعة.

4- تميز منتجات الصناعة: وتتضمن وجود مزايا مطلقة في التكاليف وهي قدرة كل منشأة في الصناعة على الإنتاج والتوزيع عند أي مستوى وبأقل تكلفة بالمقارنة مع أي شركة جديدة تفكر في الدخول.

*من إعداد الطالب بالاعتماد على هندي ،2003، ص 169-174.

5- تأثير الحكومة: مدى التدخل في شؤون الصناعة وقدرة الحكومة على تنمية علاقات دولية مثمرة في النهوض بالصناعة، فقد يكون لتدخل الحكومة في بعض الصناعات (كالصناعة المصرفية وصناعة الأدوية والمرافق العامة التي تزودنا بالمياه والكهرباء) أثر سلبي، فمثلاً الشركة السعودية للكهرباء ورغم أنها الوحيدة في المجال إلا أنها تحقق خسائر دائمة، أو أرباحاً ضئيلة، وذلك حسب المحللين راجع إلى قيام الدولة بتخفيض تعريفة الاستهلاك للكهرباء لأغراض اجتماعية. وفي تحليل عميق نجد أن الشركة السعودية للكهرباء تلقى من جانب آخر الدعم الحكومي، والمتمثل أساساً بتنازل الحكومة من نصيبها من الأرباح، وبالتالي فإن الأرباح التي توزع على المواطنين تعتبر جيدة وفيما عدا ذلك معظم المؤشرات المالية للشركة متدنية (مركز بخيت للاستثمارات المالية www.Bakhett Finomcialadvois.com). ويجب عدم الاقتصار على دور الحكومة في التدخل بل على علاقة الدولة مع غيرها من الدول ودورها في تهيئة مناخ الثقة والتعاون وغيرها من الحكومات.

6- العلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح: يجب أن نولي اهتماماً بالغاً في معرفة مدى تناسب سعر السهم مع الأرباح المتوقعة فإذا كان سعر السهم قد بلغ مستوى عالياً لا تبرره الأرباح المستقبلية للمنشأة فإن قرار الاستثمار في تلك الأسهم يكون خاطئاً والعكس إذا كان السهم أقل من المستوى الذي ينبغي أن يكون عليه وذلك في ضوء الأرباح المتوقع تحقيقها. وهنا لا بد من أن نأخذ بعين الاعتبار درجة حساسية الصناعة للدورة التجارية (اعتماداً على حنفي،2006-2007، ص 208-212). فليس كل الصناعات تتأثر بدرجات متساوية مع الدورة التجارية حيث يوجد ثلاث عوامل تؤثر على درجة حساسية ربح الشركة للدورة التجارية:

- درجة حساسية المبيعات: فالسلع الضرورية اقل تأثيراً بالأحوال والظروف التجارية.
- الرافعة التشغيلية: والذي يتمثل في العلاقة بين التكاليف الثابتة والمتغيرة، فالشركات التي تشكل التكلفة المتغيرة نسبة كبير بالمقارنة بالتكلفة الثابتة أقل تأثراً بالظروف والأحوال التجارية حيث يمكن لهذه الشركات في ظل الظروف الاقتصادية غير المواتية أن تخفض نفقاتها بسبب الانخفاض في حجم الإنتاج بسبب انخفاض مبيعاتها.

- الرافعة المالية: أي الاعتماد على القروض في التمويل ففوائد القروض تعتبر أعباءً ثابتة تؤدي إلى زيادة حساسية الأرباح مع التقلب في الظروف الاقتصادية.

3-2-3 المتغيرات العالمية International Variables:

3-2-3-1 انتقال الأزمات المالية:

أكدت شواهد الاقتصاد العالمي على أن الأزمة التي تصيب منطقة اقتصادية تمتد لتضرب بأواصرها مختلف المناطق الاقتصادية في العالم لا سيما العملاقة منها: هذا الانتقال للعدوى يعبر عنه عادة في أدبيات الاقتصاد العالمي بأثر الدومينو (www.edc.ca2006).

وتشير الدراسات النظرية إلى أنه يوجد قناتان لانتقال العدوى: (شوقي، ص30).

1- قناة التجارة: أو التبادل التجاري ما بين الاقتصاديات فالاقتصاد الذي يمر بموجبه كساد يؤثر على باقي الاقتصاديات من خلال تجميد حركات أو عقود التصدير والاستيراد وهو ما يكون له بالغ الأثر على عوائد تلك الشركات المصدرة ومنه على أسعار أسهمها.
2- قناة أسواق المال: خصوصاً مع الاندماج المالي للأسواق أو ما يسمى بربط الأسواق بعضها ببعض من خلال الإدراج المزدوج أو المتعدد لأسهم الشركات في أسواق مختلفة، إضافة إلى فتح الأسواق المالية أمام المتداولين الأجانب وما له من بالغ الأثر على انتقال الفزع ما بين الأسواق المختلفة، فعندما تصاب بورصة ما بالانهيار ويخسر المتداولون أرقاماً كبيرة يهلع المتداولون إلى السوق المجاور لتعويض خسائرهم في السوق الأولى. فمثلا أزمة عام 2009 كانت الأصعب عالميا على الاقتصاديات والأسواق حول العالم في منظور 80 عاما مضت، انكمشت خلالها الاقتصاديات بصورة مؤلمة وارتفعت معها معدلات البطالة (تراوحت بين 8 – 12%) والمديونيات العامة (تراوحت بين 75 – 115%) وخرجت خلالها العجوزات المالية العامة والتجارية للاقتصاديات عن حدود السيطرة (فاقت 15% لبعض الاقتصاديات). أما الأسواق المالية فلم يسبق أن مر عليها مثل هذه التذبذبات الحادة التي صدمتها خلال عام 2009، وعانى ملايين المتعاملين حول العالم الكثير من

الضغوطات المالية والصعبة في الوقت نفسه، أدت في بعض الأحيان إلى إشهار إفلاس العديد منهم نتيجة إفلاس أوعية مدخراتهم واستثماراتهم. (مجلة تداول، العدد 39 يناير 2010، ص19 –20)

وخلال هذه الأزمة خسرت السوق السعودية 57% من قيمتها، وقدرت قيمة خسارة السوق بـــ 1.02 تريليون ريال سعودي (272مليار دولار) طالت كل قطاعات السوق، فقد خسر قطاع التأمين 74% وقطاع البتروكيماويات 66.5% وقطاع الأسمنت 66.5% وقطاع المصارف 55% وقطاع الاتصالات 50.7% وقطاع الشركات الزراعية والغذائية 32.66% وقطاع التجزئة 32% (الميداني، 2009). وكذلك فإن تراجع أسعار البترول من 147دولار للبرميل في تموز 2008 إلى ما دون 45 دولار في نهاية 2008 وتراجع الطلب وهبوط الأسعار في صناعة البتروكيميائيات وهي أحد أعمدة الصناعة التصديرية في الخليج العربي،(جريدة الحياة 14– 12– 2008) أدى إلى تراجع إيرادات الدولة و إلى تخفيض الإنفاق العام وظهور عجوزات في موازنات الحكومات و بالتالي تباطؤ أو تأجيل أو توقف الإنفاق على المشاريع وشح السيولة الأمر الذي يؤثر على معدلات النمو الاقتصادي وبالتالي على أسعار الأسهم.

3–3–3–2 تأثير صدمات النفط:

تعتبر أسعار النفط من أهم العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم لا سيما في الدول المنتجة للنفط حيث يؤدي ارتفاع أسعار النفط إلى زيادة مستوى عائدات الدولة الأمر الذي يمكنها من صرف المزيد من الأموال على مشاريع البنية التحتية ورفع مستوى الرواتب، مما يسهم في رفع مستوى النشاط الاقتصادي وتوفير السيولة التي تجد طريقها أيضاً إلى سوق الأوراق المالية. (هيئة السوق المالية والسلع، الأمارات العربية المتحدة، فبراير،2006،ص10–11). كما تؤثر أسعار النفط على أسعار الأسهم في الدولة المنتجة من واقع أنها تؤثر على أرباح الشركات الأخرى وليس فقط المرتبطة بالنفط عبر عامل الإنفاق الحكومي. فالمكاسب التي حققتها مؤشرات الأسهم في السنوات القليلة الماضية تدين بجزء كبير منها لأسعار النفط. إلا أن الكثير من الخبراء يعزو الانهيار الذي يصيب الأسواق المالية (خاصة السوق المالي السعودي) إلى ضخامة السيولة الداخلة إلى السوق التابعة أساساً من الطفرة العالمية التي أصابت أسواق النفط والذي جنت الدول النفطية من خلاله عوائد ربحية عظيمة جداً، ونقص

القنوات الاستثمارية التي توجه من خلالها هذه العوائد وهو ما يشكل فقاعات مالية الأمر الذي يؤثر سلباً على أسعار الأصول المالية (ومنها الأسهم) وابتعاد أسعارها السوقية عن قيمها العادلة، بالتالي يتوجب على السياسات الاقتصادية أن تقوم باحتواء هذه السيولة الزائدة من خلال تفعيل أكبر للأدوات الاستثمارية أو استحداث قنوات مالية أخرى للاستثمار قصد المحافظة على استقرار الأداء بالنسبة للاقتصاد الكلي.(مركز بخيت للاستثمارات المالية على الموقع .http://www.BFqsaudi.com/indexa.asp). ولاحظنا كيف أن انخفاض أسعار النفط الذي أقترن بتخفيض الإنتاج من جانب منظمة الأوبك كان له الأثر الملحوظ على النمو الاقتصادي وبالتالي على أسعار الأسهم. وهناك العديد من الدراسات التي قامت بدراسة العلاقة بين أسعار النفط وأسواق الأسهم مثل: دراسة Miller and Ratti 2009 اللذين وجدا علاقة طويلة الأجل واضحة بين أسعار النفط وأسعار الأسهم وذلك لست دول من أوبك حيث تستجيب مؤشرات الأسهم سلبا للزيادة في أسعار النفط للفترة الطويلة. وفي دراسة لـــ Nandha and Faff 2008 توصلوا إلى أن زيادة سعر النفط لها تأثير محدد على عوائد الأسهم في كل القطاعات ما عدا التعدين وصناعة النفط والغاز. وكذلك دراسة Park and Ratti 2008 حيث وجدوا أن التغيرات في سعر النفط لها تأثير سلبي على عوائد الأسهم في الولايات المتحدة و12 دولة أوروبية مستوردة للنفط. وقام Wang 2011 بدراسة تأثير أسعار النفط على الصناعات البتروكيميائية للشركات الصينية حيث وجد أن أي تغير في أسعار النفط بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى التغير في معدل تجميع الصناعة بمقدار 0.0804. في حين قام Lardic and Mignon 2006 بدراسة العلاقة طويلة الأجل بين أسعار النفط والناتج المحلي في 12 دولة أوروبية وتوصلا إلى أن النشاط الاقتصادي يستجيب بشكل فعال للتغيرات في أسعار النفط. وهناك العديد من العوامل التي تؤثر على أسعار النفط ففي تقرير لـــ Pirog 2005 ذكر بعض من هذه العوامل ومنها: الناتج المحلي الإجمالي حيث أن زيادة معدل نمو الناتج يزيد من الطلب على النفط، فسعر النفط يفسر على أنه سعر عام للتضخم وإذا قامت الدولة بإتباع سياسة مالية مقيدة لتبطئ النمو الاقتصادي، أي يقلل المستهلكون النفقات على البضائع والخدمات الأخرى ولكن هذا ممكن في الدول المستوردة للنفط، أما في الدول المصدرة للنفط فإن ناتجها المحلي يعتمد على زيادة الطلب على النفط فالنفط مكون أساسي في إنتاجها المحلي وهذا ما ينطبق على الاقتصاد السعودي. كما أن أسعار الصرف تؤثر على

أسعار النفط فأي تغير في الدولار الأمريكي يمكن أن يؤثر على مستوى توزيع الطلب العالمي للنفط. ولسياسة أوبك تأثير واضح على أسعار النفط من خلال مستويات إنتاجها ولذلك فإن المشتري أو البائع في سوق النفط لا بد من أن يأخذ قرارات أوبك بعين الاعتبار.

لكن من وجه نظر الباحث هناك العديد من الأحداث المتوقعة التي تظهر مقدرة في التأثير على أسعار النفط جزئيا ومنها الهجوم الكبير على صناعة النفط في المملكة العربية السعودية، والتي كان لها تأثير فيزيولوجي على السوق فقد أثبتت التقارير أنه في عام 2004 اقتصرت القدرة الإنتاجية العالمية من النفط بين واحد ومليوني برميل معظمها من المملكة السعودية، وإن زيادة هذا الطلب تسبب خسارة أكبر موزع للنفط في العالم وربما بسبب التقلبات في أسواق النفط العالمية. وكذلك خسارة الاقتصاد السعودي لمصدر هام من مصادر وارداته. كما أن مستوى الطلب العالمي للنفط من قبل الدول الصناعية يمارس ضغطا كبيرا على أسعار النفط، وعامل الخوف يلعب دورا هاما في تحديد أسعار النفط،أي أن هذه العوامل المؤثرة على أسعار النفط بعضها يكون مؤقتاً وبعضها الأخر دوري وبعضها الأخر ربما يكون ثابتاً. وهذا التقلب في أسعار النفط يؤثر على أسعار الأسهم من خلال تأثيره على التدفق النقدي أو مستويات أسعار الفائدة المستقبلية. لذلك هناك حاجة إلى تفعيل الخطط الرامية التي تهدف إلى تقليل الاعتماد على النفط كمصدر رئيسي للدخل وإيجاد بدائل متنوعة وغير ناضبة لضمان مستقبل الأجيال.

3-2-4 السياسة النقدية The Monetary Policy:

كما هو مقرر في أدبيات الاقتصاد أن للسياسة النقدية التقليدية- وهذا تمييزاً لها عن سياسة استهداف التضخم كإطار حديث في إدارة السياسة النقدية- قنوات إبلاغ وهي عبارة عن طرق يمكن من خلالها للسلطات النقدية استخدام أدواتها غير المباشرة أو المباشرة عبرها، للتأثير على الأهداف النهائية وذلك من خلال الأهداف الوسطية التي تتبناها، فمن خلالها يمكن تحقيق الاستقرار النقدي واستقرار الأسعار وزيادة معدل النمو الاقتصادي (كنعان،2008-2009، ص385). تؤثر السياسة النقدية على أسعار الأسهم بشكل مباشر وغير مباشر: تتأثر أسعار الأسهم العادية بالطلبات المستقبلية على الناتج الاقتصادي، فإذا كان للسياسة النقدية تأثير حقيقي على الاقتصاد فإن للتحولات (التغيرات) في السياسة النقدية تأثير على الأسعار

في السوق المالية. لذلك فإن شروط السياسة النقدية تؤثر على سلوك عوائد أسواق المال (الأسهم)، حيث تلعب هذه الأسواق دوراً مهماً ومتزايداً في تنفيذ السياسة النقدية (Sourial,p4) . إلا أن استجابة الأسواق المالية لهذه السياسة يعتمد على فعالية السوق ودرجة التطور في المؤسسات المالية ومدى الثقافة بالأسهم في السوق، وقد تناولت ذلك العديد من الدراسات التي أثبتت العلاقة بين السياسة النقدية وتحركات سعر الأصول حيث يميل الربح في أسعار الأصول ليكون عاملاً مساعداً في الفترة طويلة الأجل للاقتصاد على زيادة ثقة المستثمرين بالأساسيات الاقتصادية (الشركات المستقبلية، توقعات النمو في الأرباح، الإنتاجية... إلخ) Federal Reserve Bank of Ceveland, 1998. أما التأثير غير مباشر للسياسة النقدية على أسعار الأوراق المالية فهو ناتج عن تأثير السياسة النقدية على قدرة المنشأة على تحقيق الأرباح. ونظرا لأن كل أصل يجب أن يتم تمويله من مصدر تمويل فإن أي تغيير في السياسة النقدية يؤثر على تكلفة تمويل المنشأ، وبالتالي يزيد التشديد في منح الائتمان من تكلفة التمويل ويؤدي لانخفاض الأرباح، كما تنعكس الزيادة في تكلفة الائتمان على الأسعار التي تحددها المنشآت لمنتجاتها وهو ما يمكن أن يقلل من الطلب على إنتاج الشركة الذي يؤدي بدوره إلى زيادة التكلفة التمويلية وبالتالي هبوط الأرباح.(حماد،2006، ص 93). على أي حال يمكن في بعض الحالات أن تزيد أسعار الأصول دون استخدام التحسن في الأساسيات الاقتصادية وذلك خلال فترة التضخم المستقر أو المنخفض وخصوصاً عندما ينمو مجموع النقد والائتمان بشكل أسرع من معدل نمو الناتج (Federal Reserve Bank of Ceveland, 1998) ويمكن اعتبار السياسة النقدية كأداة لتخفيف حدة التقلب في أسعار الأصول والتي لها تأثير سلبي على الاقتصاد، إلا أنه يجب على صانعي السياسة النقدية تحديد مستويات التقلب التي يجب عليهم أن يتدخلوا خلالها لتجنب التشويش في الأسواق المالية الذي يؤدي لتمزق في القطاعات المالية والنشاط الاقتصادي. إلا أن التاريخ أثبت بأنه عندما تبقى السياسة النقدية عديمة الاستجابة تجاه التغير في أسعار الأصول فإن القطاع الذي تحمل هذا الخطر سيضر بالاقتصاد (Sourial,p4). ويرى الباحث انه على المستثمر أن يحدد اتجاهات السياسة النقدية التي يتبعها البنك المركزي من خلال التغيرات في الاحتياطي النقدي للدولة ، واحتياطيات البنوك من خلال تصريحات مسئولي البنك المركزي وكذلك النشرات

التي يتم نشرها من قبل المصرف المركزي، أو الصحف اليومية، أو المجلات المالية والاقتصادية.

3-2-4-1 أسعار الفائدة Interest Price:

يعرف سعر الفائدة بأنه المبلغ الذي يدفعه المقترض كتعويض عن استخدام المال المقترض أو المبلغ الذي يتلقاه عن إيداع أمواله في مؤسسة مصرفية أو غيرها ويكون هذا المبلغ محدداً على شكل نسبة مئوية من المبلغ الأصلي. (خلف،2006، ص 168-169). وتلعب معدلات الفائدة في الأسواق المالية دوراً أساسياً في الدورة النقدية وذلك من خلال مساهمتها في توجيه الأموال من المنشآت التي لديها فائض إلى المنشآت التي لديها فرص استثمارية وإنما يحتاج إلى الأموال لتمويلها وبناءً على ذلك يعتبر معدل الفائدة السوقي بمثابة المحرك الأساسي لآلية سوق المال. (العلي،2007-2008، ص 62). وتعتبر أسعار الفائدة الفرصة البديلة للمستثمر، إذ أنه إذا كان سعر الفائدة مرتفعا سيفضل المستثمر بأن يضع أمواله بالمصرف والحصول كل عام على سعر الفائدة المحدد له، أو إذا كان استثمار هذه الأموال سيعود عليه بعائد أكبر من سعر الفائدة ، فسيفضل الاستثمار، وفي نفس الوقت فإن ارتفاع سعر الفائدة سيؤدي إلى التقليل من عمليات الاقتراض بالتالي خفض نسبة السيولة مما يؤدي إلى تقليل نسبة التضخم، وفي حالة انخفاض سعر الفائدة سيتجه المستثمرون للاقتراض لزيادة رأس المال والحصول على عائد أكبر من سعر الفائدة. (خلف،2006، ص169). وقد قامت العديد من الدراسات بإثبات العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم حيث أثبت كلاً من Malkiel (1982) , Modigliani cohn (1979) بأن أسعار الفائدة تعد أهم تقديرات أسعار الأسهم. حيث أن العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الفائدة تعكس إمكانية المستثمر في تغيير بناء محفظة الأسهم والسندات، خاصة عند زيادة (نقصان) أسعار الفائدة فإن تحركات المستثمر لتغيير بناء محفظته يكون لمصلحة (ضد) السندات تبعاً لذلك يتوقع أن تنقص (تزداد) أسعار الأسهم طالما أن الهبوط في أسعار الفائدة سيؤدي إلى زيادة القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية(zadeh and Taylor,1988,p1604) . حيث أن تأثير أسعار الفائدة يكون أكبر في حالة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات والأسهم الممتازة مثلاً عنه في حالة الأوراق المالية ذات الدخل المتغير كالأسهم العادية (العلي،2007-2008، ص14). فإذا توقع

المستثمر أن يكون هناك ارتفاعً في أسعار الفائدة (وبالتالي أسعار أقل للأوراق المالية) فإن عليه أن يشتري استثمارات أكثر سيولة وأدوات دين ذات مدة استحقاق قصيرة كأذونات الخزانة وعوائد مثل هذه الأصول تميل للزيادة مع ارتفاع أسعار الفائدة، أما إذا توقع المستثمر هبوطاً في أسعار الفائدة فإنه يمكن أن يشتري أوراقاً مالية حساسة تجاه الفائدة مثل السندات طويلة الأجل، حيث أن أسعار تلك السندات تميل للارتفاع أثناء فترة هبوط أسعار الفائدة. (حماد،2006، ص 106). لكن عندما يكون قطاع الأعمال متشائما من الظروف الاقتصادية وفرص الربح تظهر حالة عدم مرونة الاستثمار بالنسبة للتغيرات في سعر الفائدة، مما يؤدي إلى عدم تأثر الاستثمارات بمعدل الفائدة، عندها يكون انخفاض الفائدة هذا لا يعني الزيادة في الطلب على الاستثمار، وبالتالي تفقد السياسة النقدية قدرتها في التأثير على القطاع الحقيقي للاقتصاد (يوسف،2008، ص32). وقد تبين وجود علاقة بين معدل الفائدة والعديد من العوامل الاقتصادية الأخرى، وهذه العلاقة أما أن تكون طردية أو عكسية، حيث أن (Brzoza, 2001) وضح العلاقة بين معدل الفائدة والتضخم وقد تبين أن ظهور سعر الفائدة يصاحبه ظهور حتمي للتضخم لارتباط المتغيرين بعلاقة سببية قوية واتجاه العلاقة موجباً أو طردياً، أي أنه كلما زاد سعر الفائدة زاد التضخم أي رفع سعر الفائدة سيدفع بالمنتجين إلى رفع أسعار منتجاتهم لتغطية الزيادة في تكاليف التمويل التي يتحملونها، مما يؤدي إلى رفع مستويات التضخم. وعندها يسعى البنك المركزي لتنشيط الحالة الاقتصادية فقد يسعى إلى إتباع سياسة نقدية من شأنها أن تؤدي إلى زيادة المعروض من النقود، وهو ما يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، غير أنه إذا زاد عرض النقود عن مستوى معين، فقد يؤدي إلى رفع مستوى التضخم الذي يدفع البنك المركزي إلى سياسة نقدية تؤدي إلى العودة بأسعار الفائدة إلى مستويات مرتفعة ويحدث العكس لو أن البلاد تعاني من تضخم (هندي، 2006، ص53). حيث يعمل البنك المركزي على تضييق الائتمان لخفض المعروض من النقود والائتمان.

أما عن العلاقة بين معدل الفائدة والناتج المحلي الإجمالي فهناك وجهتا نظر لهذه العلاقة: الأولى: ترى أن ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي يؤدي إلى ارتفاع الدخول الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على الأصول المالية مما يؤدي إلى انخفاض معدل الفائدة، أما وجهة النظر الثانية: فهي أن ارتفاع الدخول قد يؤدي إلى ارتفاع الطلب على الأرصدة النقدية وذلك عند

توقع عائد أكبر من معدل الفائدة مما يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة. (جمعة،2000). أما بالنسبة لحالة الاقتصاد فتميل أسعار الفائدة إلى الارتفاع في فترات الانتعاش وعلى العكس تميل إلى الانخفاض في فترات الركود (مطر، تيم،2005، ص 129–130). وهنا لا بد من الإشارة إلى أن سعر الفائدة ليس الأداة الوحيدة للسياسة النقدية ولكنها أهم الأدوات وأكثرها وضوحا وأسهلها تنفيذا. وهذه السياسة لا يمكن الاعتماد عليها في الاقتصاد السعودي بسبب ارتباط الريال السعودي بالدولار وبالتالي فإن قدرة مؤسسة النقد العربي السعودي في إتباع سياسة نقدية تتوافق مع واقع الاقتصاد المحلي هي قدرة محدودة جدا. وكما لاحظنا فإن التعديلات التي قامت بها مؤسسة النقد العربي السعودي كانت تماشيا مع أسعار الفائدة العالمية وليس حسب واقع الاقتصاد السعودي.

2-4-2-3 أسعار الصرف Exchange Price:

تمثل أسعار الصرف علاقة تحويل بين العملات، ويعتمد ذلك على علاقات العرض والطلب بين عملتين، إن سعر الصرف الأجنبي هو سعر وحدة عملة مع وحدة مقابلة لدولة أخرى، إذ يعبر سعر الصرف الأجنبي عن كمية الوحدات من إحدى العملتين التي يتم مبادلتها بوحدة واحدة من العملة الأخرى. (شرف،2008، ص 458). وتعتبر تقلبات سعر الصرف من المخاطر التي تتعرض لها منشآت الأعمال حيث يتأثر بسببها تدفق الاستثمار الأجنبي وترتفع تكلفة الواردات ولهذا أثر إيجابي على الصادرات إلا أن ذلك مرهون بكون اقتصاد الدولة هو اقتصاد تصدير وليس اقتصاد استيراد. (هندي،2006، ص 7). فالدولة التي تزيد صادراتها على وارداتها تلاحظ وجود فائض لديها بالعملات الأجنبية وهذا يؤدي لزيادة قيمة عملتها الوطنية وهذا يؤثر بالتالي على قوتها الشرائية (كنعان، 2003، ص 92). أما تأثير أسعار الصرف على السوق المالي (الأسهم) يكون تابعاً للتغير في معدلات أسعار الفائدة وكذلك التضخم وعلى وضع ميزان المدفوعات. حيث أن أسعار الفائدة تؤثر على أسعار الصرف بشكل غير مباشر فانخفاض أسعار الفائدة مع توفر فرص استثمارية يؤدي إلى زيادة الطلب على رؤوس الأموال بهدف استثمارها ويتحقق الاستثمار وينشط الاقتصاد الوطني، ويتضاعف الاستثمار لتحقيق متانة الاقتصاد مما يؤدي تحسن قيمة العملة الوطنية تجاه العملات الأخرى. وعلى العكس فإن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى تجنب الاتجاه نحو

الاقتراض من قبل المستثمرين وينتج عن ذلك انحسار الاستثمار وانخفاض النمو وبالتالي انخفاض قيمة العملة الوطنية تجاه العملات الأخرى (شرف،2008–2009، ص 460). أما ارتفاع معدل التضخم في دولة ما مع ثبات العوامل الأخرى على حالها لا بد وأن يؤدي إلى انخفاض سعر عملتها أي انخفاض قوتها الشرائية (Fisher, 1998,p3)

وقام رائد أبو طربوش (أبوطربوش،2010، ص 36–39) بالتأكيد على أن العوامل الاقتصادية تعد العامل الأساسي الذي يحدد نسب التبادل أو سعر الصرف في الأسواق المالية، حيث يقوم البنك المركزي عند حصول أحداث معينة بالتدخل ويحاول أن يحدد من القوى المسيطرة على السوق ويحدث هذا عادة عندما يكون سعر الصرف من عملة إلى عملة أخرى اقل من معدلاتها الطبيعية أو تحاول الدولة تعديل أسعار الصرف حيث تتفاعل السوق مع هذا التدخل بشكل كبير وقوي. ويجيب عصام مصطفى (مصطفى،2002، ص19) عن السؤال التالي: هل البورصات الأكثر نشاطاً تعني دولاراً أكثر استثماراً؟ حيث يقول: بأن تحليل الارتباط النظري بين حالة التداول في البورصة (سوق الأسهم خصوصاً) والاستثمار في الدولار تتطلب أولاً تحديد نظام الصرف المتبع ومدى انفتاح الأسواق و حرية حركة رؤوس الأموال، ذلك أن الدولار يعتبر إلى حد كبير بديل استثماري قابل للتحويل للعملة الوطنية يمتص التداعيات الاقتصادية الكلية والنقدية التي من شأنها التأثير على العملة الوطنية فالدولار عند المستثمر المحلي أو الأجنبي هو الأصل الاستثماري القادر على تحييد مخاطر الاستثمار في الأصول المالية الوطنية ومنها الأسهم، بحيث أن قيمة الدولار تزيد مع انخفاض القيمة الاقتصادية للأصول المالية الوطنية، حيث أن الدولار يستفيد من الاتجاه النزولي في أسواق الأسهم مما يدفع المستثمرين لتسييل الأصول الأكثر عرضة للمخاطر حيث يحرم البورصة (سوق الأسهم خصوصاً) من فائض السيولة. وقد قامت مؤسسة النقد العربي السعودي بربط الريال بالدولار مع هامش بسيط الأمر الذي يؤثر على القوة الشرائية للريال تبعا للتغير في سعر الدولار، الأمر الذي يؤثر أيضا على قدرة المؤسسة في استخدام سياسة أسعار الفائدة للتأثير على الاقتصاد. وهذا الارتباط يفترض قيام علاقة سلبية بينها وبين أسعار الأسهم أي أن الفائدة تدفع المستثمرين إلى الأسهم في حال انخفاضها وإلى أدوات استثمارية بديلة في حال ارتفاعها. والحل هو ربط الريال بالدولار مع وضع هامش ارتفاع وانخفاض بحدود 10% هذا

يجعل المجال واسعا أمام مؤسسة النقد لتسعير الفائدة حسب الوضع الاقتصادي وليس حسب وضع الاقتصاد الأمريكي الذي كثيرا ما يكون مغايرا لواقع الاقتصاد السعودي، حيث يضطر البنك المركزي إلى تغيير أسعار الفائدة وذلك عن طريق بناء احتياطيات مالية ضخمة بعدة عملات مع ازدياد دخل النفط وبالتالي يمكن من استخدام سياسة أسعار الفائدة للتأثير على أسعار الأسهم.

3-4-2-3 العرض النقدي Money Supply:

يقصد بعرض النقود رصيد الودائع لأجل لدى البنوك التجارية إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور وتؤكد العديد من الدراسات وجود علاقة بين العرض النقدي ومستوى أسعار الأسهم في أسواق رأس المال Tadawull. Net حيث قامت العديد من الدراسات باستخدام عدة دلائل مالية لكشف تأثير التغير في العرض النقدي على سلوك أسواق المال والتي تعتمد على سعة الأسواق التي تم قياسها والأدوات المستخدمة من قبل السياسة النقدية لتحقيق التغير. حيث أن النقوديين أو الماليين Monetarists بقيادة ميلتون فريدمان شددوا على أن التغير في العرض النقدي يظهر مقدرة عالية في التأثير على كلٍ من الأسعار والناتج وذلك يتضمن تحقيق إمكانية التنبؤ بمعدل النمو في العرض النقدي(Sourial,p4). وفي أواخر الستينات وضع جيمس توبيز العلاقة بين السياسة النقدية وأسعار الأسهم والتأثير على نمو الاقتصاد الحقيقي مستخدماً نموذجه الشائع (نظرية توبيز) الذي بين أن هناك علاقة إيجابية بين العرض النقدي وسعر السهم، حيث أن انخفاض عرض النقود يؤدي إلى تقليل نسبة الأرصدة النقدية بالمحفظة الاستثمارية لدى الجمهور مما يدفع المتعاملين إلى التخلص من الأوراق المالية الزائدة ببيعها فينخفض مؤشر توبين وينخفض حجم الاستثمار ومنه يتراجع الناتج المحلي الخام، بينما زيادة العرض النقدي يزيد أسعار الأسهم وبالتالي تزيد الثروة المالية ونتيجة لذلك سيزيد الاستهلاك(Ludvigson and Steindel. 1999,p30). وإن إتباع سياسة نقدية مقيدة سيؤدي إلى توقع أسعار فائدة عالية لتعويض الزيادة في العرض النقدي لتجنب الضغوط التضخمية وهو ما يعرف بتأثير السيولة (Strongin, and Tarkan. 1990,p49). ويرى الباحث بان المستثمر يجب أن يركز على معدل النمو في العرض النقدي وليس في المستوى المطلق له، والتركيز على التنبؤ بالتغيرات في سياسة البنك المركزي، فأي توقع بقيام البنك

المركزي بتضييق الائتمان أي العرض النقدي قد يوحي بأن أسعار الفائدة سترتفع في المستقبل وأنه قد حان الوقت لبيع الأوراق المالية الحساسة لأسعار الفائدة. وهناك لا بد من الإشارة إلى أن العملية النقدية في اقتصاد يعتمد على النفط تختلف بشكل كبير عن العملية النقدية في الاقتصاديات غير النفطية فبالرغم مما تحدثه متحصلات إيرادات النفط من ارتفاع مباشر في الودائع الحكومية، إلا أنها لا تؤثر مباشرة على السيولة المحلية نظراً لأن السيولة المحلية حسب تعريفها تشمل النقد المتداول وودائع العملاء لدى المصارف التجارية، وعندما تضخ الحكومة هذه الإيرادات إلى قناة الدخل المحلي، من خلال إنفاقها المحلي يتحول تدفق النقد الأجنبي إلى سيولة محلية ولنفس السبب، ليس للمعاملات المالية الحكومية الخارجية أثر على السيولة ، بينما تؤثر معاملات القطاع الخاص مع بقية دول العالم على السيولة المحلية(مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي، 2008،ص44-45). وخلافا للاقتصاديات النامية الأخرى فإن مرونة عرض النقد في الأقطار الخليجية لا ترتبط ارتباطا وثيقا بمرونة إصدار العملة، بسبب لجوء الشركات والمؤسسات الأجنبية إلى الاقتراض والإيداع في المصارف. وما دامت نسبة العملة في التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي تتسم بالثبات النسبي في أقطار الخليج العربي. لذلك فإن مطلوبات البنك متمثلة بالعملة المصدرة لن تتغير تغيرا كبيرا ما دامت الودائع المصرفية مستعملة على نطاق واسع حيث تتغير تبعا للتغيرات على أسعار الفائدة المحلية والدولية والتغيرات في النشاط الاقتصادي والدخول، وهذا يزيد من قدرة البنوك المركزية في تحقيق التغيرات المرغوبة في عرض النقد والتأثير على البنوك التجارية من خلال الاحتياطيات النقدية لدى تلك البنوك. إلا أن التأثير في المصارف الخليجية على منح القروض والتسهيلات سيبقى محدودا في ظل السيولة العالمية التي تتمتع بها المصارف (Tadawull.netمقالة بعنوان السياسة المالية والآثار النقدية في دول مجلس التعاون الخليجي).

5-2-3 السياسة المالية (الإنفاق الحكومي) Fiscal Policy (Expenditure Government:

تعرف السياسة المالية: مجموعة من الوسائل والتدابير التي تتخذها الدولة استناداً لحالة النشاط الاقتصادي مستخدمة كافة الوسائل المالية الهامة للتأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية بهدف زيادة معدل النمو الاقتصادي(كنعان،2008-2009، ص307). بالإضافة للسياسة النقدية فإن للسياسة المالية يمكن أن يكون لها تأثير هام في أسواق الأوراق المالية، وتشمل السياسة المالية إدارة الضرائب والنفقات العامة والمديونية بواسطة الحكومة، وعلى غرار السياسة النقدية فإن السياسة المالية يمكن أن تستخدم في تحقيق الأهداف الاقتصادية المتمثلة في تحقيق استقرار الأسعار والتوظيف الكامل والنمو الاقتصادي(حماد،2006، ص 99). ويعتبر الإنفاق الحكومي من الأدوات التي تستخدم لتوجيه النشاط الاقتصادي على المستوى الكلي أو توجيه النشاط الاقتصادي نحو قطاع أو صناعة محددة لها أهميتها على المستوى الكلي. الأمر الذي يؤثر على إيراداتها وبالتالي أسعار أسهمها. ويمكن استخدام الإنفاق العام من أجل التأثير على الطلب الكلي زيادة أو نقصاناً. كما يمكن النظر إلى الإنفاق الحكومي على أنه عامل مؤثر على التوسع والنمو فيمكن أن يضاف الإنفاق الحكومي إلى الإنفاق الخاص أو كل على حِدة مما يؤدي إلى تشجيع التوسع والنمو. كما يساهم الإنفاق الحكومي في تحقيق الانكماش وضبط الموجات التضخمية (العلي،2007-2008، ص 76). يستخدم الإنفاق الحكومي في علاج التضخم حيث يعتبر من الأسباب المؤدية إلى زيادة المتداول من النقد في السوق وتقلصه يؤدي إلى خفض النقد المتداول في الأسواق.(الشماع،1992، ص49) أي أن أسعار الأوراق المالية ليست معزولة عن السياسة المالية فإن أي توقع بتغيير ما في السياسة المالية يدفع المستثمر إلى اتخاذ إجراءات معينة لتحقيق الربح على ضوء هذه التغيرات. ويرى الباحث أنه بما أن الاقتصاد السعودي يعتمد بشكل كبير على الإيرادات من قطاع النفط وكلما ارتفعت أسعار النفط زادت إيرادات الدولة مما يعني مزيدا من الإنفاق الحكومي على المشاريع القائمة أو تنفيذ المزيد من المشاريع الجديدة، حيث ستستفيد العديد من الشركات المساهمة بصورة مباشرة أي التي تقدم خدماتها أو تبيع بضائعها إلى الجهات الحكومية أو تستفيد بصورة غير مباشرة وذلك من خلال تداول أموال الإنفاق الحكومي وحصولها على جزء منه.

وكذلك أيضا فإن معظم المستثمرين يقومون باتخاذ قراراتهم تبعا للتغيرات في أسعار النفط، بالتالي يجب على المستثمر عدم ربط قرارات بيعه وشرائه بالأسعار الفورية للنفط بل بالتقلبات السعرية على المدى البعيد لاتخاذ قرارات أكثر عقلانية، لأن أي انخفاض في أسعار النفط سيؤدي إلى خفض الإيرادات الأمر الذي سيؤثر على أسعار الأسهم بطريقة غير مباشرة كما ذكرنا أعلاه.

الفصل الثاني

نماذج تقييم الأسهم

2-1 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

2-2 نموذج تسعير المراجحة.

2-3 نموذج Fama and French .

2-4 مقارنة بين النماذج.

يبحث المستثمر دائما عن زيادة العائد في أي استثمار يرغب الدخول فيه، غير أن معرفة العائد فقط لا تكفي لاتخاذ قرار استثماري راشد نظرا لغياب الوجه الأخر للاستثمار وهو المخاطرة. ولذلك يتوجب على المستثمر معرفة أو تقدير العائد وكذلك المخاطرة للمقارنة بين استثمارين أو أكثر عند الرغبة في اختيار الأفضل. لذلك يعتبر العائد مقرونا بالمخاطرة المحددين الأساسيين لصنع القرار، وهذا ناتج عن العلاقة الوثيقة والارتباط المتوازي بينهما (هيئة السوق المالية، الإصدار الأول، ص6).

إن عملية تقدير العائد المتوقع للأسهم يعتبر الأساس في العديد من الدراسات المالية كتلك المتعلقة بإدارة المحفظة، ميزانية رأس المال، و تقييم الأداء. والبديل الأساسي الممكن لذلك هو نموذج العامل الواحد (نموذج تسعير الأصول الرأسمالية) CAPM، ونموذج العوامل الثلاثة المقترح من قبل F.F(1992) وكذلك نموذج تسعير المراجحة APT.

وسنقوم في هذا الفصل بعرض هذه النماذج وبيان الفروض التي تقوم عليها والانتقادات الموجهة إليها، ومن ثم إجراء مقارنة بينها مع عرض بعض الدراسات السابقة التي تناولت هذه النماذج.

2-1 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Assets Pricing Model (CAPM):

من المعروف عند قيام المستثمر باتخاذ قراره الاستثماري فإنه يعتمد على العديد من المحددات وهي:

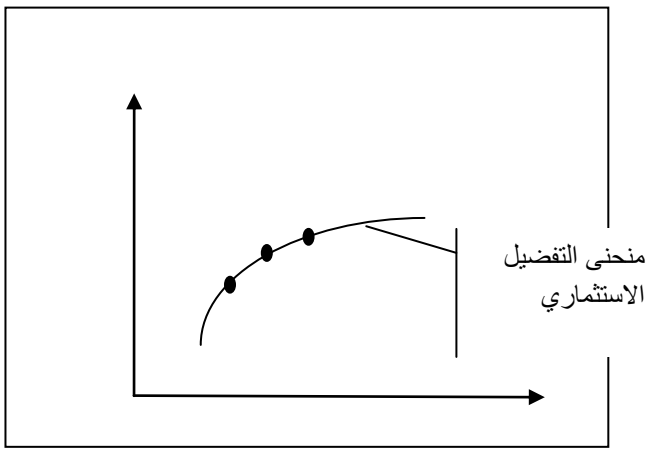
1- تبني إستراتيجية ملائمة للاستثمار.

2- مراعاة للعلاقة بين العائد والمخاطرة.

3- مراعاة الأسس والمبادئ العلمية في اتخاذ قراره الاستثماري.

حيث أن إستراتيجيات الاستثمار تعتمد على أولويات المستثمر أي تتحدد حسب منحنى التفضيل الاستثماري وهذا المنحنى يتحدد وفقا للعناصر الثلاثة التالية: الربحية – السيولة – الأمان، ويمكن أن نعبر عن الربحية بالعائد أما السيولة والأمان فنعبر عنهما بالمخاطرة.

الشكل رقم (1) منحنى التفضيل الاستثماري

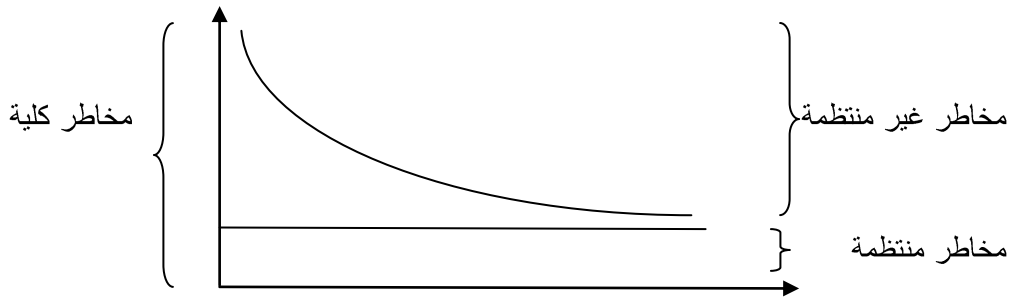


المصدر: العلي، ص4

ويقوم المستثمر عند اتخاذه لقراره الاستثماري باختيار الورقة المالية التي تحقق له عائداً محدداً عند مستوى مخاطرة محددة، أي أن كل نقطة من منحنى التفضيل هي مزيج ممكن من العائد والمخاطرة. وهناك نوعان من المخاطر هما المخاطر المنتظمة: وهي مخاطر السوق أي المخاطر التي تطال السوق بشكل كامل، ولا يمكن التخفيف من حدتها باستخدام التنويع

(العلي ص4-7). أما المخاطر غير المنتظمة: فهي مخاطر خاصة أي تخص صناعة محددة، قطاع معين دون سواه، وهي مخاطر يمكن التخلص منها بالتنويع. ومن أساليب التنويع أسلوب تنويع ماركويتز الذي قدم مفهوم التنويع الأمثل للاستثمارات من خلال نظرية المحفظة Portfolio Theory والتي هي عبارة عن محفظة تضم عددا من الأوراق المالية، ويتم تحديد نسبة كل منها في ضوء العائد، المخاطرة ودرجة الارتباط بين كل زوجين منها، بحيث تنخفض درجة المخاطر غير المنتظمة كلما قلت درجة الارتباط بين هذه الأوراق المالية التي تضمها المحفظة (مرهج،2003 ص13). والشكل التالي يوضح المخاطر بنوعيها المنتظمة وغير المنتظمة وعلاقتها بعدد أنواع الأوراق المالية التي تضمها محفظة الاستثمارات.

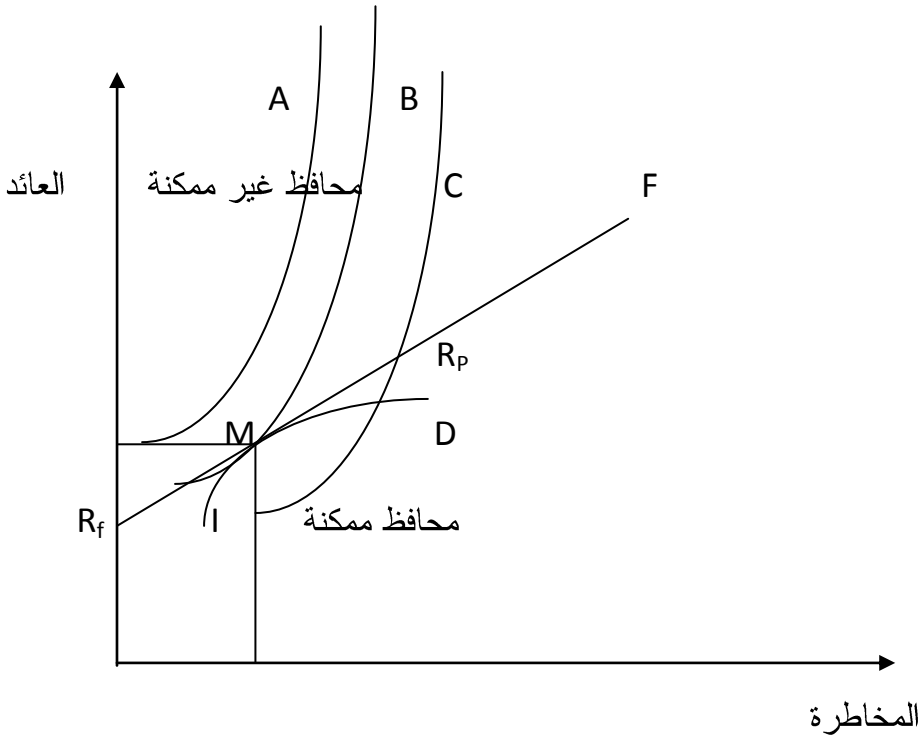
الشكل رقم (2) المخاطرة وعدد الأوراق المالية



المصدر: مرهج، ص13

وعندما يقوم المستثمر بالجمع بين الاستثمار في الأوراق المالية عديمة الخطر ومحفظة الاستثمار الخطرة نلاحظ وجود مجموعة من الفرص الاستثمارية الجديدة التي تقع على الخط المستقيم الذي يبدأ من التقاطع R_f (العائد العديم المخاطرة) ويلامس مجموعة المحافظ المثلى عند النقطة M . حيث أن مَحافظ الاستثمار الجديدة الواقعة على الخط R_f M_f تتفوق على مثيلاتها الواقعة على مجموعة المحافظ الكفء IMD، باستثناء المحفظة M المشتركة بين المجموعتين.

الشكل رقم (3): خط سوق رأس المال



المصدر: بالاعتماد على العلي، ص49

أي أن المستثمر من خلال منحنيات السواء A B C D يستطيع استبدال أي محفظة واقعة على خط السواء B بأي محفظة استثمارية واقعة على خط السواء A الأعلى. فالعائد المتوقع للمحفظتين متساو ويساوي إلى R_p ، ولكن خطر المحفظة الثانية أقل بكثير من خطر المحفظة الأولى. كذلك يستطيع المستثمر الاقتراض والإقراض بمعدل عائد مساوٍ لمعدل العائد على الإقراض R_f أن يصل إلى المحافظ الاستثمارية الواقعة على الجزء MF من خط مجموعة الفرص الاستثمارية الجديدة إذا كانت علاقة تفضيله تلامس هذا الخط من ذلك الجزء. بذلك يحصل على محافظ استثمار ذات عائد أعلى من عائد المحفظة M ولكن بخطر استثمار أعلى بسبب رافعة التمويل.

من الشكل السابق يتبين أن المحافظ الاستثمارية للمستثمرين ستقع على الخط M_f R_f وبنسب متفاوتة من مزيج محفظة الاستثمار الخطرة M والأوراق المالية عديمة المخاطرة. هذا يعني أن كافة المستثمرين في سوق رأس المال سيقبلون على الاستثمار في المحفظة M، مما يؤدي

إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية المكونة منها هذه المحفظة وانخفاض عوائدها وذلك بالمقارنة مع الأوراق المالية في المحافظ الأخرى التي تنخفض أسعارها وترتفع عوائدها مما يجعلها أكثر استقطابا للاستثمار. نتيجة ذلك يتم إعادة تكوين محفظة الاستثمار M بإدخال أوراق مالية جديدة فيها. وتستمر عملية التعديل في الاستثمارات في الأوراق المالية المكونة للمحفظة M إلى أن يتم التوصل إلى التوازن في سوق الأوراق المالية. تدعى المحفظة M بمحفظة السوق لأنها تحتوي على كافة فرص الاستثمار الكفء المتاحة، أما الخط R_f M_f يدعى خط سوق رأس المال*.

2-1-1 خط سوق رأس المال CML: Capital Market Line:

يمثل خط سوق رأس المال CML العلاقة مابين العائد المتوقع والمخاطرة عندما يكون السوق في حالة توازن. ويعبر عنه بالمعادلة التالية:

$$E(R)_P = R_F + \quad (R)_P$$

حيث: R_f: العائد الخالي من الخطر.

$(R)_P$: مخاطرة المحفظة المالية (العلي ، 2007-2008،ص 49).

و يتألف معدل العائد على الاستثمار من شقين:

الأول: هو العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر R_f وهو تعويض عن توجيه المستثمر أمواله للاستثمار. الثاني: علاوة الخطر أي الفارق بين العائد على الاستثمار في محفظة السوق والأوراق المالية عديمة الخطر.

$$\lambda = \frac{E(R)_m - R_f}{\sigma_{(R)_m}}$$

إلا أن خط سوق رأس المال لا ينطبق على المحافظ غير الكفء ولا على الورقة المالية الفردية فكلاهما يقع أسفل خط سوق رأس المال (هندي،2004 ، ص 181-183). وليتمكن

*من إعداد الباحث بالاعتماد على عبيد الله،2006، ص (28-34)، العلي، ص(48-49).

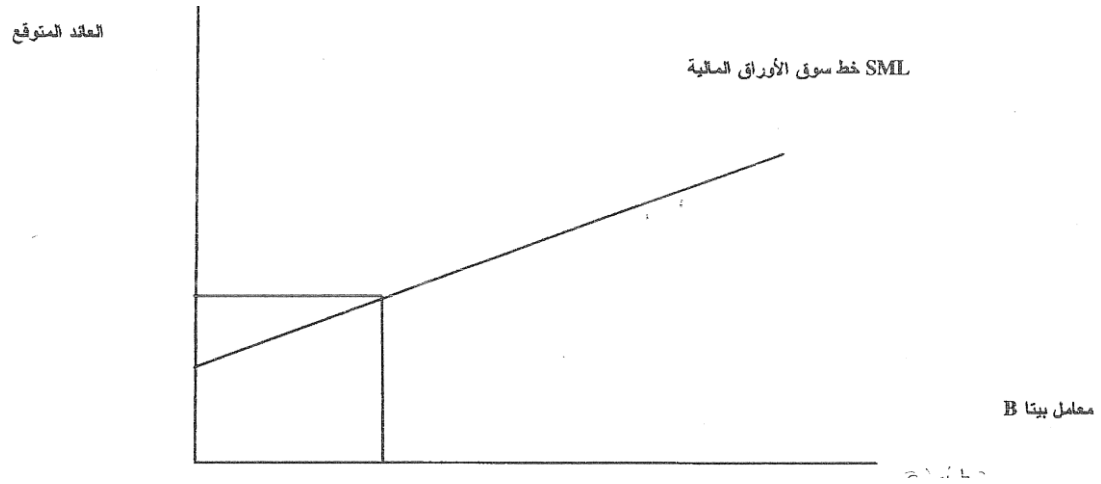
المستثمر من تحديد العوائد المتوقعة على المحافظ الكفء وغير الكفء فإنه يقوم باستخدام خط سوق الورقة المالية SML.

2-1-2 خط سوق الورقة المالية: Security Market Line:

يمثل خط سوق الأوراق المالية العلاقة الخطية بين معدل العائد المطلوب على ورقة مالية ودرجة مخاطرتها المنتظمة المقاسة بمعامل بيتا. فعند مستوى معين من المخاطرة المنتظمة يبين خط سوق الأوراق المالية معدل العائد المطلوب المقابل. أي أن ميل خط سوق الأوراق المالية هو علاوة مخاطرة السوق $(r_m - r_f)$ وهو ثابت (المعهد العربي للتخطيط- الكويت).

$$SML = R_f + B\,(R_m - R_f)$$

الشكل رقم (4): خط سوق الورقة المالية



المصدر: العلي، ص51

أي أن CML يبين العائد والمخاطرة لمحفظة كاملة التنويع على خلاف الـــ SML الذي يبين العائد والمخاطرة للسهم، كما يمكن أن يبين العائد والمخاطرة لأي محفظة ما (لا يشترط أن تكون المحفظة كاملة التنويع)، إذا ما تم النظر إلى المحفظة على أنها ورقة واحدة، أي أن SML يقيس العائد والمخاطر لورقة مالية أو محفظة لا يشترط أن تكون محفظة كاملة التنويع بينما تبين CML العائد والمخاطر للمحافظ كاملة التنويع فقط.

3-1-2 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Assets Pricing Model :CAPM

يسعى هذا النموذج إلى حساب معدل العائد المطلوب على أصل ما ضمن محفظة استثمارية تمتلك مقومات التنويع (محفظة السوق) بأخذ المخاطرة النظامية للأصل بعين الاعتبار. وضع النموذج جاك ترينور (1961-1962)، جون لينتر (1965)، وجان موسين (1966) كلا على حِدة بالاستفادة من أعمال ماركويتز حول التنويع ونظرية المحفظة الحديثة. يوصف هذا النموذج العلاقة بين المخاطرة والعائد المتوقع، بحيث يتحدد العائد المتوقع للورقة المالية أو الأصل أو المحفظة في المعدل الخالي من المخاطرة مضافا إليه علاوة المخاطرة المناسبة (Fama and French,2004.p25). ويسعى المستثمرون بحسب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إلى الحصول على نوعين من المردود أحدهما يعوضهم عن القيمة الزمنية للنقود والأخر يعوضهم عن المخاطرة المترتبة على حيازة الأصل. ويتمثل النوع الأول (القيمة الزمنية للنقود) في العائد الخالي من المخاطرة الذي يعوض المستثمرين عن توظيف أموالهم في استثمارات بعينها على فترة زمنية معينة. أما النوع الأخر وهو علاوة المخاطرة فيقيس مقدار التعويض الذي يتطلبه المستثمر لقاء ما يتحمله من مخاطرة. وتستخدم بيتا كمقياس لمقارنة عائد الأصل مع عائد السوق في فترة زمنية معينة من خلال ربط قيمة علاوة المخاطرة بقيمة بيتا يمكن حساب قيمة بيتا للأصل المدروس.ebescohost 2008

أي أن:

$$E(R)_i = R_f + B_i\,(E(R_m) - R_f)$$

حيث : B_1: تمثل معامل بيتا للسهم.

- **فروض النموذج:**

يقوم هذا النموذج على العديد من الافتراضات منها:

1- المستثمرون كارهون للمخاطر ويحاولون تعظيم ثروتهم في نهاية فترة الاستثمار، حيث تمتد لفترة واحدة فقط.

2- المستثمرون لديهم توقعات واحدة عن عوائد الاستثمار.

3- تخضع عوائد الاستثمار للتوزيع الطبيعي.

4- يوجد أصل خالٍ من الخطر كما أن المستثمرين يمكنهم الإقراض والاقتراض عند ذلك المعدل الثابت وهو المعدل الخالي من الخطر.

5- هناك عدد وكمية محددة من الأصول ضمن نموذج الفترة الواحد.

6- يمكن تقسيم وتسعير الأصول في سوق المنافسة الكاملة.

7- إن السوق يتصف بالكمال ولا يوجد ضرائب على البيع.

8- يطلب المستثمرون في الأسهم عائداً أعلى من معدل العائد الخالي من المخاطر لتعويض المخاطر المنتظمة.

9- لا يطلب المستثمرون علاوة على المخاطر غير المنتظمة لأنه يمكن التخلص منها بالتنويع. (Ebescohost.2007).

يفيد هذا النموذج في حساب السعر النظري للاستثمارات الممكنة ويحدد الارتباط مابين عوائد الأسهم وعوائد أسهم السوق في الفترة اللاحقة. ويمكن استخدامه في:

- تقدير سعر السوق التوازني لأصل ما.
- تقدير السعر المتوقع لتكلفة حقوق الملكية مع الأخذ بعين الاعتبار مكونات الخطر اللاحقة في الاستثمارات المالية (Ebescohost.2008).
- **انتقادات النموذج:**

تعرض نموذج CAPM للعديد من الانتقادات ركزت معظمها على الفروض التي يقوم عليها النموذج كما يلي:

1- عدم واقعية فرض الإقراض والاقتراض بمعدل الفائدة الخالي من المخاطر:

قام Black fisher 1972 بتطوير نموذج CAPM دون هذا الفرض حيث أن العائد المتوقع بنموذج Black أقل من ذلك المتوقع بالنسبة للسوق فالعلاوة بالنسبة لبيتا موجبة. فإذا لم يكن هناك أصل خالٍ من الخطر سيختار المستثمرون محافظ ذات أسعار واضحة للسوق والتي هي محفظة السوق، حيث أن العائد المتوقع للأصل غير مرتبط بالسوق. أما العلاوة

بنموذج CAPM هي الفرق بين العائد المتوقع والعائد الخالي من المخاطر التي من الممكن أن تكون سالبة.

$$\text{العلاوة} = E(R_m) - R_f$$

2- عدم تحديد إمكانية البيع قصير الأجل للأصول: حيث تصبح محفظة السوق بذلك غير فعالة.

3- يقوم النموذج على افتراض أن المستثمرين يهتمون فقط بالمتوسط والانحراف لعوائد المحفظة لفترة واحدة واستجابة لذلك فإن المستثمرين يهتمون بكيفية تباين العائد مع كمية الدخل وفرص الاستثمار المستقبلية لذلك تباين عائد المحفظة لا يراعي الامتداد الهام للخطر.

4- لم يفسر نموذج CAPM العلاقة الموجبة بين التدفقات النقدية المتوقعة والعوائد المتوقعة حيث أن السهم يعبر عنه بالتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة مخصومة بالعائد المتوقع على السهم. فإذا كان لسهمين نفس السعر الواحد بتدفقات نقدية مستقبلية عالية سيملك عائداً متوقعاً مرتفعاً وهذا يقدم حقيقة فيما إذا كان التسعير غير صحيح، فلا يمكننا تحديد إذا كان الخطأ في ضعف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM أم نتيجة خطأ بالتسعير .

5- بشأن اختيار محفظة السوق: لم يوضح النموذج مكونات المحفظة من الأصول التي من الممكن أن تكون غير شرعية بالإضافة إلى محدودية المعلومات الحقيقية الخاصة بالأصول التي تم تضمينها وتركز CAPM على استخدام وكلاء عن محفظة السوق وليس محفظة السوق الحقيقية.

6- لم تحدد المتغيرات الأخرى التي من الممكن أن تؤثر على العائد المتوقع مثل: معدلات السعر، مثل دراسة Basus عام 1977 الذي برهن بأن الأسهم ذات معدل E\P المرتفع تكون عوائدها أعلى من المتوقعة عن طريق CAPM . أيضا أوضح Rosenberg, Reid and Lentein عام 1985 و Statam عام 1980 بأن الأسهم ذات B\M العالية تكون عوائدها المتوقعة عالية أيضا. وكلاهما لا يرتبط بمعامل بيتا لها. واستخدم Fama and French عام 1996,1992 منهج الانحدار

القطاعي ومعدلات E\P ، الدين\ حقوق الملكية، B\M بالاعتماد على محافظ مصنفة حسب معدلات السعر، ووجدوا أن معدلات أسعار مختلفة تملك معلومات متشابهة حول العوائد المتوقعة لأن السعر هو القوة القائدة في معدلات السعر وصور الكسر هي مقياس المتغيرات المستخدمة لاستخلاص المعلومات المؤثرة على السعر(تأثير القيمة).

مصادر الدخل، حيث قام Benz عام 1981 بتوضيح حجم التأثير عندما تصنف الأسهم بحسب مصادر دخلها فإن متوسط العوائد للأسهم الصغيرة أعلى من المتوقعة بـــ CAPM وكل هذه المتغيرات هي متغيرات ثابتة غير معرفة تقلل من الخطر المنتظم(تأثير الحجم).

7- بقي الكثير من القيم والحجوم المؤثرة في متوسط العائد غير مشروحة بنموذج CAPM وكذلك لم توضح قوة تأثير العوامل على الأسهم حيث برهن Jegadeesh and Titman عام 1993 بأن الأسهم ذات الأداء الجيد بالنسبة للسوق خلال الشهور الثلاثة أو الأثني عشر الأخيرة تميل للاستمرار في أدائها خلال الأشهر القليلة التالية والأسهم ذات الأداء الضعيف تميل إلى الضعف أكثر(تأثير الوقت).

ورغم هذه الانتقادات ما زال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يستخدم في العديد من التطبيقات كتقدير تكلفة رأس مال الشركات، وأداء مدراء المحفظة ، وما زالت تعلم في كثير من مجالات الاستثمار. ونتيجة لذلك قام العديد من الباحثين بالقول أن هناك العديد من العوامل التي تؤثر على عائد السهم فقام Ross 1976 بتطوير النموذج الذي يتضمن العديد من العوامل والذي سمي بنظرية تسعير المراجحة APT.

2-2 نموذج تسعير المراجحة: Arbitrage Pricing Theory (APT):

تعتبر نظرية تسعير المراجحة التي وضعها ستيفن روس في العام 1976 نموذجا لتسعير الأصول على غرار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية والذي يتحدد به العائد المتوقع للأصل المالي كتابع خطي لعدد من عوامل الاقتصاد الكلي أو مؤشرات السوق المختارة، بحيث يكون لكل عامل معامل بيتا الخاص به الذي يقيس حساسية عائد الأصل لكل عامل. ويستخدم معدل

العائد الناتج للوصول إلى سعر الأصل الذي يجب أن يساوي السعر المتوقع في نهاية الفترة مخصوما بالمعدل المستخرج وفق هذا النموذج (Wang, 2005,p1 ,(Huberman.

ويمكن التعبير عن العلاقة بين عائد الأصل وهذه العوامل بالعلاقة:

$$r_j = E(r_j) + bj_1f_1 + bj_2f_2 + \ldots\ldots\ldots\ldots + bj_nf_n + e_j$$

حيث: r_j : العائد على الورقة المالية j خلال فترة معينة.

$E(r_j)$: العائد المتوقع على الورقة j.

b_{jk}: درجة حساسية الورقة j للتغير في العامل k.

f_k: العامل الذي يؤثر على الورقة j (مفترض ليساوي متوسطه الصفر) (معدل التغير فيه= صفر).

e_j: مخاطر الورقة المرتبطة بالمنشأة .

أي أن العائد على الورقة المالية يمكن أن يحدد بعلاقة خطية لعوامل الاقتصاد الكلي أو مؤشرات السوق Http://en.Wikipedia.org\wiki\ArbitragePricingtheory

تستخدم ATP في تطبيقات عملية واسعة بسبب بساطتها ومرونتها كتقدير أداء المدير المالي وتقدير تكلفة رأس المال.

- **افتراضات النموذج:**

تقوم نظرية تسعير المراجحة على الفروض التالية: (هندي، 2004 ، ص 332).

1- إن سوق رأس المال يتميز بالكمال، فلا يوجد تكلفة معاملات أو ضرائب أو تكلفة إفلاس، كما لا توجد قيود على البيع على المكشوف(المنافسة التامة في أسواق رأس المال).
2- إن المستثمر يسعى دائما لتعظيم ثروته.
3- إن عائد الورقة المالية هو محصلة تأثير عدد من العوامل.

4- إن للمستثمرين توقعات متجانسة بشأن عدد وماهية العوامل المؤثرة على عائد الورقة المالية.

5-يمكن الإقراض والاقتراض بمعدل يساوي معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

- **انتقادات النموذج:**

إن المشكلة الأساسية في نظرية تسعير المراجحة هي عدم تحديدها للعوامل الاقتصادية المؤثرة على الورقة المالية. حيث قام Daniel and Titman عام 1997 بإثبات أن نموذج ATP لا يمكن تحقيقه لمحافظ مكونة من أسهم مصنفة بحسب ثقل النقدية. وقام Roll and Ross عام 1980 بتعريف عوامل الاقتصاد الكلي لتفسير عوائد الأصل مثل العائد على أسهم الملكية، الهامش في معدلات الفائدة القصيرة والطويلة الأجل، معدل التضخم، معدلات النمو في الإنتاج الصناعي ومجموع الاستهلاك. وكذلك أن بعض تطبيقات ATP تطلب امتداد للنموذج الأساسي والتي تناقض الاعتقاد الأساسي بأن الأصول تسعر حتى إذا لم يوفر السوق فرصا للمراجحة (Huberman,Wang 2005,p2). إلا أن هذه العوامل قد تتغير مع الوقت بالإضافة إلى أن هذا النموذج يتطلب الحصول على معلومات أكثر. فقد قام Fama and French 1992 بتطوير نموذج التسعير الذي يتضمن هذه العوامل السوقية، الحجم ومعدل القيمة الدفترية إلى السوقية B/M.

2-3 نموذج Fama and French (1992) نموذج العوامل:

نتيجة الانتقادات التي تعرض لها نموذج CAPM قام Fama and French عام1992 باقتراح نموذج العوامل الثلاثة الذي يوفر بديل لـــ CAPM لتقدير العائد المتوقع. حيث أن سلسلة أعمال Fama and French في الأعوام (1993,1995,1996) أثبتت سقوط نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM لتفسير الاختلاف الجزئي في متوسط عوائد الأسهم، وحث نجاح نموذج العوامل الثلاثة على مناقشة علم المالية لتفسير الصلة الاقتصادية بين عوامل Fama and French و المخاطر النظامية. حيث عجزت CAPM عن تفسير الانحراف الجزئي لمتوسط عوائد السهم التي تكون بسبب خطأ التسعير(In, Kim. 2007,p165)، وعدم إمكانية حصر المخاطر غير المنتظمة. فنموذج CAPM لا يمكن أن يحدد جميع المخاطر

النظامية في الاقتصاد، وبالتالي يترك جزءاً من المخاطر النظامية متعلقة بمواصفات الشركة (Tai,2003, p359). وقد تمت إضافة عاملين لتفسير زيادة العائد الحجم، ومعدل القيمة الدفترية/القيمة السوقية. حيث يتم تقدير معامل بيتا لكل عامل عن طريق انحدار السلاسل الزمنية كما يلي:

$$R_{ij} - r_{ft} = a_i + B_{1i}(r_{it} - r_{ft}) + B_{2i}\, SMB_t + B_{3i}\, HML_t + e_{it}$$

$$T= 1, \ldots\ldots, t_o$$

حيث SMB: العائد على المحفظة ذات الأسهم الصغيرة– العائد على المحفظة ذات الأسهم الكبيرة.

HML: العائد على المحفظة ذات الأسهم بقيمة B\M عالية – العائد على المحفظة ذات الأسهم الكبيرة بقيمة B\M منخفضة. وبعد ذلك يتم تقدير علاوة الخطر لكل عامل من هذه العوامل باستخدام بيتا المقدرة من المعادلة السابقة (Barthology and Peare 2005,p415,). في حين يتم استخدام هذا النموذج في الأبحاث التجريبية التي تتطلب نموذج للعوائد المتوقعة. على الرغم من أن الباحثين أمثال Loughran and Ritter, 1995; Mitchell and Stuffored 2000 استخدموها لقياس المعلومات الخاصة بإدارة المحفظة و Carharts 1997 لدراسة أداء السندات الحكومية والعديد من الحرفيين أمثال Ibbotson Hssociates لتقدير تكلفة رأس مال حقوق الملكية .(fama and French, 2004,p39). وفي عام 1993 قام Fama and French بإضافة عاملين جديين هما عامل الوقت Term Spread وعامل الإفلاس Default Spread. قام Chen., et *al* (2010) باقتراح نموذج بديل لنموذج $F.F_3$ يتضمن عامل السوق وعامل الاستثمار والعائد على الأصل ROA . حيث أن الغرض الأساسي لهذا النموذج من تسعير الأصل الأساسي للاستثمار. ويعطى النموذج بالعلاقة التالية:

$$\mathbf{E[r] - r_f = B_{MKT}E[r_{MKT}] + B_{INV}E[r_{inv}] + B_{ROA}E[r_{ROA}]}$$

حيث أن: $\mathbf{r_{inv}}$ هو العائد على عامل الاستثمار (الفرق بين أداء المحافظ ذات أسهم نمو منخفضة و أداء المحافظ ذات أسهم نمو مرتفعة).

r_{ROA}: الفرق بين أداء المحافظ ذات قيمة ROA المرتفعة – المحافظ ذات قيمة ROA المنخفضة.

فالشركات تتخذ قرارات استثمار وذلك بإعطاء معدلات خصم وربحية مستقبلية متوقعة. فمعدل الخصم العالي (المنخفض) يؤدي إلى قيمة صافية مستقبلية منخفضة (عالية) وبالتالي استثمار أقل (أعلى). كما أن الشركات ذات قيمة ROA المرتفعة يجب أن يكون لديها معدل خصم عالي، فمعدل الخصم العالي هذا بحاجة إلى أن يعوض قيمة ROA، المنخفضة وتوليد قيمة مستقبلية منخفضة للمال الجديد وبالتالي استثمار أقل. وإذا لم يكن معدل الخصم مرتفع كفاية، فهذه الشركة يجب أن تتوقع قيمة مستقبلية عالية للمال الجديد واستثماراً أكبر. وأيضا تكاليف الاستثمار العالية تؤدي إلى قيمة مستقبلية منخفضة بالتالي استثمار أقل. وعلى العكس تؤدي التكاليف الأقل لرأس المال إلى قيمة صافية مستقبلية عالية بالتالي فرص استثمار أعلى .(Ammann., *et al* 2012)

- **افتراضات النموذج:** (هندي،2004، ص301):

تقوم على ثلاثة فروض:

1- القيمة المتوقعة للعائد الذي يرتبط بالمنشأة المصدرة للورقة يساوي الصفر.
2- لا يوجد ارتباط بين عوائد الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت والتي ترتبط بطبيعة وظروف كل منشأة.
3- لا يوجد ارتباط بين العامل المشترك وبين العوائد التي تعزى لظروف المنشأة ذاتها.

- **انتقادات النموذج:**

الانتقاد الموجه لهذا النموذج هو أن العوامل المأخوذة SMB و HML لا تتحرك مع التنبؤات بالمتغيرات الثابتة الأخرى المأخوذة بعين الاعتبار من قبل المستثمرين والتي تفسر كفرص استثمارية بديلة . حيث أن HML أكثر ارتباطا بتنبؤات السوق من SMB وأن كل من SMB و HML تلعب دورا بسيطا في تحديد فرص الاستثمار البديلة في المدى القصير. لكن تقدم الكثير من المعلومات في المدى الطويل عن فرص الاستثمار البديلة (In, Kim

(2007,p170,. إلا أن هذا النموذج يمكن أن يستخدم في إدارة المحفظة بالاعتماد على تلك العوامل إذا ما تم ترتيبها بشكل مناسب حيث أن لها قدرة تفسيرية أكثر من بيتا فقط.

2-4 مقارنة بين النماذج Comparing between the Models:

2-4-1 APT AND CAPM:

إن نظرية APT أكثر عمومية من نموذج CAPM الذي يبنى فيه التوازن على أساس متغير واحد فقط يؤثر في العائد هو تباين ذلك العائد. ويمكن أن تؤخذ CAPM كحالة خاصة لـــ APT حيث أن خط سوق الورقة المالية يقدم نموذج العامل الواحد لسعر الأصل، وأن APT يمكن أن ترى كنموذج جانب العرض طالما أن بيتا تعكس حساسية الأصل للعوامل الاقتصادية. بينما نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يأخذ بعين الاعتبار جانب الطلب. كما أن APT لا تقدم لنا معلومات عن طبيعة العوامل ولا عن حجم كل عامل بعلاقته مع عائد الاستثمار http://en.wikipedia.org/wiki/Arbitrage pricingtheory. وتختلف APT عن CAPM في أنها أقوى في افتراضاتها حول عملية توليد العائد، إلا أنها أضعف لأنها لا تخبرنا أكثر عن العائد المتوقع من هذه العوامل. حيث أن نموذج CAPM يقدم ملاحظات عن كيفية قيام المستثمرين بتحديد أسعارهم اعتمادا على تفضيلاتهم المختلفة، أي أنها لا تحدد عاملاً واحداً أو ثلاثة أو ... فقد يكون هناك مليون عامل(Burton, 1998). أي أنه على خلاف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يربط العائد بعلاقة خطية مع المخاطرة النظامية فقط، فإن التسعير بالمراجحة يعبر عن علاقة خطية متعددة العوامل.

2-4-2 Fama and French and APT:

يتميز APT عن Fama and French في أن Fama and French لا يعتبر نموذجا للتوازن لكن APT هي نظرية للتوازن تحكم العلاقة بين عائد الورقة والمتغيرات المؤثرة على ذلك العائد. أما في حالة التوازن فإن APT لا يختلف في مكوناته عن نموذج Fama and French (هندي،2004، ص 310).

2-4-3 Fama and French and CAPM:

لا يعتبر نموذج Fama and French نموذجا للتوازن بالتالي يختلف عن CAPM بذلك. تقدم Fama and French الكثير من الحجوم والقيم المؤثرة في متوسط العائد في حين أن CAPM لم تتناول ذلك (Fama and French, 200,p39).

وسنقوم الآن بعرض بعض الدراسات السابقة التي قامت بدراسة هذه النماذج أو إجراء المقارنة بينها، وذلك باستخدام متغيرات مختلفة ومنها:

- دراسة (Kim., *et al* 2012) هدفت هذه الدراسة إلى إجراء مقارنة شاملة لنماذج تسعير الأصول في سوق كوريا للأوراق المالية. وتوصل البحث إلى أن نموذج $F.F_5$ يفوق أداء $F.F_3$ في كثير من التوقعات حيث أن عاملي الوقت TERM والإفلاس DEF تلعب دورا هاما في تفسير متوسط عوائد الأسهم في سوق كوريا. ومن ثم يأتي نموذج Chen, et., al (2010) و نموذج Campbell (1996) في المرتبة الثانية (الذي استخدم معدلات سندات الحكومة، توزيعات الأرباح، معدل نمو الدخل الحقيقي، عامل الوقت).
- دراسة (Armstrong, et., al. 2012) قامت الدراسة باختبار نموذج APT وذلك بإضافة عامل خطر أسعار الصرف. وذلك على سوق الولايات المتحدة الأمريكية للفترة من 1975-2008، وتم أثبات أن سعر الصرف يمكن أن يؤثر بشكل واسع على عوائد الأسهم وعلاوة الخطر، من خلال تأثيرها على عاملي الحجم والقيمة.
- دراسة (Lin., *et al* 2012) قامت الدراسة ببيان مدى صلاحية استخدام نموذج Fama and French ذو العوامل الثلاثة ليكون وكيلا عن عوامل الخطر، وذلك تطبيقا على سوق شنغهاي المالي للفترة من 2000 ولغاية 2009 على 237 شركة موزعة في 10 محافظ. وتم التوصل إلى ما يلي: إن نموذج F.F وكيل مناسب لعوامل الخطر بالنسبة للمحافظ الاستثمارية، وعامل السوق ملائم كوكيل للأسهم الفردية. أما العامل المناسب لكل من المحافظ الفردية والأسهم الفردية هو عامل السوق فقط.
- دراسة (Ammann., *et al*. 2012) قامت الدراسة بدراسة نموذج CNZ (2010) ومقارنته مع نموذج F.F التقليدي ونموذج CAPM . وذلك على السوق الأوروبي

خلال الفترة من 1990–2006. وأثبتت النتائج بأن نموذج العوامل الثلاثة البديل CNZ يعمل بشكل مشابه أو أفضل من النموذج التقليدي، حيث أن هذا النموذج أكثر قدرة على تفسير قوانين السوق المالية. وأن هناك علاقة عكسية بين معدل العائد المتوقع ومعدل نمو الأصل، في حين العلاقة طردية بين عوائد الأسهم قصيرة الأجل والعوائد المتوقعة.

- دراسة (Virk, 2012) هدفت هذه الدراسة إلى معرفة تأثير السياسات المالية والنقدية على عائد السهم وذلك على سوق فنلندا المالي للفترتين من 1993–2003 ومن 2007–2008، لـــ25 محفظة. وهذه المتغيرات هي: سعر الصرف، معدل البطالة، الاستهلاك، معدل التضخم، سعر الفائدة، والتغير في سعر الصرف. باستخدام كل من نموذج CAPM ونموذج F.F. وتم التوصل إلى أن نموذج F.F أكثر قدرة في تفسير عوائد الأسهم من نموذج CAPM ، أي أن قدرة المتغيرات الاقتصادية أفضل من قدرة عامل السوق في تفسير عوائد الأسهم، الأمر الذي يظهر أهمية المعلومات الاقتصادية ككل في تحديد أسعار الأسهم.
- دراسة (Hrinen, 2011) هدفت هذه الدراسة إلى تحليل فيما إذا كان هامش الربح وسعر الفائدة قصير الأجل قادرين على تحديد أسعار الأسهم والسندات، من خلال قياسها لعامل الخطر. تم استخدام نموذج CAPM وتم التوصل إلى أن هامش الربح يتنبأ بسعر السندات والأسهم، إلا أنها غير قادرة على تحديد التقلب في هذه الأسعار خلال فترات زيادة معدل الفائدة. فهناك قيود ثابتة للعلاقة بين الأسهم والسندات خلال الدورة المالية. فإضافة معدل الفائدة قصير الأجل وهامش الربح كعوامل للتنبؤ تتغير مع الوقت بسبب العلاقة بين عوائد الأسهم والسندات.
- دراسة (Apergis., *et al*. 2011) هدفت هذه الدراسة إلى إعادة اختبار العلاقة بين عوائد الأسهم وأسعار الصرف الثابتة والمتغيرة، باستخدام نموذج (1993) F.F. حيث تمت الدراسة على سوق ألمانيا المالي للفترة من 2000–2008 اعتمادا على البيانات اليومية، وتم التوصل إلى أن سعر الصرف يساهم في تسعير الأسهم، بالإضافة إلى عاملي الحجم والقيمة. وأن هذا التأثير أكبر في الشركات ذات الحجم الصغير والشركات ذات قيمة B/M العالية. وفي أي إستراتيجية للاستثمار ينصح المستثمرون

باختيار الأسهم ذات الحساسية المنخفضة لأسعار الصرف. وعلى المستثمرين أن يبقوا بأذهانهم أن الشركات قليلة الاستيراد والتصدير تكون أقل قدرة على التحوط من أسعار الصرف، بالتالي عامل الخطر لديها يكون أعلى. وعليهم أخذ أسعار الصرف بعين الاعتبار عند تقدير العائد المطلوب من الشركة.

- دراسة (Kim., *et al*. 2011) هدفت هذه الدراسة إلى إدخال عامل نمو الدخل المستقبلي لنموذج F.F كمتغير اقتصادي مشابه للشروط الاقتصادية وتقلب دورة الأعمال، والتي من الممكن أن تكشف عن المخاطر الاقتصادية، وذلك لبيان قدرتها بالإضافة إلى عاملي الحجم والقيمة في تفسير عوائد الأسهم. حيث تم التوصل إلى أن إضافة هذا العامل يلعب دورا إيجابيا مع عوامل F.F في تفسير عوائد الأسهم.
- دراسة (Lam and Tam, 2011) قامت هذه الدراسة ببيان دور السيولة في تسعير عائد السهم في سوق هونغ كونغ المالي من عام 1981– 2004 . وتمت مقارنة هذا النموذج الجديد مع نموذج CAPM ونموذج F.F . وتم التوصل إلى أن النموذج الجديد بعد إضافة السيولة هو النموذج الأفضل لتفسير عائد السهم ، فالأسهم المسيلة تحمل تأثيراً سلبياً بينما الأسهم غير المسيلة تحمل تأثيراً إيجابياً على عامل السيولة.
- دراسة (Ouysse and Kohn, 2010) تم في هذه الدراسة ببيان دور بعض المتغيرات الاقتصادية كالتضخم، معدل البطالة، التغير في الإنتاج الصناعي، معدل نمو النقود، المدخرات الخاصة، الاستهلاك، والتغير في أسعار النفط في تسعير الأوراق المالية. باستخدام نموذج APT على البيانات الشهرية للفترتين من 1960– 2003 ومن 2004–2006 ، على ثلاث أنواع من المحافظ AMEX, NYSE, and NASDAQ . وتم التوصل إلى أن هذه العوامل أكثر قدرة في تسعير الأوراق المالية من عاملي الحجم والقيمة، وهذا الأمر يقترح بيتا متعددة العوامل لتسعير الأوراق المالية، هذا السعر الذي يحدد بالمخاطر الاقتصادية بدلا من المتغيرات الخاصة بالشركة. فأي تغير في هذه المتغيرات يحدث تغيراً في الاتجاه وحجم علاوة الخطر الاقتصادية تعطي إشارة للمستثمرين بالتحول إلى الاستثمارات البديلة.
- دراسة (Hwang., *et al*. 2010) هدفت هذه الدراسة إلى إدخال خطر هامش الضمان كبديل عن مخاطر الإفلاس في نموذج CAPM لبيان قدرة المستثمرين

المحدودة على بيان تأثير عاملي الحجم والقيمة في نموذج F.F . وذلك على سوق الأسهم الأمريكية للفترة من 1934– 2006 . وتم التوصل إلى أن تأثير الحجم والقيمة يمكن أن يحدث باستخدام نموذج CAPM التقليدي، أما باستخدام النموذج الجديد أثبت بأن عوائد الأسهم لا ترتبط بعامل السوق فقط بل بغلة السندات الممتازة أيضا، وهو خالٍ من تأثير عاملي الحجم والقيمة. أي أن هامش الائتمان يمكن أن يفسر العائد في الشركات ذات الحجم الكبير وذات قيمة B/M العالية كما يفسرها خطر الإفلاس.

- دراسة (Sato., *et al*. 2011) هدفت هذه الدراسة إلى إضافة عامل التضخم إلى نموذجي CAPM و F.F لاختبار قوتها التفسيرية ومن ثم استخدام النموذج في إستراتيجية المحفظة. على سوق اليابان المالي للفترة من 2001–2010. وتم التوصل إلى أن القدرة التفسيرية لنموذج CAPM بوجود التضخم في تفسير عوائد الأسهم أفضل من نموذج CAPM التقليدي، وأن تطبيق هذا النموذج في إستراتيجية المحفظة يكون أفضل. بينما أهملت نتائج نموذج F.F بإدخال التضخم ولذلك لقصر الفترة التي تمت عليها الدراسة.
- دراسة (Balbas., *et al*. 2010) تمت هذه الدراسة بدراسة نموذجي APT ونموذج CAPM وذلك بإعطاء مستويات مختلفة لعامل الخطر للتنبؤ بالعائد المستقبلي. وتم التوصل إلى أن مستويات الارتباط بين الأوراق المالية والعوامل الاقتصادية تفسر العائد المتوقع، وأن مستوى الخطر لا يرتبط مع هذه العوامل ولا يؤثر على العائد.
- دراسة (Azeez and Yonezawa, 2006) هدفت هذه الدراسة إلى تحليل آلية تسعير الأصل في سوق اليابان المالي لتقدير فيما إذا كانت أسعار الأسهم تفسر بالتطورات الاقتصادية. وتم تقسيم فترة الدراسة إلى 3 فترات من عام 1973–1979 ومن عام 1980–1989 ومن عام 1990–1998. وتم إيجاد أربعة عوامل هي: (العرض النقدي، التضخم، سعر الصرف والإنتاج الصناعي) كافية لتسعير الأصل.
- دراسة (Arshanapalli., *et al*. 2006) هدفت هذه الدراسة إلى دراسة كل من عامل السوق والقيمة بأوقات اقتصادية مختلفة، وذلك على البيانات الشهرية للفترة من 1992 ولغاية 2005 على مؤشر NYSE . وتم التوصل إلى أن عامل القيمة يعمل بشكل

ضعيف في أوقات الكساد، وخلال إتباع الحكومة لسياسة مالية مقيدة. لكنها تعمل بشكل جيد في حال توفر فرص استثمار بهامش ضمان عالي.

- دراسة (Bin., *et al*. 2003) قام البحث باختبار تأثير كل من أسعار الصرف وأسعار الفائدة على أسعار الصندوق الأمريكي لأموال المودعين الأمريكي (ADRs). وذلك على العديد من دول العالم من أفريقيا والصين واليابان واستراليا وكوريا وأسبانيا وغيرها من الدول، وذلك للفترة من 1990– 2000 باستخدام نموذج APT . وتوصلوا إلى أن كل من أسعار الصرف والفائدة تلعب دورا هاما في تحديد السعر. فحساسية أسعار صرف (ADRs) تؤمن مستثمرين جدداً مع إمكانية تنويع جيدة مقارنة بالاستثمارات العالمية. ولكن ذلك غير واضح بالنسبة لأسعار الفائدة العالمية حيث أن ذلك يختلف من دولة إلى أخرى.
- دراسة (Vassalou, 2003) قامت بدراسة نموذجي CAPM و Fama and French(1992) على المحافظ المكونة لكل من AMEX, NYSE, and NASDAQ ، لاختبار فيما إذا كان SMB و HML عوامل هامة لتسعير الأصول عند إضافة الأخبار المتعلقة بنمو الناتج المحلي. وتم التوصل إلى أن إضافة معدل النمو في الناتج المحلي مع عوامل السوق إلى نموذج CAPM يمكن أن يفسر عوائد الأسهم كما يقوم بذلك نموذج Fama and French. أما عند إضافة عامل نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى نموذج Fama and French فإن SMB و HML تفقد قدرتها في تفسير عوائد الأسهم، حيث أن العديد من المعلومات المتعلقة بـــ SMB و HML هي أخبار تتعلق بنمو الناتج المحلي. أي أنه طالما أن المحافظ العادية قادرة على تحديد المعلومات المتعلقة بنمو الناتج المحلي المستقبلي فإنها يمكن أن تفسر عوائد الأسهم كما يقوم بذلك نموذج Fama and French.
- دراسة (Fletcher and Hillier, 2002) قاما بمقارنة أداء كل من نموذج CAPM ونموذج APT وذلك على 10 محافظ صناعية في سوق بريطانية المالي للفترة من 1955 ولغاية 1995. حيث أن نموذج APT تضمن العوامل التالية: عائد مؤشر الأسهم، الفرق بين العائد الشهري على السندات الحكومية لـــ 15 ، معدل العائد الخالي من المخاطر، معدل التغير الشهري في الإنتاج الصناعي والفرق بين العائد

الخالي من الخطر ومعدل التضخم. وتم التوصل إلى أن نموذج APT أي نموذج العوامل المتعددة أفضل وأكثر فعالية من نموذج CAPM في تفسير عائد السهم والتنبؤ بها.

- دراسة (Lam, 2002) هدفت هذه الدراسة إلى بيان العلاقة بين عوائد الأسهم وكل من عامل الحجم والقيمة ومعدل الدخل/السعر وذلك باستخدام نموذج F.F 1992 على 100 شركة مدرجة في سوق هونغ كونغ المالي للفترة من 1980–1997 . وتم التوصل إلى أن بيتا السوق غير قادرة على تفسير متوسط العائد، ولكن المتغيرات المحاسبية الثلاث الحجم، B/M، E/P فإنها قادرة على تفسير متوسط العائد. إلا أن تأثير القيمة B/M يعتمد على الحجم وقيمة E/P. وهذا النموذج يمكن أن يستخدم في تقييم أداء المحفظة من قبل المستثمرين من خلال مقارنتها مع محافظ أخرى لها نفس الحجم والقيمة ومعدل E/P.

وبالنظر إلى هذه الدراسات نلاحظ أن نتائجها تباينت في مدى فعالية كل نموذج في تقدير أسعار الأسهم. أو في قدرة كل من المتغيرات المعتمدة كأسعار الفائدة، التضخم، معدل نمو النقود، معدل نمو الناتج المحلي، .... وغيرها من المتغيرات على تفسير متوسط العائد وذلك في الأسواق المدروسة المختلفة. إلا أن معظمها أكد على أن نموذج APT هو الأفضل في عملية التقدير وذلك لاستخدامه متغيرات أوسع على مستوى الاقتصاد. وأن نموذج F.F يمكن أن يعمل بشكل أفضل إذا ما تم إضافة متغيرات أخرى بالإضافة إلى عاملي الحجم والقيمة كالتضخم ومعدل نمو الناتج المحلي. بينما معظم الدراسات أكدت على ضعف نموذج العامل الواحد CAPM في تفسير متوسط العائد بمفرده. أما في السوق السعودية وفي دراسة للباحث بعنوان دراسة نموذج فاما أند فرانش ذو العوامل الثلاثة ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية في السوق السعودية، كمحاولة لمقارنة مدى فعالية كل من نموذج CAPM و Fama and French(1992) في تفسير عوائد الأسهم، قام الباحث بأخذ البيانات الشهرية لجميع الأسهم المدرجة في السوق من حزيران 2009 ولغاية كانون الثاني 2011 ، وتم استخدام تحليل دافيسون ومكينون لتحديد مدى كفاءة وفعالية هذين النموذجين، وتم التوصل إلى أن نموذج Fama and French أكثر قدرة من نموذج CAPM في تفسير متوسط العائد في السوق السعودية.

الفصل الرابع

الدراسة العملية

يعرض الباحث في هذا الفصل عملية التحليل الإحصائي بدءا من تحديد متغيرات البحث واختبار العلاقات المتبادلة بينها، وصولا لنتائج تنفي أو تثبت الفرضيات التي وضعها الباحث. وقد استخدم الباحث البرنامج الإحصائي SPSS لدراسة العلاقات المتبادلة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وأسعار الأسهم في السوق المالي السعودي. وقد قام الباحث بترميز متغيرات البحث على الشكل التالي:

Y: القيمة السوقية لأسهم السوق السعودية Market Value.

X1: قيم المعروض النقدي Money Supply.

X2: قيم التضخم Inflation.

X3: قيم معامل الانكماش Deflation.

X4: قيم إجمالي الناتج المحلي الإجمالي Gdp.

X5: قيم الإنفاق الحكومي Expend.

X6: قيم أسعار الصرف Exchange.

X7: قيم أسعار الفائدة Interest.

X8: قيم أسعار النفط Oil.

مع الإشارة إلى أن X1,X2,X3.....X8 هي المتغيرات المستقلة (التفسيرية) في حين يعتبر Y المتغير التابع، كما أن المعطيات الخاصة بكل متغير من المتغيرات السابقة تم الحصول عليها على شكل سلسلة زمنية من عام 2002 وحتى عام 2010.

4-1 اختبار التحقق من ملائمة البيانات للتحليل الإحصائي:

لأغراض التحقق من موضوعية نتائج الدراسة فقد قام الباحث بإجراء اختبار(Kolmogorov – Smirnov) ، وذلك للتحقق من خلو بيانات الدراسة من المشاكل الإحصائية التي قد تؤثر سلبا على نتائج اختبار فرضيات الدراسة، ويشترط هذا الاختبار توفر التوزيع الطبيعي في البيانات. وبعكس ذلك ينشأ ارتباط مزيف بين متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة، وبالتالي يفقد الارتباط قدرته على تفسير الظاهرة محل الدراسة أو التنبؤ بها، وكما هو موضح بالجدول رقم (5).

جدول رقم (5) التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

المتغير	Kolmogorov-Smirnov	Sig	النتيجة
العرض النقدي	o.170	0.200	يخضع للتوزيع الطبيعي
القيمة السوقية	0.251	0.200	يخضع للتوزيع الطبيعي
التضخم	0.161	0.147	يخضع للتوزيع الطبيعي
الانكماش	0.155	0.200	يخضع للتوزيع الطبيعي
الناتج المحلي	0.144	0.200	يخضع للتوزيع الطبيعي
الإنفاق الحكومي	0.157	0.200	يخضع للتوزيع الطبيعي
سعر الصرف	0.316	0.018	لا يخضع للتوزيع الطبيعي
سعر الفائدة	0.149	0.200	يخضع للتوزيع الطبيعي
أسعار النفط	0.152	0.200	يخضع للتوزيع الطبيعي

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي SPSS.

ويكون التوزيع طبيعيا إذا كان مستوى الدلالة أكبر من 0.05 (أنظر المعهد العربي للتدريب والبحوث الإحصائية- بغداد، الإصدار العاشر، ص94) ، وبالنظر إلى الجدول أعلاه وعند مستوى دلالة (0.05) فأكثر، يتبين أن توزيع المتغيرات جميعها كان طبيعيا حيث كانت نسب التوزيع الطبيعي لكل المشاهدات أكبر من (0.05) وهو المستوى المعتمد في المعالجة الإحصائية لهذه الدراسة. ما عدا نسبة قيم سعر الصرف حيث سبب ذلك اعتماد سياسة ربط الريال السعودي بالدولار مع وجود هامش بسيط

بحيث يبقى سعر الصرف في حدود 3.75 (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2007، ص 25).

4-2 تحليل الارتباط المتعدد بين القيم السوقية للأسهم وبين المتغيرات المدروسة:

قبل دراسة العلاقة بين المتغيرات المدروسة وبين القيم السوقية للأسهم وبهدف تقدير طبيعة و شدة العلاقة الارتباطية بينها قمنا بتحليل الارتباط متعدد العوامل والذي مكننا من الحصول على تقدير لطبيعة وشدة العلاقة الارتباطية بين المتغيرات السابقة وبالتالي إنشاء المصفوفة الارتباطية R، التي يمثل كل عنصر فيها معامل الارتباط الثنائي البيرسوني (Pearson) (قضماني،1994، ص217).

حيث يعكس الجدول رقم (6) مصفوفة معاملات (بيرسون) للارتباط بين متغيرات الاقتصاد الكلي وقيم الأسهم، وبما أن هذه المتغيرات ذات طابع اقتصادي فهي مرتبطة بعضها ببعض حكما، حيث أنها تعطي صورة واضحة عن العلاقة الارتباطية المتبادلة بين كل متغير من المتغيرات المدروسة، وللدخول في معالم هذه الصورة تقتضي الأهمية دراسة وتحليل الارتباط بين المتغيرات المدروسة مع بيان الأسباب التي تؤدي إلي طبيعة وشدة العلاقة الارتباطية. وبالنظر إلى الجدول أعلاه نلاحظ ومن خلال عناصر المصفوفة نفسها أن معظم المتغيرات يرتبط بعضها ببعض بشكل قوي مما يضعنا أمام ظاهرة الارتباط الداخلي أو التعدد الخطي (Multicollinearity) التي تعاني منها المتغيرات المعطيات التي بحوزتنا حيث أن أغلب معاملات الارتباط الثنائي ذات قيمة أكبر من 80%. يقصد بالارتباط الداخلي وجود علاقة خطية أو بالأحرى علاقة ارتباط قوي بين متغيرين أو أكثر من المتغيرات الداخلة في التحليل والتي سيتم إدخالها في النموذج.(قضماني،1994، ص220).

جدول (6) المصفوفة الارتباطية

oil	interest	exchang	spend	gdp	deflation	inflation	money supply	market value		
.700(*)	.716(*)	-.749(*)	.494	.670(*)	.653	.380	.426	1	Pearson Correlation	market value
.036	.030	.020	.176	.048	.057	.313	.253	.	Sig. (2-tailed)	
9	9	9	9	9	9	9	9	9	N	
.807(**)	-.233	-.377	.983(**)	.890(**)	.943(**)	.830(**)	1	.426	Pearson Correlation	money supply
.009	.546	.318	.000	.001	.000	.006	.	.253	Sig. (2-tailed)	
9	9	9	9	9	9	9	9	9	N	
.899(**)	-.075	-.380	.829(**)	.896(**)	.812(**)	1	.830(**)	.380	Pearson Correlation	Inflation
.001	.848	.313	.006	.001	.008	.	.006	.313	Sig. (2-tailed)	
9	9	9	9	9	9	9	9	9	N	
.891(**)	.032	-.623	.971(**)	.950(**)	1	.812(**)	.943(**)	.653	Pearson Correlation	Deflation
.001	.936	.073	.000	.000	.	.008	.000	.057	Sig. (2-tailed)	
9	9	9	9	9	9	9	9	9	N	
.985(**)	.141	-.569	.899(**)	1	.950(**)	.896(**)	.890(**)	.670(*)	Pearson Correlation	Gdp
.000	.717	.110	.001	.	.000	.001	.001	.048	Sig. (2-tailed)	
9	9	9	9	9	9	9	9	9	N	
.822(**)	-.144	-.525	1	.899(**)	.971(**)	.829(**)	.983(**)	.494	Pearson Correlation	Spend
.007	.712	.147	.	.001	.000	.006	.000	.176	Sig. (2-tailed)	
9	9	9	9	9	9	9	9	9	N	
-.588	-.559	1	-.525	-.569	-.623	-.380	-.377	-.749(*)	Pearson Correlation	Exchang
.096	.118	.	.147	.110	.073	.313	.318	.020	Sig. (2-tailed)	
9	9	9	9	9	9	9	9	9	N	
.260	1	-.559	-.144	.141	.032	-.075	-.233	.716(*)	Pearson Correlation	Interest
.499	.	.118	.712	.717	.936	.848	.546	.030	Sig. (2-tailed)	
9	9	9	9	9	9	9	9	9	N	
1	.260	-.588	.822(**)	.985(**)	.891(**)	.899(**)	.807(**)	.700(*)	Pearson Correlation	Oil
.	.499	.096	.007	.000	.001	.001	.009	.036	Sig. (2-tailed)	
9	9	9	9	9	9	9	9	9	N	

من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS.

ويعود هذا الارتباط إلى أن الاتجاه العام لبعض المتغيرات الاقتصادية يكون متساويا بالنسبة إلى العديد من المتغيرات الاقتصادية خلال الدورات الاقتصادية (أشقر،1983، ص222). كذلك فإن الإشارة الموجبة التي تحملها هذه المعاملات تشير إلى أن طبيعة العلاقة الارتباطية بين المتغيرات المدروسة هي علاقة طردية تفسر بأن التغير في أحد المتغيرات المدروسة (زيادة أو نقصانا) يتبعه تغير بنفس الاتجاه في المتغير الآخر المرتبط به، ما عدا علاقة أسعار الصرف مع قيم الأسهم فهي سلبية. ويعزى ذلك إلى السياسة التي تتبعها المملكة، في المحافظة على الاستقرار في القطاع المالي، ومواكبة التطورات الاقتصادية المحلية والعالمية ودفع عجلة النمو. وكذلك تواصل الإصلاحات الهيكلية والتنظيمية، وقيام مؤسسة النقد السعودي بالعمل على التوفيق بين السياستين المالية والنقدية، وتكامل عملهما لتحقيق هذه الأهداف، وذلك من خلال قيام مؤسسة النقد بزيادة إنفاقها الحكومي لزيادة الكتلة النقدية في السوق، وأيضا قيامها بتخفيض أسعار الفائدة بشكل متواصل وذلك لتشجيع القطاع المالي وتحقيق الأهداف. فنلاحظ ارتباط وثيقا بين العرض النقدي وكلٍ من الإنفاق الحكومي ومعامل الانكماش وأسعار النفط، ويعزى ذلك إلى قيام الدولة بزيادة الإنفاق الحكومي على مشاريع التنمية والخدمات الاجتماعية، وكذلك المواءمة بين متطلبات الإنفاق والحد من الضغوط التضخمية، وطبيعة الاقتصاد السعودي التي تعتمد على النفط بشكل أساسي. وارتباط حجم الناتج بأسعار النفط بعلاقة قوية، حيث تشكل واردات النفط جزءاً كبيراً من حجم الناتج المحلي في المملكة. وارتباطه بحجم الإنفاق الحكومي وهذا طبيعي لأن الإنفاق الحكومي يدخل في حساب حجم الناتج المحلي حيث يزداد الناتج بزيادة الإنفاق الحكومي بقطاعيه الاستهلاكي والاستثماري. وأيضا نلاحظ ارتباط سعر الفائدة بعلاقة سلبية مع كل من الإنفاق الحكومي، ومعدل التضخم والمعروض النقدي، حيث قامت مؤسسة النقد بتخفيض أسعار الفائدة تماشيا مع مستويات الفائدة العالمية، في حين استمرت في زيادة إنفاقها الحكومي لحث المصارف على زيادة عملياتها الإقراضية. أما عن العلاقة بين أسعار الفائدة وبين المعروض النقدي يعود للسيولة العالية التي يتمتع بها السوق، وبالتالي قدرة المؤسسة على استخدام سعر الفائدة للحد منها فهي محدودة جدا.

3-4 اختبار فرضيات الدراسة:

عندما يهتم الباحث بدراسة وتحليل أثر أحد المتغيرين على آخر، فإن الأسلوب المستخدم في التحليل هو أسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط Simple Regression الذي يهتم بدراسة وتحليل أثر متغير مستقل واحد على متغير تابع كمي، وسمي (انحدار خطي) لأن المعادلة تأخذ الصورة الخطية في المعاملات (β_0,β_1)، ووصف بأنه بسيط لأن عدد المتغيرات المستقلة محل الدراسة متغير واحد فقط. وفيما يلي شكل نموذج الانحدار الخطي البسيط:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 x_i + \varepsilon_i$$

حيث أن:

y_i : يعبر عن قيمة المشاهدة للمتغير التابع ويطلق عليه أحيانا بالمتغير المتنبأ به

x_i :هي قيمة المشاهدة للمتغير المستقل ويطلق عليه أحيانا المتغير المفسر أو المتنبأ منه.

β_1 : ويعبر عن مقدار التغير في المتغير التابع إذا حدث أي تغير في المتغير المستقل بوحدة واحدة، ويطلق عليه أيضا معامل الانحدار ونوع إشارته تدل على ما إذا كان هناك تأثير طردي أو عكسي للمتغير المستقل على المتغير التابع.

β_0 :هو ثابت يعبر عن الجزء المقطوع من المحور الرأسي وهو عبارة عن قيمة متوسط المتغير التابع عندما $x_i = 0$.

ε_i :يعبر عن الخطأ العشوائي للمشاهدة التابعة.

وبما أن عملية اختبار فرضيات الدراسة تمثل حجر الأساس في البحث، وللقيام بذلك استخدم الباحث تحليل الانحدار الخطي البسيط كما يلي:

<u>الفرضية الأولى</u>: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات الاقتصادية والقيم السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

وسنقوم باختبار هذه الفرضية من خلال الفرضيات الفرعية كما يلي:

H_{01}: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العرض النقدي وقيم الأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط للتحقق من وجود علاقة بين العرض النقدي وقيم الأسهم، وكما هو موضح في الجدول (7):

جدول (7) تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين العرض النقدي وقيم الأسهم.

البيان	R الارتباط	R spuare معامل التحديد	F المحسوبة	β معامل الانحدار	Sig مستوى الدلالة
العرض النقدي وقيم الأسهم	0.438	0.192	1.661	51.146	0.253

- يكون الارتباط ذا دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$

يوضح الجدول (7) العلاقة بين العرض النقدي وقيم الأسهم، حيث أظهرت نتائج التحليل الإحصائي عدم وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين العرض النقدي وقيم الأسهم، إذ بلغ معامل الارتباط R= 0.438 عند مستوى دلالة $\alpha > 0.05$ ومعامل تحديد R^2 بلغ 0.192، وهي علاقة ضعيفة، وتؤكد عدم معنوية هذه العلاقة قيم F المحسوبة والتي بلغت (1.661) وهي غير دالة عند مستوى $\alpha \leq 0.05$ ، وهذا يؤكد صحة الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على:

عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العرض النقدي وقيم الأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$. إذا تبين عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العرض النقدي وقيم الأسهم على الرغم من وجود علاقة نظرية بينهما كما تبين في الإطار النظري، وهذا طبيعي لأن العرض النقدي في اقتصاد يعتمد على النفط يختلف بشكل كبير في الاقتصاديات غير النفطية فعلى الرغم ما تحدثه متحصلات إيرادات النفط من ارتفاع مباشر في الودائع الحكومية لكنها لا تؤثر على السيولة المحلية، وعندما تضخ الحكومة هذه الإيرادات إلى

قناة الدخل المحلي يتحول النقد إلى سيولة أي أن المعاملات المالية الخارجية للحكومة لا تؤثر على السيولة.

H_{02}: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التضخم وقيم الأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط للتحقق من وجود علاقة بين التضخم وقيم الأسهم، وكما هو موضح في الجدول (8):

جدول (8) تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين التضخم وقيم الأسهم.

البيان	R الارتباط	R spuare معامل التحديد	F المحسوبة	β معامل الانحدار	Sig مستوى الدلالة
التضخم وقيم الأسهم	0.38	0.14	1.221	3630791	0.31

- يكون الارتباط ذا دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$

يوضح الجدول (8) العلاقة بين التضخم وقيم الأسهم، حيث أظهرت نتائج التحليل الإحصائي عدم وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين التضخم وقيم الأسهم، إذ بلغ معامل الارتباط R= 0.38 عند مستوى دلالة $\alpha > 0.05$ ومعامل تحديد R^2 بلغ 0.14، وتؤكد عدم معنوية هذه العلاقة قيم F المحسوبة والتي بلغت (1.221) وهي غير دالة عند مستوى $\alpha \leq 0.05$ ، وهذا يؤكد صحة الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على:

عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التضخم وقيم الأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$. ويرى الباحث أن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التضخم وقيم الأسهم في السعودية يعود إلى إتباع المملكة سياسة مالية تتناسب مع الوضع الاقتصادي حيث قامت بإتباع سياسة نقدية توسعية وذلك بتخفيض معدلات أسعار الفائدة بما يؤدي إلى الحد من الآثار التضخمية، وذلك بخفض معدلات الفائدة من عام 2008 إلى 2.89% و 0.63% عام 2009 وفي عام 2010 أصبحت 0.7% (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2011، ص 37) بالإضافة إلى تحقيق الاستقرار في القطاع المالي وتعزيز السيولة.

H_{03}: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الانكماش وقيم الأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط للتحقق من وجود علاقة بين الانكماش وقيم الأسهم، وكما هو موضح في الجدول (9):

جدول (9) تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين الانكماش وقيم الأسهم.

البيان	R الارتباط	R spuare معامل التحديد	F المحسوبة	β معامل الانحدار	Sig مستوى الدلالة
الانكماش وقيم الأسهم	0.65	0.42	5.201	2475739	0.05

- يكون الارتباط ذا دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$

يوضح الجدول (9) العلاقة بين الانكماش وقيم الأسهم، حيث أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين الانكماش وقيم الأسهم، إذ بلغ معامل الارتباط R= 0.65 عند مستوى دلالة α= 0.05 ومعامل تحديد R^2 بلغ 0.42، أي أن ما قيمته (0.42) من التغيرات في قيم الأسهم ناتج عن التغير في قيم الانكماش كما بلغت قيمة درجة التأثير (2475739)β، وهذا يعني أن الزيادة بدرجة واحدة في مستوى الانكماش يؤدي إلى زيادة في قيم الأسهم بمقدار (2475739)، وتؤكد معنوية هذه العلاقة قيم F المحسوبة والتي بلغت (5.201) وهي دالة عند مستوى α=0.05 ، وبالتالي يجب رفض فرض العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على:

وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الانكماش وقيم الأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

ويرى الباحث أن هذا يعود لعدم قيام مؤسسة النقد العربي السعودي باتخاذ أي إجراء من شأنه التخفيف من معدل الانكماش، حيث لاحظنا ارتفاع معامل الانكماش في السنوات الأخيرة بشكل ملحوظ فقد كانت على التوالي منذ عام 2005 وحتى عام 2010 كما يلي: 110.3 – 114.4 – 116.2 – 119.7 – 121.7 – 126 (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2010،ص 27). وأيضا عدم قدرة المستثمر السعودي على الانتقال إلى السندات بسبب حداثة تداولها في السوق فقد تم التداول بها منذ حزيران 2009.

H_{04}: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الناتج المحلي الإجمالي وقيم الأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط للتحقق من وجود علاقة بين الناتج المحلي الإجمالي وقيم الأسهم، وكما هو موضح في الجدول رقم (10):

جدول (10) تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي وقيم الأسهم.

البيان	R الارتباط	R spuare معامل التحديد	F المحسوبة	β معامل الانحدار	Sig مستوى الدلالة
الناتج المحلي الإجمالي وقيم الأسهم	0.67	0.44	5.706	56.579	0.048

- يكون الارتباط ذا دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$

يوضح الجدول (10) العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي وقيم الأسهم، حيث أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين الناتج المحلي الإجمالي وقيم الأسهم، إذ بلغ معامل الارتباط R= 0.67 عند مستوى دلالة α< 0.05 ومعامل تحديد R^2 بلغ 0.44، أي أن ما قيمته (0.44) من التغيرات في قيم الأسهم ناتج عن التغير في قيم الناتج المحلي الإجمالي كما بلغت قيمة درجة التأثير (56.579)β، وهذا يعني أن الزيادة بدرجة واحدة في مستوى الناتج المحلي الإجمالي، يؤدي إلى زيادة في قيم الأسهم بمقدار (56.579)، وتؤكد معنوية هذه العلاقة قيم F المحسوبة والتي بلغت (5.706) وهي دالة عند مستوى α=0.05 ، وبالتالي يجب رفض فرض العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على:

وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الناتج المحلي الإجمالي وقيم الأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

وهذا طبيعي في اقتصاد نفطي نظرا لتوجه معظم الأموال الناتجة من النفط إلى سوق الأسهم، فالنفط مكون أساسي للناتج المحلي في المملكة.

H_{05}: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإنفاق الحكومي وقيم الأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط للتحقق من وجود علاقة بين الإنفاق الحكومي وقيم الأسهم، وكما هو موضح في الجدول (11):

جدول (11) تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين الإنفاق الحكومي وقيم الأسهم.

البيان	R الارتباط	R spuare معامل التحديد	F المحسوبة	β معامل الانحدار	Sig مستوى الدلالة
الإنفاق الحكومي وقيم الأسهم	0.49	0.24	2.266	114.410	0.176

- يكون الارتباط ذا دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$

يوضح الجدول (11) العلاقة بين الإنفاق الحكومي وقيم الأسهم، حيث أظهرت نتائج التحليل الإحصائي عدم وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين الإنفاق الحكومي وقيم الأسهم، إذ بلغ معامل الارتباط R= 0.49 عند مستوى دلالة 0.05 >α ومعامل تحديد R^2 بلغ 0.24، وتؤكد عدم معنوية هذه العلاقة قيم F المحسوبة والتي بلغت (2.266) وهي غير دالة عند مستوى $\alpha \geq 0.05$ ، وبالتالي نقبل الفرضية البديلة الخامسة التي تنص على:

عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإنفاق الحكومي وقيم الأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

ويعود سبب هذا من وجهة نظر الباحث إلى ارتباط الإنفاق الحكومي بالسياسة الحكومية وبالتالي لا تحمل أثرا مباشرا على عوائد الأسهم وبالتالي على قيمها، واتجاه معظم إنفاق الدولة في المملكة إلى مشاريع البنية التحتية والخدمات الاجتماعية أي تخفيض النقد المتداول بالسوق بالتبعية وتأثيرها على أسعار الأسهم.

H_{06}: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الصرف وقيم الأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط للتحقق من وجود علاقة بين أسعار الصرف وقيم الأسهم، وكما هو موضح في الجدول (12):

جدول (12) تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين أسعار الصرف وقيم الأسهم.

البيان	R الارتباط	R spuare معامل التحديد	F المحسوبة	β معامل الانحدار	Sig مستوى الدلالة
أسعار الصرف وقيم الأسهم	-0.749	0.561	8.957	-3.3E+07	0.02

- يكون الارتباط ذا دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$

يوضح الجدول (12) العلاقة بين أسعار الصرف وقيم الأسهم، حيث أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين أسعار الصرف وقيم الأسهم، إذ بلغ معامل الارتباط R= 0. 749 عند مستوى دلالة $\alpha < 0.05$ ومعامل تحديد R^2 بلغ 0.561، أي أن ما قيمته (0.561) من التغيرات في قيم الأسهم ناتج عن التغير في قيم أسعار الصرف كما بلغت قيمة درجة التأثير β(-3.3E+07)، وهذا يعني أن الزيادة بدرجة واحدة في مستوى أسعار الصرف يؤدي إلى نقص في قيم الأسهم بمقدار (-3.3E+07)، وتؤكد معنوية هذه العلاقة قيم F المحسوبة والتي بلغت (8.957) وهي دالة عند مستوى $\alpha \leq 0.05$ ، وبالتالي نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل الذي ينص على:

وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الصرف وقيم الأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

ويرى الباحث أنه يمكن تفسير ذلك بسبب ارتباط سعر الصرف بالعديد من العوامل كأسعار الفائدة والتضخم ووضع ميزان المدفوعات، وارتباط الريال بالدولار بالتالي تحرك أسعار الأسهم تبعا للتحرك بأسعار النفط التي تؤثر على السيولة في السوق بشكل كبير، بالإضافة إلى تأثيرها على العامل النفسي لدى المستثمرين.

H_{07}: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الفائدة وقيم الأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط للتحقق من وجود علاقة بين أسعار الفائدة وقيم الأسهم، وكما هو موضح في الجدول (13):

جدول (13) تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين أسعار الفائدة وقيم الأسهم.

البيان	R الارتباط	R spuare معامل التحديد	F المحسوبة	β معامل الانحدار	Sig مستوى الدلالة
أسعار الفائدة وقيم الأسهم	0.71	0.51	7.377	1.3E+07	0.03

- يكون الارتباط ذا دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$

يوضح الجدول (13) العلاقة بين أسعار الفائدة وقيم الأسهم، حيث أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين أسعار الفائدة وقيم الأسهم، إذ بلغ معامل الارتباط R= 0.71 عند مستوى دلالة $\alpha < 0.05$ ومعامل تحديد R^2 بلغ 0.51، أي أن ما قيمته (0.51) من التغيرات في قيم الأسهم ناتج عن التغير في قيم أسعار الفائدة كما بلغت قيمة درجة التأثير (1.3E+07)β، وهذا يعني أن الزيادة بدرجة واحدة في مستوى أسعار الفائدة يؤدي إلى زيادة في قيم الأسهم بمقدار (1.3E+07)، وتؤكد معنوية هذه العلاقة قيم F المحسوبة والتي بلغت (7.377) وهي دالة عند مستوى $\alpha \leq 0.05$ ، وبالتالي نرفض الفرضية البديلة و نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على:

وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الفائدة وقيم الأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

وذلك يعود إلى أن أسعار الفائدة تتأثر بأسعار العملات الخارجية ومنها الدولار بشكل أساسي لكون الاقتصاد السعودي اقتصاد نفطي يعتمد على الدولار، وحيث أن التعاملات التجارية الخارجية تتبع الدولار صعودا أو هبوطا ومرتبطة بشكل أساسي به، فإن الأرباح التي تحققها الشركات من الاتجار الخارجي تكون مرتبطة بالدولار، وبالتالي فإن عوائد الأسهم ستكون أيضا مرتبطة بالدولار وعليه فإن عوائد الأسهم ترتبط بشكل مباشر بأسعار

الفائدة. كما أن أسعار الفائدة ترتبط بفائض السيولة أو شح السيولة المتوفرة في البنوك وكذلك سياسات البنك المركزي.

الفرضية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار النفط وقيم الأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط للتحقق من وجود علاقة بين أسعار النفط وقيم الأسهم، وكما هو موضح في الجدول (14):

جدول (14) تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين أسعار النفط وقيم الأسهم.

البيان	R الارتباط	R spuare معامل التحديد	F المحسوبة	β معامل الانحدار	Sig مستوى الدلالة
أسعار النفط وقيم الأسهم	0.70	0.49	6.737	5730703	0.036

- يكون الارتباط ذا دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$

يوضح الجدول (14) العلاقة بين أسعار النفط وقيم الأسهم، حيث أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين أسعار النفط وقيم الأسهم، إذ بلغ معامل الارتباط R= 0.70 عند مستوى دلالة $\alpha < 0.05$ ومعامل تحديد R^2 بلغ 0.49، أي أن ما قيمته (0.49) من التغيرات في قيم الأسهم ناتج عن التغير في قيم أسعار النفط كما بلغت قيمة درجة التأثير(5730703)β، وهذا يعني أن الزيادة بدرجة واحدة في مستوى أسعار النفط يؤدي إلى زيادة في قيم الأسهم بمقدار (5730703)، وتؤكد معنوية هذه العلاقة قيم F المحسوبة والتي بلغت (6.737) وهي دالة عند مستوى $\alpha \leq 0.05$ ، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على:

وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار النفط وقيم الأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

وسبب هذه العلاقة كون الاقتصاد السعودي اقتصاد نفطي الأمر الذي يؤثر على معدلات النمو وحجم الإنفاق وبالتالي على أرباح الشركات وقيم أسهمها. فارتفاع أسعار النفط يعني

زيادة إيرادات الدولة بالتالي زيادة إنفاقها الحكومي، وإذا ما توجه هذا الإنفاق على مشاريع جديدة أو تسديد بعض الالتزامات الحكومية السابقة ستستفيد منه كثير من الشركات المساهمة بصورة مباشرة، وذلك من خلال تداول أموال هذه الإنفاق الحكومي وحصولها على جزء منه.

اختبار النموذج:

أثبت اختبار الفرضيات أن المتغيرات المستقلة في هذه الدراسة والمتمثلة ببعض المتغيرات الاقتصادية لا تؤثر على القيمة السوقية للأسهم في السوق السعودي بشكل منفرد، لذلك سنقوم بمعرفة مدى تأثير جميع المتغيرات المستقلة (مجتمعة معا) كمجموعة واحدة لمعرفة قدرتها التنبؤية بالأسعار السوقية للأسهم. وذلك باختبار الفرضية الثالثة التي تقول: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيم السوقية المتنبأ بها للأسهم وبين القيم السوقية الفعلية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$.

لذلك قام الباحث بإنشاء العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية المتمثلة بالانكماش، الناتج المحلي الإجمالي، أسعار الصرف، أسعار الفائدة وأسعار النفط وبين القيم السوقية للأسهم في السوق السعودي، باستخدام أسلوب الارتباط الخطي المتعدد Multi –Linear-regression بعد استبعاد المتغيرات المستقلة التي لا ترتبط بأسعار الأسهم في السوق السعودي بعلاقة ذات دلالة إحصائية، وهذه المتغيرات هي: العرض النقدي، التضخم والإنفاق الحكومي. ويمكن تمثيل نتائج الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة التي ترتبك بأسعار الأسهم بعلاقة ذات دلالة إحصائية بالجدول التالي:

جدول (15) المتغيرات المستقلة التي يتضمنها نموذج التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم ومعاملات الانحدار بينها وبين القيم السوقية الفعلية للأسهم عند مستويات دلالة أقل من 0.05

MODEL	B	Sig (1- tailed)
Constant	**-4.2E+08**	**0.023**
Deflation	**2475739**	**0.057**
GDP	**56.579**	**0.048**
Exchange	**-3.0E+07**	**0.02**
Interest	**1.3E+07**	**0.03**
Oil	**5730703**	**0.036**

من خلال ذلك يمكن صياغة نموذج التنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم كما يلي:

$$Y = -0.000000042 + 2475739X_3 + 56.579X_4 \quad -0.0000003X_6 + 0.00000013X_7 + 5730703X_8$$

حيث أن: X3 يمثل قيم معامل الانكماش.

X4 يمثل قيم إجمالي الناتج المحلي الإجمالي.

X6 يمثل قيم أسعار الصرف.

X7 يمثل قيم أسعار الفائدة.

X8 يمثل قيم أسعار النفط.

بعد التوصل إلى نموذج مقترح للتنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم ، لا بد من اختبار صحة هذا النموذج ومدى الدقة التي يتمتع بها والثقة في التنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم، لهذا قمنا بتطبيق النموذج على السوق خلال الفترة المدروسة وذلك من أجل معرفة الارتباط بين القيم المتوقعة والقيم السوقية الفعلية للأسهم . وكانت النتائج كما يلي:

جدول رقم (16) تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين القيم السوقية المتوقعة للأسهم والقيم الفعلية للأسهم

البيان	R الارتباط	R spuare معامل التحديد	F المحسوبة	β معامل الانحدار	Sig مستوى الدلالة
القيم المتوقعة والقيم الفعلية الأسهم	0.67	0.45	5.707	1.154	0.048

- يكون الارتباط ذا دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$

فكان معامل الارتباط بين القيم المتنبأ بها باستخدام النموذج والقيم الفعلية (0.67) والذي يدل على وجود علاقة طردية قوية بين القيم المتوقعة والقيم السوقية للأسهم أما بالنسبة لدرجة الثقة في النموذج فقد بلغت 96% وذلك حسب قيمة sig (مستوى الدلالة) الذي بلغ 0.048. ولذلك يمكن القول بأن النموذج استطاع التنبؤ وبدرجة ثقة بلغت 96% بالقيم السوقية الفعلية للأسهم.

وهو يتمتع بالقدرة على التنبؤ بأسعار الأسهم من خلال تأثير كل من معامل الانكماش، الناتج المحلي، أسعار الصرف، أسعار الفائدة، و أسعار النفط على أسعار الأسهم. وبالتالي نرفض الفرضية الثالثة التي تنص على أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قيم الأسهم التي يتم التنبؤ بها والقيم السوقية الفعلية للأسهم المتداولة في السوق السعودية.

المراجع:

المراجع العربية:

1- أبو طربوش، رائد محمد، الاحتيال والبورصة العالمية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.

2- أشقر، أحمد، الاقتصاد القياسي، دار الطليعة للنشر، بيروت، الطبعة الثالثة، 1983.

3- التميمي، أرشد؛ سلام، أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر، عمان- الأردن، الطبعة الأولى، 2004.

4- الحوراني، أكرم، النقود، دمشق، الطبعة الأولى،1997.

5- العلي، أحمد، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، 2007- 2008.

6- جمعة، محمد صالح، السياسة النقدية في سوريا وأثرها في نمو الناتج المحلي الإجمالي من 1970- 2000، 2000.

7- حسين، عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة) ، دار أسامة للنشر والتوزيع عمان- الأردن، الطبعة الأولى، 2008.

8- حنفي، عبد الغفار، الاستثمار في الأوراق المالية- أسهم- سندات- وثائق الاستثمار، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2006- 2007.

9- حماد، طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.

10- حيدر، فاخر عبد الستار، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي ، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، الرياض.

11- خلف، فليح حسن، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، عمان – الأردن، 2006.

12- شرف، سمير، الاقتصاد المالية والنقدي، منشورات جامعة تشرين، 2008- 2009.

13- عبيد الله، محمد ، تمويل الشركات من منظور إسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، 2006.

14- كنعان، علي، المالية العامة والإصلاح المالي في سوريا، دمشق، دار الرضا، 2003.

15- كنعان، علي، الاقتصاد المالي، منشورات جامعة دمشق، 2008- 2009.

16- مطر، محمد، إدارة الاستثمار، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1999.

17- مطر، محمد؛ تيم، فايز، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان – الأردن، 2005.

18- هندي، منير ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية، منشأة المعارف، 1999.

19- هندي، منير، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2003.

20- هندي، منير، الفكر الحديث في الاستثمار، الإسكندرية، منشأة المعارف، الطبعة الثانية، 2004.

21- هندي، منير، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات الجزء الأول: التوريق ، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.

المراجع الأجنبية:

1- AL Twaijary, A. A. Saudi Stock Market Historical View and Crisis Effect. Working paper, Qassim University, 2007.
2- Adams, T. H. Should I Worry about Deflation, Inflation or both. Coloradobis, September 2002 ,14.
3- Ammann, M.; Odoni, S.; Oesch, D. An Alternative Three-Factors Model for International Markets: Evidence from the European Monetary Union. Journal of Banking and Finance. 3 Feb, 2012.
4- Apergis, N.; Eleftheriou, S. Interest Rates Inflation and Stock Prices: The Case of The Athens Stock Exchange , Journal of Policy Modeling. N^0. 24, 2002, 231-236.
5- Apergis, N.; Artikis, P.; Sorros, J. Asset Pricing and Foreign Exchange Rate. Research in International Business and Finance. N^0. 25, 2011, 308-328.
6- Armstrong, W. J.; Knif, J.; Kolari, J.; Pynnonen, S. Exchange Risk and Universal Returns: A test of International Arbitrage Pricing Theory. Pacific- Basin Finance Journal. N^0. 20, 2012, 24-40.
7- Arshanapalli, B.; Fabozzi, F. J.; Nelson, W. The Value, Size, and Momentum Spread during Distressed Economic Periodes. Finance Research Letters. N^0. 3, 2006, 244-252.
8- Azeez, A. A.; Yonezawa, Y. Macroeconomic Factors and the Empirical Content of the Arbitrage Pricing Theory in the Japanese Stock Market. Japan and the World Economy. N^0. 18, 2006, 568-591.
9- Balbas, A.; Balbas, B.; Balbas, R. CAPM and APT Like Models with Risk Measures. Journal of Banking and Finance. N^0. 34, 2010, 1166-1174.
10- Bartholdy, J.; Peare, P. Estimation of Expected Return: CAPM vs Fama and French. International Review of Financial Analysis. N^0. 14, 2005, 407-427.
11- Basus, S. Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price Earnings Ratios. A Test of the Efficient Market Hypothesis". Journal of Finance. N^0. 12, 1977, 56-129.

12- Bernd, H.; Kutan, A The Impact of News, Oil Prices, and Global Market Development on Russian Financial Market, Economies of Transition, Vol. 13, N0. 2, 2005, 373-394.
13- Benz, R. W. The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks. Journal of Financial Economics, Vol. 9, N^0. 1, 1981, 3-18.
14- Bin, F. S.; Morris, G. B.; Chen, D. H. Effects of Exchange – Rate and Interest – Rate Risk on ADR Pricing Behavior. North American Journal of Economics and Finance. N^0. 14, 2003, 241-262.
15- Black, F. Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing." Journal of Business. Vol. 45, N^0. 3, 1972, 54-444.
16- Brzoza, B. M. (2001). The Relationship between Real Interest Rates and Inflation. Poland, 2001, 1-26.
17- Burton, J. Revisiting the Capital Asset Pricing Model. Dow Jones Asset Manager, May/ June, 1998, 20-28.
18- Clark, T. E. Cross- country Evidence on long- run Growth and Inflation. Working paper, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1993.
19- Collins, D.; Pineus, M. Equity Valuation and Negative Earning: the Role of Book Value of Equity, Accounting Review Journal. 1999, 1-4.
20- Daniel, K.; Titman, S. Evidence on the Characteristics of Cross Sectional Variation in Stock Return. Journal of Finance, N^0. 52, 1997, 1-33.
21- Danielw, C.; Morton, P. Equity Valuation and Negative Earning: The Role of Book Value of Equity. Accounting Review Journal. 1-4.
22- Fama, E. F.; and French, K. R. The Capital Assets Pricing Model. Theory and Evidence. Journal of Economic Perspectives, 2004, 25-46.
23- Fama, E. F. and French, K. R. The Cross section of Expected Stock Returns. Journal of Finance. 1992.
24- Fama, E. F. and French, K. R. 1996.Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. Journal of Finance. Vol. 51, N^0. 11, 1996, 55-84.

25- Fisher, S. Asian Crisis and the Role of IMF. Finance and Development, June, 1998,pp 2-5.

26- Fletcher, J.; Hillier, J. The Examination of the Economic Significant of Stock Return Predictability in UK Stock Returns, N^{0}. 11, 2002, 373-392.

27- Guidi, F. Volatility and Long- Term Relations in Equity Markets: Empirical Evidence from Germany, Switzerland and the UK. The ICFAI University Journal of Financial Economics, Vol. 7, N^{O}. 2, 2009, 7-39.

28- Hayo, B.; Alim, K. The Impact of News, Oil Prices, and Global Market Development on Russian Financial Market. Economics of Transition. Vol. 13, N^{0}. 2, 2005, 373-394.

29- Heinen, A. A comment on Bond Risk, Bond Return Volatility, and the Structure of Interest Rates. International Journal of Forecasting. N^{0}. 28, 2011, 118-120.

30- Huberman, G.; Wang, Z. Arbitrage Pricing Theory. Federal Reserve Bank of NewYork. Aug 15, 2005.

31- Hwang, Y. S.; Min, H. G.; McDonald, J. A. Using the Credit Spread as an Option- Risk Factor: Size and Value Effects in CAPM. Journal of Banking and Finance. N^{0}. 34, 2010, 2995-3009.

32- In, F.; Kim, S. A not on the Relationship Between Fama – French Risk Factor and Innovations of ICAPM State Variables. Finance Research Letters. N^{0}. 4, 2007, 165-171.

33- Jegadeesh, J.; Titman, S. Returns of Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. Journal of Finance. Vol. 48, N^{0}.1, 1993, 65-91.

34- Kim, S. H.; Kim. D.; Shin, H. S. Evaluating Asset Pricing in the Korean Stock Market. Pacific- Basin Finance Journal. N^{0}. 20, 2012, 198- 227.

35- Kim, D,; Kim, T. S.; Min, B. K. Future Labor Income Growth and the Cross- Section of Equity Returns. Journal of Banking and Finance. N^{0}. 35, 2011, 67-81.

36- Lam, K. S.K.; Tam, L. H.K. Liquidity and Asset Pricing: Evidence from the Hong Kong Stock Market. Journal of Banking and Finance. N^{0}. 35, 2011, 2217-2230.

37- Lam, K. S.K. The Relationship between Size, Book to Market Equity Ratio, Earnings – Price Ratio, and Return for the Hong Kong Stock Market. Global Finance Journal. N^{0}. 13, 2002, 163-179.

38- Lardic, S. Mignon, V. The Impact of Oil Prices on GDP in European Countries: An Empirical Investigation based on Asymmetric cointegration, Energy Policy, N^{0}. 34, 2006, 3910-3915.

39- Lin, J.; Wang, M.; Cai, L. F. Are the Fama – French Factors Good Proxies for Latent Risk Factors? Evidence from the Data of SHSE in China. Economics Letters. N^{0}. 116, 2012, 265-268.

40- Ludvigson, S.; Steindel, C. How Important is the Stock Market Effect on Consumption?. Fedral Reserve Bank of Newyork. Economic Policy Review. Vol. No.2, 1999, 29-52.

41- Malkiel, B.G. US Equities as an Inflation Hedge. In Bockeckh, T.A. & Coghlan, R.T. (Eds.), The Stock Market and Inflation. Homewood: Dow Jones – Irwen, 1982.

42- Miller, J., and Ratte, R. Crude Oil and Stock Markets: Stability, Instability, and Bubbles. January, 13, 2009.

43- Nandha, M.; Raff, R. Dose Oil Move Equity Prices? A Global View, Energy Economics, N^{0}. 30, 2008, 986-997.

44- Ouysse, R.; Kohn, R. Bayesian Variables Selection and Model Averaging in the Arbitrage Pricing Theory Model. Computational Statistics and Data Analysis. N^{0}. 54, 2010, 3249-3268.

45- Park, J.; Ratti, R. Oil Price Shocks and Stock Markets in the U.S. and 13 European Countries, Energy Economics, N^{O}. 30, 2587-2608.

46- Pirog, R. World Oil Demand and its Effect on Oil Prices, Congressional Research Service, June,9, 2005.

47- Roll, R.; Ross, S. 1980. An Empirical Investigation of the Arbitrage Theory. Journal of Finance, N^{0}. 35, 1980, 1003-1073.

48- Rosenberg, B.; Reid, K.; and Lanstein, R. 1985, Persuasive Evidence of Market Inefficiency." Journal of Portfolio Management.Spring. N^{0}. 11, 1985, 9-17.

49- Sato, K.; Miyazaki, K.; Mawaribuchi, J. Simple Portfolio Strategies Utilizing Inflation Factor in Japanese Equity Market. International Conference on Computational Science. N^0. 4, 2011, 1716-1725.

50- Shiller, R. Irrational Exuberance, Princetion University Press, 2000.

51- Sourial, M. S. Monetary Policy and Its Impact on the Stock Market: the Egyptian Case, Working paper, Cairo University, 2000.

52- Statman, D. Book Values and Stock Returns."The Chicago MBA: A Journal of Selected Papers. N^0. 4, 1980, 25-45.

53- Strongin, S.; Tarkan, V. Money Supply Announcements and the Markets Perception of Federal Reserve Policy, Journal of Money. Credit and Banking, Vol. 21, 1990, 35-53.

54- Tai, C. S. Are Fama – French and Momentum Factors really Priced?, Journal of Multinational Financial Management, Vol,. 13, 2003, 359-384.

55- Vassalou, M. New Related to Future GDP Growth as a Risk Factor in Equity Returns. Journal of Financial Economics, N^0. 68, 2003, 47-73.

56- Virk, N. S. Stock Returns and Macro Risks: Evidence from Finland. Research in International Business and Finance. N^0.26, 2012, 47-66

57- Wang, S. The Spillover Effects on Petrochemical Industrial Concentration of International Oil Price. Energy Procedia, N^0. 5, 2011, 2444-2448.

58- Zadeh. H. N.; Taylor, P. Stock Prices, Question of Casualty. Appled Economics, N^0. 20, 1988, 1603-1611.

الدوريات والمجلات العلمية:

1- المجالي، الدروبي؛ اياد خالد شلاش، رانيا، أثر المتغيرات الاقتصادية في حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1994-2009) دراسة تحليلية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، العدد 4، 2011، 333-361.

2- اللاركيا، حبيبة صالح، تأثير الإعلان عن الأرباح ربع السنوية على سوق الأسهم السعودي، رسالة ماجستير، جامعة الملك عبد العزيز، 1996، ملخص.

3- الفضل، مؤيد محمد علي، العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم (بورصة العراق)، ورقة عمل، جامعة جرجش، الأردن، 1999.

4- البدري، رتاب؛ خوري، صباح، دراسة تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية، دراسات، عدد 1، 1997.

5- الكيلاني، قيس أديب، التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم: دراسة لعينة من أسهم بورصة عمان، الإداري، المجلد 29، العدد 101، 2007، 93-125.

6- الميداني، محمد أيمن عزت، 2009، الأزمة المالية العالمية: أسبابها تداعياتها ومنعكساتها على الاقتصاد العالمي والعربي السوري، محاضرة ألقيت في ندوة الثلاثاء، جمعية العلوم الاقتصادية السورية 3 آذار 2009.

7- الجاسر، محمد سليمان، تطور القطاع المالي لتحقيق نمو اقتصادي أفضل، الرؤية المستقبلية للاقتصاد السعودي حتى عام التي2020 التي نظمتها وزارة التخطيط في الرياض، 9-13 أكتوبر 2002.

8- أبو الخير، مدثر طه، ملائمة نموذج التقييم المحاسبي لتفسير أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة، ورقة عمل، سوق الأوراق المالية المصرية، 2006.

9- باشيخ، عبد اللطيف، أهم المعلومات المحاسبية وصغار المستثمرين في سوق الأسهم السعودي، ورقة عمل، جامعة الملك عبد العزيز، 2006.

10- جريدة الحياة 14- 12- 2008 ، صناعة البتروكيميائيات الخليجية تواجه انحساراً قوياً في الطلب وهبوطاً في الأسعار.

11- دهال، رياض، الأدوات المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 15، 2003، السنة الثانية، ص3.

12- ربايعة، حطاب، عبد الرؤوف، سامي، التحليل المالي و تقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي- دبي- الشارقة، فبراير/ مارس 2006.

13- سويسي، هواري، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 5، 2007، 107-119.

14- شوقي، ماجد، الانهيار الأمريكي هز بورصات العالم، وزارة الاقتصاد، مجلة البورصة المصرية،العدد 269.

15- فلاته، إكرام عبد الرحمن، قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة (دراسة تطبيقية)، رسالة ماجستير، جامعة الملك عبد العزيز، 2010.

16- قضماني، عادل، 1994، التحليل المتعدد وتحليل الأولويات في التأمين على السيارات، مجلة جامعة حلب، سلسلة العلوم الاقتصادية، العدد 17.

17- مرهج، منذر 2003، أثر إستراتيجية توقيت السوق على أداء الاستثمار في البورصة المصرية، رسالة دكتوراه، جامعة قناة السويس.

18- مصطفى، عصام، الدولار... بديل استثماري جاهز يحرم البورصة من فائض السيولة، مجلة البورصة المصرية، العدد 8269، يوليو2002.

19- مجلة سوق الأسهم السعودية (تداول)، العدد 37، نوفمبر 2009.

20- مجلة سوق الأسهم السعودية (تداول)، العدد 39، يناير 2010.

21- مجلة سوق الأسهم السعودية (تداول)، العدد 47، سبتمبر 2010.

22- مؤسسة النقد العربي السعودي، الإدارة العامة للأبحاث الاقتصادية والإحصاء، التقرير السنوي الثالث والأربعون، 2007.

23- مؤسسة النقد العربي السعودي، الإدارة العامة للأبحاث الاقتصادية والإحصاء، التقرير السنوي الرابع والأربعون، 2008.

24- مؤسسة النقد العربي السعودي، الإدارة العامة للأبحاث الاقتصادية والإحصاء، التقرير السنوي الخامس والأربعون، 2009.

25- مؤسسة النقد العربي السعودي، الإدارة العامة للأبحاث الاقتصادية والإحصاء، التقرير السنوي السادس والأربعون، 2010.

26- مؤسسة النقد العربي السعودي، الإدارة العامة للأبحاث الاقتصادية والإحصاء، التقرير السنوي السابع والأربعون، 2011.

27- مؤسسة النقد العربي السعودي، الإدارة العامة للأبحاث الاقتصادية والإحصاء، تقرير التضخم للربع الأول، 2010.

28- نور، عبد الناصر ابراهيم، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم (دراسة مقارنة بين الشركات المساهمة العراقية والأردنية)، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 7، العدد 1، 2003، 41-67.

29- هيئة السوق المالية، الإصدار الأول، السابع، الثاني، الثالث، الخامس.

30- يوسف، دانة بسام محمد، 2008، تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا.

31- المعهد العربي للتدريب والبحوث الإحصائية، بغداد، الإصدار العاشر، ص94.

32- الزرير، ديب؛ رانيا، شيرين، أثر البيانات المحاسبية في تحديد القيمة السوقة للسهم: دراسة لعينة من الأسهم المدرجة في سوق الأسهم السعودية للفترة (2004-2010م)، بحث مقبول للنشرفي مجلة جامعة تشرين، سلسلة العلوم الاقتصادية و القانونية، 2012، تاريخ القبول 21\6\2012.

33- الزرير، ديب؛ رانيا، شيرين، دراسة نموذج فاما أند فرانش ذو العوامل الثلاثة ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية في السوق السعودية، بحث مقدم للنشر مجلة جامعة تشرين، سلسة العلوم الاقتصادية والقانونية، 2012.

34- Federal Reserve Bank of Ceveland, "Beyond Price Stability: Reconsideration of Monetary Policy in aperiod of Low inflation" ,Annual Report (1998).

35- Nibiz magazine December 2 (2002) p 13. Interview with A. Gary Shilling on Good and bad deflation.

المواقع الالكترونية:

1- www.almadinapress.com.
2- www.indexes-sa-com.
3- www.Bakhett Finomcialadvois.com.
1- www.Tadawul.net.
2- CAMP- Capital Assets Pricing Model. (2008). Relatieved February 25-2009, http:// www. Valubased mangment. Net\ method. Camp. Html, from ebescohost.com.
3- http//www.edc.ca/french/index.htm2006.
4- http://www.BFqsaudi.com/index a. asp مقال بعنوان سوق الأسهم السعودي ومشاكل السيولة الزائدة.
5- Http://en.Wikipedia.org\wiki\ArbitragePricingtheory.
6- http://www.aloslim.net/Moslem-files/Saudistocks/show-art-main.cfm?=771.
7- Valu Based mangment. Net(n.d) .CAMP- Capital assets Pricing Model. Relatieved septemper 27\ 2007, From http:// www. Valubased mangment. Net\ method. Camp. Html, from ebescohost.com.
8- Valu Based mangment. Net(n.d) .CAMP- Capital assets Pricing Model. Relatieved septemper 27\ 2007, From http:// www. Valubased mangment. Net\ method. Camp. Html, from ebescohost.com.


بسم الله الرحمن الرحيم
كتبه ١٤١٧

بسم الله الرحمن الرحيم

* .... وَسِعَ رَبُّنَـــا كُلَّ شَيءٍ عِلماً عَلَى اللَّه تَوَكَّلنَا رَبَّنـا افتَح بَيننا وَبَينَ قَومِنا بالحَقِّ وَأنتَ خَيرُ الفَاتِحِين *

صدق الله العظيم

سورة الأعراف (89)

شكر وتقدير

أتقدم بكل الشكر والمحبة والوفاء إلى الجمهورية العربية السورية.

وأتقدم بأسمى آيات الشكر و التقدير والولاء إلى راعي العلم و العلماء

السيد الرئيس الدكتور بشار حافظ الأسد

كما أتقدم بالشكر لوزارة التعليم العالي لعنايتها بطلاب الدراسات العليا.

وأتقدم بالشكر الجزيل لجامعة دمشق، وأخص بالشكر عمادة كلية الاقتصاد على عنايتها ورعايتها لطلاب الدراسات العليا.

وأتقدم بالشكر والامتنان لجميع دكاترة قسم المصارف والتأمين، وأخص بالشكر أعضاء لجنة الحكم على رسالة الماجستير، الدكتور أكرم حوراني رئيس قسم التأمين والمصارف، و الدكتور أحمد العلي.

كما أتقدم بجزيل الشكر والامتنان **للسيدة الفاضلة الدكتورة رانيا الزرير** لتفضلها بالأشراف على رسالة الماجستير ولما قدمته لي من دعم وإرشادات وتوجيهات لإتمام هذا البحث.

الباحثة

شيرين درغام ديب

الإهداء

إلى الجمهورية العظمى

الجمهورية العربية السورية

إلى رمز الشرف والكرامة

السيد الرئيس الدكتور بشار حافظ الأسد

إلى حامي الوطن

الجيش العربي السوري

إلى من أضاء بقلبه الكبير معالم الحياة

إلى من أعانني ببناء مستقبلي

إلى من أكن له حبا وفضلا عظيما

إلى مثلي الأعلى

والدي الغالي

إلى الروح التي تفنى لتنير درب الحياة

إلى شعار الطهر والعفاف

إلى صانعة الأجيال

إلى المخلوق المقدس

أمي الغالية

بصمات نقشت في كياني

ابتسامات ارتسمت في ذكرياتي

عطروا حياتي بالمسك وزينوها بألوان الورد

إخوتي الأعزاء

إلى براعم الحياة

أبناء أخوتي

إلى أجمل الذكريات التي عاشت بيننا سوية.

إلى أروع الصور التي جمعتنا سوية.

أصدقائي الأوفياء.

دراسة حول تأثير المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم

(دراسة تطبيقية)

-ملخص البحث-

هدفت هذه الدراسة للتعرف على أهم العوامل الاقتصادية المؤثرة على القيم السوقية للأسهم. وبيان أي العوامل أكثر تأثيرا من غيرها على هذه القيم السوقية، واستخدامها للتنبؤ بتلك القيم. وذلك من خلال دراسة جميع الأسهم المدرجة في سوق الأسهم السعودية والتي بلغ عددها 148 شركة، للفترة من 2002-2010. وإنشاء علاقات ارتباط وانحدار خطي بسيط ومتعدد بين متوسط قيم العوامل التي تمت دراستها والقيم السوقية الفعلية للأسهم، وبالاعتماد على ذلك تم التوصل إلى مجموعة من الاستنتاجات أبرزها:

1- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانكماش، الناتج المحلي الإجمالي، أسعار الصرف، أسعار الفائدة، وأسعار النفط وبين القيم السوقية للأسهم.
2- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من العرض النقدي، التضخم، والإنفاق الحكومي وبين القيم السوقية للأسهم.
3- إن أسعار النفط والانكماش أكثرهما تأثيرا على القيم السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية.
4- تم إيجاد نموذج للتنبؤ وهذا النموذج استطاع التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم بدرجة ثقة 96%، ومعامل ارتباط 67%.

Study about Impact The Economics Variables on Stock Prices

(Applied Study)

-ABSTRACT-

This study aims at identifying the economics factors that effect on stocks market values. Then clarify which factors more impact on stocks market values. This study population has consist of all companies Saudi Stock Market, which contain 148 companies, for period from 2002 to 2010. And establishing simple and multi-linear correlation and regression relationships between the average values of studied factors and the stocks market values. The study founded some of Conclusion:

1- There are significant statistical relationship between Deflation, Gross Domestic Product, Exchange Rate, Inflation Rate, and Oil Price with stocks market values.
2- There are no significant statistical relationship between Money Supply, Inflation, and Government Expenditure, with stocks market values.
3- Oil Price and Deflation have strong impact on stocks market values in Saudi Stock Market.
4- Was founded model for forecasting the market values of stocks. And this model was able to forecast the stock market values at a (96%) confidence level and correlation coefficient of (67%).

الفصل التمهيدي	
المقدمة	2
مشكلة البحث	3
أهمية البحث	4
أهدف البحث	4
فرضيات البحث	5
منهج البحث	6
الإطار النظري للبحث	6
الدراسة العملية	6
الدراسات السابقة	7
ملخص الدراسات السابقة	11
مجتمع وعينة الدراسة	12
الأساليب الإحصائية المستخدمة	12
الفصل الأول: دراسة السوق السعودي	
1-1 نظرة عامة على الاقتصاد الكلي في السعودية	15
1-1-1 النمو	16
2-1-1 الوضع المالي	16
3-1-1 التضخم	17
4-1-1 العملة	18
5-1-1 أسعار النفط	19
6-1-1 أسعار الفائدة	20
7-1-1 عرض النقود (السيولة)	20
8-1-1 الانكماش	21
2-1 تطورات وخصائص سوق المال السعودي	22
1-2-1 تطورات السوق السعودي	23
1-1-2-1القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في السوق (قيم التداول)	23
2-1-2-1 عدد الأسهم المتداولة	23
3-1-2-1 عدد الشركات المدرجة	24
4-1-2-1 مؤشر السوق (مؤشر تاسي)	24

1-2-1-5 القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة	26
1-2-2 خصائص السوق السعودية	27
1-3 الأدوات الاستثمارية السائدة في السوق السعودي	28
الفصل الثاني: نماذج تقييم الأسهم	
2-1 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	34
2-1-1 خط سوق رأس المال	37
2-1-2 خط سوق الورقة المالية	38
2-1-3 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	39
2-2 نموذج تسعير المراجحة	42
2-3 نموذج Fama and French 1992	44
2-4 مقارنة بين النماذج	47
2-4-1 APT AND CAPM	47
2-4-2 Fama and French and APT	47
2-4-3 Fama and French and CAPM	48
الفصل الثالث: تقييم الأسهم	
3-1 مداخل تقييم أسعار الأسهم	56
3-1-1 مدخل خصم مقسوم الأرباح	57
3-1-2 طرق قياس معدل النمو لمقسوم الأرباح	59
3-1-3 نسب التسعير	60
3-2 العوامل المؤثرة على تقلبات أسعار الأسهم	63
3-2-1 الظروف الاقتصادية	64
3-2-2 ظروف الصناعة	69
3-2-3 المتغيرات العالمية	71
3-2-4 السياسة النقدية	74
3-2-5 السياسة المالية (الإنفاق الحكومي)	82
الفصل الرابع: الدراسة العملية	
4-1 اختبار التحقق من ملائمة البيانات للتحليل الإحصائي	86
4-2 تحليل الإرتباط المتعدد بين القيم السوقية للأسهم وبين المتغيرات المدروسة	87
4-3 اختبار فرضيات الدراسة	90

الفصل الخامس: الاستنتاجات والتوصيات	
5-1 الاستنتاجات	103
5-2 التوصيات	106
المراجع	
المراجع العربية	107
المراجع الأجنبية	109
الدوريات والمجلات العلمية	112
المواقع الإلكترونية	117
الملاحق	118

قائمة الجداول

رقم الجدول	العنوان	
1	أهم العوامل ذات العلاقة بمعدل التضخم في المملكة	18
2	معامل الانكماش ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي السنوي من 2002–2010	22
3	قيم تداول الصكوك والسندات لعامي 2009 – 2010	29
4	عدد صناديق الاستثمار وتوزيعها بين مفتوح ومغلق للفترة 2002 – 2010	30
5	التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة	86
6	المصفوفة الإرتباطية	88
7	تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين العرض النقدي وقيم الأسهم	91
8	تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين التضخم وقيم الأسهم	92
9	تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين الانكماش وقيم الأسهم	93
10	تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي وقيم الأسهم	95
11	تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين الإنفاق الحكومي وقيم الأسهم	95
12	تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين أسعار الصرف وقيم الأسهم	96
13	تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين أسعار الفائدة وقيم الأسهم	97
14	تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين أسعار النفط وقيم الأسهم	98
15	المتغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم ومعاملات الانحدار بينها وبين القيم السوقية الفعلية للأسهم عند مستويات دلالة أقل من 0.05	99
16	تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين القيم السوقية المتوقعة والقيم الفعلية للأسهم	100

قائمة الأشكال

رقم الشكل	اسم الشكل	
1	منحنى التفضيل الاستثماري	34
2	المخاطرة وعدد الأوراق المالية	35
3	خط سوق رأس المال	36
4	خط سوق الورقة المالية	38

الفصل الخامس

الاستنتاجات والتوصيات

هدفت الدراسة الحالية إلى تحديد العوامل المؤثرة على قيم الأسهم في السوق السعودية. وقد أثارت الدراسة جملة من التساؤلات وقدمت أيضا فرضيات تعلقت بطبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة، وتوصلت إلى عدة استنتاجات ساهمت في حل مشكلة الدراسة والإجابة عن تساؤلاتها وفرضياتها، ومن أهم هذه الاستنتاجات والتوصيات في ضوء المشاهدات والملاحظات التي تراكمت ما يلي:

5-1 الاستنتاجات:

توصلت الدراسة من خلال نتائج التحليل الإحصائي إلى:

1- تتفاوت درجة تأثير المتغيرات الاقتصادية المدروسة على القيم السوقية للأسهم في السوق المالي السعودي فمنها ما يؤثر بشكل كبير مثل أسعار الفائدة وأسعار الصرف أسعار النفط، ومنها ما هو قليل التأثير مثل معامل الانكماش والناتج المحلي، ومنها لا يؤثر مطلقا كالعرض النقدي ومعامل التضخم والإنفاق الحكومي.

2- أشارت النتائج إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العرض النقدي والقيم السوقية للأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$. ولكن هذه لا ينطبق على السوق السعودية بسبب وجود شركات ومؤسسات أجنبية عاملة في المملكة أدى إلى لجوء الأفراد والمؤسسات إلى التعامل مع تلك المؤسسات لغرض الاقتراض والإيداع مما رفع من نسبة الودائع الجارية تحت الطلب مقارنة بنسبة العملة في التداول إلى عرض النقود وهذا بدوره يعني أن جزءا كبيرا من العملة المتداولة سوف يتجه نحو المصارف مما يعني ازدياد في احتياطيات البنوك. بالتالي فإن تأثير السيولة سيكون قليل على الأسواق المالية وبالتالي على أسعار الأسهم.

3- أشارت النتائج إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإنفاق الحكومي والقيم السوقية للأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$. وذلك يعود إلى قيام مؤسسة النقد العربي السعودي في سياق سياستها للحفاظ على الاستقرار في القطاع المالي ودعم نشاطها الاقتصادي المحلي، وانخفاض معدلات التضخم إلى توجيه إنفاقها إلى المصارف لتلبية الطلب المحلي على الائتمان، ولكي تستمر المصارف بأدائها دورها التمويلي لتحفيزها

على مواكبة العملية التنموية وكذلك اتجاهها نحو المشاريع التنموية والخدمية وبالتالي عدم توجهها إلى سوق الأسهم بشكل مباشر.

4- أشارت النتائج إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التضخم والقيم السوقية للأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$. بسبب قيام مؤسسة النقد العربي السعودي بإتباع سياسة نقدية توسعية للحد من أثار التضخم.

5- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الانكماش والقيم السوقية للأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$. وتفسر هذه العلاقة أنه في فترة الانكماش تكون المنشآت عاجزة عن الوفاء بالتزاماتها المالية بسبب انخفاض إيراداتها وارتفاع تكاليف المواد الأولية، وبالتالي انخفاض الطلب على منتجاتها مما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهما.

6- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الناتج المحلي الإجمالي والقيم السوقية للأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$. حيث أن المملكة من الدول لأساسية المصدرة للنفط وإنتاجها المحلي يعتمد بشكل أساسي على الطلب على النفط، فإن أي زيادة في أسعار النفط سيؤثر على ناتجها المحلي وبالتالي على الوضع المالي على كافة المجالات الاقتصادية والاجتماعية الأمر الذي يؤدي إلى استقرار الأسعار في السوق أو ارتفاعها.

7- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الصرف والقيم السوقية للأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$. وهذا منطقي بسبب العلاقة بين أسعار الصرف والفائدة، فزيادة أسعار الفائدة يؤدي إلى تقليل الاستثمار وبالتالي انخفاض النمو الاقتصادي أي انخفاض قيمة العملة الوطنية تجاه العملات الأخرى وبالتالي تنخفض الأسعار. وغالبا ما تتأثر الشركات التي تعمل بالاستيراد والتصدير أكثر من غيرها.

8- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الفائدة والقيم السوقية للأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$. لأن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى اتجاه المستثمرين للإيداع وقلة التوجه لشراء الأوراق المالية إلا إذا كان هناك عائد استثمار يفوق سعر الفائدة، وبالتالي يؤدي هذا إذا ما توجه المستثمر للإيداعات إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية.

9- بينت الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار النفط والقيم السوقية للأسهم عند مستوى دلالة $\alpha \leq 0.05$. حيث أن اقتصاد المملكة يعتمد على النفط بشكل أساسي الأمر الذي يؤثر على السيولة الداخلية وبالتالي على الطلب على الاستثمار ومن أوجه الاستثمار الأسواق المالية، حيث أن أسعار النفط تؤثر على أسعار الأسهم من خلال تأثيرها على التدفق النقدي المتوقع و/ أو معدلات الخصم. فإن أي تغير في أسعار النفط يؤثر على التدفق النقدي للشركة طالما أن النفط من مدخلاتها في الإنتاج، وينعكس هذا التغير في سعر النفط على الطلب على مدخلات أي صناعة. ويمكن أن يؤثر سعر النفط على سعر الخصم للتدفق النقدي عن طريق عكس معدلات التضخم ومعدل الفائدة المتوقع، وتبعا لذلك تتأثر قرارات المستثمر بذلك التغير عن طريق التغير في نسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية.

10- تم صياغة نموذج للتنبؤ بالقيم السوقية للأسهم بالاعتماد على برنامج التحليل الإحصائي SPSS كما يلي:

11- $Y = -0.000000042 + 2475739X_3 + 56.579X_4 - 0.0000003X_6 + 0.00000013X_7 + 5730703X_8$

و من ثم اختباره وكانت النتيجة أن النموذج استطاع التنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم بدرجة ثقة 96% حسب قيمة درجة المعنوية التي بلغت 0.048 وذلك عند مقارنة القيم السوقية للأسهم خلال فترة الدراسة مع القيم الأسهم السوقية التي تنبأ بها النموذج. ولهذا النموذج أهمية حيث سيساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم بناء على التغيرات في المتغيرات الداخلة في النموذج، فأي تغير في هذه العوامل يعطي إشارة للمستثمر ببيع أو شراء الورقة المالية وذلك حسب نوع وطبيعة العلاقة بينها وبين العامل المحدد.

5-2 التوصيات:

وفقا للاستنتاجات التي تم التوصل إليها من الإطار النظري للدراسة وكذلك النتائج التي تم الحصول عليها من واقع التحليل الإحصائي للبيانات، تم الخروج بالتوصيات التالية:

1- على متخذي القرارات في السوق السعودية الأخذ بعين الاعتبار السياسة المالية والنقدية التي تتبعها الحكومة والبنك المركزي لما لها من أثر كبير على أسعار الأسهم.

2- تفعيل أكبر للسياسة المالية للدولة من خلال إنفاقها الحكومي وتوجيهه نحو المشاريع الإنتاجية والتي توجه بالتالي إلى سوق الأسهم بطريقة غير مباشرة، واستمرار استخدام هذه السياسة في الحد من الآثار التضخمية.

3- العمل على تفعيل أدوات استثمارية أخرى للحد من السيولة الزائدة في السوق وبالتالي زيادة تأثيرها على سوق الأوراق المالية، وبالتالي على سوق الأسهم.

4- وضع نموذج للتنبؤ بالقيم المستقبلية لأسعار النفط وبالتالي مساعدة المستثمر على اتخاذ قرارات البيع والشراء بناءا عليها من خلال تحديد أهم المتغيرات الواجب أخذها بعين الاعتبار لتحديد السعر الحقيقي وبالتالي اتخاذ القرار الاستثماري بناءاً على ذلك.

5- ربط الريال بالدولار مع وضع هامش ارتفاع وانخفاض بحدود 10% وهذا يجعل المجال واسع أمام مؤسسة النقد لتحديد أو وضع أسعار الفائدة حسب الوضع الاقتصادي، وبالتالي الحد من المخاطرة عند الربط بسلة عملات مما يؤدي إلى التخفيف من التقلبات الحادة في أسعار الأسهم في حال طرأت تقلبات على سعر الدولار.

6- استخدام النموذج المقترح عند اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية من خلال تتبع قيم المتغيرات التي يتضمنها النموذج.

7- تفعيل أكبر لسوق الصكوك والسندات لما لها من أثر فعال في تنمية القطاع المالي والاستثمارات الأجنبية.

8- استمرار الحكومة في دعم البنوك السعودية وزيادة نموها لدعم الناتج المحلي بشكل أكبر، من خلال مساهمة القطاع المصرفي في البيئة الاستثمارية.

العلاقة بين العرض النقدي وقيم الأسهم:

Model Summary

Std. Error of the Estimate	Adjusted R Square	R Square	R	Model
29523774.748	.076	.192	.438(a)	1

a Predictors: (Constant), money supply

ANOVA(b)

Sig.	F	Mean Square	df	Sum of Squares		Model
.238(a)	1.661	1447679461352659.000	1	1447679461352659.000	Regression	1
		871653275368760.000	7	6101572927581320.000	Residual	
			8	7549252388933980.000	Total	

a Predictors: (Constant), money supply
b Dependent Variable: market value

Coefficients(a)

Sig.	t	Standardized Coefficients Beta	Unstandardized Coefficients Std. Error	Unstandardized Coefficients B		Model
.914	.112		29665818.085	3326709.539	(Constant)	1
.238	1.289	.438	39.687	51.146	money supply	

a Dependent Variable: market value

العلاقة بين التضخم وقيم الأسهم:

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.385(a)	.149	.027	30303011.566

a Predictors: (Constant), inflation

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	112134481915 2428.000	1	11213448 19152428.000	1.221	.306(a)
	Residual	642790756978 1550.000	7	91827250 9968793.000		
	Total	754925238893 3980.000	8			

a Predictors: (Constant), inflation
b Dependent Variable: market value

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	27936009.758	14474973.134		1.930	.095
	Inflation	363079 0.816	328562 0.726	.385	1.105	.306

a Dependent Variable: market value

العلاقة بين الانكماش وقيم الأسهم:

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.653(a)	.426	.344	24879844.575

a Predictors: (Constant), deflation

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	321950066552 1843.000	1	3219500665521843.000	5.201	.057(a)
	Residual	433304666252 3248.000	7	61900666 6074749.000		
	Total	755254732804 5090.000	8			

a Predictors: (Constant), deflation
b Dependent Variable: market value

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-238084342.275	121854455.580		-1.954	.092
	deflation	247573 9.287	108557 1.197	.653	2.281	.057

a Dependent Variable: market value

العلاقة بين الناتج المحلي وقيم الأسهم:

Model Summary

Std. Error of the Estimate	Adjusted R Square	R Square	R	Model
24380184.077	.370	.449	.670(a)	1

a Predictors: (Constant), gdp

ANOVA(b)

Sig.	F	Mean Square	df	Sum of Squares		Model
.048(a)	5.706	3391793698703266.000	1	339179369870 3266.000	Regression	1
		5943933756202 60.000	7	416075362934 1825.000	Residual	
			8	755254732804 5090.000	Total	

a Predictors: (Constant), gdp

b Dependent Variable: market value

Coefficients(a)

Sig.	t	Standardized Coefficients	Unstandardized Coefficients			Model
		Beta	Std. Error	B		
.342	-1.020		30537877.502	-31147063.642	(Constant)	1
.048	2.389	.670	23.685	56.579	gdp	

a Dependent Variable: market value

العلاقة بين الإنفاق الحكومي وقيم الأسهم:

Model Summary

Std. Error of the Estimate	Adjusted R Square	R Square	R	Model
28550089.481	.137	.245	.494(a)	1

a Predictors: (Constant), spend

ANOVA(b)

Sig.	F	Mean Square	df	Sum of Squares		Model
.176(a)	2.266	1846794062273631.000	1	184679406227 3631.000	Regression	1
		8151076093959 23.000	7	570575326577 1460.000	Residual	
			8	755254732804 5090.000	Total	

a Predictors: (Constant), spend
b Dependent Variable: market value

Coefficients(a)

Sig.	t	Standardized Coefficients	Unstandardized Coefficients			Model
		Beta	Std. Error	B		
.832	-.220		32166347.740	-707910 3.389	(Constant)	1
.176	1.505	.494	76.008	114.410	spend	

a Dependent Variable: market value

العلاقة بين أسعار الصرف وقيم الأسهم:

Model Summary

Std. Error of the Estimate	Adjusted R Square	R Square	R	Model
21755614.399	.499	.561	.749(a)	1

a Predictors: (Constant), exchang

ANOVA(b)

Sig.	F	Mean Square	df	Sum of Squares		Model
.020(a)	8.957	42394000022853125.000	1	423940002285 3125.000	Regression	1
		473306757884566.000	7	331314730519 1966.000	Residual	
			8	755254732804 5090.000	Total	

a Predictors: (Constant), exchang
b Dependent Variable: market value

Coefficients(a)

Sig.	t	Standardized Coefficients	Unstandardized Coefficients			Model
		Beta	Std. Error	B		
.004	4.212		29937192.307	12609198.685	(Constant)	1
.020	-2.993	-.749	9893283.863	-29608834.771	exchang	

a Dependent Variable: market value

العلاقة بين أسعار الفائدة وقيم الأسهم:

Model Summary

Std. Error of the Estimate	Adjusted R Square	R Square	R	Model
22920160.564	.444	.513	.716(a)	1

a Predictors: (Constant), interest

ANOVA(b)

Sig.	F	Mean Square	df	Sum of Squares		Model
.030(a)	7.377	3875211005969577.000	1	387521100596 9577.000	Regression	1
		5253337602965 02.000	7	367733632207 5515.000	Residual	
			8	755254732804 5090.000	Total	

a Predictors: (Constant), interest
b Dependent Variable: market value

Coefficients(a)

Sig.	T	Standardized Coefficients	Unstandardized Coefficients			Model
		Beta	Std. Error	B		
.793	.273		15004313.693	4097807.317	(Constant)	1
.030	2.716	.716	4966738.652	13489670.135	interest	

a Dependent Variable: market value

العلاقة بين أسعار النفط وقيم الأسهم:

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.700(a)	.490	.418	23448018.584

a Predictors: (Constant), oil

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3703880 2993529 15.000	1	37038802 99352915.000	6.737	.036(a)
	Residual	3848667 0286921 77.000	7	54980957 5527453.000		
	Total	7552547 3280450 90.000	8			

a Predictors: (Constant), oil
b Dependent Variable: market value

Coefficients(a)

11111		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-171172 87.354	230522 65.031		-.743	.482
	oil	573070 2.864	220793 1.366	.700	2.596	.036

a Dependent Variable: market value

المصفوفة الإرتباطية:

Correlations

oil	interest	exchang	spend	Gdp	deflation	Inflation	money supply	market value		
.700(*)	.716(*)	-.749(*)	.494	.670(*)	.653	.380	.426	1	Pearson Correlation	market value
.0369	.0309	.0209	.1769	.0489	.0579	.3139	.2539	.9	Sig. (2-tailed)	
9	9	9	9	9	9	9	9	9	N	
.807(**)	-.233	-.377	.983(**)	.890(**)	.943(**)	.830(**)	1	.426	Pearson Correlation	money supply
.0099	.5469	.3189	.0009	.0019	.0009	.0069	.9	.2539	Sig. (2-tailed)	
9	9	9	9	9	9	9	9	9	N	
.899(**)	-.075	-.380	.829(**)	.896(**)	.812(**)	1	.830(**)	.380	Pearson Correlation	Inflation
.0019	.8489	.3139	.0069	.0019	.0089	.9	.0069	.3139	Sig. (2-tailed)	
9	9	9	9	9	9	9	9	9	N	
.891(**)	.032	-.623	.971(**)	.950(**)	1	.812(**)	.943(**)	.653	Pearson Correlation	Deflation
.0019	.9369	.0739	.0009	.0009	.9	.0089	.0009	.0579	Sig. (2-tailed)	
9	9	9	9	9	9	9	9	9	N	
.985(**)	.141	-.569	.899(**)	1	.950(**)	.896(**)	.890(**)	.670(*)	Pearson Correlation	Gdp
.0009	.7179	.1109	.0019	.9	.0009	.0019	.0019	.0489	Sig. (2-tailed)	
9	9	9	9	9	9	9	9	9	N	
.822(**)	-.144	-.525	1	.899(**)	.971(**)	.829(**)	.983(**)	.494	Pearson Correlation	Spend
.0079	.7129	.1479	.9	.0019	.0009	.0069	.0009	.1769	Sig. (2-tailed)	
9	9	9	9	9	9	9	9	9	N	

-.588	-.559	1	-.525	-.569	-.623	-.380	-.377	-.749(*)	Pearson Correlation	exchang
.0969	.1189	.9	.1479	.1109	.0739	.3139	.3189	.0209	Sig. (2-tailed)	
									N	
.260	1	-.559	-.144	.141	.032	-.075	-.233	.716(*)	Pearson Correlation	interest
.4999	.9	.1189	.7129	.7179	.9369	.8489	.5469	.0309	Sig. (2-tailed)	
									N	
1	.260	-.588	.822(**)	.985(**)	.891(**)	.899(**)	.807(**)	.700(*)	Pearson Correlation	oil
.9	.4999	.0969	.0079	.0009	.0019	.0019	.0099	.0369	Sig. (2-tailed)	
									N	

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed)

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

العلاقة بين القيم المتوقعة والقيم الفعلية للأسهم:

Model Summary

Std. Error of the Estimate	Adjusted R Square	R Square	R	11
24379751.430	.370	.449	.670(a)	1

a Predictors: (Constant), Y3

ANOVA(b)

Sig.	F	Mean Square	Df	Sum of Squares		Model
.048(a)	5.707	3391941369682667.000	1	339194136968 2667.000	Regression	1
		5943722797660 60.000	7	416060595836 2424.000	Residual	
			8	755254732804 5090.000	Total	

a Predictors: (Constant), Y3
b Dependent Variable: market value

Coefficients(a)

Sig.	t	Standardized Coefficients Beta	Unstandardized Coefficients Std. Error	Unstandardized Coefficients B		Model
.339	-1.027		30680277.647	-31502777.481	(Constant)	1
.048	2.389	.670	.483	1.154	Y3	

a Dependent Variable: market value