



جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

ماجستير الأسواق المالية

أثر التغيرات في العرض النقدي في مؤشرات الأسهم

"دراسة تطبيقية على السوق المالية المصرية وإمكانية الاستفادة منها في سوق دمشق للأوراق المالية"

The Impact of money Supply Changes on Stock Market Indices

*An Empirical study on the Egyptian Exchange and the possibility of get benefit
from it in the Damascus Securities Exchange*

بحث مقدم لنيل درجة الماجستير في الأسواق المالية

إعداد الطالب

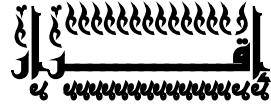
زيد عثمان

إشراف الدكتور

أكرم الحوراني

الأستاذ في قسم المصارف والتأمين

دمشق 2021



أنا الطالب زيد عثمان

أصرح بأن هذا العمل من أنجازي ولم يسبق أن نُشر من قبلي أو من قبل باحثين آخرين.

دمشق 2021/3/22

زيد عبد العزيز عثمان



نُحيطكم علماً بأنني قُمت بتدقيق رسالة الماجستير ومراجعتها من الناحية اللغوية، والتي تحمل
العنوان التالي:

أثر التغيرات في العرض النقدي في مؤشرات الأسهم

"دراسة تطبيقية على السوق المالية المصرية وإمكانية الاستفادة منها في سوق دمشق للأوراق
المالية"

التي تقدم بها الطالب: زيد عبد العزيز عثمان

دمشق 2021/04/19

المدقق اللغوي

إبراهيم محمد الأحمد

رقم الهاتف 0937722461

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا

إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ ﴾

صدق الله العظيم

البقرة آية 32



الحمد لله ذي المن والفضل والإحسان، حمداً يليق بجلاله وعظمته. وصلّ اللهم على خاتم الرسل من لا نبي بعده، والله الشكر أولاً وأخيراً.

اتقدم بجزيل الشكر للأستاذ الدكتور "أكرم الحوراني" بتفضله للأشراف على هذه الرسالة وعلى ما منحني إياه من وقت وجهد واهتمام حتى إتمام هذا العمل.

كما أتوجه بالشكر لأعضاء لجنة الحكم "الدكتور محمد حمرة والدكتورة ليذا بركات" لتوجيههم وتقييمهم لهذا العمل.

والشكر موصول لعمادة كلية الاقتصاد والسادة أعضاء الهيئة التدريسية في قسم المصارف والتأمين.

الأم

- إلى صاحبة القلب الكبير، إلى من أضاء ظلام عقلي وقلبي، إلى الحنان والأمل

أمي

- إلى مثلي الأعلى في الحياة، إلى من تعلمت منه كيف أصبح أنساناً أفضل، إلى سندي

أبي

- إلى خير مكاسب الدنيا وكنز الذهب

أخوتي

- إلى كتلة الجمال في حياتي

إيلين، فهد، جان

- إلى من شاركتُ معهم مقاعد الدراسة وشجعوني وساندوني

أصدقائي

الملخص

هدفت الدراسة إلى بيان مدى استجابة مؤشرات الأسهم للتغيرات الحاصلة في العرض النقدي في مصر خلال الفترة (2010-2020) وكيفية الاستفادة من النتائج التي تم التوصل إليها في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث تم استخدام المنهج الوصفي لعرض المفاهيم النظرية للدراسة، والمنهج الإحصائي التحليلي لتحليل والتحقق من العلاقة بين متغيرات الدراسة واختبار فرضيات الدراسة وتفسير النتائج، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي (VAR)، شملت عينة الدراسة ثلاثة مؤشرات للأسهم في السوق المالية المصرية (EGX 30, EGX70, S&P/EGX ESG).

توصلت الدراسة لمجموعة من النتائج أهمها نمو العرض النقدي (M2) في مصر بشكل كبير وذلك بسبب التوسع الكبير في الائتمان الممنوح من قبل المصارف الخاصة والسياسات التي اتخذتها السلطات النقدية لأنعاش الاقتصاد المصري، وجود أثر لتغيرات العرض النقدي (M2) في مؤشرات الأسهم على المدى الطويل مع وجود اختلاف لهذا التأثير بين مؤشرات الأسهم للسوق المالية المدروسة، لم تحافظ السوق المالية المصرية على نفس الأداء التصاعدي حيث تأرجحت مؤشرات السوق المالية المصرية خلال فترة الدراسة نتيجة الأوضاع الاقتصادية والسياسية الغير مستقرة المتلاحقة، وأخيراً تأثرت السوق المالية المصرية كباقي الأسواق العالمية بفايروس كورونا خلال عام 2020.

ABSTRACT

This study aims to demonstrate the extent to which stock indices responded to changes in the money supply in Egypt during the period (2010–2020) and how to benefit from the results that were reached in the Damascus Securities Exchange. The descriptive approach was used in the research to present the theoretical concepts of the study; on the other hand, the statistical–analytical approach was used to analyze and check the relationship among the study variables, test the study hypotheses and interpret the results using the Autoregressive Model (Vector AutoRegrission). Moreover, three stock indices in the Egyptian Exchange (EGX 30, EGX70, and S&P/EGX ESG) were included in the study sample.

The study reached a set of results, the most important of which is the growth of money supply (M2) significantly due to the large expansion of credit granted by private banks and the existence of an impact of changes in the money supply (M2) in stock indices in the long term with a difference for this effect among the studied stock indices. During the study period, the Egyptian Exchange did not maintain the same upward performance as there was a fluctuation in the indices of the Egyptian Exchange because of the successive economic and political conditions, in addition to the fact that the Egyptian Exchange, like other global markets, was affected by the Corona virus during the year 2020

فهرس المحتويات

الصفحة	الإطار العام للدراسة
1	مقدمة
2	مشكلة البحث
2	أهمية البحث
3	أهداف البحث
3	الدراسات السابقة
8	متغيرات البحث
8	فرضيات البحث
8	منهجية البحث
9	حدود البحث
9	هيكلية البحث
30-11	<u>الفصل الأول: العرض النقدي</u>
23-11	المبحث الأول: العرض النقدي (مفهومه، مقاييسه، مقابلاته، محدداته)
11	أولاً: مفهوم العرض النقدي
12	ثانياً: مقاييس العرض النقدي
14	ثالثاً: التغطية النقدية (مقابلات العرض النقدي)
16	رابعاً: محددات العرض النقدي
19	خامساً: النظريات المفسرة للعرض النقدي
31-24	المبحث الثاني: العرض النقدي في مصر
24	أولاً: مقاييس العرض النقدي ومقابلاته في مصر
25	ثانياً: تطور العرض النقدي ومقابلاته في مصر خلال الفترة (2010-2020)
60-31	<u>الفصل الثاني: الأسواق المالية</u>
44-32	المبحث الأول: الأسواق المالية
32	أولاً: مفهوم الأسواق المالية
33	ثانياً: وظائف الأسواق المالية

34	ثالثاً: تصنيفات الأسواق المالية
37	رابعاً: الأدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق المالية
50-45	المبحث الثاني: مؤشرات الأسواق المالية
45	أولاً: مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية وأهميتها
45	ثانياً: أهمية مؤشر الأسواق المالية
46	ثالثاً: طرق بناء مؤشرات الأسواق المالية
48	رابعاً: أنواع مؤشرات الأسواق المالية
49	خامساً: أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية
60-51	المبحث الثالث: السوق المالية المصرية
51	أولاً: نشأة السوق المالية المصرية وتطورها
53	ثانياً: الإطار التنظيمي للسوق المالية المصرية
54	ثالثاً: مؤشرات السوق المالية المصرية
58	رابعاً: تحليل أداء السوق المالية المصرية خلال الفترة (2010-2020)
100-61	<u>الفصل الثالث: الدراسة العملية</u>
61	المبحث الأول: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات
87	المبحث الثاني: النتائج والتوصيات وإمكانية الاستفادة من الدراسة في سورية
93	<u>المراجع</u>

فهرس الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1	تطور العرض النقدي في مصر خلال الفترة (2010-2020)	25
2	معدلات النمو لمكونات السيولة المحلية	26
3	تطور مقابلات عرض النقود خلال الفترة (2010-2020)	27
4	مؤشرات السوق المالية المصرية خلال الفترة (2010-2020)	58
5	نتائج اختبار الاستقرار لمتغيرات الدراسة (S&P/EGX-EGX70-EGX30-M2)	66
6	نتائج اختبار الاستقرار لمتغيرات الدراسة بعد أخذ الفرق الأول لبيانات السلاسل الزمنية	67
7	معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة	68
8	معايير اختيار فترة الإبطاء المثلى للنموذج الأول باستخدام نموذج VAR	69
9	نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام طريقة انجل-جرانجر للنموذج الأول	70

10	نتائج النموذج الأول للدراسة باستخدام طريقة اتجاه الانحدار الذاتي (VAR)	70
11	نتائج اختبار الارتباط الذاتي لبواقي النموذج الأول المقدر	72
12	نتائج اختبار ثبات التباين لبواقي النموذج الأول	73
13	معايير اختيار فترة الإبطاء المثلى للنموذج الثاني باستخدام نموذج VAR	75
14	نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام طريقة انجل-جرانجر للنموذج الثاني	76
15	نتائج النموذج الثاني للدراسة باستخدام طريقة اتجاه الانحدار الذاتي (VAR)	77
16	نتائج اختبار الارتباط الذاتي لبواقي النموذج الثاني المقدر	78
17	نتائج اختبار ثبات التباين لبواقي النموذج الثاني	79
18	معايير اختيار فترة الإبطاء المثلى للنموذج الثالث باستخدام نموذج VAR	81
19	نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام طريقة انجل-جرانجر للنموذج الثالث	82
20	نتائج النموذج الثالث للدراسة باستخدام طريقة اتجاه الانحدار الذاتي (VAR)	83
21	نتائج اختبار الارتباط الذاتي لبواقي النموذج الثالث المقدر	84
22	نتائج اختبار ثبات التباين لبواقي النموذج الثالث	86
23	أداء سوق دمشق للأوراق المالية والسوق المالية المصرية خلال الفترة (2010-2020)	90

فهرس الأشكال

الرقم	دلالة الشكل	الصفحة
1	مساهمة الأصول المقابلة في التغطية النقدية	28
2	تطور الناتج المحلي الإجمالي والصادرات والواردات خلال الفترة (2010-2020)	28
3	المؤشرات (S&P/EGX ESG-EGX70-EGX30) خلال الفترة (2010-2020)	60
4	المؤشرات الإحصائية لبيانات متغير مؤشر (EGX30)	62
5	المؤشرات الإحصائية لبيانات متغير مؤشر (EGX70)	63
6	المؤشرات الإحصائية لبيانات متغير مؤشر (S&P/EGX ESG)	64
7	المؤشرات الإحصائية لبيانات متغير العرض النقدي بالمعنى الواسع (M2)	65
8	تطور سلاسل متغيرات الدراسة زمنياً (S&P/EGX ESG-EGX70-EGX30-M2)	66
9	العلاقة بين العرض النقدي (M2) ومؤشر (EGX30)	68
10	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج الأول	73

74	دالة الاستجابة الفورية لمتغير مؤشر (EGX30) لصدمات العرض النقدي (M2)	11
75	العلاقة بين العرض النقدي (M2) ومؤشر (EGX70)	12
79	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج الثاني	13
80	دالة الاستجابة الفورية لمتغير مؤشر (EGX70) لصدمات العرض النقدي (M2)	14
81	العلاقة بين العرض النقدي (M2) ومؤشر (S&P/EGX ESG)	15
85	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج الثالث	16
86	دالة الاستجابة الفورية لمتغير مؤشر (S&P/EGX ESG) لصدمات العرض النقدي (M2)	17

1- المقدمة:

تعتبر الأسواق المالية عصب الحياة الاقتصادية في العديد من الدول المتقدمة والنامية، لما تؤديه من دور هام ومحوري في تمويل العديد من المشاريع الاقتصادية، بالإضافة إلى دورها في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى القنوات الاستثمارية الأمثل التي تعمل على دعم الاقتصاد وتزيد من معدلات الرفاه لأفراد المجتمع، فضلاً عن الدور الكبير الذي تؤديه تلك الأسواق في جذب رأس المال الفائض غير الموظف، وتحويله إلى رأس مال عامل له أثر إيجابي في جميع الجوانب الاقتصادية والاجتماعية للدولة، كما تعتبر الأسواق المالية من المحركات الأساسية للنمو الاقتصادي؛ فهي أداة تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته وتتأثر بها.

ومع الانفتاح المضطرب للاقتصادات العالمية بعضها على بعض وظهور العولمة والتجارة الالكترونية والتطورات التي تشهدها الاقتصادات العالمية أضحت التركيز على الأسواق المالية مطلباً عالمياً كبيراً، حيث أصبحت تشغل حيزاً كبيراً ومتزايداً من اهتمام صانعي القرار في معظم بلدان العالم؛ لأنها تعتبر المرآة التي تعكس الوضع الاقتصادي العام، فهي تنشط في حالات الانتعاش الاقتصادي وتتأثر بحالات الركود التي تصيب الاقتصادات.

في ضوء جميع التطورات التي شهدتها الأسواق المالية أواخر القرن العشرين واتساع حجم الأسواق المالية وزيادة حدة المنافسة بينها نشأت حالة من عدم الاستقرار في الأسواق المالية؛ حيث تمثلت بازدياد مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية، الأمر الذي يؤثر بطريقة مباشرة في أعمال الشركات، وبطريقة غير مباشرة في أداء سوق الأوراق المالية واستثماراتها، ولأن الأسواق المالية كغيرها من الأسواق تتأثر بمختلف العوامل والأحداث الاقتصادية سواء حدثت داخل السوق أو خارجه قد يكون هناك تأثير إيجابي لبعض العوامل والأحداث، وقد يكون هناك تأثير سلبي للبعض الآخر منها، وذلك بحسب استجابة الأسواق للأحداث الاقتصادية.

ومن هنا تبرز أهمية دراسة سوق الأوراق المالية لمعرفة طبيعة حركة الأسعار، وتحديد العوامل والمتغيرات المؤثرة فيها، وذلك لفهم أعمق لآلية عمل هذه الأسواق وعلاقتها بالعوامل الأخرى، لأن العديد من الاقتصاديين يرون أن استقرار الأسواق المالية يعتبر مقياساً لنجاح السياسات الاقتصادية ولا سيما النقدية منها، حيث يعتبر العرض النقدي أحد أهم العوامل التي تؤثر في الاقتصاد بشكل عام، وفي سوق الأوراق المالية بشكل خاص ومباشر، عن طريق ما يمكن أن تخلفه تقلبات وتغيرات العرض النقدي من آثار على أعمال الشركات وأرباحها، وبالتالي على أسعار الأوراق المالية وعوائدها.

2- مشكلة البحث:

تمثل مؤشرات الأسواق المالية أهم وسيلة يمكن للمستثمرين الاسترشاد بها لتحديد مواقيت استثماراتهم وتنفيذها، ونظراً لأهمية الأسواق المالية وتزايد دورها في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية كونها المرآة التي تعكس حالة الاقتصاد الحقيقية، وباعتبارها كباقي الأسواق الأخرى كان لا بد من دراسة أبرز العوامل التي تؤثر في الأسواق المالية، ومن أهمها العرض النقدي، حيث هناك مشكلة في السوق المالية المصرية وهي أن العرض النقدي لا يؤثر في مؤشرات الأسهم في السوق المالية، لذلك كان لا بد من دراسة حالة السوق المالية المصرية لأنها تعتبر من أهم الأسواق الناشئة في المنطقة العربية التي تسعى بشكل دائم لمواكبة آخر التطورات في الأسواق المالية ومحاولة تطبيقها، ومن هنا يمكن التعبير عن مشكلة البحث بالسؤال التالي:

❖ هل تؤدي التغيرات في العرض النقدي إلى حدوث تغيرات في مؤشرات الأسهم؟

ويتفرع السؤال السابق إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- هل تؤدي التغيرات في العرض النقدي في حدوث تغيرات في مؤشر (EGX 30)؟
- هل تؤدي التغيرات في العرض النقدي في حدوث تغيرات في مؤشر (EGX 70 EWI)؟
- هل تؤدي التغيرات في العرض النقدي في حدوث تغيرات في مؤشر (S&P/EGX ESG)؟

3- أهمية البحث:

تتبع أهمية من كونه يسלט الضوء على أحد أهم العوامل التي تؤثر في مؤشرات الأسواق المالية وهو العرض النقدي، وذلك لأن العرض النقدي يؤثر بشكل مباشر وغير مباشر في أسعار الأوراق المالية، خاصة مع تزايد حدة المنافسة بين الشركات وازدياد حالات عدم التأكد التي تؤثر في مؤشرات الأسواق المالية، فضلاً عما يمكن أن تقدمه هذه الدراسة للمستثمرين بغية توعيتهم وزيادة معلوماتهم الاستثمارية حول إمكانية تطور مؤشرات الأسواق المالية في ظل التطورات الحاصلة في الاقتصاد، بالإضافة إلى إمكانية الاستفادة من تجربة السوق المالية المصرية في سوق دمشق للأوراق المالية حول ما يخص بناء المؤشرات وعمليات الشراكات مع أكبر المؤشرات القيادية في العالم وآليات تطوير السوق المالي.

وأخيراً ما يمكن أن يضيفه هذا البحث للنظريات العلمية والدراسات السابقة من نتائج يمكنها أن تساعد المهتمين والباحثين على فهم العلاقة بشكل أكبر بين الأسواق المالية والمتغيرات الاقتصادية بشكل عام والعرض النقدي بشكل خاص.

4- أهداف البحث:

- تسليط الضوء على أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية وطرق بنائها بشكل عام، وتوضيح الفرق بين المؤشر العام للأسواق المالية والمؤشرات المتعلقة بالقطاعات المختلفة، وبشكل خاص حالة السوق المالية المصرية.
- التعرف على طبيعة حركة مؤشرات السوق المالية المصرية وآليات عملها والحكم عليها فيما إذا كانت تمثل الأداء الحقيقي للسوق المصرية أم لا.
- تسليط الضوء على أهم العوامل المؤثرة في مؤشرات السوق المالية المصرية، وبشكل خاص كيفية استجابة السوق المصرية للتغيرات في العرض النقدي، والتأكد من أن التغيرات في العرض النقدي تؤدي إلى حدوث تغيرات حقيقية في مؤشرات السوق المالية المصرية، بالإضافة إلى التوصل إلى صيغة مناسبة توضح أثر تغيرات العرض النقدي على كل مؤشر من مؤشرات السوق المالية المصرية.

5- الدراسات السابقة:

أولاً: الدراسات العربية:

5-1-1- دراسة (الحمداني والجويجاني، 2007) بعنوان¹: "تأثير السياسة النقدية في القيمة السوقية للأسهم والسندات"

تمثل هدف الدراسة في التعرف على تأثير تغيرات عرض النقود على الأسواق المالية لعينة مختارة من بلدان الخليج العربي متمثلة بكل من (السعودية وقطر والكويت) حيث تم التعبير عن المتغير المستقل بعرض النقد والمتغير التابع بالقيمة السوقية للأسهم والسندات.

واستُخدِم كل من اختبار كرانجر للسببية واختبار متجه الانحدار الخطي للتحقق من فرضيات الدراسة حيث

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج هي:

- هناك علاقة بين التغير في النقد والتغير في القيمة السوقية للأسهم والسندات.
- هناك أثر للتغير في العرض النقدي على القيمة السوقية للأسهم والسندات في كل من الكويت وقطر، وبالتالي أي تغير في العرض النقدي ينتج عنه تغير في القيمة السوقية للأسهم والسندات، ولكن ظهر عكس ذلك في السعودية حيث إن القيمة السوقية للأسهم والسندات تؤثر في المعروض النقدي، ولا يؤثر المعروض النقدي بشكل كبير في القيمة السوقية للأسهم والسندات.

1 الحمداني، رافعة، الجويجاني، أوس، (2007)، "تأثير السياسة النقدية في القيمة السوقية للأسهم والسندات"، (ورقة بحث)، مجلة تنمية الرافدين، العراق، المجلد 88، العدد 29، ص 135-151.

5-1-2-دراسة (سجاء، 2012) بعنوان 1:

"أثر زيادة الكتلة النقدية في سوق الأوراق المالية (دراسة عملية لسوق دمشق للأوراق المالية)"

تمثل هدف الدراسة في التعرف على أثر زيادة الكتلة النقدية في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث قام الباحث باستخدام البيانات الشهرية لكل من العرض النقدي وأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، وامتدت فترة الدراسة عشرة أشهر (شهر أذار من عام 2009 وحتى شهر كانون الثاني من العام 2010) وذلك لحدثة سوق دمشق للأوراق المالية.

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- زيادة الكتلة النقدية تؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار وزيادة الناتج المحلي الإجمالي.
- زيادة الكتلة النقدية في سورية لم يرافقها زيادة في الاستثمار والاستهلاك وذلك يدل على سوء توزيع الدخل القومي وارتفاع معدل الادخار.
- زيادة الكتلة النقدية تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم حيث العلاقة الطردية بين العرض النقدي وأسعار الأسهم.
- ارتفاع أسعار الأسهم يكون نتيجة لارتفاع المستوى العام للأسعار أو بسبب التضخم.

5-1-3-دراسة (سوار، 2014) بعنوان 2:

" دور السياسة النقدية في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية "

هدفت الدراسة إلى التعرف على دور السياسة النقدية في التأثير في أداء سوق الأوراق المالية، حيث تم تطبيق الدراسة في سوق عمان للأوراق المالية كأحد الأسواق المالية الناشئة، فأخذت البيانات التاريخية لبعض متغيرات السياسة النقدية (العرض النقدي بالمفهومين الضيق والواسع، وسعر الصرف، وسعر الفائدة على الودائع الثابتة، ومعدل التضخم مقاساً بالرقم القياسي لأسعار المستهلك) ضمن سلسلة امتدت لـ 14 سنة خلال الفترة (1998-2011)، وتم عكس أداء السوق المالية بكل من (الرقم القياسي لأسعار الأسهم، والقيمة السوقية، وحجم التداول، ومعدل دوران السهم للفترة ذاتها).

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج هي:

- وجود أثر متباين لكل من (عرض النقد بمفهوميه الضيق والواسع، وسعر الصرف، ومعدل التضخم) على أداء سوق الأوراق المالية، حيث كان لعرض النقد بمفهومه الضيق M1 تأثير واضح في المتغيرات التابعة التي تمثل أداء السوق.

¹ سجاء، وسام، "أثر زيادة الكتلة النقدية في سوق الأوراق المالية"، رسالة، جامعة دمشق، (2012).

² سوار، غالية، دور السياسة النقدية في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2015.

- لا يوجد أثر لسعر الفائدة على أداء سوق الأوراق المالية مما يؤكد وجود تشوهات في انتقال آثار السياسة النقدية عبر قناة سعر الفائدة إلى السوق المالية.

5-1-4-دراسة (الضعيف،2016) بعنوان¹:

"أثر العوامل الاقتصادية في تطورات الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي"

هدفت الدراسة إلى تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وأداء السوق المالي السعودي وسوق أبو ظبي المالي، من خلال تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية (التضخم، والناتج المحلي الإجمالي، والاستثمار) على مؤشرات سوق المال السعودي وسوق أبو ظبي المالي بالإضافة إلى تحليل أثر العوامل الخارجية الاقتصادية والسياسية، حيث امتدت الدراسة لـ 14 سنة خلال الفترة (2001-2014).

وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- لا توجد علاقة بين المتغيرات الاقتصادية (التضخم، والناتج المحلي الإجمالي، والاستثمار) وبين المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي السعودي.
- توجد علاقة ارتباط قوية بين المتغيرات الاقتصادية (التضخم، والناتج المحلي الإجمالي، والاستثمار) وبين مؤشر سوق أبو ظبي المالي.
- انخفاض المؤشر العام لأسعار الأسهم في دولة الإمارات العربية في عام 2008، نتيجة لبوادر الأزمة العالمية التي بدأت في النصف الثاني من عام 2008.

ثانيا: الدراسات الأجنبية:

5-2-1-دراسة (Ghazouani, Boghrara, Bennaceur, 2009) بعنوان²:

"The Linkage Between Monetary Policy And Stock Market"

هدفت الدراسة إلى التعرف على العلاقة المتبادلة بين السياسة النقدية وعوائد الأسهم في مجموعة من البلدان في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (السعودية، والأردن، وعمان، والبحرين، وتركيا، ومصر، وتونس، والمغرب) حيث تم استخدام كل من (العرض النقدي M1، معدل الفائدة) كمتغيرات السياسة النقدية، وتمثلت مشكلة البحث "إلى أي مدى يمكن أن تؤثر السياسة النقدية في عوائد الأسهم، وإلى أي مدى يمكن أن تؤثر تحركات أسعار الأسهم في السياسات النقدية في البلدان المذكورة.

وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- تؤدي السياسة النقدية دوراً كبيراً في التأثير على عوائد الأسهم في كل من السعودية والأردن والبحرين وعمان.

¹ الضعيف، حسين. (2016). " أثر العوامل الاقتصادية في تطورات أسعار الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي وإمكانية الاستفادة منها

في سورية"، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سورية

²Ghazouani, Boghrara, Bennaceur, (2009), " The Linkage Between Monetary Policy And Stock Market", working paper, The Egypton Exchange

- السياسات النقدية في تونس والمغرب إلى حد أقل مصر لا تؤثر تأثيراً كبيراً في عوائد الأسهم.
- أن استجابة السياسات النقدية لتحركات أسعار الأسهم في السوق بعيدة كل البعد عن أن تكون متجانسة في جميع البلدان، ففي حين أن السلطات النقدية في كل من السعودية والأردن تستجيب للتقلبات في عوائد الأسهم فإن السياسات النقدية في البلدان الأخرى لا تبدي أي ردة فعل.

5-2-2-دراسة (Sirucek,2012) بعنوان¹:

The Impact Of Money Supply On Stock Prices and Stock Bubbles

هَدَفَ البحث إلى دراسة أثر التغير في العرض النقدي وانعكاساته على مؤشرات أسواق المال الأمريكية خلال الفترة الممتدة بين (1967-2011)، حيث تمثلت إشكالية البحث فيما إذا كان التغير في العرض النقدي يؤثر في مؤشرات الأسهم، بالإضافة إلى كيفية مساهمة العرض النقدي في خلق الفقاعات المالية، تمثل المتغير المستقل بالعرض النقدي بالمفهوم الواسع M2 فيما تمثل المتغير التابع بمؤشر داو جونز الصناعي "DJIA".

وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- يوجد علاقة طردية طويلة الأجل بين التغير في العرض النقدي ومؤشر الأسهم الأمريكي DJIA، وبالتالي فإن أي نمو في العرض النقدي ينتج عنه ارتفاع في أسعار الأسهم.
- اقتصر أثر العرض النقدي في خلق الفقاعات السريعة في سوق العقارات فقط في عام 2007 والتي كانت السبب الرئيسي في الازمة العالمية عام 2008.

5-2-3-دراسة (Kibria,Mehmood,Kamran,2014) بعنوان²:

The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Maket Return

هدفت الدراسة إلى التحقق من أثر مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية (التضخم، وسعر الصرف، والعرض النقدي، والناتج المحلي الإجمالي) في مؤشر سوق باكستان المالي (KSE 100) وذلك لمدة 23 سنة خلال الفترة الممتدة بين (1991-2013).

وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات الاقتصادية (التضخم، وسعر الصرف، والناتج المحلي الإجمالي، والعرض النقدي) وعوائد الأسهم في سوق باكستان المالي.

¹Sirucek, Martin, (2012), "The Impact of Money Supply on Stock Prices and Stock bubbles", Faculty for business and economics, Mendel University in Brno, Czech Republic.

²Kibria,Mehmood,Kamran,(2014) "The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Market Returns: A Case of Pakistan", working paper, *Research Journal of Management Sciences*, Volume 3, Issue 8, August, P1-7

- أن المتغيرات الاقتصادية الكلية تفسر 73 بالمئة من التغيرات في مؤشر سوق باكستان المالي (KES 100).
- كان لسعر الصرف الأثر الأكبر في مؤشر السوق وكان هذا الأثر إيجابياً، وهو ما ينطبق على معدل التضخم أيضاً، ولكن بتأثير أقل من سعر الصرف.
- كان لوفرات الناتج المحلي الإجمالي والعرض النقدي أثر سلبي في مؤشر السوق.

5-2-4-دراسة(Norfeltdt,2014) بعنوان¹:

The Effects Of Monetary Policy On Stock Market Return

هدفت الدراسة إلى التحقق من العلاقة بين السياسة النقدية والعوائد على الأسهم والسندات التي تعد أهم أدوات الأسواق المالية، حيث تمثلت مشكلة الدراسة في مدى قدرة المصرف الفيدرالي الأمريكي على التأثير في عوائد الأوراق المالية من خلال التحكم بالعرض النقدي بمفهومه الواسع M2، بالإضافة إلى تأثير سلوك المستثمرين وحجم التفاعل مع سياسات المصرف الفيدرالي الأمريكي، حيث تم التعبير عن المتغير المستقل بـM2، والمتغير التابع مؤشر داو جونز الصناعي (DJIA) ومؤشر ستاندرز أند بورز (S&P 100) حيث بلغ عدد المشاهدات 172 مشاهدة شهرية خلال الفترة (2000-2014).

وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- أن زيادة العرض النقدي المتوقعة تؤثر بشكل سلبي في عوائد الأسهم على المدى القصير ولكنها تتقلب لتكون ذات تأثير إيجابي على المدى الطويل.
- أن التزايد غير المتوقع للعرض النقدي سوف يكون له أثر إيجابي في عوائد الأسهم على المدى القصير والطويل.
- أن أي تغير غير متوقع في العرض النقدي يؤثر في سلوك المستثمرين وينعكس ذلك على حجم التداول.

أهم ما يميز هذا البحث:

- يعتبر البحث من أحدث الدراسات التي تناولت دراسة أثر التغيرات في العرض النقدي بالشكل الواسع (M2) حيث اعتمدت اغلب الدراسات السابقة على العرض النقدي بالمفهوم الضيق (M1)، بالإضافة إلى ندرة الدراسات التي تناولت التجربة المصرية فيما يخص متغيرات الدراسة، كما يدرس أثر التغيرات في العرض النقدي في مؤشرات الأسهم عكس الدراسات السابقة التي وردت في الدراسة حيث اشتملت أغلب الدراسات على دراسة أثر التغير في العرض النقدي في أسعار الأسهم أو عوائدها ولم تتطرق للمؤشرات.

¹ Norfeltdt, Oskar, (2014), "The effects of Monetary Policy on Stock Market Returns", working paper, UMEA University, Sweden.

- التعرف على كيفية استجابة السوق المالية المصرية للتغيرات الحاصلة في الاقتصاد، وبشكل خاص العرض النقدي، والتأكد إذا ما كانت هذه التغيرات تحدث تغييراً حقيقياً في مؤشرات السوق المالية.
- إجراء مقارنة بين تأثير العرض النقدي على كل من المؤشر العام للسوق المالية المصرية والمؤشرات الأخرى.
- إمكانية استخدام نتائج دراسة العرض النقدي والسوق المالية المصرية في سورية وبشكل خاص في سوق دمشق للأوراق المالية.

6- متغيرات البحث

- المتغير المستقل¹: العرض النقدي بالمفهوم الواسع M2
- المتغيرات التابعة²: مؤشر السوق المالية المصرية العام (EGX 30)
مؤشر ستاندرز أند بورز (S&P/EGX ESG)
مؤشر السوق المالية متساوي الأوزان (EGX 70 EW)

7- فرضيات البحث:

- الفرضية الأولى: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغيرات في العرض النقدي والتغيرات في المؤشر العام (EGX 30).
- الفرضية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغيرات في العرض النقدي والتغيرات في مؤشر ستاندرز أند بورز (S&P/EGX ESG).
- الفرضية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغيرات في العرض النقدي والتغيرات في مؤشر (EGX 70 EW).

8- منهجية البحث:

يعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي، حيث سيتم اتباع المنهج الوصفي القائم على جمع المعلومات وتصنيفها وعرضها وتفسيرها بغرض عرض الجانب النظري للدراسة من خلال الاستعانة بالكتب والنشرات والتقارير الدورية والأبحاث والدراسات السابقة التي تناولت موضوع الدراسة بشكل مباشر أو غير مباشر؛ وفي الجانب

¹ سبب اختيار العرض النقدي بالمفهوم الواسع (M2) لأنه في أغلب الدراسات السابقة تم استخدام العرض النقدي بالمفهوم الضيق (M1)، بالإضافة إلى أن العرض النقدي بالمفهوم الواسع يضمن الودائع طويلة الأجل التي يمكن أن تساعد في خلق المزيد من الائتمان

² أن سبب اختيار المؤشر (EGX 30) وذلك لأنه المؤشر العام للسوق المالية المصرية، حيث يعكس التطورات الحاصلة في السوق بشكل عام، أما فيما يخص اختيار المؤشر (EGX 70 EW) فلأنه يضم 70 شركة من مختلف القطاعات العاملة في السوق المالية المصرية حيث يوفر تمثيلاً جيداً للاقتصاد المصرية، وأما سبب اختيار المؤشر (S&P/EGX ESG) فهو لأن طريقة تركيب وبناء هذا المؤشر تختلف عن المؤشرين السابقين حيث يحتوي على معايير غير مرتبطة بالنشاط التجاري والاقتصادي للشركات المقيدة فيه مثل (الحفاظ على أداء بيئي جيد، المسؤولية الاجتماعية، معايير الحوكمة).

التطبيقي سيتم اتباع المنهج التحليلي للتحقق من العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، وتحليلها بالأسلوب الأمثل، وذلك من خلال استخدام برنامج التحليل الإحصائي (e-views) للتوصل للنتائج، وبالتالي تقديم الاقتراحات والتوصيات اللازمة.

9- مصادر البيانات والمعلومات:

- اعتمدت الدراسة على البيانات المالية السنوية للسوق المالية المصرية والمتعلقة بمؤشرات السوق المالية المصرية، بالإضافة إلى البيانات المالية السنوية للمصرف المركزي المصري، فضلاً عن تقارير صندوق النقد الدولي المتعلقة بالعرض النقدي.
- كما اعتمدت هذه الدراسة على المراجع والكتب والدوريات والأبحاث والرسائل العلمية والمقالات التي لها صلة بموضوع الدراسة.

10- حدود البحث:

لهذا البحث جانبان، الأول: الجانب المكاني الذي يتناول فيه تأثير التغيرات في العرض النقدي على مؤشرات الاسواق المالية في مصر، والجانب الزمني الفترة من (2010-2020).

11- هيكلية البحث

لغرض الوصول إلى نتائج سليمة تم تقسيم الدراسة إلى ثلاث فصول حيث تناول الفصلين الأول والثاني الجانب النظري الخاص بالدراسة اعتماداً على الكتب والأبحاث والدراسات السابقة المتعلقة بمتغيرات الدراسة، وتم تخصيص الفصل الثالث للدراسة العملية للتحقق من العلاقة بين المتغير المستقل (M2) والمتغيرات التابعة (EGX30-EGX70-S&P/EGX).

الفصل الأول: العرض النقدي

أدت النقود دوراً أساسياً في تفعيل اقتصادات الدول وتنشيطها عبر الزمن، حيث أصبحت تشكل عاملاً رئيساً يؤثر في مختلف الجوانب الحقيقية للاقتصاد، ولذلك يعتبر العرض النقدي واحداً من أهم العوامل التي تؤثر في المتغيرات الاقتصادية كافة، حيث إن التغيرات فيه وفي معدل نموه تنعكس بشكل واضح في الاقتصاد، ولذلك فإن تركيز صانعي القرار في معظم بلدان العالم ينصب في كيفية التحكم في العرض النقدي، وهو ما يعني التحكم قدر الإمكان في الاقتصاد وتوجيهه نحو الأهداف المرسومة في الخطط الموضوعية من قبل السلطات النقدية، متمثلة بالمصارف المركزية، حيث سنتناول في هذا البحث المحاور التالية:

المبحث الأول: العرض النقدي (مفهوم، مقاييس، محددات)

أولاً: مفهوم العرض النقدي

ثانياً: مقاييس العرض النقدي

ثالثاً: التغطية النقدية (مقابلات عرض النقود)

رابعاً: محددات العرض النقدي

خامساً: النظريات المفسرة للعرض النقدي

المبحث الثاني: العرض النقدي في مصر

أولاً: مكونات العرض النقدي في مصر

ثانياً: تطور العرض النقدي ومقابلاته في مصر خلال الفترة (2010-2020)

المبحث الأول: العرض النقدي (مفهوم، مقاييس، محددات)

أولاً: مفهوم العرض النقدي:

يعتبر العرض النقدي متغيراً رئيساً لفهم الاقتصاد الكلي وتوجيه السياسات التي تنتهجها السلطات النقدية، "ويعد العرض النقدي عاملاً حساساً للغاية، حيث يحدد حجم ومكونات العرض النقدي سرعة أي نشاط اقتصادي"¹، ويختلف المفهوم العام للعرض النقدي من بلد لآخر، وذلك تبعاً لدرجة تطوره الاقتصادي وتطور المنظومة المصرفية بشكل عام، وهو ما توضحه التعاريف المتعددة للعرض النقدي التي تعكس وجهات النظر المختلفة، حيث يكمن الهدف الأساسي من تعريف العرض النقدي هو إمكانية تحقيق السيطرة والرقابة عليه من قبل السلطة النقدية قدر الإمكان، وفيما يلي بعض التعاريف للعرض النقدي:

يُعرّف العرض النقدي بأنه: "الكمية الاسمية من النقود الموضوعة بتصرف الأشخاص الاقتصاديين التي يرتبط تحديدها بالتعريف المعطى لمفهوم النقد"².

ويعرف بأنه: "مجموعة الأصول ذات القدرة الشرائية المباشرة القابلة للتحويل وفي الحال إلى كافة السلع والخدمات المتاحة للتبادل"³.

ويعرف بأنه: "كمية النقود المتداولة في مجتمع ما خلال فترة زمنية معينة، ويقصد بالنقود المتداولة هنا هي كافة أشكال النقود التي يحوزها الأفراد أو المؤسسات التي تختلف أشكالها بمدى التطور الاقتصادي والاجتماعي وتطور العادات المصرفية في المجتمعات"⁴.

ويعرف أيضاً بأنه: "المبلغ الإجمالي للأموال المتاحة في الاقتصاد في وقت معين"⁵ ويعرف الفيدرالي الأمريكي عرض النقود بأنه "مجموعة من الأصول الآمنة التي يمكن أن تستخدمها الأسر والشركات لتسديد المدفوعات أو للاحتفاظ بها كاستثمارات قصيرة الأجل"⁶.

من خلال ما سبق يمكن تعريف العرض النقدي بأنه: جميع الأصول المالية التي يمكن استخدامها لتسديد الالتزامات في مجتمع ما خلال فترة زمنية معينة، وتختلف هذه الأصول من بلد إلى آخر بحسب تطوره الاقتصادي.

¹ George et al, **Impact of Money supply on Some Macroeconomic Variables on Nigerian Economy**, Journal of business management and economic research, Vol2, Issue5, 2018, PP 32-46.

² حسن، موفق السيد، **التطورات الحديثة للنظرية والسياسة النقدية (عرض النقد والسياسة النقدية)**، مجلة جامعة دمشق، المجلد الأول، العدد الأول، 1999، ص8.

³ العصار، رياض، الحلبي، رياض، **النقود والبنوك**، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000، ص54.

⁴ حداد، أكرم، هذلول، مشهور، **النقود والمصارف مدخل تحليلي ونظري**، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص89.

⁵ Groth, Lecture notes in macroeconomics, (mimeo) 2015, chapter 16, p 649.

⁶ <https://www.federalreserve.gov>

ثانياً: مقاييس العرض النقدي:

تطوّر العرض النقدي مع تطور النقود ووصولها إلى شكلها الحالي "بشقيها الورقي والمصرفي"¹، بالإضافة إلى وسائل الدفع المتاحة في الاقتصاد متمثلةً بأشباه النقد (ودائع التوفير والودائع قصيرة الأجل)، ويعكس عرض النقود درجة السيولة المختلفة لكل نوع من النقود في الاقتصاد، حيث تستخدم كل دولة مقاييس مختلفة للعرض النقدي عن الدول الأخرى، ومنه يمكن تصنيف مقاييس العرض النقدي إلى ما يلي:

1- الاحتياطيات (R):

تتكون من النقد في صناديق المصارف، وودائع المصارف لدى المصرف المركزي التي تتكون من الاحتياطي القانوني وبعض الاحتياطيات الفائضة المودعة لدى البنك المركزي².

2- النقد في التداول (C):

ويقصد بها العملة التي يملكها الجمهور أو العملة خارج الجهاز المصرفي.

3- القاعدة النقدية (BM):

تتكون من العملات الورقية والمعدنية المصدرة المتداولة، مضافاً إليها احتياطيات المصارف القانونية والفائضة لدى المصرف المركزي³، وعليه يمكن كتابة معادلة القاعدة النقدية كما يلي:

$$BM = C + R$$

4- العرض النقدي بالمعنى الضيق (M1):

يتكون من النقد المتداول خارج المصارف، مضافاً إليه الودائع تحت الطلب؛ والمقصود بودائع تحت الطلب ودائع الحسابات الجارية والودائع ليوم واحد، وبعض هذه الودائع تكون مدرة للفوائد، وفي بعض الدول تدخل جميع الحسابات الشكية في المصارف وغيرها والحسابات القابلة للتحويل إلى حسابات جارية ضمن العرض النقدي بالمعنى الضيق (M1)⁴. وتكون معادلة العرض النقدي بالمعنى الضيق (M1) كالتالي:

$$M1 = C + DD$$

يشمل M1 الأصول المالية التي يمكن استخدامها مباشرة كوسيلة للدفع⁵، مثل الحسابات البريدية، والودائع تحت الطلب.

¹ يقصد بالنقود المصرفية: ما تقوم به المصارف من عملية خلق ائتمان أو خلق نقود مثل الحسابات المصرفية.

² الحوراني، أكرم، حساني، عبد الرزاق، النقود والمصارف، منشورات جامعة دمشق، 2017، ص160.

³ محمد شلهوب، علي، شؤون النقود وأعمال المصارف، شعاع للنشر، حلب، سوريا، الطبعة الأولى، 2007، ص124.

⁴ الحوراني، أكرم، حساني، عبد الرزاق، مرجع سبق ذكره، ص160.

⁵ Balmer, Sandra, The monetary base and the M1, M2 and M3 monetary aggregates, Swiss National bank, 2007.

5- العرض النقدي بالمعنى الواسع (M2):

يتكون من **M1** مضافاً إليه الودائع الادخارية (ودائع التوفير والودائع قصيرة الأجل) التي يطلق عليها مصطلح أشباه النقود¹، حيث يتضمن **M2** أصولاً مالية تركز على المدخرات أو الاستثمار المؤقت²؛ وتكون معادلة العرض النقدي بالمعنى الواسع (**M2**) كالتالي:

$$M2 = M1 + STD + SD$$

حيث **STD**: الودائع قصيرة الأجل³

SD: ودائع التوفير

6- العرض النقدي بالمعنى الأوسع (M3):

نتيجة التطور الذي حصل في الاقتصاد العالمي ظهر ما يسمى ب (**M3**) حيث يتضمن هذا المفهوم العملة والودائع الجارية والودائع الادخارية، إضافة إلى كل الودائع التي يتم خلقها من قبل المؤسسات الحكومية التي تعمل في حقل النشاط الاقتصادي؛ ويستخدم هذا المفهوم على الأخص في البلدان المتقدمة، حيث تطورت وتوسعت فيها الأسواق المالية بشكل كبير، وتبتكر فيها أنواع جديدة ومتنوعة من المشتقات المالية⁴.

أي أن (**M3**) هو (**M2**) مضافاً إليه الودائع طويلة الأجل (الادخارية).

وتكون معادلة العرض النقدي بالمعنى الأوسع (**M3**):

$$M3 = M2 + LTD$$

حيث **LTD**: الودائع طويلة الأجل

ويرجع الأخذ بمفهوم عرض النقد الأوسع إلى توسع تدخل الحكومة في النشاط الاقتصادي وجعل المؤسسات المالية العامة تمارس نشاطاً لا يختلف عن نشاط القطاع الخاص، وكما أنه في بعض الدول المتقدمة وخاصة في منطقة اليورو يتم إضافة كل من "اتفاقيات إعادة الشراء"⁵ وأسهم صندوق سوق المال وسندات دين تصل لمدة سنتين إلى العرض النقدي بالمعنى الأوسع (**M3**)⁶.

¹ الوزني، خالد، الدفاعي، أحمد، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2000، ص 285.

² Balmer, Sandra, The monetary base and the M1, M2 and M3 monetary aggregates, Swiss National bank, 2007.

³ عادة ما يتم تحديد حد أقصى لمبلغ الودائع قصيرة الأجل التي تدخل ضمن هذا المقياس أو التوليفة النقدية.

⁴ الوندائي، نشأت، قياس تأثير المستوى العام للأسعار وعرض النقد على سعر صرف الدينار العراقي للفترة (1980-2002)، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الثاني والثمانون، 2010، ص 119.

⁵ اتفاقيات إعادة الشراء: هي عبارة عن عقد بين طرفين على بيع أحد الطرفين أوراق مالية إلى الطرف الآخر مع اتفاق بإعادة شراء هذه الأوراق بسعر محدد في وقت محدد مستقبلاً، وتعرف أيضاً بريبو (Repurchase Agreements).

⁶ يحيى، وداد، النظرية النقدية، دار الكتب للطباعة والنشر، الموصل، العراق، 2000، ص 39.

7- عرض النقد بمقياس السيولة (M4):

يعتبر هذا المقياس الأقل سيولة ويتكون عرض النقد (M4) من (M3) مضافاً إليه الأموال المتولدة نتيجة تحركات رؤوس الأموال العالمية سواء لغاية الاستثمار المباشر في الأسواق المالية أو المضاربة في سوق الأسهم والعملات¹ (جميع الأوراق المالية قصيرة الأجل أقل من 6 أشهر بالإضافة إلى المشتقات المالية)؛ وتكون معادلة عرض النقد بمقياس السيولة (M4) كالتالي:

$$M4 = M3 + \text{Highly Liquid Assets}$$

حيث **Highly Liquid Assets**: "أصول مالية عالية السرعة.

- نستنتج مما سبق ما يلي:

- 1- يعتبر العرض النقدي خليطاً للمكونات الداخلة في تركيبه (النقد المتداول-الودائع-الأوراق المالية وغيرها من الأصول المالية التي يمكن استخدامها كوسيلة دفع) فكلما زادت المكونات الداخلة في تركيبه قلت درجة سيولته وتوسع الدور الذي تقوم به المؤسسات العامة في النشاط الاقتصادي.
- 2- تختلف مقاييس العرض النقدي من بلد إلى آخر، ولكن بشكل عام يعتمد على عنصرين أساسيين (النقد المتداول والودائع) وتختلف نسبة مساهمة كل من العنصرين في العرض النقدي، وذلك نتيجة التطور الاقتصادي والسياسات الاقتصادية الكلية التي تتبعها الدولة التي على أثرها يتم تحديد المكونات الداخلة في كل مقياس من مقاييس العرض النقدي بحسب الحاجة إليها، ومدى ملاءمتها للوضع الاقتصادي في البلد.

ثالثاً: التغطية النقدية (مقابلات العرض النقدي)

إن العرض النقدي (العملة المتداولة وما تقوم به المصارف التجارية من خلق ائتمان) يمثل ديناً على الجهاز المصرفي وحق للأفراد، وبالتالي لا بد من وجود مقابل لهذه الديون من أجل تحقيق التوازن في الاقتصاد بشكل عام، وبشكل خاص تحقيق الاستقرار في سعر صرف العملة تجاه العملات الأجنبية الأخرى، وهو ما يعرف بالتغطية النقدية التي تعرف بأنها: "مجموع الأصول والموجودات التي تقابل عملية الإصدار النقدي وخلق النقود من قبل المصرف المركزي والمصارف التجارية"²، حيث لا يجوز إصدار أي قطعة نقدية ما لم يقابلها زيادة مساوية في موجودات المصرف المركزي، وبالتالي فإن مقابلات العرض النقدي هي:

1- الذهب والعملات الأجنبية:

يعتبر كل من الذهب والعملات الأجنبية أهم احتياطات المصارف المركزية؛ حيث يمثل الذهب أحد الأصول ذات القوة الشرائية العالمية، فهو في نفس الوقت قوة دفع عالمية وأحد مقابلات الكتلة النقدية، "ترجع معظم موجودات

¹ صندوق النقد الدولي، دليل الإحصاءات المالية والنقدية، 2000، ص26.

² صاري، علي، سياسة عرض النقود في الجزائر للفترة (2000-2013)، مجلة روى اقتصادية، الجزائر، العدد السابع، 2014، ص30.

المصارف المركزية من السبائك الذهبية والقطع النقدية الذهبية إلى فترات طويلة من الزمن، فهي مخصصة كغطاء للإصدار النقدي ومن أجل المحافظة على استقرار سعر صرف العملة الوطنية تجاه العملات الأجنبية ولمواجهة المدفوعات الخارجية نتيجة العجز في ميزان المدفوعات أو أثناء الأزمات¹.

بعد انهيار قاعدة الذهب وانخفاض الاحتياطيات من الذهب وتقلص الدور الذي تؤديه في التغطية النقدية بدأت العملات الأجنبية تلعب دوراً أكبر في الاقتصاد، وتعد أهم مصادر هذه العملات في الوقت الحاضر²:

أ- تصدير المنتجات الوطنية إلى الخارج.

ب- أرباح وفوائد رؤوس الأموال الوطنية المستثمرة في الخارج.

ت- الاستثمارات الأجنبية في الداخل.

ث- القروض الخارجية الممنوحة للاقتصاد الوطني.

ج- التحويلات الخارجية إلى الداخل.

2- القروض الممنوحة للحكومة:

مع تطور وظائف الدولة وتعاضد دورها التتموي في تنشيط كافة القطاعات الاقتصادية تزايد الإنفاق الحكومي بشكل كبير، ففي كثير من الأحيان لا تكفي إيرادات الدولة في تغطية نفقاتها ولذلك تلجأ الحكومات غالباً إلى الاقتراض من المصرف المركزي من أجل سد عجز الموازنة أو تمويل المشروعات التي تقوم بتنفيذها، تكون القروض الممنوحة للحكومة على شكلين، إما أن تكون ممنوحة مباشرة من المصرف المركزي على شكل سلف أو قروض، أو عن طريق بيع أوراق مالية حكومية (أذونات وسندات الخزينة العامة صادرة عن وزارة المالية أو الخزينة) للمصرف المركزي مقابل الحصول على الأموال، وهو ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة التي تعد إحدى أهم أدوات السياسة النقدية للتحكم بالعرض النقدي³.

3- القروض الممنوحة إلى المصارف التجارية:

وهي تلك القروض التي يقدمها المصرف المركزي للقطاع المصرفي والتي يقدمها بدوره بطرق مختلفة إلى مختلف القطاعات الاقتصادية وتأخذ أشكالاً عدة (إما أن تقوم المصارف الخاصة ببيع أذونات وسندات الخزينة بخصم للمصرف المركزي أو أن تقوم المصارف التجارية ببيع الأوراق المالية التي بحوزتها للمصرف المركزي أو أن تحرر المصارف التجارية أوراقاً مالية لصالح المصرف المركزي)⁴، وكل ذلك مقابل حصول المصارف التجارية على التمويل اللازم لمشاريعها.

¹ رشدي شيحة، مصطفى، النقود والمصارف الائتمان، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 1999، ص57.

² سعودي، عبد الصمد، الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، 2017، ص34.

³ الحوراني، أكرم، حساني، عبد الرزاق، النقود والمصارف، منشورات جامعة دمشق، 2017، ص155.

⁴ مفتاح، صالح، النقود والسياسة النقدية الداخلية، دار الفجر للنشر والتوزيع، الجزائر، 2005، ص82.

4- موجودات أخرى:

إن التغطية النقدية تمثل طرف الموجودات في ميزانية المصارف المركزية، وبالنظر إلى ميزانية المصارف المركزية وبخلاف الذهب والعملات الأجنبية والقروض الممنوحة للحكومة والمصارف التجارية فهناك موجودات أخرى تمثل جانباً من الغطاء النقدي "وهذه الموجودات يمكن أن تكون على شكل ودائع لدى مصارف مركزية أجنبية تستخدم للتعاملات والتسويات الدولية أو موجودات ثابتة كالعقارات حيث تمثل صافي حقوق الملكية"¹.

رابعاً: محددات العرض النقدي

بالنظر إلى مكونات العرض النقدي سنجد أن هناك ثلاث أطراف تعمل كمحددات للعرض النقدي وهو ما يُجمع عليه أغلب الاقتصاديين وهذه المحددات هي:

1- المصرف المركزي:

يعتبر المصرف المركزي قمة هرم النظام المصرفي حيث يقوم بضخ الأموال في الاقتصاد كلما دعت الحاجة إلى ذلك، وهو مصرف الحكومة فهو من يقوم بتمويل عجز الموازنة، بالإضافة لكونه مصرف المصارف فهو يضع السياسة النقدية ويديرها ويصدر التشريعات المتعلقة بالنقد والنظام المصرفي بشكل عام، وباعتباره أعلى سلطة نقدية في البلد فهو يؤثر في العرض النقدي إما عن طريق الإصدار النقدي أو عن طريق الحد من الائتمان المصرفي ويتم ذلك من خلال الأدوات الكمية التالية:

أ- نسبة الاحتياطي القانوني:

تعرف نسبة الاحتياطي القانوني بأنها "نسبة معينة تلتزم المصارف التجارية بالاحتفاظ بها كاحتياطي قانوني لدى المصرف المركزي دون أن تحصل منها على أي فوائد"²، يقوم المصرف المركزي عادة بتحديد هذه النسبة وتغيرها كلما دعت الحاجة إلى ذلك ولا يحق للمصارف التجارية الاعتراض، وتؤثر نسبة الاحتياطي القانوني في العرض النقدي بشكل غير مباشر عن طريق التأثير على حجم احتياطات المصارف وبالتالي التأثير على الائتمان، ففي حال كان الهدف زيادة حجم المعرض النقدي فإن المصرف المركزي يخفض نسبة الاحتياطي القانوني وهذه ما يؤدي إلى زيادة احتياطات المصارف وبالتالي زيادة القاعدة الائتمانية لها ما يعني زيادة في منح القروض ونتيجة لذلك زيادة حجم العرض النقدي، أما في حال كان الهدف تقليص حجم العرض النقدي فإن المصرف المركزي يرفع نسبة الاحتياطي القانوني وبالتالي تتخفض حجم احتياطات المصارف الأمر الذي يعني تقلص حجم سيولتها الجاهزة وبالتالي تقلص حجم الأموال المتاحة للإقراض وبالنتيجة انخفاض حجم العرض النقدي، حيث لا يجب أن تقل نسبة الاحتياطي القانوني في سورية عن (5) بالمئة، مقابل (14) بالمئة في مصر.

¹ الحوراني، أكرم، حساني، عبد الرزاق، مرجع سبق ذكره، ص155.

² الوادي، وآخرون، الأساس في الاقتصاد، دار اليازوري العلمية للنشر، عمان، الأردن، 2007، ص301.

ب- عمليات السوق المفتوحة:

يقصد بها قيام المصرف المركزي ببيع الأوراق المالية الحكومية وشرائها (سندات وأذونات الخزينة) والأوراق المالية الأخرى بغية التأثير في حجم العرض النقدي¹، ومن خلال عمليات السوق المفتوحة يستطيع المصرف المركزي التأثير في كل من المعروض النقدي وسعر الفائدة في السوق النقدية².

حيث يقوم المصرف المركزي بالتعامل مباشرة مع الأفراد والشركات والمصارف أو عن طريق سوق الأوراق المالية، فعندما يشتري المصرف المركزي الأوراق المالية في السوق المفتوحة، فإن ذلك سيؤدي أولاً لزيادة احتياطيات المصارف التجارية، وهو الأساس الذي يمكن أن توسع عليه قروضها واستثماراتها، ثانياً سيؤدي لارتفاع سعر الأوراق المالية الحكومية، وهو ما يؤدي إلى انخفاض العائد على الأوراق المالية الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة بشكل عام، مما يشجع الاستثمار ويزيده، وبالتالي ينعكس ذلك على زيادة حجم العرض النقدي، والعكس يحصل في حال قام المصرف المركزي ببيع الأوراق المالية في السوق المفتوحة.

ت- سعر الخصم:

يطلق على سعر الخصم معدل الفائدة الأساسي ويعرف بأنه "سعر الفائدة الذي يتقاضاه المصرف المركزي مقابل إعادة خصمه للأوراق المالية ومنح القروض للمصارف التجارية باعتباره الملاذ الأخير، وعادة يكون سعر الخصم أقل من سعر الفائدة السائد في السوق حتى تتمكن المصارف التجارية من تغطية مصاريفها الإدارية وتحقيق هامش ربح، حيث يعتبر إعادة الخصم شكلاً من أشكال التمويل التي يقوم بها المصرف المركزي لتزويد المصارف التجارية بالسيولة"³.

يؤثر سعر الخصم في العرض النقدي بشكل غير مباشر عن طريق التأثير في حجم الائتمان الذي تقدمه المصارف التجارية، ففي حال كان المصرف المركزي يتبع سياسة توسعية فإنه يقوم بتخفيض سعر الخصم ومنه تقوم المصارف بتخفيض تكلفة الإقراض، وبالتالي تقوم المصارف بتوسيع القاعدة الائتمانية لها، أي زيادة حجم القروض وبالتالي زيادة حجم العرض النقدي، والعكس في حال كان يتبع المصرف المركزي سياسة انكماشية فإنه يقوم برفع سعر الخصم الأمر الذي يؤدي إلى رفع كلفة القروض التي تمنحها المصارف للعمامة وبالتالي فإن ذلك يضع حداً للتوسع في منح الائتمان والنتيجة تكون انخفاض حجم العرض النقدي في الاقتصاد. ويبلغ سعر الخصم في سورية (7.5) بالمئة مقابل (8.75) في مصر.

¹ الوزيني، خالد، الرفاعي، أحمد، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، دار وائل، عمان، الأردن، 2000، ص 305.

² قطماوي، باناء، أثر أدوات السياسة النقدية الكمية على الائتمان المصرفي "دراسة تطبيقية على الاقتصاد السوري"، (رسالة ماجستير)، جامعة دمشق، 2016، ص 7.

³ عبد الفتاح سليمان، مجدي، علاج التضخم والركود الاقتصادي في الإسلام، دار غريب للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، 2002، ص 107.

2- المصارف

يمكن أن تؤثر المصارف التجارية في العرض النقدي من خلال حجم الاحتياطيات النقدية والتوقعات المستقبلية، أي يمكن للمصارف التجارية التأثير على العرض النقدي بشكل واضح من خلال التقليل أو زيادة حجم الودائع وبالتالي تقليل أو زيادة حجم القروض الممنوحة¹، فهناك علاقة عكسية بين حجم الاحتياطيات النقدية التي تحتفظ بها المصارف التجارية وبين العرض النقدي، فكلما زاد حجم الاحتياطيات النقدية التي تحتفظ بها المصارف التجارية انخفض حجم الأموال المتاحة للإقراض، وبالتالي ينخفض العرض النقدي، فيما يحدث العكس في حال انخفض حجم الاحتياطيات التي تحتفظ بها المصارف فذلك سيؤدي إلى زيادة حجم الأموال المتاحة للإقراض وبالتالي زيادة في حجم العرض النقدي.

وفي حال كانت التوقعات المستقبلية للمصارف التجارية بأن هناك زيادة في عمليات السحب فإن المصارف تزيد من الاحتفاظ بالأرصدة النقدية وبالتالي انخفاض في حجم الأموال المتاحة للإقراض، وبالتالي حدوث انخفاض في العرض النقدي، ويحصل العكس تماماً في حال كانت التوقعات المستقبلية تشير إلى أن عمليات السحب سوف تنخفض وهناك إيداعات جديدة سوف تحصل، فهنا تخفض المصارف الأرصدة النقدية المحتفظة بها وبالتالي زيادة الأموال المتاحة للإقراض، ونتيجة لذلك زيادة حجم العرض النقدي في الاقتصاد.

3- الأفراد

والمقصود هنا هو "مدى تفضيل الأفراد في الاحتفاظ بدخولهم وثرواتهم على شكل سيولة نقدية وبين توزيعها"²، وهو ما يعكسه مستوى العادات المصرفية والوعي الادخاري للأفراد حيث يؤثر مستوى الثقافة المصرفية للأفراد على المعروض النقدي، بالإضافة لوسائل الدفع الإلكتروني التي تساعد على تقليل حجم السيولة الموجودة لدى الافراد، "فكلما تقدمت العادات المصرفية للأفراد كلما زادت الأهمية النسبية للودائع من إجمالي العرض النقدي، وكلما زاد الوعي الادخاري للأفراد زادت الأهمية النسبية للودائع الثابتة من إجمالي العرض النقدي"³، بالإضافة إلى مدى تفضيل الأفراد، وفي حال زيادة رغبة الأفراد بالاحتفاظ بالعملة وسحبها من المصارف فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة حجم العملة المتداولة وانخفاض احتياطيات البنوك، وبالتالي انخفاض الأهمية النسبية للودائع من إجمالي العرض النقدي.

¹ D.C.ROWAN, "Output, Inflation, Growth" An Introduction to Macroeconomics, London, 3rd ed, 1985, p p 417,418.

² قدي، عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة 3، 2006، ص7.

³ سجاج، وسام. (2012). "أثر زيادة الكتلة النقدية في سوق الأوراق المالية"، (رسالة ماجستير)، جامعة دمشق، 2012، ص ص 19-20.

خامساً: النظريات المفسرة للعرض النقدي

اتضح مما سبق أن العرض النقدي يتحدد ويتأثر بمجموعة من العوامل (المصرف المركزي، والمصارف التجارية، والأفراد)، حيث يوجد اختلاف فيما يتعلق بالعامل الرئيسي الذي يتحكم في حجم العرض النقدي والتأثير عليه، " فنقول وجهة النظر التقليدية بأن العرض النقدي يتحدد خارج نطاق السوق من قبل السلطات النقدية متمثلة بالمصرف المركزي، فيما نقول وجهة النظر الأخرى بأن العرض النقدي يتحدد نتيجة تفاعل معقد بين سلوك الوحدات الاقتصادية المختلفة"¹، حيث سيتم التطرق لوجهتي النظر من خلال ما يعرف بالنظريات المفسرة للعرض النقدي.

1- العرض النقدي كمتغير خارجي "نظرية المضاعف النقدي"

المقصود بالعرض النقدي كمتغير خارجي هو أن المصرف المركزي هو من يتحكم بالعرض النقدي بشكل رئيسي وأن لعوامل السوق دوراً ثانوياً، ويتم ذلك من خلال التحكم بالقاعدة النقدية وما يسمى بالمضاعف النقدي والذي يعرف بأنه "عدد مرات تضاعف النقود عند تغير القاعدة النقدية"².

تقوم النظرية على افتراضين أساسيين: الأول أن البنك المركزي يستطيع التحكم بالقاعدة النقدية (العملة في التداول والاحتياطيات المصرفية) من خلال عمليات السوق المفتوحة ومتطلبات الاحتياطي القانوني، والثاني أن عملية خلق النقود بواسطة المضاعف النقدي هي مستقرة مع مرور الزمن³.
أ- أن القاعدة النقدية التي يتحكم المصرف المركزي بها هي عبارة عن العملة في التداول (C) بالإضافة إلى الاحتياطيات المصرفية الكلية (Total Reserves) أي:

$$MB = C + TR$$

وبما أن الاحتياطيات الكلية (TR) هي عبارة عن الاحتياطيات القانونية (Required Reserves) والاحتياطيات الفائضة (Excess Reserves) فإن معادلة القاعدة النقدية تصبح كما يلي:

$$MB = C + RR + ER \quad \dots\dots\dots (1)$$

ب- أن العرض النقدي بمفهوم السيولة المحلية (M2) هو عبارة عن العملة في التداول (C) مضافاً إليها الودائع أي أن⁴:

$$M2 = C + D \quad \dots\dots\dots (2)$$

¹ الحوراني، أكرم، حساني، عبد الرزاق، الاقتصاد النقدي، منشورات جامعة دمشق، 2011، ص47.

² الحوراني، أكرم، حساني، عبد الرزاق، المرجع السابق، ص55.

³ Thwaini Falah, Hamdan Ahmed, **Money supply. Endogenous or exogenous variable? With reference to Iraq, Banks and Bank Systems**, Volume 12, Issue 4, 2017, p145.

⁴ Mishkin, Frederic, *the economics of Money, Banking and Financial Market*, 8th edition, 2007, chapter 14, p6.

ويقسمة المعادلة رقم (2) على المعادلة رقم (1) أي نسبة العرض النقدي إلى القاعدة النقدية تتمثل في المعادلة:

$$\frac{M}{MB} = \frac{D+C}{C + RR + ER} \quad \dots\dots\dots (3)$$

ويقسمة البسط والمقام على الودائع (D) نحصل على ما يلي:

$$\frac{M}{MB} = \frac{\frac{D}{D} + \frac{C}{D}}{\frac{C}{D} + \frac{RR}{D} + \frac{ER}{D}} \quad \dots\dots\dots (4)$$

وباستخدام الرموز التالية:

$$\frac{C}{D} = cr \quad \text{نسبة العملة إلى الاحتياطي}$$

$$\frac{RR}{D} = rr \quad \text{نسبة الاحتياطي القانوني إلى الودائع}$$

$$\frac{ER}{D} = er \quad \text{نسبة الاحتياطي الفائض إلى الودائع}$$

نصل إلى ما يلي:

$$\frac{M}{MB} = \frac{1+cr}{cr + rr + er} \quad \dots\dots\dots (5)$$

ومنها نصل إلى المعادلة الأخيرة:

$$M = \left(\frac{1+cr}{cr + rr + er} \right) * BM \quad \dots\dots\dots (6)$$

ومنه فإن مضاعف النقود هو:

$$m = \frac{1+cr}{cr + rr + er}$$

ومن خلال المعادلة رقم (6) يتبين لنا أن العرض النقدي يتأثر بأربع عناصر هي (er، rr، cr، BM) حيث

يتناسب طردياً مع القاعدة النقدية وعكساً مع العوامل الثلاثة الأخرى، ويمكننا الوصول إلى معادلة العرض

$$\text{النقدي كمتغير خارجي بتعويض قيمة المعامل } \frac{1+cr}{cr+rr+er} \text{ بـ } m.$$

$$M = m \cdot H$$

وبالتالي إن العرض النقدي بحسب نظرية المضاعف النقدي يتأثر بأربع عناصر هي: (العملة في التداول،

وحجم الودائع، ونسبة الاحتياطي القانوني، ونسبة الاحتياطي الفائض)

الخلاصة: يتبين لنا من خلال صيغة المضاعف النقدي أن السلطة النقدية متمثلة بالمصرف المركزي تستطيع

التحكم بالعرض النقدي، ولكنه ليس المتحكم الرئيسي بالعرض النقدي وذلك لأن كلاً من (العملة في التداول

والودائع) هي "متغير سلوكي يعتمد على قرارات الجمهور بالنسبة إلى العملة التي يرغب في الاحتفاظ بها (cr)

وقرارات البنوك بالنسبة إلى الاحتياطيات الفائضة التي ترغب فيها (er)"، وحتى يكون المصرف المركزي المتحكم

الرئيسي في العرض النقدي يجب توافر الشروط التالية¹:

▪ جميع ودائع المصارف جارية.

¹ الحوراني، أكرم، حساني، عبد الرزاق، الاقتصاد النقدي، منشورات جامعة دمشق، 2011، ص70.

- لا يحصل تسرب في العملة إلى الجمهور حين توسع المصارف من ودائعها الجارية.
- لا يحصل تدفق في العملة إلى المصارف حين تقلص ودائعها الجارية مع تقلص احتياطياتها.
- المصارف قادرة على استنفاد إمكانياتها الإقراضية بالكامل إلى الحد الذي تحدده متطلبات الاحتياطي القانوني.

2- العرض النقدي كمتغير داخلي "نظرية المحفظة المالية":

إن نظرية المحفظة المالية هي نظرية بديلة لنظرية المضاعف النقدي وترتكز إلى الأفكار النيوكينزية، وبشكل خاص إلى نموذج جيمس طوبين، حيث ركزت على ربط النقد بسلوك المصارف والاحتياطيات المرغوبة من قبلها وبسلوك القطاع الخاص، ويستند التحليل على مفهوم النقد كأصل وعلى مفهوم السيولة بدلا من أن النقد كوسيط في المبادلات وبالتالي يقوم هذا التحليل على محتوى واسع للعرض النقدي، حيث يشمل الشيكات النقدية العريضة والأصول المالية سهلة الانتقال كبدايل للنقد المركزي والنقد المصرفي¹، حيث إن العرض النقدي كمتغير داخلي يعني أن المصرف المركزي ليس لديه القدرة على التأثير والتحكم بالعرض النقدي بشكل كبير، وذلك نتيجة تغيير الدخل الاسمي والحقيقي الذي ينعكس في مضاعف النقود والعرض النقدي بالإضافة إلى أن السلطات النقدية لا تستطيع تقييد العرض النقدي باعتباره نتيجة تفاعل عوامل مختلفة في الاقتصاد²، وترتكز هذه النظرية على وجهة نظر مفادها أن تحديد العرض النقدي يتضمن عمليات تكيف عام للمحفظة استجابة لتغيرات أسعار الفائدة النسبية.

فرضيات النظرية³:

- أ- يتكون الاقتصاد من قطاعين فقط (قطاع مصرفي، قطاع خاص غير مصرفي).
- ب- الهدف الأساسي لكل قطاع هو تحقيق أقصى عائد.
- ت- الثروة الصافية للقطاع الخاص غير المصرفي تتوزع على ثلاث أصول نقدية ومالية هي (العملة C، الودائع المصرفية D، والسندات الحكومية SP)، بينما يتحمل عبء التزام القروض المصرفية L فيكون قيد الميزانية لهذا القطاع:

$$W=C+D+S-L \quad (1)$$

- ث- يقوم القطاع المصرفي بتوزيع الموارد المتاحة له (الودائع المصرفية) التي تعتبر التزاماً عليه بين كل من (الاحتياطيات النقدية R، القروض المصرفية L، السندات الحكومية SP) أي أن:

$$D=R+L+SP \quad (2)$$

¹ السيد حسن، موفق، التطورات الحديثة للنظرية والسياسة النقدية (عرض النقد والسياسة النقدية)، مجلة جامعة دمشق، المجلد الأول، العدد الأول،

1999

² Thwaini, Falah , Hamdan, Ahmed, **Money supply. Endogenous or exogenous variable? With reference to Iraq**, BANKS AND BANK SYSTEMS, VOLUME 12, ISSUE 4, 2017, P144.

³ غزلان، عزت، اقتصاديات النقود والمصارف، دار النهضة العربية، بيروت، 2002، ص ص 279-282.

بما أن نظرية المحفظة المالية تركز على النقد كأصل، ومن معادلة المحفظة المالية للقطاع الخاص غير المصرفي رقم (1) فإنه يقبل لمعدلات العائد والفائدة عن الأصول المختلفة وتشمل: (معدل العائد على السندات IS، سعر الفائدة على الودائع المصرفية ID، سعر الفائدة على القروض IL) الذي يعد الالتزام الوحيد المفترض، حيث أن سعر الفائدة يؤثر على مكونات المحفظة المالية للقطاع الخاص غير المصرفي، وبالتالي فإن هذا النموذج يعكس علاقات التشابك بين طلب الأصول والالتزامات ومعدلات العائد على كل أصل أو التزام.

وحسب فرضيات نظرية المحفظة المالية فإن القطاع المصرفي هو المحدد لهيكل سعر الفائدة على القروض والودائع الذي يتأثر بالاحتياطي النقدي لدى المصارف، بالإضافة إلى تأثير كل من عامل المنافسة ورغبة المصارف بالاحتفاظ بعملائها وحجم رأس المال وغيرها من العوامل الأخرى، فيما يتحدد معدل العائد على السندات الحكومية في سوق الأوراق المالية، ومن معادلة المحفظة المالية للقطاع المصرفي رقم (2) نلاحظ أن سعر الفائدة هو العنصر الذي يتحدد على أساسه حجم كل أصل والتزام في المحفظة المالية للمصارف التجارية.

من خلال ما سبق يتبين أن الودائع المصرفية تعد كمية داخلية تتحدد في نموذج المحفظة من خلال تفاعل سلوكي بين القطاعين المصرفي والقطاع الخاص غير المصرفي، "وذلك باعتبار أن المصرف المركزي يستطيع التأثير على الودائع من خلال سعر الخصم ومتطلبات الاحتياطي ولكن تبقى القرارات التي يتخذها القطاع المصرفي بما يخص الإقراض أو قبول الودائع ورغبة القطاع الخاص غير المصرفي وآلية تكيف كل من القطاعين المصرفي والقطاع الخاص غير المصرفي مع التغيرات التي تحصل في العرض النقدي هي العوامل الأكثر تأثيراً"¹.

تكيف المحفظة المالية والعرض النقدي²:

نفترض أن السلطة النقدية هدفت إلى تخفيض العرض النقدي عن طريق عمليات السوق المفتوحة فهي تستطيع أن تحدد من حيث المبدأ أسعار السندات عند مستوى معين من سعر الفائدة مرتفع نسبياً. وأثر ذلك في تكيف المحفظة المالية للاقتصاد بالنسبة للقطاع الخاص غير المصرفي أن هذا القطاع يهدف إلى إحلال السندات بدلاً من الودائع، مما يؤدي إلى ضغوط على سيولة المصارف من خلال عمليات السحب، ولكن المصارف ستعمل على حل هذه المشكلة عن طريق:

✓ رفع معدلات الفائدة على الودائع

✓ بيع السندات للحصول على السيولة اللازمة

وفي كلتا الطريقتين ستعمل المصارف على زيادة معدلات الفائدة على القروض لتحافظ على أرباحها، ولكن بيعها للسندات سيؤدي إلى ضغوط تجاه ارتفاع أسعار الفائدة، ومن المرجح أنه سيكون إحلال إضافي للسندات

¹ Mishkin, the economics of Money, Banking and Financial Market, 8th edition, 2007, chapter 14, p381.

² حساني، عبد الزراق، النظرية والسياسة النقدية والتوازن النقدي واقع السياسة النقدية وأفاقها في سورية، أطروحة دكتوراه، جامعة دمشق، 2002، ص 67.

بدلاً من الودائع من قبل القطاع الخاص غير المصرفي، مما سيؤدي إلى ضغوط على السيولة المصرفية، ولذلك قد تستجيب المصارف مرة أخرى لزيادة مقدار الودائع.

وفي الواقع قد لا تستطيع المصارف أن تنفذ محاولاتها من أجل استقطاب المزيد من الودائع، ولكن لو واستطاعت أن تواجه تراجع الاحتياطيات باستقطاب المزيد من الودائع فإن النتيجة النهائية لمبيعات السوق المفتوحة على المحفظة المالية سيعتمد على أثر انعكاس الطلب على القروض على كلفة الاقتراض، أي كلما كانت مرونة سعر فائدة بالنسبة للطلب على القروض ضعيفة كان الاثر قليلاً على الودائع والقروض عند مستوى معين من تدخل السلطة النقدية في عمليات السوق المفتوحة.

تقييم نظرية المحفظة:

- إن تطبيق هذا التحليل على المصارف يظهر أن مؤشرات المضاعف النقدي تتعلق بمعدل الفائدة كما يظهر أن المضاعف نفسه مرن، ويتأثر بسلوك جميع المؤسسات المالية، بل إن وجود المؤسسات المالية غير المصرفية يجعل العلاقة بين النقد المركزي وعرض النقد غير مستقرة.
- حتى تتمكن السلطة النقدية من التحكم بالعرض النقدي ومراقبته يتوجب عليها التأثير في معدل الفائدة لأن عرض النقد يرتبط بعلاقة دالية بمعدل الفائدة، لا يتأثر بشكل مباشر وآلي بالنقد المركزي ولا بسياسة تحكمية مركزية¹.
- يوجد في الاقتصاد المتقدم والحديث مؤسسات مالية غير مصرفية تقوم بأعمال الوساطة المالية حيث يكون لها أصول والتزامات مختلفة عن المؤسسات الأخرى.
- يمكن أن يكون للمصارف أهداف أخرى غير تعظيم الربح مثل المحافظة على الحصة السوقية وجذب المستثمرين وغيرها من الأهداف على المدى القصير والطويل.
- يعتمد تحليل نظرية المحفظة على استقرار سوق السندات ولكن في الحقيقة هذا يخالف الواقع الذي يسوده عدم التأكد وتعدد احتمالات الأرباح والخسائر الرأسمالية في السوق المالية².

¹ السيد حسن، موفق، التطورات الحديثة للنظرية والسياسة النقدية (عرض النقد والسياسة النقدية)، مجلة جامعة دمشق، المجلد الأول، العدد الأول، 1999، ص 14.

² حساني، عبد الزراق، النظرية والسياسة النقدية والتوازن النقدي واقع السياسة النقدية وآفاقها في سورية، أطروحة دكتوراه، جامعة دمشق، 2002، ص ص 69-70.

المبحث الثاني: العرض النقدي في مصر

تعتبر مصر من أهم الدول في المنطقة العربية والشرق الأوسط التي تقوم بطباعة عملتها الأمر الذي (يوفر لها الكثير من القطع الأجنبي، ويحافظ على سيادتها، فضلاً عما يمكن أن توفره من تكاليف طباعة وإصدار العملة التي تتم في الخارج) وبالتالي ينعكس كل ذلك إيجاباً في قيمة الجنيه المصري ويسهل من عملية التحكم بنمو العرض النقدي، وبالتالي لا بد من التعرف على مكونات العرض النقدي في مصر ومقابلاته.

أولاً: مقاييس العرض النقدي ومقابلاتها في مصر

• مقاييس العرض النقدي في مصر

1- العملة في التداول (C)¹:

يقصد بها النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي أي لدى الجمهور².

2- نقود الاحتياطي (M0)³:

تتكون نقود الاحتياطي من النقد المتداول خارج خزائن البنك المركزي وودائع البنوك بالعملة المحلية لديه، ويطلق عليها أيضاً القاعدة النقدية أو النقود عالية القوة.

3- المعروض النقدي (M1)⁴:

وتشمل جميع وسائل الدفع الجارية من العملة في التداول مضافاً إليها الودائع الجارية لقطاع الأعمال الخاص والقطاع العائلي مطروحاً منها أرصدة الحوالات والشيكات تحت التحصيل بالعملات المحلية.

4- السيولة المحلية (M2)⁵:

يطلق على العروض النقدي بالمعنى الواسع في مصر مصطلح السيولة المحلية والذي يتكون من المعروض النقدي (M1) مضافاً إليه أشباه النقود، حيث تشمل أشباه النقود كل من (الودائع الآجلة لقطاع الأعمال والقطاع العائلي بالعملة المحلية، الودائع الجارية والودائع الآجلة لقطاع الأعمال والقطاع العائلي بالعملات الأجنبية مطروحاً منها أرصدة الشيكات والحوالات تحت التحصيل بالعملات الأجنبية)⁶.

¹ البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، العدد رقم (154)، كانون الثاني، 2010، ص 6.

² تنقسم عملية الإصدار النقدي في مصر بين كل من البنك المركزي ووزارة المالية، حيث تقوم دار طباعة النقد المصرية التابعة للبنك المركزي بطباعة النقود الورقية من فئة (5 جنيه، 10 جنيه، 20 جنيه، 50 جنيه، 100 جنيه، 200 جنيه)، فيما تقوم مصلحة سك العملة التابعة لوزارة المالية بسك العملات المعدنية المساعدة الثلاث (جنيه، 50 قرش، 25 قرش).

³ البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، العدد رقم (154)، كانون الثاني، 2010، ص 6.

⁴ البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، المجلد 58، العدد الأول، 2018.

⁵ البنك المركزي المصري، النشرة الإحصائية الشهرية، العدد رقم (154)، كانون الثاني، 2010، ص 6.

⁶ وزارة المالية في مصر، التقرير المالي الشهري، المجلد 14، العدد الثالث، 2019.

• مقابلات العرض النقدي في مصر¹:

تمثل الموجودات في ميزانية البنك المركزي المصري وهي:

- 1- الذهب والعملات الأجنبية.
- 2- سلف وقروض للحكومة.
- 3- سلف وقروض للبنوك التجارية.
- 4- ودائع لدى بنوك مركزية أجنبية.

ثانياً: تطور العرض النقدي ومقابلاته في مصر خلال الفترة (2010-2020):

شهد العرض النقدي في مصر تطوراً كبيراً خلال الفترة (2010-2020)، حيث كان ذلك انعكاساً للتطورات والتغيرات التي شهدتها الاقتصاد المصري بالإضافة إلى تأثير مجموعة القرارات التي اتخذتها السلطات النقدية المتعلقة بأسعار الفائدة وأسعار الصرف والتضخم وغيرها من القرارات بغية تحقيق الهدف النهائي للسلطات النقدية المتمثل باستقرار الأسعار، فضلاً عن الدور الذي لعبته المصارف التجارية في خلق النقود من خلال منح الائتمان، كل ذلك أدى إلى تطور السيولة المحلية M2 بشكل كبير، وفيما يلي بعض الجداول والتحليلات المتعلقة بالسيولة المحلية M2 ومقابلاتها في مصر خلال الفترة (2010-2020):

جدول رقم (1) تطور العرض النقدي في مصر خلال الفترة (2010-2020) الأرقام بالمليون جنيه مصري

السيولة المحلية M2	أشباه النقود		المعرض النقدي M1	الودائع الجارية بالعملة المحلية	النقد المتداول	العام
	الودائع بالعملة الأجنبية	الودائع غير الجارية بالعملة المحلية				
973962	158055	592451	223456	79823	143633	2010
1038871	181037	602253	255581	79003	176578	2011
1167160	205924	673097	288139	83119	205020	2012
1387688	217168	796896	373624	122574	251050	2013
1606505	232454	928318	445733	168574	277159	2014
1905464	276534	1108338	520592	215531	305061	2015
2648595	656535	1366390	625670	244226	381444	2016
3202657	679009	1786179	737469	329667	407802	2017
3628681	743542	2049094	836045	394110	441935	2018
4110518	655086	2486973	968459	461341	507118	2019
4920525	648868	3128114	1143543	532340	611203	2020

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات في التقارير الدورية للبنك المركزي المصري

¹ البنك المركزي المصري، تقرير القوائم المالية، 2018، ص3.

جدول رقم (2) معدلات النمو لمكونات السيولة المحلية

العام	M2	M1	أشباه النقود	نسبة M1 إلى M2	نسبة أشباه النقد إلى M2
2010	12.4	13.4	12.1	22.9	77.1
2011	6.7	14.4	4.4	24.6	75.4
2012	12.3	12.7	12.2	24.7	75.3
2013	18.9	29.7	15.4	26.9	73.1
2014	15.7	19.3	14.5	27.7	72.3
2015	18.6	16.7	19.3	27.3	72.4
2016	39	20.2	46.1	23.6	476.
2017	20.9	17.8	21.8	23.1	76.9
2018	13.3	13.8	13.3	23.1	76.9
2019	13.3	15.8	12.5	23.6	76.4
2020	19.7	18.1	20.2	23.2	76.8
المتوسط	17.3	17.4	17.4	24.6	75.3

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات في التقارير الدورية للبنك المركزي المصري

من خلال الجدولين السابقين يتبين بأن العرض النقدي في مصر بمفهومه المعروف النقدي (M1) والسيولة المحلية (M2) نما بشكل كبير خلال الفترة (2010-2020)، حيث كانت السيولة المحلية في عام 2010 (973) مليار جنيه مصري في حين وصلت في نهاية العام 2020 إلى (4920) مليار جنيه مصري وهو ما يعني أن السيولة المحلية تضاعفت بمقدار 5 مرات خلال 11 سنة وبمتوسط معدل نمو سنوي بلغ (17.34) بالمئة، وكانت الزيادة في السيولة المحلية انعكاساً للنمو الذي حصل في مكوناتها (المعروض النقدي M1 وأشباه النقود):

1- ارتفع المعروض النقدي من (223) مليار جنيه مصري في عام 2010 ليصل إلى (1143) مليار جنيه مصري في نهاية عام 2020 وبمتوسط نمو سنوي بلغ (17.44) بالمئة، ويعكس الارتفاع في المعروض النقدي الزيادة في كل من النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي والودائع الجارية بالعملة المحلية، حيث تضاعف النقد المتداول خارج المصارف بمقدار 4 أضعاف تقريباً ليصل إلى (611) مليار جنيه مصري تقريباً في عام 2020 بعدما كان (143) مليار جنيه مصري في عام 2010، أما الودائع الجارية بالعملة المحلية فقد تضاعفت بمقدار 6 أضعاف لتصل إلى (532) مليار جنيه مصري في عام 2020 بعدما كانت (80) مليار جنيه مصري تقريباً في عام 2010.

2- ارتفعت أشباه النقود من (750) مليار جنيه مصري في عام 2010 لتصل إلى (3776) مليار جنيه مصري في عام 2020 وبمتوسط نمو سنوي بلغ (17.43) بالمئة، ويرجع ارتفاع أشباه النقود إلى ارتفاع الودائع غير

الجارية بالعملة المحلية من (592) مليار جنية مصري في عام 2010 إلى (3128) مليار جنية مصري في عام 2020 بالإضافة إلى ارتفاع الودائع الجارية وغير الجارية بالعملات الأجنبية من (158) مليار جنية مصري في عام 2010 لتصل إلى (648) مليار جنية مصري في عام 2020.

3- يتبين من الجدول رقم (2) بأن أشباه النقود (الودائع غير الجارية بالعملة المحلية والودائع الجارية وغير الجارية بالعملة الأجنبية) تشكل الجزء الأكبر من إجمالي السيولة المحلية (M2) بنسبة (75) بالمئة تقريباً، فيما يشكل المعروض النقدي (M1) المكون من (النقد المتداول والودائع الجارية بالعملة المحلية) 25 بالمئة من إجمالي السيولة المحلية (M2). ويشير ذلك أن السيولة المحلية في مصر تتأثر بأسعار الفائدة وذلك لأنه الجزء الأكبر من مكوناتها عبارة عن الودائع. يعود التطور الكبير في مكونات السيولة المحلية خلال الفترة (2010-2020) إلى التغيرات الحاصلة في كل من (صافي الأصول الأجنبية والمحلية):

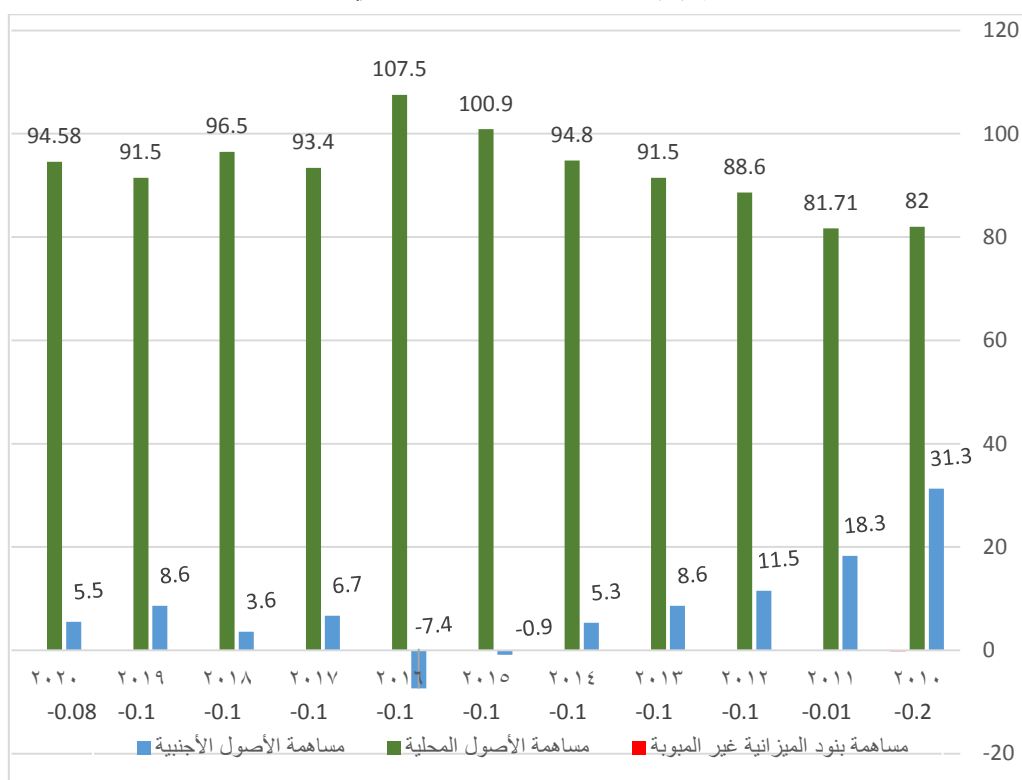
جدول رقم (3) تطور مقابلات عرض النقود خلال الفترة (2010-2020) الأرقام بالمليون جنية مصري

العام	إجمالي الأصول المقابلة	صافي الأصول الأجنبية	صافي الأصول المحلية	صافي بنود الميزانية غير المبوبة ¹
2010	973962	305252	805057	-136347
2011	1038871	190179	987400	-138708
2012	1167160	133369	1188029	-154238
2013	1387688	117609	1461800	-191721
2014	1606505	84362	1739751	-217608
2015	1905464	-17207	2206982	-284311
2016	2648595	-196830	3103458	-258033
2017	3202657	214138	3279359	-290840
2018	3628681	127476	3816202	-314997
2019	4110516	347823	4105940	-343247
2020	4920525	270980	5053814	-404269

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات في التقارير الدورية للبنك المركزي المصري

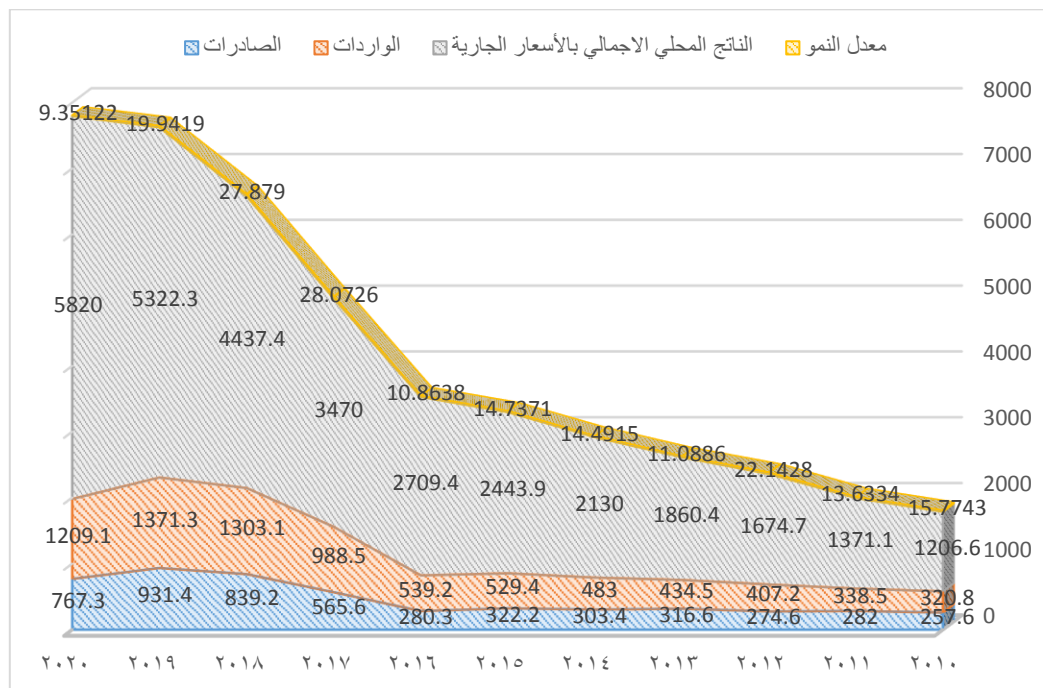
¹ تشمل بنود الميزانية غير المبوبة كل من حسابات رأس المال والأصول والخصوم غير المبوبة وذلك بحسب البنك المركزي المصري.

الشكل رقم (1) مساهمة الأصول المقابلة في التغطية النقدية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المنشورة في تقارير البنك المركزي

الشكل رقم (2) تطور الناتج المحلي الإجمالي والصادرات والواردات خلال الفترة (2010-2020) الأرقام بالمليار جنيه



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات الصادرة عن وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية المصرية

من خلال الجدول رقم (3) والشكلين (1) و (2) نستنتج ما يلي:

1- تضائل دور صافي الأصول الأجنبية كمصدر للتوسع في السيولة المحلية من (305) مليار جنيه مصري في عام 2010 إلى (-196) مليار جنيه مصري في عام 2016، ويعود هذا الانخفاض الكبير نظراً للوضع السياسي التي كانت تعيشه مصر بعد أحداث 2011 الأمر الذي يفسر تدهور أداء القطاع الخارجي (زيادة كبيرة في الواردات مقارنة بالصادرات) وتباطؤ معدل النمو ليصل بنهاية عام 2016 إلى (10.8) بالمئة بعدما كان (15.8) عام 2010، وبداية من عام 2017 بدء صافي الأصول الأجنبية بالارتفاع بشكل تدريجي ليصل إلى (271) مليار جنيه بنهاية عام (2020)، ويعود ذلك لعدة أسباب أهمها ارتفاع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي حيث سجل على الترتيب (28-27-19) بالمئة خلال السنوات (2017-2018-2019)، بالإضافة لحصول مصر على قرض من البنك الدولي، فضلاً عن تلقيها أعانات ومنح نقدية استثنائية من دول مجلس التعاون الخليجي.

2- كان صافي الأصول المحلية المصدر الرئيسي للتوسع في السيولة المحلية أي أنه يمثل النسبة الأكبر في التغطية النقدية، حيث زادت من (805) مليار جنيه مصري في عام 2010 لتصل إلى (5053) مليار جنيه مصري في نهاية 2020 وهو ما يدل على أن التوجه في السوق المصرفية المصرية كان نحو الائتمان المحلي، الأمر الذي يعكس الجهود الرسمية التي بُذلت لأنعاش الاقتصاد بعد الأحداث التي شهدتها مصر.

3- ارتفع صافي بنود الميزانية غير المبوبة¹ من (136) مليار جنيه مصري في عام 2010 لتصل إلى (404) مليار جنيه مصري في عام 2020، حيث كان لهذا البند آثار انكماشية على السيولة المحلية.

يرى الباحث بأن السيولة المحلية في مصر خلال الفترة (2010-2016) نمت بشكل كبير لتحقيق معدل نمو وصل (40) بالمئة، ويعتبر هذا النمو تضخماً خلال هذه الفترة، وذلك بسبب اعتماد السلطات النقدية في تلك الفترة على تغطية جزء من العجز بالإصدار النقدي، حيث ترافق ذلك مع انخفاض كبير في صافي الأصول الأجنبية حتى وصلت إلى (-167) مليار جنيه عام 2016، وما يؤكد ذلك تباطؤ معدل النمو في تلك الفترة ليصل إلى (10) بالمئة بنهاية 2016.

بدأت مصر برنامج الإصلاح الاقتصادي عام 2016 لتظهر نتائجه بداية العام 2017 حيث انخفض معدل نمو السيولة المحلية ليصبح (20) بالمئة بنهاية 2017 ويأتي هذا الانخفاض نتيجة لإجراءات ضبط نمو السيولة المحلية التي اتخذتها السلطات النقدية وكان أهمها (تحرير سعر الصرف عام 2016، توقيع اتفاقية مع البنك المركزي الصيني لتبادل العملات ينص على مبادلة 18 مليار يوان صيني بما يعادل 2.6 مليار

¹ تشمل بنود الميزانية غير المبوبة كل من حسابات رأس المال والأصول والخصوم غير المبوبة وذلك بحسب البنك المركزي المصري.

دولار، بيع سندات حكومية بالدولار الأمريكي لمجموعة البنوك الدولية بقيمة تتراوح بين (2-10) مليار دولار، بالإضافة لحصول مصر على سلسلة قروض ومنح تم الإشارة إليها أنفاً، فضلاً عن تعافي أداء القطاع الخارجي وزيادة حجم الصادرات)، واستمر معدل نمو السيولة المحلية بالانخفاض ليصل في عام 2019 إلى (13) بالمئة. وفي عام 2020 ومع بدء انتشار جائحة كورونا والأغلاق الكامل الذي ساد العالم، عاد معدل نمو السيولة المحلية للارتفاع ليسجل (19.7) بالمئة ولم يكن هذا النمو تضخماً حيث لم يقابله زيادة طردية في الناتج المحلي الإجمالي الاسمي¹.

¹ منشورات البنك المركزي المصري، تقرير السياسة النقدية، 2020، ص9.

الفصل الثاني: الأسواق المالية

تؤدي الأسواق المالية في الوقت الحاضر دوراً مهماً في الاقتصاد لما تقوم به من تعبئة وتجميع المدخرات وإعادة توزيعها وتوجيهها نحو الاستثمارات التي تعمل على دعم الاقتصاد، فضلاً عن كونها مؤشر هام لقياس أداء الاقتصاد بشكل عام، فهي أهم القنوات الرئيسية التي تضمن تدفق الأموال من قطاعات الاقتصاد التي لديها فائض إلى القطاعات التي تحتاج للتمويل بما يضمن نمو الاقتصاد وتطوره، وفي هذا الفصل سوف يتم تناول المحاور التالية لتسليط الضوء بشكل أكبر على الأسواق المالية:

المبحث الأول: الأسواق المالية (مفهومها، وظائفها، أنواعها)

أولاً: مفهوم الأسواق المالية

ثانياً: وظائف الأسواق المالية

ثالثاً: تصنيف الأسواق المالية

رابعاً: الأدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق المالية

المبحث الثاني: مؤشرات الأسواق المالية

أولاً: مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية وأهميتها

ثانياً: طرق بناء مؤشرات الأسواق المالية

ثالثاً: أنواع مؤشرات الأسواق المالية

رابعاً: أهم مؤشرات الأسواق العالمية

المبحث الثالث: السوق المالية المصرية

أولاً: نشأة السوق المالية المصرية وتطورها:

ثانياً: الإطار التنظيمي للسوق المالية المصرية:

ثالثاً: مؤشرات السوق المالية المصرية:

رابعاً: تحليل أداء السوق المالية المصرية خلال الفترة (2010-2020)

المبحث الأول: الأسواق المالية (مفهومها، خصائصها، أنواعها)

أولاً: مفهوم الأسواق المالية

لا تختلف الأسواق المالية في جوهرها كثيراً عن الأسواق الأخرى، فهي تستمد مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام، ولكن بدلاً من بيع وشراء المنتجات والخدمات بالعملة المحلية أو الوطنية تركز الأسواق المالية على تداول وحياسة الأدوات المالية بإشكالها المختلفة سواء بالعملة الوطنية أو العملات الأجنبية. "وقد أصبحت الأسواق المالية بمفهومها الحديث أداة استثمارية وادخارية بأن واحد"¹. ولفهم الأسواق المالية بشكل أكبر نستعرض بعض التعاريف:

تُعرّف الأسواق المالية بأنها: "أسواق نموذجية تسودها المنافسة الحرة على الأسهم والسندات والعملات الأجنبية حيث يتم من خلالها تجميع المدخرات الوطنية وتوظيفها في القطاعات الانتاجية في الاقتصاد الوطني"². تُعرّف السوق المالية بأنها: "الأسواق التي يتم فيها تداول (بيع وشراء) الأصول المالية كالأسهم والسندات، وتسهل الأسواق المالية حركة انتقال الأموال من طرف إلى آخر وبالتالي تجعل عملية التمويل والاستثمار أمراً ميسراً للأفراد والشركات والحكومات"³.

كما تعرف بأنها: "الإطار الذي يجمع بائعي ومشتري الأوراق المالية بغض النظر عن الوسيلة الذي يتحقق بها هذا العرض أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية هي واحدة لأية ورقة مالية متداولة"⁴.

"آلية انتقال الأموال من المقرضين أصحاب المدخرات إلى المقترضين الراغبين بتوظيف هذه الأموال، حيث تقوم السوق المالية بعملية تجميع مدخرات ملايين من البشر وتحويلها إلى المقترضين الذين تتجاوز احتياجاتهم من الأموال ما يملكونه"⁵.

من خلال التعاريف السابق يمكن القول بأن الأسواق المالية هي: "الآلية التي يتم من خلالها انتقال الأموال من الأطراف الذين لديهم فائض (المدخرين) إلى الأطراف الذين لديهم عجز (المقترضين) وذلك من خلال إصدار وتداول الأصول المالية سواء أكانت هذه السوق فعلية قائمة على أرض الواقع مثل سوق نيويورك أو افتراضية عن طريق شبكات الأنترنت مثل سوق نازداك (NASDAQ) وتتم كل تلك العمليات عن طريق نظام إلكتروني".

¹ كنعان، علي، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2009، ص 21.

² كنعان، علي، سمات وخصائص الأسواق المالية، دمشق، 2009، ص 3.

³ سليمان، عدنان، موصلي، سليمان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2013، ص 13.

⁴ الشاورة، فيصل، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، دار وائل، عمان، الأردن، 2008، ص 45.

⁵ Lawrence S, Ritter – William L.Silber, "Principles of Money, Banking and Financial Markets, Fifth Edition, 2009, p67

ثانياً: وظائف الأسواق المالية:

يقوم السوق المالي بالعديد من الوظائف المتعلقة بعمليات التنمية الاقتصادية وبتنشيط الاستثمار وزيادة معدل النمو وتهيئة المناخ الاستثماري المناسب لجلب رؤوس الأموال، ومن أهم هذه الوظائف:

1- تعبئة المدخرات وتخصيص الموارد:

يعتبر السوق المالي آلية من آليات تجميع المدخرات وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، وذلك من خلال ما يوفره من أصول مالية تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد، الأمر الذي يساهم في زيادة الميل نحو الادخار بالنسبة لوحدة الفائض المالي. كما أن تنوع الأصول المالية في السوق المالي يتيح فرصة لجميع أفراد المجتمع للمشاركة في مشاريع الأعمال والإنتاج كل على حسب قدرته المالية¹. بعض الوحدات الاقتصادية والأشخاص يحتاجون إلى المال في حين أن البعض الآخر لديه المال الفائض الذي يبقى خاملاً، "بمساعدة السوق المالي يتم توجيه الموارد نحو الاستثمار الناجح والتخلص من الاستثمارات الخاسرة وتحقيق التوظيف الأمثل للأموال في الاقتصاد الوطني"².

2- تحديد السعر:

يوفر السوق المالي الأداة التي يتم من خلالها تسعير الأصول المالية التي يتم طرحها أو التي يتم تداولها، ويتم تحديد أسعار الأوراق المالية في السوق المالية وفق قوى العرض والطلب فيه.

3- السيولة:

يعتبر السوق المالي سوقاً حرة مستمرة تضم عدد كبير من المتعاملين فيه، الأمر الذي يسهل للمتعاملين بيع الأوراق المالية التي يملكونها بالقيمة العادلة في السوق، أي إمكانية تحويل الأصل المالي إلى نقد، ومنه يستطيع المستثمر التحول من استثمار إلى آخر بسهولة بحسب توقعاته وذلك بسبب ما يقدمه السوق المالي من سيولة.

4- توزيع المخاطر:

تتيح الأسواق المالية للمستثمرين اختيار الاستثمارات التي تتناسب مع مستويات المخاطرة التي يفضلونها كما تمنحهم فرصة توزيع المخاطر على عدد كبير من الأصول المالية. إن ميزة توزيع المخاطر التي توفرها السوق المالية لا تصب فقط في مصلحة المستثمرين بل تفيد أيضاً الشركات الراغبة في تمويل استثمارها حيث إن إقبال

¹ بومدين، نورين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، جامعة حسيبة بن بوعلي، الجزائر، 2015، ص16.

² الضعيف، حسين، أثر العوامل الاقتصادية في تطورات أسعار الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2016، ص47.

المستثمرين على شراء الأوراق المالية التي تناسب مستويات المخاطر التي يرغبون في تحملها تتيح إمكانية بيع مختلف الأوراق المالية بأفضل الأسعار الممكنة والتي تتحول إلى أصول حقيقية مما يزيد الطاقة الإنتاجية للاقتصاد.

فعلى سبيل المثال عندما تصدر شركة "تويوتا" أسهماً وسندات لتمويل إقامة مصنع سيارات يستطيع المستثمرون أصحاب الميل الأكبر للمخاطرة شراء الأسهم بينما يقبل المستثمرون الأقل حياً بالمخاطرة إلى شراء السندات؛ لأن السندات تعطي دخلاً ثابتاً بينما يحصل حملة الأسهم على عوائد أعلى نظير تحملهم مخاطر استثمارية أكبر¹.

5- تخفيض تكاليف المعاملات وتوفير المعلومات:

أدى السوق المالي دوراً في تخفيض الوقت وتكلفة البحث عن طرف مقابل لبيع وشراء الأوراق المالية، فضلاً عن توفير المعلومات عن جميع الشركات والأدوات المالية في السوق حيث تلزم سلطات السوق الشركات بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأدائها والأوراق المالية التي ترغب بإصدارها أو التي تعود لها، ومن هنا تكمن أهمية قوانين الحوكمة والشفافية التي تصدرها سلطات الأسواق المالية.

6- تحقيق الاستقرار الاقتصادي:

تعد السوق المالية القناة الرئيسية لتنفيذ السياسات الاقتصادية في اقتصاد حديث وتعتبر مؤشراً للوضع الاقتصادي للبلاد، إذ بإمكان الحكومات أن تحقق أهداف الاقتصاد الكلية من خلال تنفيذ سياساتها النقدية والمالية. أن وجود السوق المالية يساعد في استخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية وعلى وجه الخصوص عمليات السوق المفتوحة، كما تسهم في تنفيذ أفضل لهذه السياسات في ضوء ما يمثلته منحى العائد على السندات الحكومية كمصدر للمعلومات حول توقعات السوق بشأن أسعار الفائدة والتأثير في مستويات الإقراض والاقتراض ومعدلات التضخم المستقبلية وهي بذلك تلعب دوراً حيوياً في تحقيق الاستقرار المالي وتعميق عمل القطاع المصرفي والمالي وبالتالي تحقيق الاستقرار الاقتصادي².

ثالثاً: تصنيف الأسواق المالية

تتعدد أنواع الأسواق المالية وذلك لأن كل سوق يتميز عن الأسواق الأخرى بخصائص مختلفة (آجال الاستحقاق، آلية الإصدار، طبيعة الالتزام المترتب على الأصل، زمن التسليم، الهيكل التنظيمي)، وبالرغم من ذلك لا يمكن الفصل بين الأسواق المالية المختلفة نظراً لتداخلها وترابطها الوثيق مع بعضها البعض، ولذلك سيتم تصنيف الأسواق المالية بالشكل الأكثر شيوعاً القائم على أساس آجال الاستحقاق:

¹ سليمان، عدنان، موصلي، سليمان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2013، ص17.
² الدعيمي، عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، 2010، ص127.

1- أسواق النقد وأسواق رأس المال

أ- الأسواق النقدية:

هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل (أقل من سنة)، يلعب سعر الفائدة دوراً هاماً في السوق النقدي وذلك لأنه يؤثر في حجم الطلب والعرض على الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق وتتميز السوق النقدي بالمميزات التالية:

- مخاطر السوق منخفضة وذلك لأنها أقل تأثراً بالأحوال الاقتصادية كما أن دقة التنبؤ على الأمد القصير عالية بالنسبة للمستثمرين، فضلاً عن أن أغلب الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق تعود لجهات ذات ملاءة مالية عالية¹.
- لا يوجد مكان فيزيائي لتداول أوراق سوق النقد وإنما يتم التداول عبر التفاوض باستخدام أغلب وسائل التواصل.
- يركز سوق النقد على عامل أساسي ومهم في التداول وهو سعر الفائدة بناءً على العرض والطلب².
- أغلب أدوات سوق النقد ذات قابلية تسويقية عالية يمكن تسيلها بسرعة وذلك لأن آجال استحقاقها أقل من سنة³.

ب- أسواق رأس المال:

هي الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة، تتصف أسواق رأس المال بدرجة مخاطرة أعلى وأقل سيولة من السوق النقدي وذلك نظراً لأن أدوات الاستثمار فيه طويلة الأجل العائد، "تتميز سوق رأس المال بأنها أكثر اتساعاً من السوق النقدي لكنه بنفس الوقت أكثر تنظيماً حيث يتواجد فيه الوكلاء والمختصون في الصفقات الكبيرة"⁴.

2- أسواق حاضرة وأسواق مستقبلية:

أ- الأسواق الحاضرة:

تُعرف أيضاً بالأسواق الفورية وهي الأسواق التي يتم فيها بيع وشراء الأصول المالية في نفس اللحظة، "أي تنتقل حقوق الملكية من البائع إلى المشتري بعد دفع قيمة الأصل المالي للبائع خلال فترة وجيزة عادة لا تتجاوز يومين"⁵، تتمثل وظيفتها الأساسية في تجميع المدخرات ومن ثم توجيهها باتجاه الاستثمارية طويلة الأجل.

¹ كنعان، علي، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2009، ص38.

² الغالي، إبراهيم، عدنان، محمد، الأسواق المالية الدولية، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019، ص23.

³ التميمي، أرشد، الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات، دار البازوري، عمان، الأردن، 2010، ص62.

⁴ الحجلة، مجد، مدى انعكاس مؤشرات الأداء المالي على أسعار الأسهم، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2016، ص8.

⁵ ميدو، معتز، أثر تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2016، ص65.

ب- الأسواق المستقبلية:

تُعرّف بالأسواق الآجلة وهي الأسواق التي يتم فيها الاتفاق على بيع وشراء الأصول المالية في وقت محدد في المستقبل بسعر يحدده طرفي التعامل، يعود سبب التعامل في هذه الأسواق إلى رغبة المستثمرين بالتحوط من التغيرات السعرية للأصل محل التعاقد التي يمكن أن تحصل في المستقبل، لذلك هو يقوم بشرائها بسعر يتم الاتفاق عليه بين طرفي التعامل ويتم تسليم الأصل للمشتري لاحقاً.

3- أسواق أولية وأسواق ثانوية:

أ- الأسواق الأولية:

وتعرف أيضاً بسوق الإصدار وهي الأسواق التي يتم طرح الأوراق المالية للاكتتاب عليها لأول مرة¹، الأسواق الأولية ليست معروفة للجمهور لأن بيع الأوراق المالية يتم من خلال مصارف الاستثمار أو المصارف التجارية، حيث يتم الاكتتاب على الأوراق المالية وفقاً للسعر الذي تحدده الجهة المصدرة لتلك الأوراق وبحسب التشريعات التجارية في البلاد².

تعتبر السوق الأولية حلقة وصل بين المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية، فهي تتيح للأفراد فرصاً متعددة في استثمار مدخراتهم، كما تتيح للمنشآت المعنية مصادر متنوعة للحصول على ما تحتاجه من الأموال للتوسع والنمو³.

ب- الأسواق الثانوية:

تسمى أيضاً بأسواق التداول وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة في السوق المالية مسبقاً، بفارق أن الحصيلة النقدية لا تذهب هنا للشركة المصدرة للأوراق المالية، وإنما تتحرك باستمرار بين مستثمر وآخر دون أن تتأثر الشركة المصدرة للأوراق المالية الأمر الذي يضمن توفير عنصر السيولة بشكل دائم بالنسبة للمستثمرين⁴.

تعتبر الأسواق الثانوية المكان الذي تتحدد فيه قيم أدوات الاستثمار المختلفة بصورة طبيعية من خلال النقاء العرض والطلب بأي وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة⁵، كما تتميز السوق الثانوية بالسيولة العالية.

¹ Cecchetti, G.S and Schoenholtz, K.L, **Money, Banking, and Financial Markets**, 4thed, 2015, P55.

² Mishkin, F. S., **The economics of money, banking, and financial markets** (9th ed). The Addison-Wesley series in economics, 2009, p26.

³ مجيد، ضياء، **البورصات وأسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008، ص06

⁴ كافي، مصطفى، **بورصة الأوراق المالية**، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر، سوريا، 2008، ص71.

⁵ العيساوي، عبد الكريم جابر، **التمويل الدولي (مدخل حديث)**، صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص65.

4- أسواق منظمة وأسواق غير منظمة

أ- الأسواق المنظمة:

يقصد بها البورصات، حيث يتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة في السوق الأولي وبعد التحقق من بعض شروط تسجيلها في السوق الثانية بفترة محددة، ويخضع المتعاملون فيه للقوانين التي تنظم عملية التداول¹، كما تعرف أيضاً بأنها المكان المقر قانوناً من قبل الحكومة الذي تتداول فيه الأوراق المالية المسجلة وتقيّد به أسهم الشركات المدرجة حصراً، والسندات المصرح بها وأسعارها وأجالها، حيث يوفر السوق الضمان القانوني للمتعاملين فيه ويحمي حقوقهم ويتيح بيئة استثمارية أكثر أماناً واستقراراً². من أهم الأسواق المنظمة نيويورك بورونيكست (NYSE).

ب- الأسواق غير المنظمة (OTC)

هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق النظامية، ولا يدفع المتعاملون العملات النظامية الموجودة في السوق النظامية³، وتعرف أيضاً بالأسواق خارج المقصورة أو بالأسواق الموازية، حيث لا يوجد لها مكان جغرافي محدد لإجراء المعاملات، وإنما يتم التعامل عبر وسائل الاتصال المختلفة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، وذلك لأن التداول لا يتم على أساس مقابلة العرض والطلب (المزيدة كما هو الحال في الأسواق المنظمة) بل من خلال التفاوض⁴.

تتصف السوق غير المنظمة بعدم خضوعها لتنظيمات محددة، ولا تتوفر فيها كفاءة التداول من حيث عدالة الأسعار، حيث تخضع السوق لسلوكيات الوسطاء والسماسرة والمضاربين والمستثمرين الذين لهم دور فعال في تحديد الأسعار وتحريكها من خلال التأثير المباشر في العرض والطلب⁵؛ ومن أهم الأسواق غير المنظمة سوق نازداك (NASDAQ).

رابعاً: الأدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق المالية

تمثل الأوراق المالية التي تصدرها شركات الأعمال والحكومات السلعة التي يتمحور حولها نشاط سوق الأوراق المالية⁶، وتعد كل منها صكاً يعطي حامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك جزء من

¹ كنعان، علي، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2009، ص32.

² عودة، بشير، عباس، زهرة، الأسواق المالية (الإطار العام ومقومات النجاح)، دراسات إدارية، المجلد الثاني، العدد الرابع، العراق، 2008، ص161.

³ كنعان، علي، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2009، ص32.

⁴ الحجلة، مجد، مدى انعكاس مؤشرات الأداء المالي على أسعار الأسهم، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2016، ص12.

⁵ الضعيف، حسين، أثر العوامل الاقتصادية في تطورات أسعار الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2016، ص45.

⁶ الداغر، محمود، الأسواق المالية مؤسسات بورصات أوراق، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص43.

أصل معين أو الحقين معاً أي أنها تمثل أداة ملكية أو دين أو مشتقات مالية توضح بموجبه حقوق ومطالب المستثمر¹، تختلف الأوراق المالية عن بعضها البعض من حيث ماهيتها (أدوات ملكية أو أدوات دين)، وتاريخ استحقاقها (قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل)، ومن حيث قابليتها للتداول؛ وسيتم تصنيف الأدوات المالية كالتالي:

1- أدوات السوق النقدي:

تتعدد الأوراق المالية في السوق النقدي حيث تشكل بطبيعتها دين (صك مديونية) حيث تشترك جميعها بمخاطر منخفضة وبآجال قصيرة لا تتعدى السنة وذات سيولة عالية ومن أهمها:

أ- أدونات الخزينة

هي أوراق مالية تصدرها الحكومة أو وزارة المالية لتمويل عجز الموازنة أو لغايات التحكم بالعرض النقدي وتباع بطريقة المزايمة العلنية (المزادات)، لا يتم دفع فوائد على أدونات الخزينة بل تباع بخصم من قيمتها الاسمية، حيث يتمثل العائد الذي يحققه المستثمر بالفرق بين القيمة الاسمية عند الاستحقاق والمبلغ المدفوع عند الشراء، تتراوح آجال استحقاقها بين (4-52) أسبوع، كما تصدر شهرياً لمدة سنة واحدة، أهم ما يميز أدونات الخزينة انتظام ودورية إصدارها².

ب- الأوراق التجارية

هي أداة اقتراض قصيرة الأجل تصدرها غالباً الشركات الكبيرة ذات السمعة الجيدة والقدرة الائتمانية العالية بدون ضمانات لتمويل استثماراتها قصيرة الأجل، تتراوح فترة استحقاقها بين (7-270) يوماً، كما أنها تباع بخصم وتصدرها الشركة نفسها أو من خلال الوسطاء الماليين، معظم مشتري هذه الأوراق هي المؤسسات والشركات³.

ت- القبولات المصرفية

عبارة عن حوالة مصرفية يصدرها المستورد قابلة للدفع في موعد محدد في المستقبل ومضمونة من قبل المصرف الذي يتعامل معه المستورد مقابل رسم أو عمولة موهورة بخاتم المصرف بعبارة مقبول (Accepted)، حيث يقوم المستورد بإيداع قيمة الحوالة لدى المصرف لتغطية قيمة الحوالة؛ في حال تأخر المستورد أو عجز المستورد عن الإيداع في التاريخ المحدد فإن المصرف ملزم بإجراء التحويل لصالح مصرف بلد المصدر⁴. يمكن بيع القبولات المصرفية في السوق المالية بخصم قبل تاريخ استحقاقها، وتتراوح آجال استحقاقها بين (30-270) يوم.

¹ الغزالي، محمد، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004، العدد 27، ص5.

² سليمان، عدنان، موصلي، سليمان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2015، ص 90-91.

³ Darskuvienė, Valdona, **Financial Market**, Vytautas Magnus University, Lithuania, 2010, P43.

⁴ الحوراني، أكرم، الحساني، عبد الرزاق، نقود ومصارف، منشورات جامعة دمشق، 2015، ص212-213.

ث- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول

هي أداة دين يصدرها المصرف يحدد فيها سعر الفائدة وأجل الاستحقاق وتباع بقيمتها الاسمية على أن يحصل المستثمر عند الاستحقاق على قيمتها الاسمية بالإضافة إلى معدل الفائدة، حيث يمكن للمشتري أن يبيعها قبل أجل استحقاقها في السوق المالي، أي ليس بالضرورة أن يكون مالك الورقة عند الاستحقاق المشتري الأصلي¹، تتراوح آجال استحقاقها بين أسبوعين وسنة واحدة؛ غالباً ما يكون معدل العائد على هذه الشهادات أعلى من أدونات الخزينة وذلك لتعويض المستثمرين عن مخاطر السيولة والأمان.

ج- قرض فائض الاحتياطي الإلزامي

هو قرض يقدمه مصرف لديه فائض في الاحتياطي الإلزامي لمصرف آخر لديه عجز فيه لمدة يوم واحد ويمكن أن تتجدد مدته يوماً بعد يوم بمعدل فائدة يتحدد وفقاً لعوامل العرض والطلب يسمى فائدة أموال الاحتياطي، يعتبر القرض التزاماً على المصرف المقترض وأصلاً للمصرف المقرض²، كما لا تعتبر هذه القروض أوراقاً مالية وهي غير قابلة للتداول أيضاً، ويلعب المصرف المركزي دور الوسيط والضامن في هذه القروض.

ح- اتفاقيات إعادة الشراء (Repurchase Agreements)

هي عقد بين طرفين على بيع أحد الطرفين أوراق مالية إلى الطرف الآخر مع اتفاق بإعادة شراء هذه الأوراق المالية بسعر محدد في وقت محدد مستقبلاً، حيث تعتبر اتفاقيات إعادة الشراء بمثابة قرض قصير الأجل مضمون بورقة مالية التي يتضمنها الاتفاق، غالباً تكون اتفاقيات إعادة الشراء على أوراق مالية حكومية ولكن بضعها قد ينفذ على أوراق تجارية أو شهادات الإيداع وتتراوح آجالها بين (1-120) يوم؛ وهناك ما يسمى اتفاقيات إعادة شراء معاكسة (Reverse Repo) عندما يشتري طرف من آخر أوراقاً مالية مع الاتفاق على إعادة بيعها في المستقبل، كلتا العمليتين تعبر عن الصفقة نفسها ولكن الأولى من جهة البائع والثانية من جهة المشتري⁴³. يكون العائد على هذه الاتفاقيات هو الفرق بين سعر شراء الورقة المالية وسعر بيعها مستقبلاً.

2- الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل

هي أدوات سوق رأس المال التي تتميز بسيولتها المنخفضة لطبيعة آجال استحقاقها الممتدة لأكثر من سنة أو التي يتم إصدارها بدون فترة استحقاق، لذلك فإن معدلات الفائدة المدفوعة عليها تكون مرتفعة ومن أشهر أنواعها:

¹ إسماعيل، السيدة، الأسواق والمؤسسات المالية، منشورات جامعة الإسكندرية، مصر، 2019، ص66.

² الشعار، نضال، أسس التعامل المصرفي، دار الجندي للطباعة والنشر، حلب، سورية، الطبعة الأولى، 2005، ص190.

³ سليمان، عدنان، موصلي، سليمان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2013، ص109-110.

⁴ إسماعيل، السيدة، الأسواق والمؤسسات المالية، منشورات جامعة الإسكندرية، مصر، 2019، ص60.

أ- الأسهم العادية (Common Stock)

تمثل الأسهم حصصاً في رأس مال الشركة أي أنها أدوات ملكية قابلة للتداول تصدرها الشركات المساهمة ليس لها آجال استحقاق، ولها عائد متغير (توزيعات الأرباح)؛ تتميز بدرجة مخاطر عالية، نظراً للتذبذب في أسعارها. يحق لحامل الأسهم العادية بالحصول على الأرباح والترشح لعضوية مجلس الإدارة والتصويت في الجمعية العامة، وحق الاكتتاب على الأسهم الجديدة قبل المستثمرين الجدد، وحق توقف مسؤوليته عند حدود ملكيته، يحصل المساهمون على صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية بما يثبت ملكيتهم لهذه الأسهم¹، تعد الأسهم العادية أكثر الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية كما تعكس قيم الأسهم التغيرات الحاصلة في النشاط الاقتصادي للدولة، هناك عدة قيم للأسهم وهي:

إ- القيمة الاسمية (Face Value):

هي القيمة المثبتة في شهادة السهم والتي في الغالب تحدد وفق قانون الشركات في البلد المعني، لذلك يمكن أن يطلق عليها القيمة القانونية وهي قيمة متساوية لجميع الأسهم المصدرة والتي تحدد نسبة المساهم في رأس مال الشركة².

II- القيمة السوقية (Market Value):

هي القيمة التي يُتداول بها السهم في سوق الأوراق المالية وتتغير القيمة السوقية تبعاً للظروف الاقتصادية المتعلقة بالتضخم والانكماش وتوقعات المحللين وأوضاع الشركة وقوة العرض والطلب في السوق، وقد تكون القيمة السوقية أكبر من القيمة الاسمية والدفترية للسهم³.

III- القيمة الدفترية (Book Value):

هي قيمة السهم كما تظهرها دفاتر الشركة أي التي تحددها قائمة المركز المالي والتي تتمثل في قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم العادية بعد طرح الأسهم الممتازة في حال وجدت⁴.

IV- القيمة الحقيقية (Real Value):

تعرف بالقيمة العادلة (Fair Value) وتمثل القيمة التي يجب أن يكون عليها السهم في السوق المالي في ضوء موجودات الشركة ومعدلات النمو في المبيعات والأرباح، كما تعبر عن مدى قدرة السهم على توليد تدفقات نقدية مستقبلية⁵، غالباً ما تختلف القيمة الحقيقية عن القيمة السوقية للسهم وذلك تبعاً لكفاءة السوق المالي.

¹ Demange, Gabrielle, Laroque, Guy, **Finance and the Economics of Uncertainty**, Blackwell Publishing Ltd. UK, 2006, p15.

² التميمي، فؤاد، الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2010، ص160.

³ الدعيمي، كاظم، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر، عمان الأردن، 2010، ص161.

⁴ كنعان، علي، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2009، ص47.

⁵ الشواورة، محمود، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، دار وائل، عمان، الأردن، 2008، ص79.

ظهرت في منتصف الثمانينيات من القرن الماضي اتجاهات حديثة في الأسهم العادية منها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية، وتعني أن تقوم الشركة بإصدار مجموعات مختلفة من الأسهم وتقوم بربط كل مجموعة منها من حيث التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي يحققها قسم معين من أقسام الشركة، أيضاً هناك الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة وهي عبارة عن أسهم تبيعها الشركة إلى الموظفين العاملين بها في ظل خطة لمشاركتهم في ملكية المنشأة وقد سمحت التشريعات الأمريكية بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة، ويوجد الأسهم العادية المضمونة حيث يحق لحامل هذه النوع من الأسهم الرجوع إلى المنشأة في حال انخفاض قيمته الاسمية عن حد معين متفق عليه وهذا ما لا تحققه الأسهم العادية¹.

ب- السندات (Bonds)

هي أدوات دين طويلة الأجل قابلة للتداول تمثل حقاً لمالكها في الحصول على دفعات مالية (كوبونات) في وقت محدد مستقبلاً وله في نهاية المدة الحصول على قيمة السند²، تتراوح آجال السندات بين (2-30) سنة، يتم تحديد معدل الفائدة وفترة الاستحقاق وكافة الشروط في وثيقة السند. أهم ما يميز السندات أن مخاطرها منخفضة وذلك لأن حاملها لا يتحمل أي خسائر محتملة قد تتعرض لها الجهة المصدرة بالإضافة إلى أن حملة السندات لهم الحق في الحصول على قيمة سنداتهم قبل حملة الأسهم في حالات التصفية، لا يتدخل حامل السند في قرارات الشركة المصدرة، ويعطي السند حامله دخلاً مستقراً يتمثل في معدل الفائدة (كوبون)، غالباً ما يكون معدل الفائدة على السندات أكبر من معدل الفائدة في السوق، وذلك بهدف بيعها بسرعة وتلبية احتياجات الشركة من الأموال³. تعتبر السندات مصدر تمويل الأجل تلجأ إليه الحكومات والشركات والمؤسسات للحصول على احتياجاتها من خلال طرحها للاكتتاب في سوق الأوراق المالية، تتعدد أنواع السندات ومن أهمها:

أ- السندات وفقاً للجهة المصدرة:

- السندات الحكومية: السندات التي تصدرها الحكومات للحصول الأموال لمقابلة الديون المترتبة عليها، غالباً يكون معدل الفائدة عليها أقل من معدل الفائدة على السندات التي تصدرها الشركات وذلك لأن درجة المخاطرة المتعلقة بالسندات الحكومية منخفضة.
- سندات الشركات: هي السندات التي تصدرها شركات ومؤسسات الأعمال للحصول على التمويل اللازم للقيام باستثماراتها المخطط لها⁴.

¹ سوار، غالية، دور السياسة النقدية في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2015، ص51.

² الغالي، إبراهيم، عدنان، محمد، الأسواق المالية الدولية، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019، ص187.

³ كنعان، علي، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2009، ص52.

⁴ الحويتماني، فهد، المال والاستثمار في الأسواق المالية، مكتبة الملك فهد، الرياض، السعودية، 2007، ص392.

- السندات الدولية: هي السندات التي تصدرها الشركات الكبيرة والمصارف والحكومات بمبالغ كبيرة ويتم تداولها في الأسواق المالية الدولية مثل سندات اليورو دولار، تحتاج الجهات المصدرة لهذه السندات تصنيفات ائتمانية عالية¹.

II- السندات من حيث الشكل:

- السند الاسمي: وهو السند الذي يحمل اسم صاحبه وغير قابل للتداول يتم دفع الفوائد بشيكات للشخص المسجل باسمه السند، ويحقق الحماية لصاحبه من السرقة والتلف.
- السند لحامله: لا يحمل اسم صاحبه، وهو قابل للتداول وتنتقل ملكيته بالبيع والشراء أو التنازل، تتدفع الفوائد لحامل السند بغض النظر في حال كان نفسه هو من اكتتب عليه².

III- السندات من حيث درجة الضمان:

- سندات مضمونة: هي السندات التي تكون مضمونة بأحد الأصول الثابتة مثل العقارات أو تكون أحد الهيئات الحكومية أو المصارف هي الضامن لهذه السندات.
- سندات غير مضمونة: وهي السندات غير المضمونة بأصل ولكن الضمان الأساسي هو سمعة الشركة المصدرة للسند، غالباً معدل الفائدة عليها أعلى من معدل الفائدة على السندات غير المضمونة لأنها تتحمل مخاطر أكثر³.

ت- الأسهم الممتازة (Preferred Stock)

تعد الأسهم الممتازة أداة هجينة تجمع بين خصائص الأسهم العادية والسندات. فهي تمثل أداة ملكية يحق لحامله الحصول على الأرباح، كما أنها أداة دين يحق للمستثمر فيها الحصول على دخل ثابت على أساس تعاقدية (متفق عليه) قبل حملة الأسهم العادية⁴.

للسهم الممتاز قيمة اسمية ودفترية وسوقية كالسهم العادي، ولكن يتميز حملة الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية بأولوية الحصول على أموال التصفية، كما يتمتع حامل السهم الممتاز بحق الحصول على توزيعات سنوية محددة بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية، فضلاً عن إمكانية تحويل الأسهم الممتازة إلى أوراق مالية أخرى كالسندات أو الأسهم العادية⁵. للأسهم الممتازة أنواع عدة أهمها:

- أسهم ممتازة من ناحية الدخل
- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء

¹ Cecchetti, G.S and Schoenhltz, K.L, **Money, Banking, and Financial Markets**, 4thed 2015, P65.

² عبد العزيز، أمين، الأسواق المالية، دار قباء، مصر، 2007، ص53.

³ حسن، محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، منشورات جامعة عين شمس، مصر، ص10-11.

⁴ Fabozzi, Frank, **the Basics of Finance (An Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management)**, John Wiley & sons.Inc. New Jersey, First Edition, 2010, P16.

⁵ الداغر، محمود، الأسواق المالية، دار الشروق، رام الله، 2005، ص101.

- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل
- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة
- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت

3- المشتقات المالية (Derivatives):

اكتسبت المشتقات المالية مؤخراً أهمية متزايدة وذلك بسبب القيمة الإجمالية الكبيرة لعقود المشتقات التي تجاوزت بكثير حجم الناتج الإجمالي العالمي، فضلاً عن تزايد عدد المتعاملين بالمشتقات المالي، يمكن تعريفها بأنها عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصل الأساسي موضوع العقد، ويتم تحديد كافة الشروط التي يتفق عليها محرر المشتق المالي ومشتريه (سعر التنفيذ، العالوة، أجل الاستحقاق، والكمية التي يطبق عليها سعر التنفيذ)¹، لا يتعين على بائع العقد امتلاك الأصل الأساسي، حيث يمكنه تنفيذ العقد من خلال منح المشتري ما يكفي من المال لشراء الأصل بالسعر السائد، أو منح المشتري عقداً مشتقاً آخر يعوض قيمة العقد الأول².

غالباً ما يتم استخدام المشتقات وذلك للتحوط من المخاطر السوقية الناجمة عن تغيرات الأسعار المفاجئة غير المتوقعة، ولكن تستخدم أيضاً للمضاربة وكأداة لكسب الربح. هذا يجعل تداول المشتقات أسهل بكثير من تداول الأصل نفسه. تشمل عقود المشتقات المالية أنواع عديدة تختلف بحسب طبيعة تداولها في السوق المالية وحسب طبيعة السوق المالي نفسه ومن أهم هذه الأنواع:

أ- العقود الآجلة (Forward Contracts)

هو اتفاق بين طرفين على تبادل كمية معينة من أصل ما بسعر محدد على أن يكون التسليم في موعد محدد في المستقبل. تعتبر العقود الآجلة عقود غير نمطية يتم تداولها في الأسواق غير النظامية (OTC) حيث يقوم السماسرة بالجميع بين البائع والمشتري، وذلك لأنها عقود تفاوضية يمكن أن تصاغ بالشكل الذي يلبي احتياجات طرفي العقد³. الخطر الوحيد الذي يمكن أن تتعرض له العقود الآجلة هو عدم قدرة أحد طرفي العقد على الالتزام بتعهد في تاريخ التسليم.

ب- العقود المستقبلية (Future Contracts)

هي عقود آجلة يتم تداولها في الأسواق المالية المنظمة، وهي اتفاق على بيع أو شراء أصل محدد (ورقة مالية-سلعة معينة) بسعر محدد متفق عليه بين الطرفين على أن يتم تسليم الأصل محل العقد في وقت محدد مستقبلاً، تعتبر العقود المستقبلية عقود نمطية أي أنها تخضع جميعها إلى أحكام محددة يضعها السوق المنظم لها،

¹ حماد، طارق، المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر المحاسبية)، منشورات جامعة عين شمس، مصر، 2001، ص6-7.

² Hull J.C, **Options, Futures and Other Derivatives**, 9th edition, Pearson Education, New Jersey, USA, 2015, P1.

³ Rechtschaffen, Alan, **Capital Markets, Derivatives and The Law**, Oxford University Press, UK, 2009, P166-167.

حيث يكون السوق هو الضامن لتنفيذها ومن مزايا العقود المستقبلية أنها تحل مشكلة العثور على العاقدین الراغبين بأجراء البيع الآجل للأصول المرغوب التعامل بها، ليس من الضروري أن يعرف طرفي العقد بعضهما البعض في الأسواق المستقبلية¹.

ث - المبادلات (SWAPS)

تعتبر المبادلات عقود تفاوضية يتم تداولها في الأسواق غير النظامية (OTC)، وتعرف المبادلات بأنها اتفاق طرفين لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية في مواعيد منتظمة مستقبلاً بحيث يتم احتساب قيمة كل من الدفعتين وفق أسس مختلفة²، فمثلاً يتفق طرفين على أن يدفع الطرف الأول معدل فائدة ثابت على مبلغ مقترض متفق عليه كل 6 أشهر ولمدة ثلاث سنوات، في حين يوافق الطرف الآخر على دفع معدل فائدة متغير كل 6 أشهر على نفس المبلغ ولمدة ثلاث سنوات.

من أهم عقود المبادلات (مبادلة أسعار الفائدة - ومبادلة العملات - ومبادلة الأصول - ومبادلة الائتمان)

ث - الخيارات (Options)

هو عقد بين طرفين مشتري الخيار ومحرر الخيار (بائع)، بموجبه يملك مالك الخيار الحق في أن يشتري أو يبيع أصل ما بسعر معين وفي تاريخ محدد حسب الاتفاق مقابل أن يقوم مالك الخيار بدفع علاوة (Premium) غير قابلة للرد وليست جزءاً من قيمة الصفقة لمحرر الخيار³. الخيارات يتم تداولها في السوق المنظمة والأسواق غير المنظمة (OTC)، يمكن تنفيذ الخيار قبل التاريخ المحدد وهذا ما يحدث في عقود الخيارات الأمريكية (American Option)، أما في عقود الخيارات الأوروبية (European Option) فلا يتم تنفيذ الخيار إلا في التاريخ المحدد⁴.

هناك نوعان رئيسيان للخيارات وهي:

- خيار البيع (Put Option): عقد يعطي حامله الحق في بيع الأصل محل التعاقد في التاريخ المحدد بسعر التنفيذ (Exercise Price).
- خيار الشراء (Call Option): يعطي الحق لحامله بأن يشتري الأصل محل التعاقد في الموعد المحدد بسعر التنفيذ.

¹ Kunhibave, Sherin, **Derivatives in Islamic Finance**, research paper No7, Publications of International Shariah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), Malaysia, 2010, P3.

² Kaplan, Schweser, **Fixed income, Derivatives, and Alternative Investments**, Publications of CFA institute, USA, 2012, P254-255.

³ سليمان، عدنان، موصلي، سليمان، **الأسواق المالية**، منشورات جامعة دمشق، 2013، ص183.

⁴ Hull J.C, **Options, Futures and Other Derivatives**, 9th edition, Pearson Education, New Jersey, USA, 2015, P8.

المبحث الثاني: مؤشرات الأسواق المالية

أولاً: مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية

المؤشر هو عبارة عن قيمة رقمية محسوبة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية لأسعار أو قيم سوقية لعدد من الأوراق المالية المتداولة في السوق الخاص بها، تعكس التغير واتجاهه الحاصل في السوق المالي أو قطاع اقتصادي، لكل مؤشر طريقة خاصة في تكوينه، حيث يتم تكوينه في مرحلة أو فترة بدائية نعتبر فترة أساس ثم يتغير حسب تغير قيمة مكوناته، وتتم مقارنته في أي لحظة زمنية مع فترة الأساس¹.

يعتبر مؤشر السوق المالي الأداة التي يسترشد بها المستثمرين لاتخاذ القرارات الاستثمارية وثوقيتها وذلك لأنها تعكس الوضع الحقيقي للسوق واتجاهه، فضلاً عن كونها أداة تساعد الباحثين والمحللين في التنبؤ بالوضع المستقبلي للسوق.

ثانياً: أهمية مؤشر سوق الأوراق المالية:

تأتي أهمية مؤشر سوق الأوراق المالية باعتبارها أحد الأدوات التي تساعد جميع المتعاملين في السوق المالي في كافة المستويات ومن أهم استخدامات المؤشر²:

1- التعرف على الحالة الاقتصادية:

يساعد المؤشر في تلخيص حركة النشاط الاقتصادي وبالتالي التعرف على الوضع الاقتصادي وذلك لأن مؤشر سوق الأوراق المالية يتأثر ويؤثر في النشاط الاقتصادي.

2- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحافظ:

حيث يمكن للمستثمر مقارنة التغير في مردودية محفظة الأوراق المالية مع التغير في مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة للتوزيع، وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدة.

3- التعرف على الاتجاهات السائدة في سوق الأوراق المالية:

حيث يعكس المؤشر التغيرات الحاصلة في أسعار الأوراق المالية في السوق بصفة عامة وبالنسبة لكل قطاع، حيث يساعد ذلك المستثمرين على تحديد حجم توقعاتهم وتحديد قرارات البيع والشراء في الوقت المناسب³.

4- تقدير مخاطر المحفظة:

يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة⁴.

¹ سليمان، عدنان، موصلي، سليمان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2013، ص270.

² الداغر، محمود، الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصات)، دار الشروق، رام الله، ص299.

³ كنعان، علي، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2009، ص210.

⁴ حسين، عصام، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص40.

5- التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق:

إن التحليل الأساسي الذي يقوم به المحللين الماليين يساعد على فهم العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وبين التغيرات التي تطرأ على المؤشر وبالتالي إمكانية التنبؤ بوضع السوق المستقبلي، فضلاً عن التحليل الفني والتاريخي لحركة المؤشر الذي يساعد على التعرف على كيفية اتجاه حركة الأسعار في السوق مستقبلاً¹.

ثالثاً: طرق بناء مؤشرات الأسواق المالية

هناك عديد الطرق والأساليب المستخدمة في بناء مؤشرات الأسواق المالية، يستخدم إدارة كل سوق مالي طريقة معينة لبناء وتركيب المؤشرات الخاصة به بما يعكس التطورات والتغيرات الحاصلة في السوق بشكل حقيقي، ومن أهم الطرق المستخدمة في بناء المؤشرات:

1- مؤشرات مبنية على أساس الترجيح بالسعر²:

تتطلب هذه الطريقة من مبدأ أن سعر السهم المعبر الرئيس عن مساهمة الشركة في بناء المؤشر، وبالتالي فإن وزن السهم إلى أجمالي المحفظة هو عبارة عن سعر السهم السوقى إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر، من أهم المؤشرات العالمية المبنية وفق هذه الطريقة مؤشر (داو جونز الصناعي)، يتم حساب المؤشر وفق المعادلة التالية:

$$Index_t = \frac{\sum_{i=1}^N P_T}{N_t}$$

حيث إن:

$Index_t$: قيمة المؤشر في الزمن t .

P : أسعار إقفال الأسهم في الفترة t .

N_t : عدد الأسهم في الفترة t .

يعاب على هذه الطريقة أن المؤشر يكون منحازاً للشركات ذات الأسعار العالية فيتبع المؤشر حركة أسعار الأسهم لهذه الشركات.

¹ كافي، مصطفى، بورصة الأوراق المالية، دار رسلان، دمشق، 2009، ص245.
² الدعيمي، عباس، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر، الأردن، 2010، ص180.

2- مؤشرات مبنية على أساس التثقيل بالقيمة¹:

وفق هذه الطريقة يعطى السهم وزناً على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، فالشركات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم، يتم حساب المؤشر وفق المعادلة التالية:

$$Index = \frac{\sum_{i=1}^n P_{it} * N_{it}}{\sum_{i=1}^n P_{ib} * N_{ib}} * S$$

حيث:

$Index_t$: قيمة المؤشر في الزمن t .

P_{it} : سعر إغلاق السهم i في الزمن t .

N_{it} : عدد الأسهم في الشركة i في الزمن t .

P_{ib} : سعر إغلاق السهم i في يوم الأساس.

N_{ib} : عدد الأسهم في الشركة i في يوم الأساس.

لا تخلو هذه الطريقة من العيوب المتمثلة في التحيز، فبافتراض أن سهمين قد ارتفعا بنفس النسبة وأن أحدهما أعلى من الآخر فإن المؤشر رغم ارتفاعهما بنفس النسبة لكنه يتحيز للمنشأة ذات السعر الأعلى².

3- مؤشرات مبنية على أساس الأوزان المتساوية³:

تبنى هذه المؤشرات بإعطاء وزن مماثل لجميع مكونات المؤشر بغض النظر عن سعرها أو قيمتها السوقية، وبالتالي يعزل هذا المؤشر فكرة التحيز إلى الأسعار أو القيمة السوقية والتي تعتبر عيوب تعاني منها المؤشرات المبنية على أساس السعر والقيمة السوقية، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهها حقيقياً للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

يعطي هذا المؤشر قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر بغض النظر عن القيمة السوقية للشركة وذلك من خلال استراتيجية تستثمر نفس المبلغ في كل سهم، يمكن حساب المؤشر بالمعادلة التالية:

$$Index = \frac{Money\ Invested_t}{Money\ Invested_0} * S$$

يتم حساب المؤشر وفق الخطوات التالية:

أ- تحديد مبلغ متساوي للاستثمار في كل سهم

¹ هندي، إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002، ص132.

² الحناوي، محمد، العبد، جلال، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، منشورات جامعة الإسكندرية، 2002، ص252.

³ سليمان، عدنان، موصلي، سليمان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2013، ص282.

ب- تحديد وزناً نسبياً لكل سهم يتكون منه المؤشر باستخدام المعادلة التالية :

$$\frac{100}{\text{سعر السهم}} = \text{الوزن النسبي}$$

ت- حساب قيمة المؤشر من خلال ضرب الأوزان النسبية لكل سهم في سعر السهم السوقي ولا يتغير الوزن إلا في حال تجزئة الأسهم.

4- مؤشرات مبنية على أساس السعر النسبي¹:

تقوم فكرة هذه الطريقة في إيجاد السعر النسبي لكل سهم داخل المؤشر، من خلال معرفة التغير النسبي للسعر بين فترتين محل القياس، ثم حساب الوسط الهندسي (Geometric Mean) وأخيراً تحدد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندي للأسعار النسبية المستخرجة في القيمة الأساس للمؤشر لمعرفة التغير. ويتم بناء المؤشر من خلال الخطوات التالية:

$$\text{أ- حساب السعر النسبي لكل سهم} = \frac{\text{سعر السهم في فترة المقارنة}}{\text{سعر السهم في فترة الأساس}}$$

ب- حساب الوسط الهندسي للأسعار:

الوسط الهندسي للأسعار = (السعر النسبي للسهم الأول * السعر النسبي للسهم الثاني * ... * السعر النسبي للسهم الثالث * الخ)^{1/N}

ت- حساب قيمة المؤشر = الوسط الهندسي * قيمة المؤشر في فترة الأساس

رابعاً: أنواع مؤشرات الأسواق المالية

للمؤشرات أنواع عديدة ويمكن تصنيفها إلى:

1- من حيث إمكانية تداولها²:

أ- مؤشرات متداولة: هي المؤشرات التي يتم تداولها في الأسواق المالية وذلك نظراً لتطور استخدامها واعتمادها في كثير من البورصات كأداة مالية وأهمها مؤشر (NASDAQ 10).
ب- مؤشرات غير قابلة للتداول: وهي مؤشرات غير قابلة للتداول وأبرزها مؤشر (داو جونز).

2- من حيث طبيعة الأوراق المالية:

أ- مؤشرات الأسهم: هي المؤشرات الأكثر انتشاراً واستخداماً في العالم، وتعتبر الأسهم هي الورقة المالية الوحيدة الداخلة في تركيب المؤشر.
ب- مؤشرات السندات: وهي المؤشرات التي تدخل السندات فقط في تركيبها.

¹ الداغر، محمود، الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصات)، دار الشروق، رام الله، ص313.

² أبو عمرو، واثق، النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية، دار الرضا للنشر، دمشق، 2003، ص31.

ت- مؤشرات مختلطة: هي مؤشرات ظهرت حديثاً وذلك تبعاً للتطور الذي حصل في الأسواق المالية.

3- من حيث الهدف¹:

- أ- مؤشرات عامة: هي المؤشرات التي تهتم بحالة السوق بمختلف قطاعاته الاقتصادية، فهي تعكس الحالة الاقتصادية للدولة، وخاصة إذا كان المؤشر يمثل أغلب القطاعات الاقتصادية.
- ب- مؤشرات قطاعية: هي المؤشرات التي تقيس سلوك قطاع معين في السوق كقطاع الصناعة أو قطاع الخدمات أو النقل.

خامساً: أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية:

1- مؤشر ستاندر أند بور (S&P 500)

يضم المؤشر 500 شركة تمثل 80 بالمئة من بورصة نيويورك وهو مبني على أساس الترجيح بالقيمة السوقية، يتم اختيار الشركات الداخلة في بناء المؤشر على أساس حجمها في السوق والسيولة والقطاع الذي تعمل فيه، ولذلك يعتبر مؤشر شامل للسوق؛ لأنه يضم شركات من قطاعات مختلفة (400 شركة صناعية، 40 شركة خدمات، 20 شركة نقل، 40 شركة تعمل في المجال المالي).

2- مؤشر داو جونز الصناعي (Dow-Jones Industrial)

يعد من أشهر المؤشرات المستخدمة في السوق الأمريكية، تم نشر قيمة المؤشر لأول مرة في عام 1884، حيث يضم المؤشر أسهم أكبر 30 شركة صناعية والتي تمثل ما نسبته 30 بالمئة من بورصة نيويورك، يتم حساب المؤشر على أساس السعر السوقي للأسهم.

3- مؤشر فوتسي البريطاني (FTSE-100)

يعد المؤشر الرئيسي في المملكة المتحدة، يضم 100 سهم لأكبر وأنشط الشركات في بورصة لندن حيث يمثل ما نسبته 80 بالمئة من بورصة لندن، وهو مبني على أساس الترجيح بالسعر السوقي، يتم تحديث المؤشر كل ثلاثة شهور كما يضم شركات من مختلف القطاعات.

4- مؤشر كاك الفرنسي (CAC 40)

يعد المؤشر الرئيسي للسوق المالية في فرنسا ويضم 40 سهم لأكبر الشركات الفرنسية المدرجة في بورصة باريس، وهو مبني على أساس الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول².

¹ العريبي، عصام، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، دمشق، 2008، ص 38-39.
² الأسهم الحرة هي الأسهم غير المملوكة لمالكين ثابتين وهذا يعني أنها أسهم الشركة مطروحة منها أسهم المالكين الدائمين.

5- مؤشر داكس الألماني

يعد المؤشر القيادي في السوق المالية الألمانية ويضم المؤشر 30 سهم لأكبر الشركات الألمانية والتي تمثل 70 بالمئة من رأس مال بورصة فرنكفورت، يعتبر مؤشر داكس من أهم المؤشرات في أوروبا وذلك لأن الاقتصاد الألماني يعتبر أحد أكبر القوة الاقتصادية في أوروبا، يتم مراجعة المؤشر كل ثلاثة أشهر.

6- مؤشر نيكى الياباني (Nikkei 225)

يعد من أهم المؤشرات في العالم وذلك لأنه المؤشر الأول الذي يتم التداول عليه يومياً ولذلك يطالع المتعاملين في الأسواق الأوروبية والأمريكية ما يحدث في سوق طوكيو لربط ما يمكن أن يحدث في أسواقهم، يضم المؤشر 225 ورقة مالية لأكبر وأنشط الشركات اليابانية المدرجة في بورصة طوكيو من مختلف القطاعات والتي تمثل 70 بالمئة من رأس مال بورصة طوكيو.

المبحث الثالث: السوق المالية المصرية

أولاً: نشأة السوق المالية المصرية وتطورها:

تُعد السوق المالية المصرية أول سوق للأوراق المالية ظهرت داخل الوطن العربي حيث تعود نشأتها إلى نهايات القرن التاسع عشر، فقد أنشئت عام 1861 بالإسكندرية أقدم سوق للتعامل بالأجل بالقطن ومن ثم أنشئت السوق المالية بالإسكندرية عام 1883، ثم السوق المالية بالقاهرة في سنة 1903، وفي عام 1909 أصدرت الحكومة أول لائحة عمومية للسوق المالية، وقد شهدت الفترة (1914-1952) تطوراً كبيراً في السياسات الاقتصادية المصرية نظراً للتقدم الاقتصادي، وقد صاحبها تطوراً هائلاً في أداء السوق المالية، وأصبحت مصر من خلال سوقي القاهرة والإسكندرية مركزاً مالياً وإقليمياً ودولياً واسع النشاط حيث احتلت المرتبة الخامسة على مستوى العالم في أربعينات القرن الماضي، وقد بلغ نشاط سوقها ذروته في نهاية سنة 1958 وبداية الأسبوع الأول من سنة 1959 حين بلغ حجم التعاملات في بعض الأيام حوالي 1.25 مليون جنيه بالأسعار السائدة في ذلك الوقت¹.

وقد كان لصدور القانون رقم 07 سنة 1959 المتعلق بوضع الحد الأقصى لنسبة الأرباح الموزعة أثره البالغ في انتكاسة النشاط الملحوظ للسوق المالية المصرية باعتباره أول خطوات تدخل الحكومة في النشاط الاقتصادي، وتلتها قرارات وإجراءات التأمين لتقلص من نشاط القطاع الخاص تماماً وتقضي على ثقة المستثمرين في الحكومة ما أدى إلى تدهور أداء السوق وتقليص دورها داخل الاقتصاد المصري ودخلت في حالة ركود لمدة ثلاثة عقود².

مع بدء مصر تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي بداية تسعينات القرن الماضي والذي تضمن تفعيل دور القطاع الخاص وإعادة هيكلة الاقتصاد، الأمر الذي أعاد إحياء سوق المال المصري مرة أخرى خاصة مع وضع قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992، وفي عام 1994 تحول السوقيين من التداول اليدوي إلى استخدام نظام الكروني للتداول، وفي النصف الثاني من التسعينات بدأت الحكومة في تطبيق برنامج الخصخصة والذي تم طرح عدد كبير من الشركات من خلال السوق المالية مما ساهم في إنعاش السوق بشكل كبير، وجذب شريحة كبيرة من المستثمرين إلى السوق المصري، حيث تمثل تلك الفترة البداية الحقيقية لازدهار السوق المالية المصرية مرة أخرى.

وفي عام 1996 بدأت شركة مصر للمقاصة في مزاولة عملها، ثم تلي ذلك خطة شاملة لتطوير وتحديث البنية التحتية والتشريعية لمواكبة التطورات السريعة على الساحة الدولية، حيث أصبح للسوقيين مجلس إدارة واحد،

¹ السيسى، صلاح الدين، بورصات الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)، عالم الكتاب للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2003، ص43.

² الأسرج، حسين، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، 2002، ص76.

وتم توحيد نظام التداول والمقاصة والتسوية بين السوقيين.

وفي عام 1999 تم إنشاء إدارة للإفصاح لضمان تحقيق الكفاءة والشفافية بين المتعاملين، تلاها في عام 2000 إنشاء صندوق ضمان التسويات لتوفير الضمان لتسوية العمليات. وفي عام 2001 تم إنشاء شركة مصر لنشر المعلومات (EGID)، وفي عام 2002 تم لأول مرة إلغاء الحدود السعرية على الشركات الأكثر نشاطاً. كل تلك التطورات في السوق المالية المصرية دفعت هيئة سوق المال الأمريكية إلى اعتماد السوق المالية المصرية كسوق أوراق مالية مسجلة بالخارج، كما تم في نفس العام إطلاق مؤشر (CASE30) ليحل محل مؤشر (CASE50). وفي عام 2005 تم إتمام الربط الألى بين السوق المالية وشركة مصر للمقاصة، كما بدأ العمل بنظام البيع والشراء في ذات الجلسة، وفي نفس العام تم قبول السوق المالية المصرية في الاتحاد العالمي للأسواق المالية WFE¹. وفي عام 2006 نجحت السوق المالية في إدخال نظام التداول عبر الإنترنت، شهد عام 2007 تخفيض زمن التسوية للسوق المالية المصرية ليصبح T+2 بدلاً من T+3، وتم إنشاء سوق النيل للشركات المتوسطة والصغيرة في نفس العام، أما في عام 2008 تم إعادة تسمية سوقي القاهرة والإسكندرية لتصبح البورصة المصرية، ومثلت تلك الفترة فترة ازدهار حقيقية للسوق المالية المصري حيث كانت في أوج نشاطها وسط صعود قوي للمؤشرات متأثراً بالنمو الاقتصادي المحلي والعالمي في تلك المرحلة، ولكن نشوء الأزمة العالمية وقيام ثورة 2010 في مصر أثر بشكل كبير على أداء السوق المالية المصرية حيث تراجعت أحجام التعاملات وواجهت السوق تحديات جديدة نتيجة الحراك السياسي في تلك الفترة، بعد استئناف التداول في السوق المالية في 2011 بدأت سلسلة جديدة من التطورات فيها، كان الهدف منها الوصول إلى سوق يتمتع بالجودة والشفافية وكفاءة عالية لخدمة المتعاملين فيه من خلال تقديم أحدث تكنولوجيا وتوفير أحدث المنتجات. حيث بدء تشغيل أحدث أنظمة الرقابة على التداول "ملينيوم آي تي" في 2012، كما أطلقت آلية جديدة لاحتساب أسعار الإغلاق في السوق المصري.

في 2013 وقعت السوق المالية المصرية اتفاقاً مع سوق نيويورك يورونيكتس لتداول أول عقود مستقبلية على مؤشر EGX30، وفي 2015 بدء تداول أول صناديق مؤشرات في السوق المصري، وأطلقت السوق المالية نظام الإفصاح الإلكتروني وقامت بتغييرات هيكلية في منهجية المؤشرات، وفي 2016 تم تشكيل لجنة تنفيذية عليا للسوق المصرية، في 2017 تم وضع القواعد التنفيذية لتداول الأسهم غير المقيدة في السوق المالية المصرية، أما في 2018 سمحت السوق المالية المصرية للشركات المقيدة بتجزئة الأسهم أكثر من مرة خلال العام. في عام 2019 أصدرت السوق المالية القرار المنظم لتفعيل نشاط صانعي السوق الصادر في 2007. وفي 2020 طورت السوق المالية المصرية منصة إلكترونية لتعزيز التواصل بين أطراف السوق للاستمرارية العمل في ظل جائحة كوفيد-

¹ www.egx.com.eg

19. جميع التطورات السابقة في السوق المالية المصرية ساهمت في استمرارها في خدمة الاقتصاد المصري وزيادة مساهمتها في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية وخلق المزيد من فرص العمل على مدار العقود السابقة¹.

ثانياً: الإطار التنظيمي للسوق المالية المصرية:

تعتبر السوق المالية المصرية شخصية اعتبارية تتولى إدارة أموالها ولها أهلية التقاضي، يكون التعامل داخلها من خلال شركات السمسرة ولا يجوز تداول الأوراق المالية المقيدة فيها خارجها². وتدار من خلال الأجهزة التالية:

1- الهيئة العامة لسوق المال:

تهدف هذه الهيئة إلى تنظيم وتنمية سوق المال وتنكف بالإشراف على توفر المعلومات، إضافة إلى دورها في الرقابة على التعاملات بالأوراق المالية داخل السوق المالية وتطبيق كافة الأحكام الواردة في قانون سوق رأس المال (القانون 95 الصادر في سنة 1995)³.

2- لجنة السوق المالية:

تتكون من سبعة عشر عضو ولها رئيس ونائبه وأمين الصندوق، أهم مهامها ضمان السير الحسن للسوق المالية وتمتلك السلطة التأديبية على جميع الأعضاء إضافة إلى أنها تحدد هامش تغير أسعار الأوراق المالية. وهذه اللجان هي (لجنة القيد-لجنة العمليات-لجنة العضوية-لجنة مؤشرات السوق المالية-لجنة مراقبة عمليات التداول اليومي) لكل لجنة مهامها الخاصة⁴.

3- الجمعية العامة:

تتكون من أعضاء السوق المالية العاملين والمنظمين، مهمتها التصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات وإبداء التوصيات في جميع المسائل المتعلقة بالسوق المالية⁵.

4- مندوب الحكومة:

مهمته الأساسية مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح، وحضوره إجباري في جميع اجتماعات الجمعية العامة ولجنة السوق المالية وله الحق في الاعتراض على القرارات المخالفة للقوانين واللوائح⁶.

¹ www.egx.com.eg

² المادة (2) من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (132) لسنة 2010. متوفر على الرابط: www.cma.gov.eg

³ حنفي، عبد الغفار، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2000، ص397.

⁴ للمزيد انظر موقع البورصة المصرية: www.egx.com.eg

⁵ حنفي، عبد الغفار، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2000، ص397.

⁶ www.egx.com.eg

5- هيئة التحكيم:

تتخصص بالفصل في المنازعات التي تقع بين المتعاملين داخل السوق المالية¹.

6- هيئة التأديب:

يرأسها رئيس لجنة السوق المالية أو نائبه وتتكفل باتخاذ الإجراءات التأديبية للأعضاء المخالفين للوائح والقوانين.

ثالثاً: مؤشرات السوق المالية المصرية:

تتعدد مؤشرات السوق المالية المصرية التي تتبع حركة سوق رأس المال وتقيس التغيرات في أسعار الأسهم، حيث تلعب هذه المؤشرات دوراً رئيسياً في تقييم أداء السوق المالية المصرية ومتابعة اتجاهاتها، وقد تم تعديل أغلب مؤشرات السوق المالية المصرية مؤخراً وذلك تماشياً مع التطورات الحاصلة على الساحة المحلية والدولية، حيث تتضمن المؤشرات التالية:

1- مؤشر (EGX30):

المؤشر العام للسوق المالية المصرية (المعروف بمؤشر CASE 30 سابقاً) هو مؤشر تم تصميمه وحسابه بمعرفة السوق المالية المصرية والتي بدأت في نشر بياناته اعتباراً من 2 شباط 2003 وقد كان 4 كانون الثاني 1998 هو تاريخ بداية المؤشر بقيمة أساس تبلغ 1000 نقطة، تم حساب مؤشر EGX 30 وفقاً للعملة المحلية ابتداءً من 1998 وقد تم بدء نشر المؤشر مقوماً بالدولار في 1 آذار 2009.

يضم المؤشر شركات من مختلف القطاعات العاملة في الاقتصاد المصري وتدخل في تركيبه الأسهم العادية فقط، حيث يضم مؤشر EGX 30 أعلى 30 شركة من حيث السيولة والنشاط، وهو مرجح برأس المال السوقي ويتم تعديله بنسبة الأسهم الحرة إلى إجمالي الأسهم المكونة له².

يشترط ألا تقل "نسبة التداول الحر للشركة"³ عن (15) بالمئة، فضلاً على أن يتم تداول أسهم الشركة في (65) بالمئة من عدد أيام التداول كحد أدنى لكي يتم إدراجها في المؤشر أو ألا تقل قيمة رأس المال السوقي مرجحاً بالأسهم حرة التداول في تاريخ المراجعة الدورية عن قيمة الوسيط المحتسب لمجموع الشركات المتداولة أثناء فترة المراجعة الدورية⁴.

¹ www.egx.com.eg

² يحسب رأس المال السوقي المعدل للشركة المقيدة بعدد الأسهم المقيدة لهذه الشركة مضروباً في سعر إقفالها بالجنيه المصري مضروباً في نسبة الأسهم حرة التداول.

³ يقصد بنسبة التداول الحر هي عدد الأسهم المتاحة القابلة للتداول من قبل المستثمرين العاديين

⁴ منشورات البورصة المصرية، قواعد مؤشر البورصة المصرية (EGX 30)، متاح على الرابط: www.egx.com.eg

2- مؤشر (EGX50 EWI):

قامت السوق المالية المصرية بإطلاق مؤشر السوق المالية المصرية متساوي الأوزان (EGX 50 EWI) بدلاً من المؤشر (EGX50) في 2 آب 2015 ليتضمن أكبر 50 شركة من حيث السيولة والنشاط، تم احتساب المؤشر ابتداء من 2 يوليو 2013 بقيمة 1000 نقطة، ويهدف المؤشر إلى تحقيق التوازن في أثر التغيرات السعرية بالشركات المكونة له بعد أن تحصل كل شركات المؤشر على نفس الوزن النسبي وهو (2) بالمئة في أول أيام المراجعة الدورية. يتميز المؤشر بكونه يتفادى التركيز على صناعة بعينها ومن ثم يوفر تمثيلاً جيداً لمختلف الصناعات والقطاعات العاملة داخل الاقتصاد المصري¹.

3- مؤشر (EGX70 EWI):

قامت السوق المالية المصرية بإطلاق مؤشر (EGX70 EWI) متساوي الأوزان في 20 شباط 2020 بدلاً من المؤشر (EGX70) الذي تم تدشينه في عام 2009، وذلك بغرض تنويع أدوات قياس أداء السوق أمام فئات المستثمرين المختلفة، وبما يتوافق مع أفضل الممارسات الدولية في مجال إدارة مؤشرات أسواق الأوراق المالية. يضم مؤشر EGX70 EWI أعلى 70 شركة من حيث السيولة والنشاط بعد استبعاد الشركات المكونة لمؤشر EGX30. يتميز المؤشر بكونه يتفادى التركيز على صناعة بعينها ومن ثم يوفر تمثيلاً جيداً لمختلف الصناعات والقطاعات العاملة داخل الاقتصاد المصري. تم احتساب المؤشر ابتداء من 2 يناير 2008 بقيمة 1000 نقطة. يحقق المؤشر التوازن في أثر التغيرات السعرية بالشركات المكونة له بما يعطى تأثيراً متساوياً على اتجاه المؤشر بعد أن تحصل كل شركة مدرجة بالمؤشر على نفس الوزن النسبي وهو حوالي (1.43) بالمئة في أول أيام المراجعة الدوري².

4- مؤشر (EGX100 EWI):

قامت السوق المالية المصرية بإطلاق مؤشر (EGX100 EWI) متساوي الأوزان في 10 أيار 2020 بدلاً من المؤشر (EGX100)، وذلك بهدف تحديث وتنويع مؤشرات السوق المصرية لتوفير أدوات ذات مجال سعري أوسع أمام المستثمرين لمتابعة السوق، وبما يتوافق مع أفضل الممارسات الدولية في مجال إدارة مؤشرات أسواق الأوراق المالية. يقيس مؤشر EGX100 EWI أداء أعلى 100 شركة من حيث السيولة والنشاط متضمنة الشركات المكونة لمؤشر EGX30، والشركات المكونة لمؤشر EGX70 EWI. تم احتساب المؤشر ابتداء من 02 كانون الثاني 2006 بقيمة 1000 نقطة. تحصل كل شركة مدرجة بمؤشر EGX100 EWI على نفس الوزن النسبي وهو (1.00) بالمئة في أول أيام المراجعة الدورية³.

¹ منشورات البورصة المصرية، قواعد مؤشر البورصة المصرية (EGX 50 EWI)، متاح على الرابط: www.egx.com.eg

² منشورات البورصة المصرية، قواعد مؤشر البورصة المصرية (EGX 70 EWI)، متاح على الرابط: www.egx.com.eg

³ منشورات البورصة المصرية، قواعد مؤشر البورصة المصرية (EGX 100 EWI)، متاح على الرابط: www.egx.com.eg

5- مؤشر (S&P/EGX ESG):

قامت السوق المالية المصرية بالتعاون مع كل من مركز المديرين المصري (EIoD) ومؤسسة ستاندرد آند بورز ببناء مؤشر (S&P/EGX ESG)، والذي يعد الثاني على مستوى الأسواق الناشئة، فبعد نجاح إطلاق المؤشر في الهند S&P/India ESG، تم بناء وتطوير المؤشر للسوق المصرية.

ويأتي إطلاق السوق المالية المصرية لهذا المؤشر، في إطار اهتمامها بالاتجاهات العالمية الحديثة في مؤشرات أسواق المال، والتي بدأت في التركيز على معايير التنمية المستدامة، خاصة في ظل توجه المستثمرين للربط بين المعايير المالية ومعايير الأنشطة غير التقليدية للشركة، كالحفاظ على مستويات أداء بيئي جيد، ومسؤولية اجتماعية متميزة للشركة، وإتباعها لمعايير الحوكمة الجيدة. بل إن الاتجاهات الحديثة في مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات، أخذت تركز على أهمية هذه المسؤولية في كونها إحدى الأدوات التي يمكن للشركات أن تستخدمها في إدارتها للمخاطر التي تواجهها¹.

6- مؤشر (EGX30 Capped):

قامت السوق المالية المصرية بتدشين مؤشر (EGX30 Capped) في 3 شباط 2019، وذلك بهدف تنويع أدوات قياس أداء السوق أمام فئات المستثمرين المختلفة، وبما يتوافق مع التعديلات الجديدة في الفصل الثاني من الباب الثالث من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال 95 لسنة 1992، لتتماشى مع المادة (174) السياسة الاستثمارية للصندوق من الفصل الثاني صناديق الاستثمار في الباب الثالث من اللائحة التنفيذية والتي تنص على "لا تزيد نسبة ما يستثمر في شراء أوراق مالية لشركة واحدة على (15) بالمئة من صافي أصول الصندوق وبما لا يتجاوز (20) بالمئة من الأوراق المالية لتلك الشركة".

تم احتساب المؤشر ابتداء من 30 كانون الثاني 2003 بقيمة 1000 نقطة، ويوفر المؤشر للمستثمرين القدرة على قياس أداء السوق وفق لترجيح رأس المال السوقي بما لا يزيد عن (15) بالمئة للشركة الواحدة².

7- مؤشر (EGX30 TR):

قامت السوق المالية المصرية بإطلاق مؤشر لأنشط 30 شركة للعائد الكلي (EGX30 TR) في 22 آب 2019، وذلك بغرض تنويع أدوات قياس السوق أمام فئات المستثمرين المختلفة بما يتوفق مع أفضل الممارسات الدولية في مجال إدارة مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

يضم المؤشر أكبر 30 شركة من حيث السيولة والنشاط ويتم ترجيحها برأس المال السوقي المعدل بنسبة التداول الحر للأسهم، لا يركز المؤشر على صناعة معينة وإنما يمثل كافة القطاعات العاملة في الاقتصاد المصري.

¹ منشورات البورصة المصرية، قواعد مؤشر البورصة المصرية (S&P/EGX ESG)، متاح على الرابط: www.egx.com.eg
² منشورات البورصة المصرية، قواعد مؤشر البورصة المصرية (EGX30 Capped)، متاح على الرابط: www.egx.com.eg

تم احتساب المؤشر ابتداءً من 1 شباط 2009 بقيمة 1000 نقطة، يقوم مؤشر (EGX30 TR) بالجمع بين كل من أداء رأس المال السوقي وقيمة الأرباح المعلنة للشركات المدرجة في المؤشر، كما يستخدم المؤشر آخر سعر بدلاً عن سعر الأغلاق¹.

8- مؤشر النيل:

أطلقت السوق المالية في 2007 بورصة النيل أول سوق لقيود وتداول الشركات المتوسطة والصغيرة في مصر وفي منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، لدعم وتنمية الشركات المتوسطة والصغيرة من خلال توفير آليات تمويل جديدة تساعد على نمو الشركات وتوسعها.

في عام 2010 صدر قرار رقم (47) برفع الحد الأقصى للشركات التي تقيد في السوق المالية من 25 مليون إلى 50 مليون جنية مصري. وعلى الرغم من بلغ عدد الشركات المقيدة ببورصة النيل عن 32 شركة .

قامت السوق المالية المصرية بإطلاق مؤشر النيل في 2 شباط 2014، في إطار اهتمامها بتنشيط سوق النيل للأوراق المالية، وذلك بعد تغيير آليات التداول في سوق النيل من آلية المزايعة إلى آلية التداول المستمر في نهاية عام 2011، وذلك بهدف زيادة معدلات سيولة السوق وجذب المزيد من المستثمرين إلى سوق النيل كأحد الأسواق الواعدة في السوق المصرية.

يتم ترجيح المؤشر برأس المال السوقي المعدل بنسبة التداول الحر للأسهم. ويتميز المؤشر بكونه يتفادى التركيز على صناعة بعينها ومن ثم يوفر تمثيلاً جيداً لمختلف القطاعات داخل سوق النيل المالي، تم احتساب المؤشر ابتداءً من 2 حزيران 2012 وبدء المؤشر بقيمة 1000 نقطة.

9- مؤشرات القطاعات:

قامت السوق المالية المصرية بإطلاق أول مؤشرات قطاعية في السوق المالية لعدد 12 قطاع مختلف في 2007، واستكمالاً لإعادة الهيكلة الشاملة لقطاعات الشركات المقيد أوراقها بالسوق المالية المصرية طورت السوق المصرية المؤشرات القطاعية في 2 كانون الثاني 2020، بغرض تطوير منظومة سوق المال بزيادة العمق ورفع كفاءة سوق المال المصري وتحقيق المزيد من التطوير للمنتجات التي تطرحها السوق المالية.

تلتزم السوق المالية المصرية بتطبيق أفضل الممارسات الدولية في مجال إدارة مؤشرات أسواق الأوراق المالية، بدءاً من معايير اختيار الشركات المؤهلة للانضمام للمؤشر، وآليات المراجعة الدورية وآليات حساب المؤشر ونشر بياناته. وقد كان للسوق المالية المصرية دوراً رائداً بين الأسواق المالية الإقليمية في تدشين مجموعة متنوعة من المؤشرات التي صُممت لقياس أداء السوق وفقاً لمعدلات السيولة وبما يتماشى مع احتياجات المستثمرين. تم احتساب المؤشر ابتداءً من 1 شباط 2019 بقيمة 1000 نقطة، حيث توفر المؤشرات القطاعية للمستثمرين القدرة

1 منشورات البورصة المصرية، قواعد مؤشر البورصة المصرية (EGX30 TR)، متاح على الرابط: www.egx.com.eg

على قياس أداء الشركات المكونة لكل قطاع وفقاً لرأس المال السوقي المرجح بالتداول الحر بما لا يزيد عن 35% للشركة الواحدة¹.

رابعاً: تحليل أداء السوق المالية المصرية خلال الفترة (2010-2020):

شهدت السوق المالية المصرية تذبذباً خلال الفترة (2010-2020) وذلك يعود لعدد من الأسباب كان أهمها الوضع السياسي غير مستقر في البلد الذي زعزع الثقة بالسوق المالية بالإضافة إلى "تحرير سعر الصرف وتعويمه عام 2016 استجابة لتعليمات وشروط صندوق النقد الدولي للحصول على قرض قيمته (12) مليار دولار"²، بالإضافة لجهود السوق المالية المصرية في محاولة مواكبة التطورات الدولية والإقليمية، الأمر الذي انعكس في مؤشرات السوق المالية المصرية.

يركز معظم الاقتصاديين على القيمة السوقية ذلك نظراً لأنها ترتبط ارتباطاً وثيقاً بتعبئة المدخرات وتوزيع المخاطر، ومن ثم ينعكس في مستوى النشاط، فارتفاع القيمة السوقية يدل على اتساع السوق وعمقه سواء من حيث عدد الأسهم والشركات المدرجة فيها أو ارتفاع الأسعار، كما يعكس حجم التداول الفعلي للأسهم عن سيولة السوق المالية (إمكانية تسهيل الورقة المالية)، ويعتبر حجم التداول مؤشر مكمل لمؤشر القيمة السوقية (الرسملة السوقية).

يوضح الجدول التالي تطور بعض مؤشرات السوق المالية المصرية خلال الفترة (2010-2020)

جدول رقم (4) أهم مؤشرات السوق المالية المصرية خلال الفترة (2010-2020)

السنة	القيمة السوقية مليار جنيه	حجم التداول مليار جنيه	مؤشر EGX 30	مؤشر S&P/EGX ESG	مؤشر EGX 70 EWI
2010	488	321	7142.14	1112.69	1108.93
2011	293	148	3622.35	597.96	628.73
2012	375	185	5462.42	925.84	804.36
2013	426	162	6782.84	1062.30	947.22
2014	500	291	8926.58	1492.80	1080.66
2015	429	248	7006.01	1010.61	750.93
2016	601	285	12344.89	1694.26	974.7
2017	824	332	15019.14	2340.05	1659.93
2018	749	358	13035.77	2152.56	1427.38
2019	708	409	13961.56	1993.18	1267.07
2020	650	688.94	10845.26	1782.17	2145.15

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات السوق المالية المصرية

1 منشورات البورصة المصرية، قواعد مؤشر القطاعات (Sectoral Indices) متاح على الرابط: www.egx.com.eg

2 أهم ما ساعد مصر لاتخاذ قرار تعويم العملة كان حجم الاحتياطيات الكبير التي كان لدى البنك المركزي المصري خلال تلك الفترة.

من خلال الجدول رقم (4) يلاحظ بأن القيمة السوقية كانت (488) مليار جنيه في عام 2010 لتصل إلى (650) مليار جنيه في عام 2020، ولكن تخلل هذه الفترة تذبذب في القيمة السوقية، حيث وصلت لأدنى قيمة (293) مليار جنيه في عام 2011، بينما كانت أعلى قيمة (824) مليار جنيه في عام 2017، يعود السبب الرئيسي لتذبذب القيمة السوقية في البورصة المصرية إلى الاحداث السياسية في مصر .

ويوضح الجدول رقم (4) ارتفاع حجم التداول في مصر خلال الفترة (2010-2020)، حيث ارتفع من نحو (321) مليار جنيه في عام 2010 إلى حوالي (689) في عام 2020، ولكن تخلل ذلك تذبذب خلال الفترة (2011-2015) وذلك تبعاً للإحداث السياسية التي حصلت بداية العام 2010، ومع اتخاذ السوق المالية المصرية عدد الإجراءات والتدابير لتطويرها بداية العام 2015 عاد حجم التداول ليرتفع تدريجياً ليصل إلى أعلى قيمة له في عام 2020.

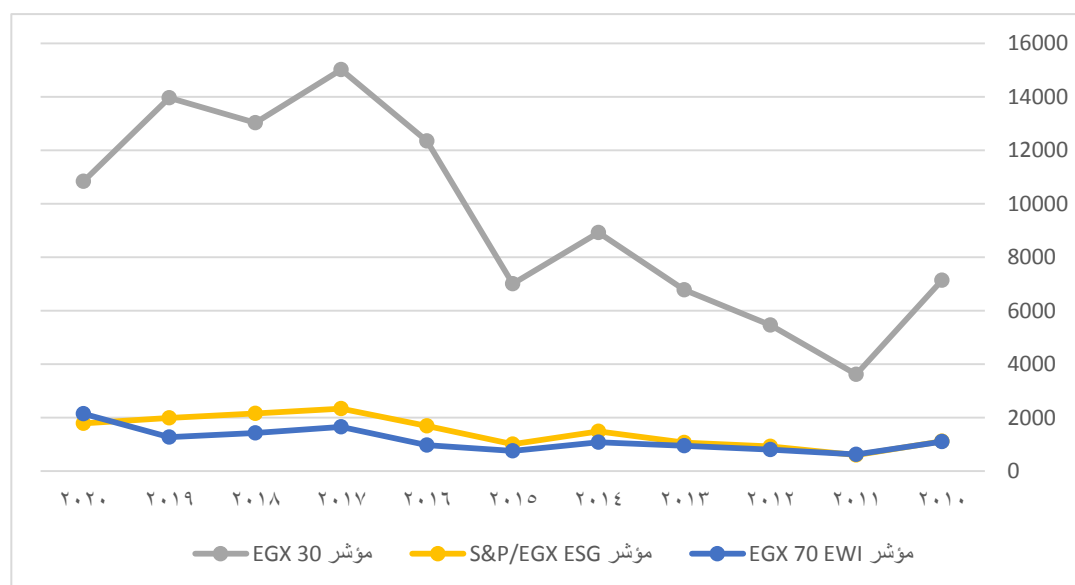
يشير الجدول رقم (4) ان مؤشر (EGX 30) تأثر بالاحداث السياسية في مصر فبعدما كان (7142.14) نقطة عام 2010 انخفض بشكل كبير في عام 2011 ليصل إلى (3622.35) نقطة ولكنه عاود الارتفاع بشكل تدريجي خلال الأعوام الثلاث التالية ليصل إلى (8926) عام 2014، وثم تراجع عام 2015 ليصل إلى (7006.01)، وبداية عام 2016 بدء بالارتفاع بشكل كبير ليصل إلى أعلى مستوى له في تاريخ السوق حيث تضاعفت قيمة مؤشر (EGX30) لتصل إلى (15019.14) نقطة، وفي عام 2018 انخفض المؤشر حوالي 2000 نقطة ولكنه ارتفع في عام 2019 ليصل إلى (13961.56) نقطة، وفي عام 2020 خسر المؤشر من قيمته 3000 نقطة مقارنة بعام 2019 ويرجع ذلك بسبب جائحة كوفيد-19. يرجع التذبذب في المؤشر العام لعدد من الأسباب منها الاحداث السياسية وكذلك صدور بعض التقارير عن المؤسسات الدولية عام (2014) والتي أشارت إلى احتمالية تباطؤ النمو الاقتصادي الامر الذي الأسواق المالية في العالم إلى الهبوط في ذلك الوقت، وكحال مؤشر (EGX 30) تأثر مؤشر (S&P/EGX ESG) بالأحداث السياسية في مصر فبعدما كان (1112.69) نقطة في عام 2010 انخفض ليصل إلى أدنى قيمة له خلال فترة الدراسة عام 2011 محققاً (597.96) ولكنه بدء بالارتفاع في الأعوام الثلاثة التالية ليصل إلى (1492.8) نقطة بنهاية عام 2014، وانخفض مؤشر (S&P/EGX ESG) عام 2015 ليحقق (1010.61)، وثم عاود الارتفاع بداية عام 2016 ليصل إلى أعلى قيمة له خلال فترة الدراسة بنهاية عام 2017 محققاً (2340.05) نقطة، وبدء المؤشر بالانخفاض بشكل تدريجي ليصل إلى (1782.17) نقطة بنهاية عام 2020.

أما فيما يتعلق بالمؤشر (EGX 70 EWI) فإنه تأثر كباقي مؤشرات السوق المالية المصرية بعدما كان (1108.93) في عام 2010، انخفض ليصل إلى أدنى مستوى له (628.73) نقطة عام 2011، وبدء بالارتفاع

تدرجياً في الأعوام الثلاثة التالية ليصل إلى (1080.66) نقطة عام 2014، وعاد المؤشر لينخفض عام 2015 ليصل إلى (750.93) نقطة، وبداية من عام 2016 بدء المؤشر الارتفاع ليصل إلى (1659.93) نقطة عام 2017، وانخفض مجدداً خلال العامين التاليين ليصل إلى (1267.07) نقطة بنهاية عام 2019، وعلى عكس مؤشر (EGX 30) ومؤشر (S&P/EGX ESG) فإن مؤشر (EGX 70 EWI) ارتفع بنهاية عام 2020 ليحقق أعلى قيمة له خلال فترة الدراسة (2145.15) نقطة.

يوضح الشكل رقم (1) تذبذب المؤشرات الثلاثة (EGX 70 EWI-S&P/EGX ESG-EGX 30) خلال الفترة (2020-2010):

الشكل رقم (3) المؤشرات (S&P/EGX ESG- EGX 70 EWI- EGX 30) خلال الفترة (2020-2010):



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات السوق المالية المصرية باستخدام برنامج (Excel)

الفصل الثالث: الدراسة العملية

يتناول هذا الفصل الدراسة العملية حيث يقيس أثر التغيرات في العرض النقدي في مؤشرات الأسهم في السوق المصرية خلال الفترة (2010-2020) عبر استخدام عدد من الأساليب والاختبارات الإحصائية، واستندت الدراسة العملية على بيانات ربعية لكل من المتغير المستقل والمتغيرات التابعة خلال الفترة (2010-2020)

المبحث الأول: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

أولاً: عينة وفترة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة بمؤشرات الأسهم في السوق المالية المصرية، أما عينة الدراسة فهي مؤشر (EGX 30)، ومؤشر ستاندرز أند بورز (S&P/EGX ESG)، ومؤشر (EGX 70 EWI)، والتي تم جمع بياناتها من خلال البيانات المالية السنوية للسوق المالية المصرية، بالإضافة إلى البيانات المالية السنوية للمصرف المركزي المصري فضلاً عن تقارير صندوق النقد الدولي المتعلقة بالعرض النقدي، بالإضافة إلى الأبحاث والدراسات والرسائل العلمية والمقالات ومواقع الانترنت ذات الصلة بالدراسة، خلال الفترة (2010-2020) على أساس ربع سنوي.

ثانياً: نماذج البحث:

تم استخدام النماذج التالية للدراسة:

$$\begin{aligned} EGX30_t &= \alpha + \beta \times M_{2t} + \varepsilon_t \\ S\&P_t &= \alpha + \beta \times M_{2t} + \varepsilon_t \\ EGX70_t &= \alpha + \beta \times M_{2t} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

حيث:

EGX30: مؤشر السوق المالية المصرية العام.

S&P: مؤشر ستاندرز أند بورز.

EGX70: مؤشر السوق المصرية متساوي الأوزان

M2: العرض النقدي بالمفهوم الواسع.

α : معلمة الحد الثابت.

β : معلمة الانحدار.

ε : حدود الخطأ العشوائي: يمثل الجزء من مؤشرات الأسهم التي تتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل أخرى لا يتضمنها النموذج.

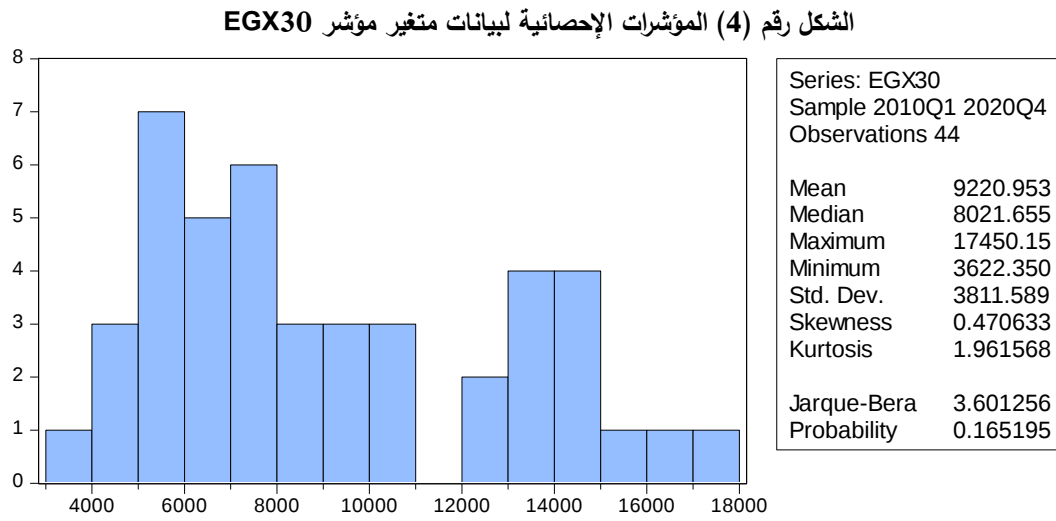
ملاحظة: سيتم استخدام المتغيرات في النماذج بالصيغة اللوغاريتمية.

ثالثاً: الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة:

تبين الأشكال رقم (4-5-6-7) التوصيف الإحصائي لسلسلة بيانات متغيرات الدراسة (المتوسط الحسابي، الوسيط، الانحراف المعياري، أعلى قيمة، أدنى قيمة)، والمؤشرات الإحصائية المتعلقة باختبار التوزيع الطبيعي للسلاسل المدروسة، فمن خلال ذلك يمكن التعرف على الطريقة المناسبة التي سوف يتم استخدامها لتقدير معادلة النموذج:

1- المتغير التابع الأول مؤشر السوق المالية المصرية العام EGX30:

يبين الشكل رقم (4) التوصيف الإحصائي لبيانات متغير مؤشر EGX30 خلال فترة الدراسة، والمؤشرات الإحصائية المتعلقة باختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة متغير مؤشر EGX30:



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ من الشكل رقم (4) أنه: سجل مؤشر EGX30 حوالي 17450 مليون جنيه مصري كأعلى قيمة له في الربع الأول من عام 2018، وسجل 3622 مليون جنيه مصري كأدنى قيمة له في الربع الرابع من عام 2011، بمتوسط لقيمة مؤشر EGX30 حوالي 9221 مليون جنيه مصري، وانحراف معياري قدره 3812 مليون جنيه مصري، وهو انحراف كبير يدل على وجود تذبذب كبير في قيمة المؤشر خلال فترة الدراسة.

كما نلاحظ أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية Jarque-Bera أكبر من مستوى المعنوية 0.01 ومنه نقبل فرضية عدم القائلة بخضوع سلسلة مؤشر EGX30 للتوزيع الطبيعي، وهذا يعني تمركز بيانات مؤشر EGX30 حول وسطها الحسابي خلال فترة الدراسة، كما نلاحظ أن معامل الالتواء (0.47) يقترب من القيمة المعيارية "الصفر"، وبالتالي فإن توزع سلسلة بيانات مؤشر (EGX 30) مائل نحو اليمين¹، كما نلاحظ أن معامل التفلطح بلغ (1.96) وهو أصغر من القيمة المعيارية "3" وهذا يعني أن توزع سلسلة البيانات منبسط حول متوسطها².

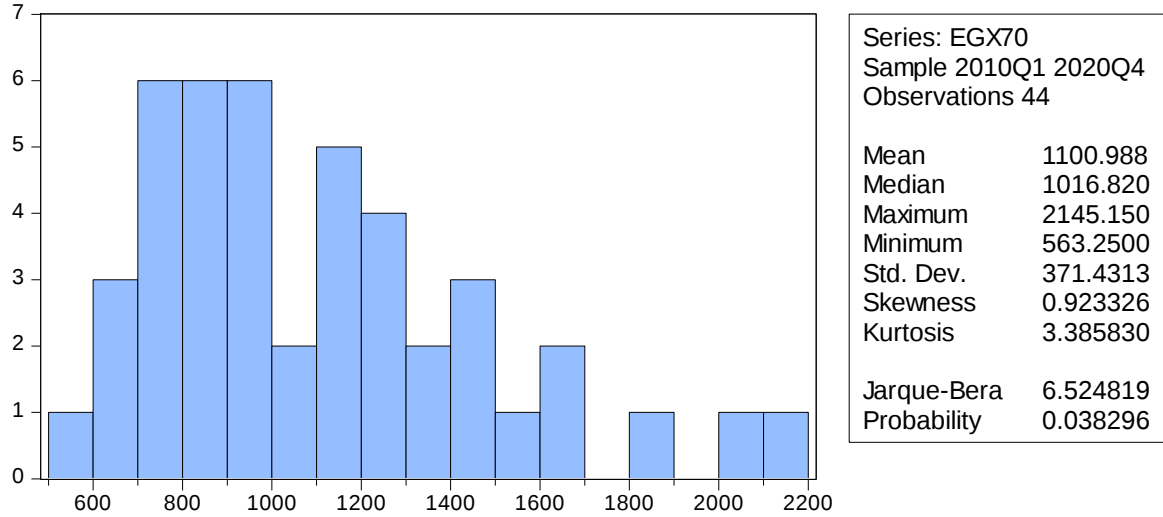
¹ أن الهدف من قياس معامل الالتواء هو التعرف على ميل سلسلة البيانات حول متوسطها الحسابي، حيث تدل قيمة الالتواء الموجبة على ميل توزع السلسلة نحو اليمين، وتدل القيمة السالبة على ميل توزع السلسلة نحو اليسار.

² أن الهدف من قياس معامل التفلطح هو معرفة ما إذا كانت سلسلة بيانات المتغير تتوزع على شكل ذروة أو بشكل منبسط، فإذا كانت قيمة التفلطح أكبر من 3 تدل على أن توزع السلسلة له ذروة، أما إذا كانت القيمة أصغر من 3 فيدل على أن توزع السلسلة منبسط.

2- المتغير التابع الثاني مؤشر السوق المالية المصرية EGX70:

يبين الشكل رقم (5) التوصيف الإحصائي لبيانات متغير مؤشر EGX70 خلال فترة الدراسة، والمؤشرات الإحصائية المتعلقة باختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة متغير مؤشر EGX70:

الشكل رقم (5) المؤشرات الإحصائية لبيانات متغير مؤشر EGX70



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ من الشكل رقم (5) أنه: سجل مؤشر EGX70 حوالي 2145 مليون جنيه مصري كأعلى قيمة له في الربع الرابع من عام 2020، وسجل 563 مليون جنيه مصري كأدنى قيمة له في الربع الثاني من عام 2013، بمتوسط لقيمة مؤشر EGX70 حوالي 1101 مليون جنيه مصري، وانحراف معياري قدره 371 مليون جنيه مصري، وهو انحراف كبير يدل على وجود تنذب كبير في قيمة المؤشر خلال فترة الدراسة. كما نلاحظ أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية Jarque-Bera أكبر من مستوى المعنوية 0.01 ومنه نقبل فرضية عدم القائلة بخضوع سلسلة مؤشر EGX70 للتوزيع الطبيعي، وهذا يعني تمركز بيانات مؤشر EGX70 حول وسطها الحسابي خلال فترة الدراسة، كما نلاحظ أن معامل الالتواء (0.9) وهو يبتعد عن القيمة المعيارية "الصفر"، وبالتالي فإن توزع سلسلة بيانات مؤشر (EGX 30) مائل نحو اليمين بشكل كبير¹، كما نلاحظ أن معامل التفلطح بلغ (3.3) وهو أكبر من القيمة المعيارية "3" وهذا يعني أن توزيع سلسلة البيانات له ذروة حول متوسطها².

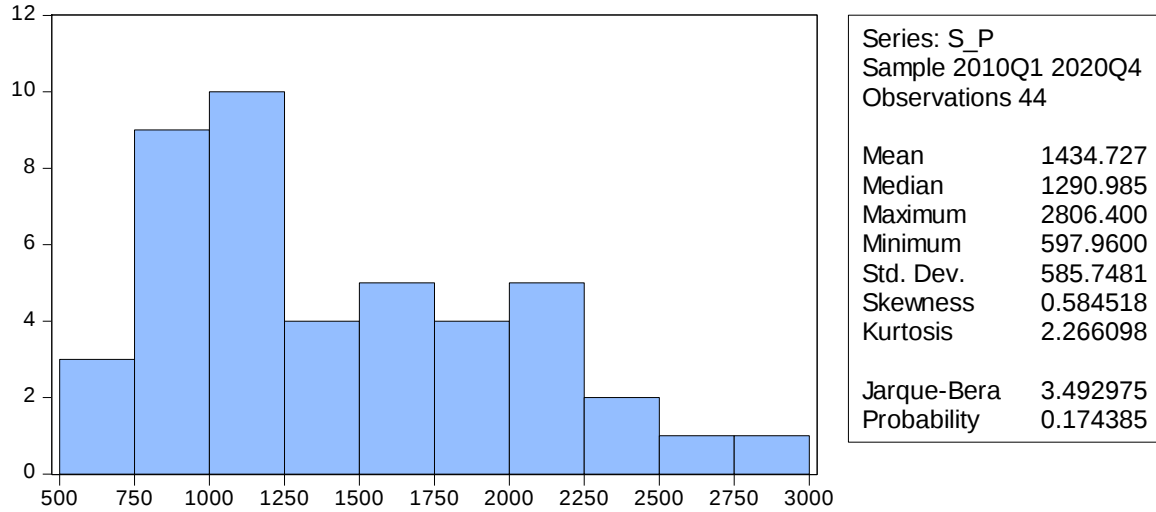
¹ أن الهدف من قياس معامل الالتواء هو التعرف على ميل سلسلة البيانات حول متوسطها الحسابي، حيث تدل قيمة الالتواء الموجبة على ميل توزيع السلسلة نحو اليمين، وتدل القيمة السالبة على ميل توزيع السلسلة نحو اليسار.

² أن الهدف من قياس معامل التفلطح هو معرفة ما إذا كانت سلسلة بيانات المتغير تتوزع على شكل ذروة أو بشكل منبسط، فإذا كانت قيمة التفلطح أكبر من 3 تدل على أن توزيع السلسلة له ذروة، أما إذا كانت القيمة أصغر من 3 فيدل على أن توزيع السلسلة منبسط.

3- المتغير التابع الثالث مؤشر ستاندرز آند بورز S&P/EGX ESG:

يبين الشكل رقم (6) التوصيف الإحصائي لبيانات متغير مؤشر S&P خلال فترة الدراسة، والمؤشرات الإحصائية المتعلقة باختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة متغير مؤشر S&P:

الشكل رقم (6) المؤشرات الإحصائية لبيانات متغير مؤشر S&P



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ من الشكل رقم (6) أنه: سجل مؤشر S&P حوالي 2806 مليون جنيه مصري كأعلى قيمة له في الربع الأول من عام 2018، وسجل 598 مليون جنيه مصري كأدنى قيمة له في الربع الرابع من عام 2011، بمتوسط لقيمة مؤشر S&P حوالي 1435 مليون جنيه مصري، وانحراف معياري قدره 586 مليون جنيه مصري، وهو انحراف كبير يدل على وجود تذبذب كبير في قيمة المؤشر خلال فترة الدراسة.

كما نلاحظ أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية Jarque-Bera أكبر من مستوى المعنوية 0.01 ومنه نقبل فرضية عدم القائلة بخضوع سلسلة مؤشر S&P للتوزيع الطبيعي، وهذا يعني تركز بيانات مؤشر S&P حول وسطها الحسابي خلال فترة الدراسة، كما نلاحظ أن معامل الالتواء (0.58) وبالتالي فإن توزيع سلسلة بيانات مؤشر (EGX 30) مائل نحو اليمين¹، كما نلاحظ أن معامل التفلطح بلغ (2.2) وهو أصغر من القيمة المعيارية² "3" وهذا يعني أن توزيع سلسلة البيانات منبسط حول متوسطها³.

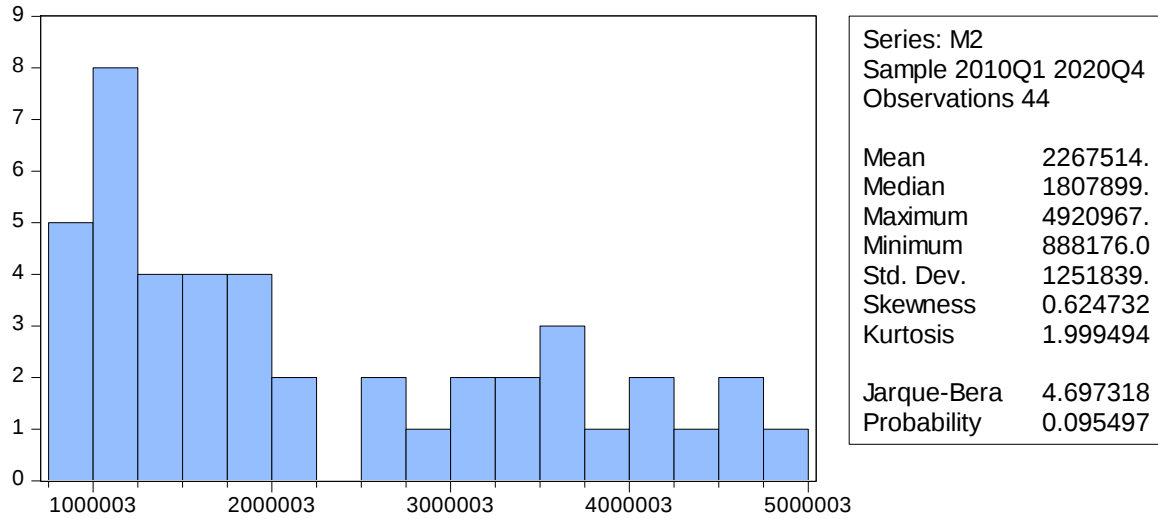
¹ أن الهدف من قياس معامل الالتواء هو التعرف على ميل سلسلة البيانات حول متوسطها الحسابي، حيث تدل قيمة الالتواء الموجبة على ميل توزيع السلسلة نحو اليمين، وتدل القيمة السالبة على ميل توزيع السلسلة نحو اليسار.

² أن الهدف من قياس معامل التفلطح هو معرفة ما إذا كانت سلسلة بيانات المتغير تتوزع على شكل ذروة أو بشكل منبسط، فإذا كانت قيمة التفلطح أكبر من 3 تدل على أن توزيع السلسلة له ذروة، أما إذا كانت القيمة أصغر من 3 فيدل على أن توزيع السلسلة منبسط.

4- المتغير المستقل العرض النقدي بالمعنى الواسع (السيولة المحلية) M_2 :

يبين الشكل رقم (7) التوصيف الإحصائي لبيانات متغير M_2 خلال فترة الدراسة، والمؤشرات الإحصائية المتعلقة باختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة متغير M_2 :

الشكل رقم (7) المؤشرات الإحصائية لبيانات متغير M_2



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ من الشكل رقم (7) أنه: تزايد العرض النقدي خلال فترة الدراسة من 888176 مليون جنيه مصري كأدنى قيمة له في الربع الأول من عام 2010، إلى 4920967 مليون جنيه مصري كأعلى قيمة له في الربع الرابع من عام 2020، بمتوسط للعرض النقدي حوالي 2267514 مليون جنيه مصري خلال فترة الدراسة، وانحراف معياري قدره 1251839 مليون جنيه مصري، وهذا يدل على تزايد السيولة المحلية في مصر خلال فترة الدراسة.

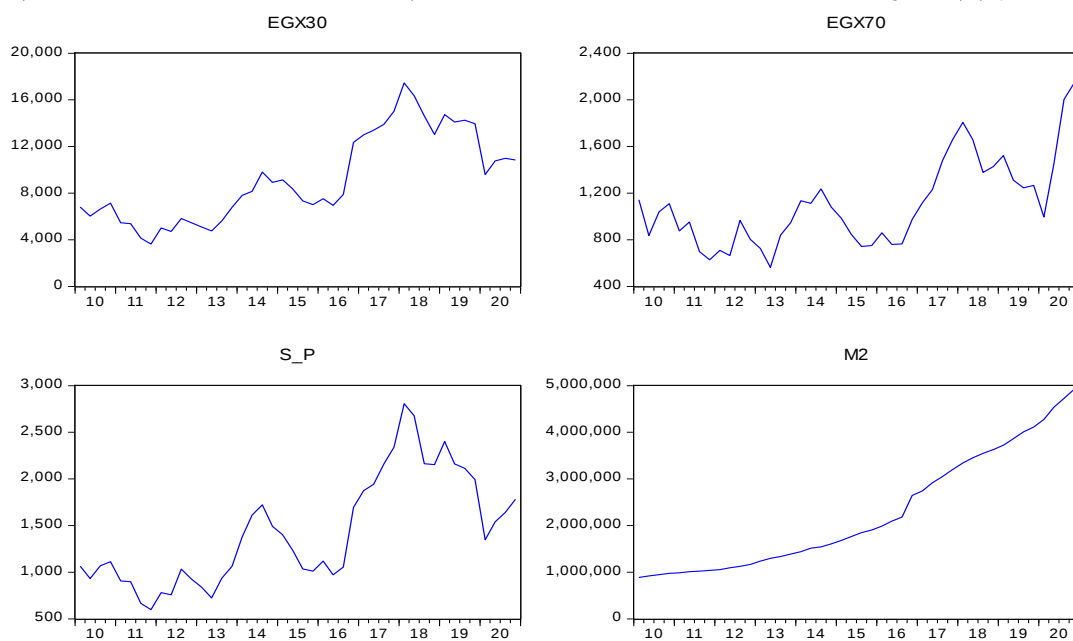
كما نلاحظ أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية Jarque-Bera أكبر من مستوى المعنوية 0.01 ومنه نقبل فرضية عدم القائله بخضوع سلسلة العرض النقدي للتوزيع الطبيعي، وهذا يعني تمركز بيانات العرض النقدي حول وسطها الحسابي خلال فترة الدراسة، كما نلاحظ أن معامل الالتواء (0.62) وبالتالي فإن توزع سلسلة بيانات العرض النقدي مائل نحو اليمين، كما نلاحظ أن معامل التفلطح بلغ (1.9) وهو أصغر من القيمة المعيارية "3" وهذا يعني أن توزيع سلسلة البيانات منبسط حول متوسطها.

رابعاً: اختبار استقرار المتغيرات:

1- اختبار الاستقرارية بيانياً:

إن استخدام سلاسل زمنية غير مستقرة في نماذج الانحدار تعطينا نتائج مضللة وغير حقيقية، ويوضح الشكل رقم (8) رسماً بيانياً لتطور مؤشرات البورصة المصرية إضافة للعرض النقدي خلال فترة الدراسة:

شكل رقم (8) يوضح رسماً بيانياً لتطور سلاسل متغيرات الدراسة زمنياً (M2-EGX30-EGX70-S&P/EGX)



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

تظهر الأشكال السابقة بصورة واضحة عدم استقرار معظم السلاسل زمنياً حيث أنها تعاني من مشكلة الاتجاه العام.

2- اختبار الاستقرار الإحصائي:

يعتبر اختبار استقرار السلاسل الزمنية شرطاً أساسياً لدراسة وتحليل وبناء النموذج الأمثل للدراسة بغية الوصول إلى نتائج سليمة ومنطقية، وذلك لأن استخدام نماذج غير مستقرة يعطي نتائج مضللة غير حقيقية، وللتأكد إحصائياً من استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة تم إجراء اختبار جذر الوحدة (Unit root tests) باستخدام اختبار ديكي فولر الموسع (Augmented Dicky-Fuller) الذي يعتبر أحد أشهر اختبارات جذر الوحدة، الجدول رقم (5) يبين نتائج اختبار الاستقرار لمتغيرات الدراسة:

جدول رقم (5) نتائج اختبار الاستقرار لمتغيرات الدراسة (M2-EGX30-EGX70-S&P/EGX)

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test		
Null Hypothesis: variable has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic – based on SIC, maxlag=9)		
Test for:	Level	
Series	Statistic	Prob.*
LNEGX30	-1.148451	0.6878
LNEGX70	-1.245341	0.6460
LN S&P	-1.308809	0.6170
LN M ₂	1.108364	0.9970
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)

يتضح من الجدول أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية الاختبار لجميع متغيرات الدراسة أكبر من مستوى المعنوية 0.05، لذلك نقبل فرضية عدم القائلة باحتواء سلاسل هذه المتغيرات على جذر الوحدة، أي أنها غير مستقرة عند المستوى، لمعالجة هذا الأمر نقوم بإعادة اختبار الاستقرار لهذه السلاسل عند الفرق الأول، فنحصل على الجدول رقم (6) التالي:

جدول رقم (6) نتائج اختبار الاستقرار لمتغيرات الدراسة بعد أخذ الفرق الأول لبيانات السلاسل

Augmented Dickey–Fuller Unit Root Test		
Null Hypothesis: variable has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic – based on SIC, maxlag=9)		
Test for:	1st difference	
Series	Statistic	Prob.*
D(LNEGX30)	-6.236241	0.0000
D(LNEGX70)	-6.766201	0.0000
D(LNS&P)	-5.702728	0.0000
D(LNM ₂)	-5.763894	0.0000
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)

يتضح من الجدول أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية الاختبار لجميع متغيرات الدراسة أصغر من مستوى المعنوية 0.05، لذلك لا نستطيع أن نقبل فرضية عدم ونقبل الفرضية البديلة القائلة بعدم احتواء سلاسل هذه المتغيرات على جذر وحدة، أي أنها أصبحت مستقرة بعد أخذ الفرق الأول، فهي متكاملة من الرتبة الأولى (1). بما أن سلاسل متغيرات الدراسة غير مستقرة عند المستوى، إذاً لا يمكننا استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) كون تطبيق طرق الاقتصاد القياسي التقليدية على متغيرات اقتصادية سلاسلها الزمنية غير مستقرة يقود لنتائج زائفة ومضللة، لذلك سيتم اللجوء إلى استخدام منهجية اتجاه الانحدار الذاتي (Vector AutoRegression).

خامساً: اختبار العلاقة الارتباطية بين المتغيرات التابعة والمتغير التفسيري:

أن الهدف من اختبار الارتباط بين متغيرات الدراسة هو لمعرفة شكل العلاقة واتجاهها وقوتها بين المتغير المستقل والمتغيرات التابعة فضلاً عن التأكد من أن هذه العلاقة معنوية أم لا، ويوضح الجدول رقم (7) معاملات الارتباط بين المتغيرات التابعة والمتغير المستقل (التفسيري):

جدول رقم (7) معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة (M2-EGX30-EGX70-S&P/EGX)

Correlation			
Sample: 2010Q1 2020Q4			
Included observations: 44			
Correlation t-Statistic Probability	LNEGX30	LNEGX70	LNS&P
LNM ₂	0.86 10.73 0.0000	0.71 6.57 0.0000	0.80 8.8 0.0000

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ من الجدول رقم (7) أنه توجد علاقة طردية قوية وذات دلالة إحصائية بين المتغير التفسيري "العرض النقدي" والمتغيرات التابعة، حيث بلغت قوة العلاقة بين العرض النقدي ومؤشر EGX30 مقدار 86%، وبين العرض النقدي ومؤشر EGX70 مقدار 71%، وبين العرض النقدي ومؤشر S&P مقدار 80%.

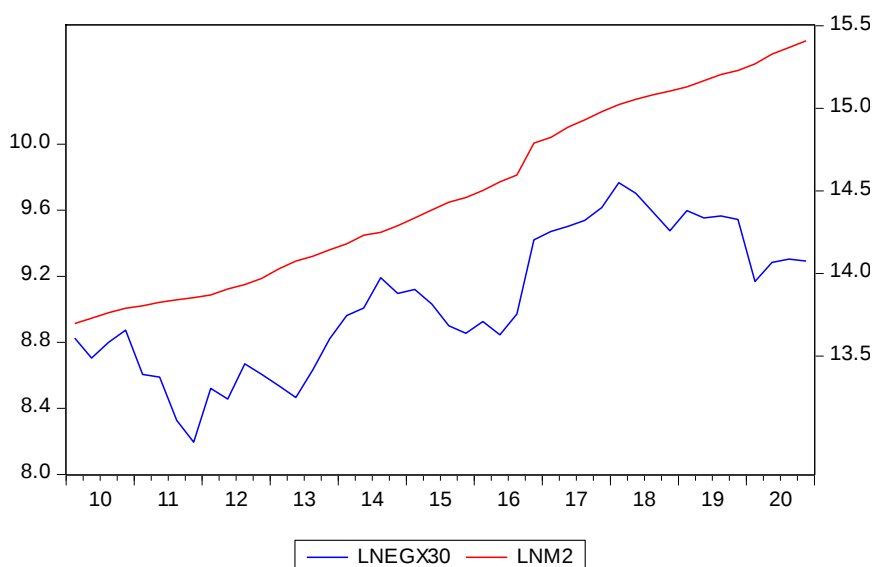
سادساً: اختبار الفرضيات:

- النموذج الأول المتعلق بالفرضية الأولى: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق المالية المصرية العام EGX30 والعرض النقدي (M2):

1- الرسم البياني للمتغيرات:

يبين الشكل رقم (9) العلاقة بين مؤشر EGX30 والعرض النقدي:

شكل رقم (9) العلاقة بين المتغير M2 ومؤشر EGX 30



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ من الشكل العلاقة الطردية بين مؤشر EGX30 والعرض النقدي.

2- اختبار فترة الإبطاء Lag Intervals:

يوضح الجدول رقم (8) نتائج اختبار فترة الإبطاء المثلى لمتغيرات النموذج الأول المتعلق بمؤشر EGX30:

جدول رقم (8) معايير اختيار فترة الإبطاء المثلى للنموذج الأول باستخدام نموذج VAR

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: LNEGX30 LNM₂						
Exogenous variables: C						
Sample: 2010Q1 2020Q4						
Included observations: 40						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-24.4523	NA	0.012867	1.322614	1.407058	1.353147
1	112.4285	253.2294*	1.68e-05*	-5.321423*	-5.068091*	-5.229826*
2	114.1278	2.973831	1.88E-05	-5.20639	-4.78417	-5.05373
3	115.8328	2.813262	2.12E-05	-5.09164	-4.50053	-4.87791
4	118.0753	3.475934	2.34E-05	-5.00377	-4.24377	-4.72898
* indicates lag order selected by the criterion						
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)						
FPE: Final prediction error						
AIC: Akaike information criterion						
SC: Schwarz information criterion						
HQ: Hannan–Quinn information criterion						

المصدر: من إعداد الباحث باستعمال البرنامج الإحصائي (Eviews)

يتبين من الجدول رقم (8) أن فترة الإبطاء المثلى هي فترة إبطاء واحدة (Lag=1) كونها معنوية لأكثر عدد من معايير المفاضلة (AIC, SC, H-Q)، وتتص معايير المفاضلة بأن النموذج الأفضل بين النماذج المقارنة هو النموذج الذي له أقل قيمة لكل من (AIC, SC, H-Q)، أن هذه المعايير الثلاث تستخدم لاختيار النموذج الأفضل من بين النماذج المقترحة.

3- التحقق من وجود علاقة تكامل مشترك (Co Integration) باستخدام طريقة انجل-جرانجر (Engle-Granger)

بما أن بيانات سلاسل جميع المتغيرات المتعلقة بالنموذج الأول مستقرة عند الفرق الأول، فيمكن إجراء اختبار التكامل المشترك بين متغيراته ضمن منهجية (Vector AutoRegression) في إطار فترة إبطاء واحدة أو (1 1) طبقاً لبرنامج إفيوز باستخدام طريقة Engle-Granger، وذلك بغية اختبار وجود علاقة معنوية بين المتغيرات على المدى الطويل، نحصل على الجدول رقم (9):

جدول رقم (9) نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام طريقة انجل-جرانجر

Series: LNEGX30 LNM ₂				
Sample: 2010Q1 2020Q4				
Included observations: 44				
Null hypothesis: Series are not cointegrated				
Cointegrating equation deterministics: C				
Automatic lags specification based on Schwarz criterion (maxlag=1)				
Dependent	Tau-statistic	Prob.*	z-statistic	Prob.*
LNEGX30	-2.248751	0.4098	-9.659102	0.3406

المصدر: من إعداد الباحث باستعمال البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية الاختبار أكبر من مستوى المعنوية 0.05، وبالتالي نقبل فرضية العدم القائلة بعدم وجود تكامل مشترك بين متغيري نموذج الدراسة، وبالتالي فإن النموذج الأفضل لتقدير النموذج الأول هو نموذج الانحدار الذاتي (VAR).

4- تقدير نموذج اتجاه الانحدار الذاتي (VAR) Vector Autoregression للنموذج الأول:

يمكننا تصميم نموذج اتجاه الانحدار الذاتي (VAR) Vector Autoregression على هيئة فروق أولى للمتغيرات مع إضافة فجوة زمنية متباطئة واحدة اعتماداً على نتائج قيم معايير تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني، وفق المعادلة التالية:

$$LNEGX30_t = c + \alpha_1 LNEGX30_{t-1} + \alpha_2 LNM_{2t-1} + \varepsilon_t$$

يوضح الجدول رقم (10) نتائج نماذج VAR على متغيرات النموذج الأول:

جدول رقم (10) نتائج النموذج الأول للدراسة

Vector Autoregression Estimates	
Sample (adjusted): 2010Q2 2020Q4	
Included observations: 43 after adjustments	
Standard errors in () & t-statistics in []	
	LNEGX30
LNEGX30(-1)	0.769164
	(0.10684)
	[7.19938]
LNM2(-1)	0.151726
	(0.08367)
	[1.81334]
C	-0.097223
	(0.61276)
	[-0.15866]

Vector Autoregression Estimates	
Sample (adjusted): 2010Q2 2020Q4	
Included observations: 43 after adjustments	
Standard errors in () & t-statistics in []	
R-squared	0.885369
Adj. R-squared	0.879638
Sum sq. resid	0.869755
S.E. equation	0.147458
F-statistic	154.473
Log likelihood	22.85162
Akaike AIC	-0.923331
Schwarz SC	-0.800457
Mean dependent	9.049168
S.D. dependent	0.425033
Determinant resid covariance (dof adj.)	1.31E-05
Determinant resid covariance	1.13E-05
Log likelihood	122.8352
Akaike information criterion	-5.434198
Schwarz criterion	-5.188449

المصدر: من إعداد الباحث باستعمال البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ من الجدول رقم (10) أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية t بالنسبة للمتغير المستقل "العرض النقدي" أصغر من مستوى المعنوية 0.10 وبالتالي لا نستطيع أن نقبل فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة القائلة بمعنوية العرض النقدي عند مستوى دلالة إحصائية 10%، كما نلاحظ أن قيمة معامل التحديد تقريباً 89%، أي أن التغيرات في متغيرات النموذج تفسر 89% من التغيرات في مؤشر EGX30، كما تشير قيمة فيشر (F=154.5) تقريباً إلى معنوية النموذج.

ونستدل من نتائج التقدير ما يلي:

وجود أثر إيجابي للعرض النقدي على مؤشر EGX30 في الأجل الطويل عند مستوى معنوية 10%، فقد بلغت المرونة الجزئية للعرض النقدي بالنسبة لمؤشر EGX30: 0.152 وهذا يعني أن زيادة العرض النقدي بمقدار 1% سيؤدي إلى ارتفاع مؤشر EGX30 بمقدار 0.152% في الأجل الطويل، وبهذه النتيجة نكون قد أجابنا على فرضيتنا الأولى حيث تبين أنه يوجد أثر معنوي للعرض النقدي على مؤشر EGX30 عند مستوى معنوية إحصائية (10 %) في الأجل الطويل.

بناءً على الجدول رقم (10) يمكن أن نعبر عن علاقة الارتباط في الأجل الطويل (مرونات الأجل الطويل) بين مؤشر EGX30 والعرض النقدي (M2)، بالصيغة التالية:

$$LNEGX30_t = -0.097 + 0.77 * LNEGX30_{t-1} + 0.152 * LNM_{2t-1}.$$

5- الاختبارات التشخيصية للنموذج المقدر:

5-1 اختبار الارتباط الذاتي للبواقي:

أن الهدف من هذا الاختبار هو التأكد من عدم وجود ارتباط لبواقي النموذج أي أن (قيم البواقي لا تتأثر بالقيمة التي تسبقها وأن السياق المولد لها عشوائي تماماً)، ويبين الجدول رقم (11) نتائج اختبار الارتباط الذاتي لبواقي النموذج المقدر:

جدول رقم (11) نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي

VAR Residual Portmanteau Tests for Autocorrelations					
Null Hypothesis: no residual autocorrelations up to lag h					
Sample: 2010Q1 2020Q4					
Included observations: 43					
Lags	Q-Stat	Prob.	Adj Q-Stat	Prob.	df
1	2.401453	NA*	2.458631	NA*	NA*
2	4.932036	0.2943	5.112657	0.2759	4
3	5.936333	0.6544	6.192276	0.6257	8
4	10.09038	0.608	10.77238	0.5485	12
5	15.72411	0.4724	17.14739	0.3761	16
6	17.90927	0.5934	19.6869	0.4777	20
7	18.99122	0.7525	20.97923	0.64	24
8	21.24585	0.815	23.7492	0.6947	28
9	28.0155	0.6686	32.31082	0.4514	32
10	28.80717	0.7972	33.34239	0.5956	36
*The test is valid only for lags larger than the VAR lag order.					
df is degrees of freedom for (approximate) chi-square distribution					

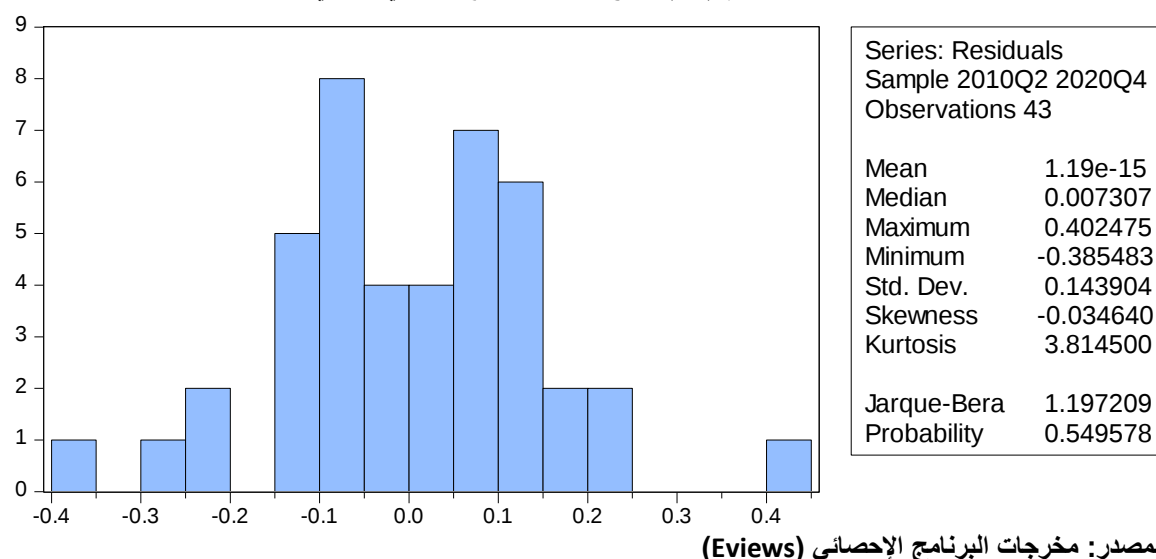
المصدر: من إعداد الباحث باستعمال البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (Prob) المقابلة لإحصائية الاختبار (Q-Stat) أكبر من مستوى المعنوية (0.05) أي أننا نقبل فرضية عدم القائلة بعدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج المقدر.

5-2- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

أن الهدف من اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي هو التأكد من مدى ملائمة النموذج المقدر لبيانات المتغيرين المستقل والتابع، ويبين الشكل رقم (10) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج:

الشكل رقم (10) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



نلاحظ أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية الاختبار Jarque Bera أكبر من مستوى المعنوية 5% أي أننا نقبل فرضية عدم القائلة بأن بواقي النموذج المقدر تتوزع طبيعياً.

6- اختبار ثبات التباين:

يهدف هذا الاختبار للتأكد من أن تباين المتغير التابع عن وسطه الحسابي لا يتأثر بقيم المتغير المستقل الكبيرة أو الصغيرة (أن المتغير التابع ليس دالة بالمتغير المستقل)، ويبين الجدول رقم (12) نتائج اختبار ثبات التباين لبواقي النموذج:

جدول رقم (12) نتائج اختبار ثبات التباين للبواقي

VAR Residual Heteroskedasticity Tests: Includes Cross Terms		
Sample: 2010Q1 2020Q4		
Included observations: 43		
Joint test:		
Chi-sq	df	Prob.
15.19694	15	0.4373

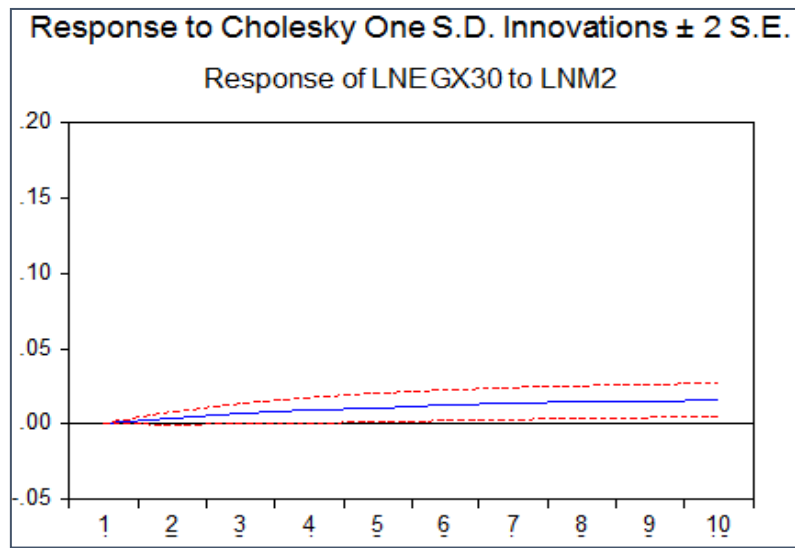
المصدر: من إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية الاختبار chi-square أكبر من مستوى المعنوية 0.05 أي أننا نقبل فرضية عدم القائلة بثبات تباين الأخطاء العشوائية للنموذج المقدر.

7- دالة الاستجابة الفورية Impulse Response Function:

أن الهدف من هذا الاختبار يتمثل في تتبع المسارات الزمنية للصدمات المختلفة والعشوائية التي يتعرض لها المتغير التابع، حيث تعكس دالة الاستجابة الفورية استجابة مؤشر (EGX 30) للصدمات التي تحدث في العرض النقدي (M2)، ويوضح الشكل رقم (11) استجابة ردة الفعل لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في العرض النقدي على مؤشر EGX30 والفترة الزمنية التي تستغرقها هذه الصدمة للتلاشي:

شكل رقم (11) دالة الاستجابة الفورية لمتغير مؤشر EGX30



المصدر: من إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)

يوضح الشكل الاستجابة الفورية لمؤشر EGX 30 للصدمات العشوائية التي يتعرض لها العرض النقدي خلال مدة عشرة أرباع، حيث إن حدوث صدمة مفاجئة (غير متوقعة) في العرض النقدي بمقدار انحراف معياري واحد سيكون لها أثر إيجابي متزايد على مؤشر EGX30، وتبلغ ذروة هذا الأثر في الربع العاشر بعد حدوث الصدمة.

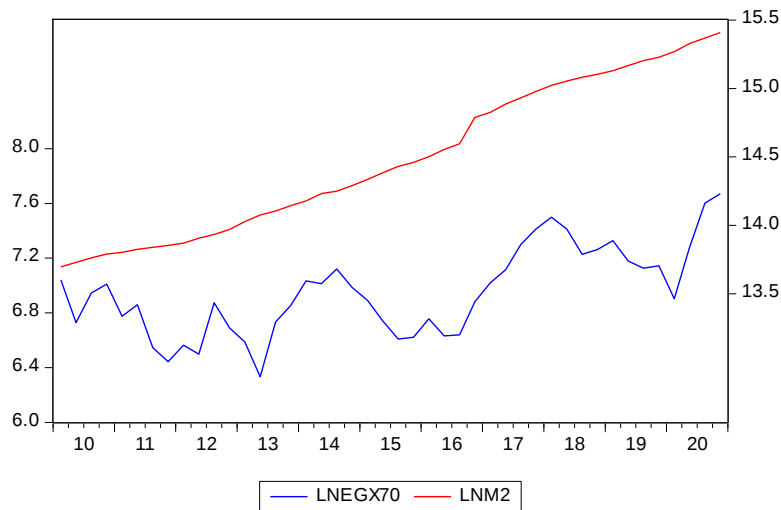
• النموذج الثاني المتعلق بالفرضية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق المالية

المصرية EGX70 والعرض النقدي (M2):

1- الرسم البياني للمتغيرات:

يبين الشكل رقم (12) العلاقة بين مؤشر EGX70 والعرض النقدي (M2):

شكل رقم (12) العلاقة بين المتغير M2 ومؤشر EGX 70



المصدر: من إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ من الشكل العلاقة الطردية بين مؤشر EGX70 والعرض النقدي (M2).

2- اختبار فترة الإبطاء Lag Intervals:

يوضح الجدول رقم (13) نتائج اختبار فترة الإبطاء المثلى لمتغيرات النموذج الثاني المتعلق بمؤشر EGX70:

جدول رقم (13) معايير اختيار فترة الإبطاء المثلى للنموذج الثاني باستخدام نموذج VAR

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: LNEGX70 LNM₂						
Exogenous variables: C						
Sample: 2010Q1 2020Q4						
Included observations: 40						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-24.1183	NA	0.012654	1.305913	1.390356	1.336445
1	107.1041	242.7614*	2.19e-05*	-5.055206*	-4.801875*	-4.963610*
2	108.83	3.020292	2.46E-05	-4.9415	-4.51928	-4.78884
3	111.3626	4.178776	2.65E-05	-4.86813	-4.27702	-4.6544
4	115.2643	6.04758	2.69E-05	-4.86321	-4.10322	-4.58842
* indicates lag order selected by the criterion						
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)						
FPE: Final prediction error						
AIC: Akaike information criterion						
SC: Schwarz information criterion						
HQ: Hannan–Quinn information criterion						

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ من الجدول السابق أن فترة الإبطاء المثلى هي فترة إبطاء واحدة (Lag=1) كونها معنوية لأكثر عدد من معايير المفاضلة (AIC, SC, H-Q)، وتتص معايير المفاضلة بأن النموذج الأفضل بين النماذج المقارنة هو النموذج الذي له أقل قيمة لكل من (AIC, SC, H-Q)، أن هذه المعايير الثلاث تستخدم لاختيار النموذج الأفضل من بين النماذج المقترحة.

3- التحقق من وجود علاقة تكامل مشترك (Co Integration) باستخدام طريقة انجل-جرانجر (Engle-Granger)

بما أن بيانات سلاسل جميع المتغيرات المتعلقة بالنموذج الثاني مستقرة عند الفرق الأول، فيمكن إجراء اختبار التكامل المشترك بين متغيراته ضمن منهجية VAR في إطار فترة إبطاء واحدة أو (1 1) طبقاً لبرنامج إفيوز باستخدام طريقة Engle-Granger، وذلك بغية اختبار وجود علاقة معنوية بين المتغيرات على المدى الطويل، الجدول رقم (14) يوضح نتائج اختبار التكامل المشترك:

جدول رقم (14) نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام طريقة انجل-جرانجر

Series: LNEGX70 LNM ₂				
Sample: 2010Q1 2020Q4				
Included observations: 44				
Null hypothesis: Series are not cointegrated				
Cointegrating equation deterministics: C				
Automatic lags specification based on Schwarz criterion (maxlag=1)				
Dependent	Tau-statistic	Prob.*	z-statistic	Prob.*
LNEGX70	-3.053183	0.1190	-14.99494	0.1065

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ من الجدول رقم (14) أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية الاختبار أكبر من مستوى المعنوية 0.05، وبالتالي نقبل فرضية عدم القائلة بعدم وجود تكامل مشترك بين متغيري نموذج الدراسة، وبالتالي فإن النموذج الأفضل لتقدير النموذج الثاني هو نموذج الانحدار الذاتي (VAR).

4- تقدير نموذج اتجاه الانحدار الذاتي Vector Autoregression (VAR) للنموذج الثاني:

يمكننا تصميم نموذج اتجاه الانحدار الذاتي (VAR) على هيئة فروق أولى للمتغيرات مع إضافة فجوة زمنية متباطئة واحدة اعتماداً على نتائج قيم معايير تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني، وفق المعادلة التالية:

$$LNEGX70_t = c + \alpha_1 LNEGX70_{t-1} + \alpha_2 LNM_{2,t-1} + \varepsilon_t$$

جدول رقم (15) نتائج النموذج الثاني للدراسة

Vector Autoregression Estimates	
Sample (adjusted): 2010Q2 2020Q4	
Included observations: 43 after adjustments	
Standard errors in () & t-statistics in []	
	LNEGX70
LNEGX70(-1)	0.643334 (0.11607) [5.54265]
LN2(-1)	0.198089 (0.06539) [3.02951]
C	-0.376667 (0.70468) [-0.53452]
R-squared	0.749001
Adj. R-squared	0.736451
Sum sq. resids	1.114197
S.E. equation	0.166898
F-statistic	59.6816
Log likelihood	17.52657
Akaike AIC	-0.675655
Schwarz SC	-0.55278
Mean dependent	6.950196
S.D. dependent	0.325102
Determinant resid covariance (dof adj.)	1.87E-05
Determinant resid covariance	1.62E-05
Log likelihood	115.135
Akaike information criterion	-5.076045
Schwarz criterion	-4.830296

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)

أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية t بالنسبة للمتغير المستقل "العرض النقدي" أصغر من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي لا نستطيع أن نقبل فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة القائلة بمعنوية العرض النقدي عند مستوى دلالة إحصائية 5%، كما نلاحظ أن قيمة معامل التحديد تقريباً 75%، أي أن التغيرات في متغيرات النموذج تفسر 75% من التغيرات في مؤشر EGX70، كما تشير قيمة فيشر (F=59.7) تقريباً إلى معنوية النموذج.

ونستدل من نتائج التقدير ما يلي: وجود أثر إيجابي للعرض النقدي على مؤشر EGX70 في الأجل الطويل عند مستوى معنوية 5%، فقد بلغت المرونة الجزئية للعرض النقدي بالنسبة لمؤشر EGX70: 0.20 وهذا يعني أن زيادة العرض النقدي بمقدار 1% سيؤدي إلى ارتفاع مؤشر EGX70 بمقدار 0.20% في الأجل الطويل، وبهذه النتيجة نكون قد أجابنا على فرضيتنا الثانية حيث تبين أنه يوجد أثر معنوي للعرض النقدي على مؤشر EGX70 عند مستوى معنوية إحصائية (5%) في الأجل الطويل.

ويمكن أن نعبر عن علاقة الارتباط في الأجل الطويل (مرونات الأجل الطويل) بين مؤشر EGX70 والعرض النقدي M2، بالصيغة التالية:

$$LNEGX70_t = -0.38 + 0.64 * LNEGX70_{t-1} + 0.20 * LNM_{2t-1}.$$

5- الاختبارات التشخيصية للنموذج المقدر:

5-1- اختبار الارتباط الذاتي للبواقي:

أن الهدف من هذا الاختبار هو التأكد من عدم وجود ارتباط لبواقي النموذج أي أن (قيم البواقي لا تتأثر بالقيمة التي تسبقها وأن السياق المولد لها عشوائي تماماً)، ويبين الجدول رقم (16) نتائج اختبار الارتباط الذاتي لبواقي النموذج المقدر:

جدول رقم (16) نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي

VAR Residual Portmanteau Tests for Autocorrelations					
Null Hypothesis: no residual autocorrelations up to lag h					
Sample: 2010Q1 2020Q4					
Included observations: 43					
Lags	Q-Stat	Prob.	Adj Q-Stat	Prob.	df
1	1.485731	NA*	1.521106	NA*	NA*
2	2.713804	0.6068	2.809085	0.5903	4
3	4.297658	0.8293	4.511727	0.8083	8
4	7.487242	0.8238	8.028449	0.7829	12
5	10.8773	0.817	11.86456	0.7532	16
6	13.58541	0.8509	15.01183	0.7757	20
7	16.20462	0.8805	18.14033	0.7961	24
8	19.11237	0.8946	21.71271	0.7944	28
9	22.28473	0.8996	25.72481	0.7756	32
10	25.40808	0.906	29.79463	0.7575	36
*The test is valid only for lags larger than the VAR lag order.					
df is degrees of freedom for (approximate) chi-square distribution					

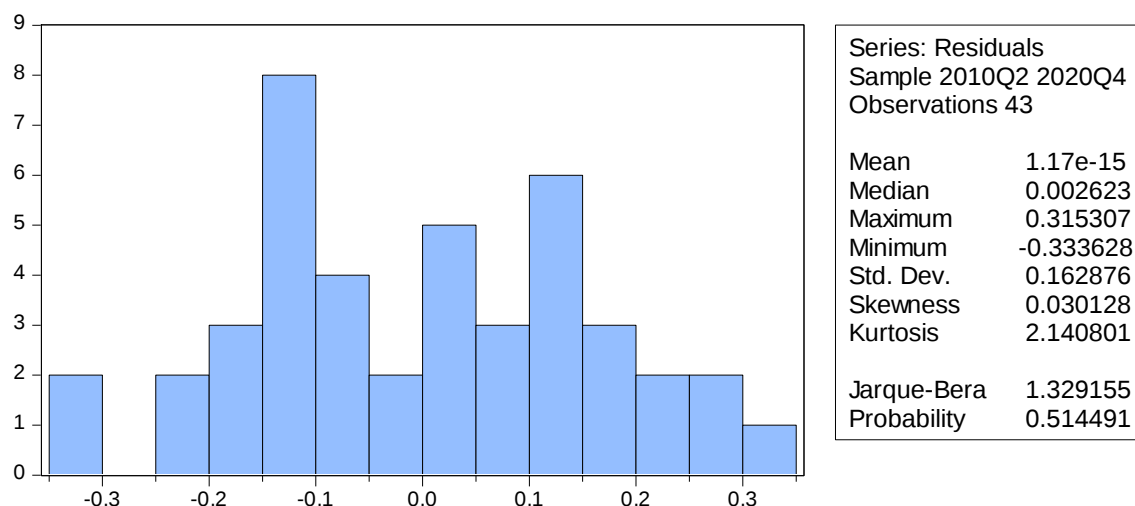
المصدر: من إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية الاختبار أكبر من مستوى المعنوية (0.05) أي أننا نقبل فرضية عدم القائلة بعدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج المقدر.

2-5- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

أن الهدف من اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي هو التأكد من مدى ملائمة النموذج المقدر لبيانات المتغيرين المستقل والتابع، ويبين الشكل رقم (13) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج:

الشكل رقم (13) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية الاختبار Jarque Bera أكبر من مستوى المعنوية 5% أي أننا نقبل فرضية عدم القائلة بأن بواقي النموذج المقدر تتوزع طبيعياً.

2-5- اختبار ثبات التباين:

يهدف هذا الاختبار للتأكد من أن تباين المتغير التابع عن وسطه الحسابي لا يتأثر بقيم المتغير المستقل الكبيرة أو الصغيرة (أن المتغير التابع مؤشر EGX 70 ليس دالة بالمتغير المستقل M2)، ويبين الجدول رقم (17) نتائج اختبار ثبات التباين لبواقي النموذج:

جدول رقم (17) نتائج اختبار ثبات التباين للبواقي

VAR Residual Heteroskedasticity Tests: Includes Cross Terms		
Sample: 2010Q1 2020Q4		
Included observations: 43		
Joint test:		
Chi-sq	df	Prob.
22.86533	15	0.0870

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)

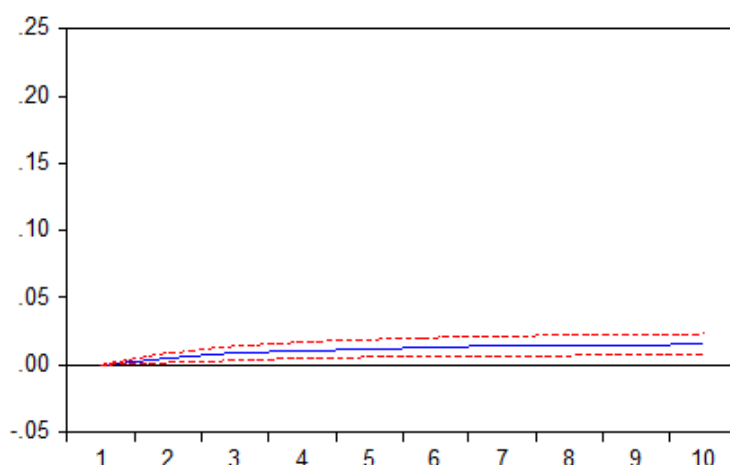
نلاحظ من الجدول السابق أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية الاختبار chi-square أكبر من مستوى المعنوية 0.05 أي أننا نقبل فرضية عدم القائلة بثبات تباين الأخطاء العشوائية للنموذج المقدر.

6- دالة الاستجابة الفورية Impulse Response Function:

أن الهدف من هذا الاختبار يتمثل في تتبع المسارات الزمنية للصدمات المختلفة والعشوائية التي يتعرض لها المتغير التابع، حيث تعكس دالة الاستجابة الفورية استجابة مؤشر (EGX 70) للصدمات التي تحدث في العرض النقدي (M2)، ويوضح الشكل رقم (14) استجابة ردة الفعل لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في العرض النقدي على مؤشر EGX70 والفترة الزمنية التي تستغرقها هذه الصدمة للتلاشي:

شكل رقم (14) دالة الاستجابة الفورية لمتغير مؤشر البورصة المصرية العام EGX70

Response to Cholesky One S.D. Innovations $\pm$ 2 S.E.
Response of LNEGX70 to LNM2



المصدر: من إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)

يوضح الشكل الاستجابة الفورية لمؤشر EGX 70 للصدمات العشوائية التي يتعرض لها العرض النقدي خلال مدة عشرة أرباع، حيث إن حدوث صدمة مفاجئة (غير متوقعة) في العرض النقدي بمقدار انحراف معياري واحد سيكون لها أثر إيجابي متزايد على مؤشر EGX70، وتبلغ ذروة هذا الأثر في الربع العاشر بعد حدوث الصدمة.

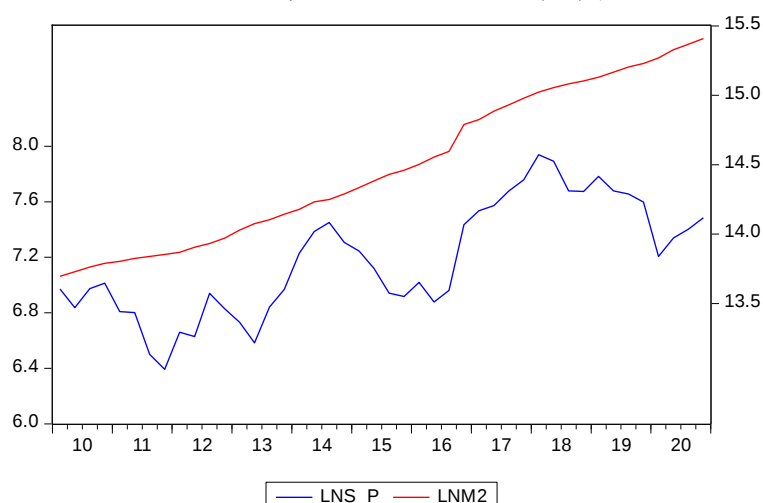
- النموذج الثالث المتعلق بالفرضية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر ستاندرز آند بورز

S&P والعرض النقدي (M2):

1- الرسم البياني للمتغيرات:

يبين الشكل رقم (15) العلاقة بين مؤشر ستاندرز آند بورز S&P والعرض النقدي M2:

شكل رقم (15) العلاقة بين العرض النقدي M2 ومؤشر S&P



المصدر: من إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ من الشكل العلاقة الطردية بين مؤشر S&P والعرض النقدي M2.

2- اختبار فترة الإبطاء Lag Intervals:

يوضح الجدول رقم (18) نتائج اختبار فترة الإبطاء المثلى لمتغيرات النموذج الثالث المتعلق بمؤشر

ستاندرد أند بورز S&P:

جدول رقم (18) معايير اختيار فترة الإبطاء المثلى للنموذج الثالث باستخدام نموذج VAR

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: LNS_P LNM2						
Exogenous variables: C						
Sample: 2010Q1 2020Q4						
Included observations: 40						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-30.2407	NA	0.017185	1.612037	1.696481	1.64257
1	107.5066	254.8326*	2.14e-05*	-5.075330*	-4.821998*	-4.983733*
2	109.5798	3.628015	2.37E-05	-4.97899	-4.55677	-4.82633
3	111.3949	2.99494	2.65E-05	-4.86974	-4.27864	-4.65602
4	114.6308	5.015766	2.78E-05	-4.83154	-4.07155	-4.55675
* indicates lag order selected by the criterion						
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)						
FPE: Final prediction error						
AIC: Akaike information criterion						
SC: Schwarz information criterion						
HQ: Hannan–Quinn information criterion						

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ من الجدول السابق أن فترة الإبطاء المثلى هي فترة إبطاء واحدة (Lag=1) كونها معنوية لأكثر عدد من معايير المفاضلة (AIC, SC, H-Q)، وتتص معايير المفاضلة بأن النموذج الأفضل بين النماذج المقارنة هو النموذج الذي له أقل قيمة لكل من (AIC, SC, H-Q)، أن هذه المعايير الثلاث تستخدم لاختيار النموذج الأفضل من بين النماذج المقترحة.

3- التحقق من وجود علاقة تكامل مشترك (Co Integration) بطريقة انجل-جرانجر (Engle-Granger)

بما أن بيانات سلاسل جميع المتغيرات المتعلقة بالنموذج الثالث مستقرة عند الفرق الأول، فيمكن إجراء اختبار التكامل المشترك بين متغيراته ضمن منهجية VAR في إطار فترة إبطاء واحدة أو (1 1) طبقاً لبرنامج إفيوز باستخدام طريقة Engle-Granger، وذلك بغية اختبار وجود علاقة معنوية بين المتغيرات على المدى الطويل، الجدول رقم (19) يوضح نتائج اختبار التكامل المشترك بين المتغيرين M2 و S&P:

جدول رقم (19) اختبار التكامل المشترك باستخدام طريقة انجل-جرانجر

Series: LNS_P LNM ₂				
Sample: 2010Q1 2020Q4				
Included observations: 44				
Null hypothesis: Series are not cointegrated				
Cointegrating equation deterministics: C				
Automatic lags specification based on Schwarz criterion (maxlag=1)				
Dependent	Tau-statistic	Prob.*	z-statistic	Prob.*
LNS_P	-2.350399	0.3617	-9.994798	0.3192

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ من الجدول رقم (19) أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية الاختبار أكبر من مستوى المعنوية 0.05، وبالتالي نقبل فرضية عدم القائلة بعدم وجود تكامل مشترك بين متغيري نموذج الدراسة، وبالتالي فإن النموذج الأفضل لتقدير النموذج الثالث هو نموذج الانحدار الذاتي (VAR).

4- تقدير نموذج اتجاه الانحدار الذاتي (VAR) Vector AutoRegression للنموذج الثالث:

يمكننا تصميم نموذج اتجاه الانحدار الذاتي (VAR) Vector AutoRegression على هيئة فروق أولى للمتغيرات مع إضافة فجوة زمنية متباطئة واحدة اعتماداً على نتائج قيم معايير تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني، وفق المعادلة التالية:

$$LNS_P_t = c + \alpha_1 LNS_P_{t-1} + \alpha_2 LNM_{2t-1} + \varepsilon_t$$

يوضح الجدول رقم (20) نتائج نماذج VAR على متغيرات النموذج الثالث:

جدول رقم (20) نتائج النموذج الثالث للدراسة

Vector Autoregression Estimates	
Sample (adjusted): 2010Q2 2020Q4	
Included observations: 43 after adjustments	
Standard errors in () & t-statistics in []	
	LNS_P
LNS_P(-1)	0.755188 (0.10435) [7.23683]
LNM2(-1)	0.151679 (0.07906) [1.91842]
C	-0.423839 (0.69689) [-0.60818]
R-squared	0.84945
Adj. R-squared	0.841923
Sum sq. resids	1.073595
S.E. equation	0.163829
F-statistic	112.8467
Log likelihood	18.32467
Akaike AIC	-0.712775
Schwarz SC	-0.589901
Mean dependent	7.192775
S.D. dependent	0.412056
Determinant resid covariance (dof adj.)	1.66E-05
Determinant resid covariance	1.44E-05
Log likelihood	117.713
Akaike information criterion	-5.195955
Schwarz criterion	-4.950206

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ من الجدول السابق أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية t بالنسبة للمتغير المستقل "العرض

النقدي" أصغر من مستوى المعنوية 0.10 وبالتالي لا نستطيع أن نقبل فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة

القائلة بمعنوية العرض النقدي عند مستوى دلالة إحصائية 10%، كما نلاحظ أن قيمة معامل التحديد تقريباً 85%، أي أن التغيرات في متغيرات النموذج تفسر 85% من التغيرات في مؤشر S&P، كما تشير قيمة فيشر (F=112.85) تقريباً إلى معنوية النموذج.

ونستدل من نتائج التقدير ما يلي: وجود أثر إيجابي للعرض النقدي على مؤشر S&P في الأجل الطويل عند مستوى معنوية 10%، فقد بلغت المرونة الجزئية للعرض النقدي بالنسبة لمؤشر S&P (0.152) وهذا يعني أن زيادة العرض النقدي بمقدار 1% سيؤدي إلى ارتفاع مؤشر S&P بمقدار 0.152% في الأجل الطويل، وبهذه النتيجة نكون قد أجابنا على فرضيتنا الثالثة حيث تبين أنه يوجد أثر معنوي للعرض النقدي على مؤشر S&P عند مستوى معنوية إحصائية 10% في الأجل الطويل.

ويمكن أن نعبر عن علاقة الارتباط في الأجل الطويل (مرونات الأجل الطويل) بين مؤشر ستاندر آند بورز S&P والعرض النقدي M2، بالصيغة التالية:

$$LNS_P_t = -0.42 + 0.76 * LNS_P_{t-1} + 0.152 * LNM_{2t-1}$$

5- الاختبارات التشخيصية للنموذج المقدر:

1-5- اختبار الارتباط الذاتي للبواقي:

أن الهدف من هذا الاختبار هو التأكد من عدم وجود ارتباط لبواقي النموذج أي أن (قيم البواقي لا تتأثر بالقيمة التي تسبقها وأن السياق المولد لها عشوائي تماماً)، ويبين الجدول رقم (21) نتائج اختبار الارتباط الذاتي لبواقي النموذج المقدر:

جدول رقم (21) نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي

VAR Residual Portmanteau Tests for Autocorrelations					
Null Hypothesis: no residual autocorrelations up to lag h					
Sample: 2010Q1 2020Q4					
Included observations: 43					
Lags	Q-Stat	Prob.	Adj Q-Stat	Prob.	df
1	2.490072	NA*	2.54936	NA*	NA*
2	4.814411	0.3069	4.987081	0.2886	4
3	6.54589	0.5863	6.848421	0.5531	8
4	9.697496	0.6425	10.32327	0.5876	12
5	16.33608	0.4298	17.83535	0.3336	16
6	19.34575	0.4995	21.33308	0.3778	20
7	20.65935	0.6587	22.90209	0.5256	24
8	22.77848	0.744	25.5056	0.6002	28

VAR Residual Portmanteau Tests for Autocorrelations					
Null Hypothesis: no residual autocorrelations up to lag h					
Sample: 2010Q1 2020Q4					
Included observations: 43					
9	25.50233	0.7852	28.95046	0.6217	32
10	29.26467	0.7792	33.85291	0.5711	36
*The test is valid only for lags larger than the VAR lag order.					

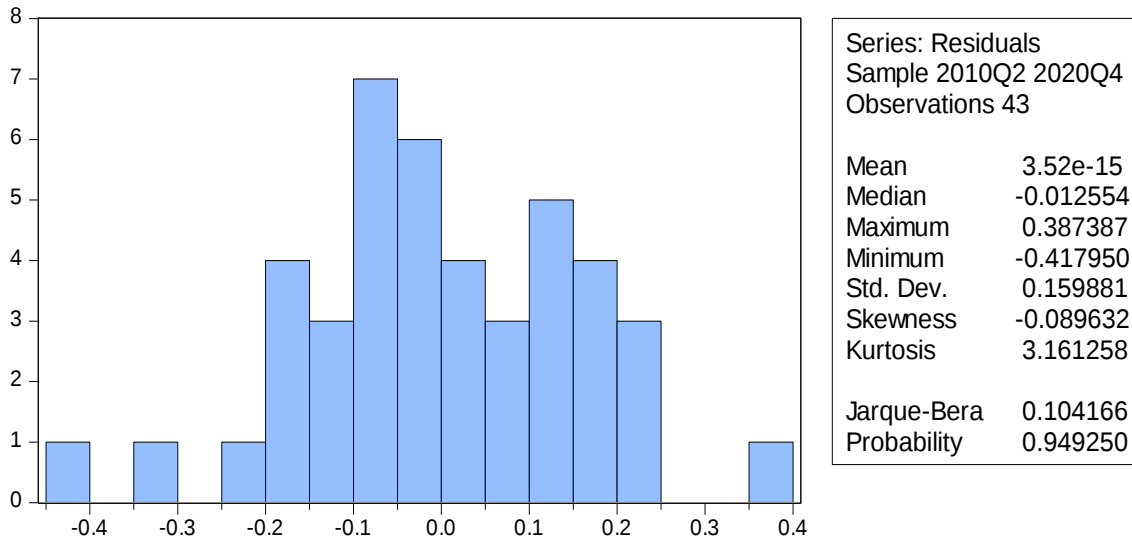
المصدر: من إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية الاختبار أكبر من مستوى المعنوية 0.05 أي أننا نقبل فرضية العدم القائلة بعدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج المقدر.

2-5- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

أن الهدف من اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي هو التأكد من مدى ملائمة النموذج المقدر لبيانات المتغيرين المستقل M2 والتابع S&P، ويبين الشكل رقم (16) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج:

الشكل رقم (16) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: من إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية الاختبار Jarque Bera أكبر من مستوى المعنوية 5% أي أننا نقبل فرضية العدم القائلة بأن بواقي النموذج المقدر تتوزع طبيعياً.

2-6- اختبار ثبات التباين:

يهدف هذا الاختبار للتأكد من أن تباين المتغير التابع عن وسطه الحسابي لا يتأثر بقيم المتغير المستقل الكبيرة أو الصغيرة (أن المتغير التابع مؤشر S&P ليس دالة بالمتغير المستقل M2)، ويبين الجدول رقم (22) نتائج اختبار ثبات التباين لبواقي النموذج:

جدول رقم (22) نتائج اختبار ثبات التباين للبواقي

VAR Residual Heteroskedasticity Tests: Includes Cross Terms		
Sample: 2010Q1 2020Q4		
Included observations: 43		
Joint test:		
Chi-sq	df	Prob.
15.38724	15	0.4239

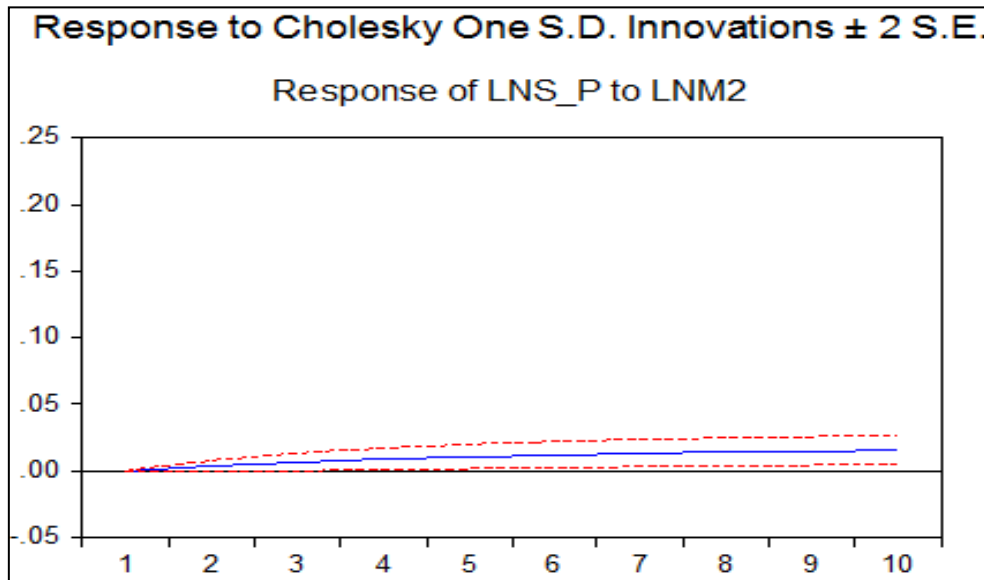
المصدر: من إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)

نلاحظ أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية الاختبار chi-square أكبر من مستوى المعنوية 0.05 أي أننا نقبل فرضية عدم القائلة بثبات تباين الأخطاء العشوائية للنموذج المقدر.

7- دالة الاستجابة الفورية Impulse Response Function:

يتمثل الهدف من هذا الاختبار في تتبع المسارات الزمنية للصدمات المختلفة والعشوائية التي يتعرض لها المتغير التابع، حيث تعكس دالة الاستجابة الفورية استجابة مؤشر (S&P) للصدمات التي تحدث في العرض النقدي (M2)، ويوضح الشكل رقم (17) استجابة ردة الفعل لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في العرض النقدي على مؤشر S&P والفترة الزمنية التي تستغرقها هذه الصدمة للتلاشي:

شكل رقم (17) دالة الاستجابة الفورية لمتغير مؤشر البورصة ستاندر آند بورز S&P



المصدر: من إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)

يوضح الشكل الاستجابة الفورية لمؤشر S&P للصدمات العشوائية التي يتعرض لها العرض النقدي خلال مدة عشرة أرباع، حيث إن حدوث صدمة مفاجئة (غير متوقعة) في العرض النقدي بمقدار انحراف معياري واحد سيكون لها أثر إيجابي متزايد على مؤشر S&P، وتبلغ ذروة هذا الأثر في الربع العاشر بعد حدوث الصدمة.

المبحث الثاني: النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج

بعد الدراسة التحليلية لكل من العرض النقدي والسوق المالية المصرية، والدراسة العملية لأثر تغيرات العرض

النقدي (M2) في مؤشرات الأسهم تبين ما يلي:

- 1- نمو السيولة المحلية في مصر خلال فترة الدراسة بشكل كبير، حيث لجأت السلطات النقدية في مصر للتوسع في الائتمان المحلي لتنشيط الاقتصاد المصري الذي عانى من الانكماش وذلك تبعاً للأحداث السياسية المتتالية والأوضاع الاقتصادية المتقلبة التي مرت بها مصر، وهذا ما يفسر الارتفاع الكبير في صافي الأصول المحلية المقابلة تزامناً مع الانخفاض الكبير في صافي الأصول الأجنبية.
- 2- وجود تأرجح في مؤشرات السوق المالية المصرية خلال فترة الدراسة، أي لم تستطع الحفاظ على نفس الأداء التصاعدي الذي كانت تتنتجه، بالرغم من أنها صنفت عام 2016 بالسوق الأكثر نمواً بين الأسواق الناشئة بحسب ستانلي مورغان.
- 3- تعمل السوق المالية المصرية بشكل مستمر على تطوير منهجية بناء مؤشرات الأسهم وذلك سعياً منها لتقديم أفضل المؤشرات التي تعكس الوضع الحقيقي في السوق المالية، وذلك ما وضح جلياً بإنشاء سوق مالية للشركات صغيرة ومتوسطة الحجم فضلاً عن إطلاق نظام (Client Relation Management)¹ بهدف احتواء أكبر عدد من الشركات العاملة في الاقتصاد المصري.
- 4- تأثرت السوق المالية المصرية بكبائية الأسواق المالية العالمية بفيروس كورونا (COVID-19)، وهذا ما كان واضحاً بداية العام 2020 حيث انخفضت معظم مؤشرات السوق المصرية، حيث خسر مؤشر السوق المالية المصرية العام (EGX 30) نقطة خلال الربع الأول من العام 2020.
- 5- وجود علاقة طردية معنوية وقوية بين المتغيرات التابعة (EGX 30-EGX 70 EWI-S&P/EGX ESG) والمتغير المستقل (M2)، وتتطابق مع نتائج دراسة (Sirucek, 2012).
- 6- لا يوجد أثر للتغيرات العرض النقدي (M2) في مؤشرات الأسهم (EGX30-EGX70-S&P/EGX) على المدى قصير الأجل، وهذا ما توصلت إليه دراسة (Ghazouani and Others, 2009).
- 7- أظهرت النماذج المدروسة الثلاثة ما يلي:
 - يوجد أثر إيجابي للعرض النقدي على مؤشر EGX30 في الأجل الطويل عند مستوى معنوية (10 %)، حيث أن زيادة العرض النقدي بمقدار (1) بالمئة سيؤدي إلى ارتفاع مؤشر EGX30 بمقدار (0.152) بالمئة في الأجل الطويل.

¹ Client Relation Management: هو نظام جديد أطلقته السوقة المالية المصرية بهدف تعزيز عملية متابعة الشركات الراغبة بالقيود ومحاولة تقديم كافة أنواع الدعم والاستشارات اللازمة لها، للمزيد انظر موقع السوق المالية المصرية WWW.EGX.COM.EG.

- يوجد أثر إيجابي للعرض النقدي على مؤشر EGX70 في الأجل الطويل عند مستوى معنوية (5) بالمئة، حيث أن زيادة العرض النقدي بمقدار (1) بالمئة سيؤدي إلى ارتفاع مؤشر EGX70 بمقدار (0.20) بالمئة في الأجل الطويل.

- يوجد أثر إيجابي للعرض النقدي على مؤشر S&P في الأجل الطويل عند مستوى معنوية (5) بالمئة، حيث أن زيادة العرض النقدي بمقدار (1) بالمئة سيؤدي إلى ارتفاع مؤشر S&P بمقدار (0.152) بالمئة في الأجل الطويل.

أ- أظهرت نتائج دراسة دالة الاستجابة الفورية أن حدوث صدمة في العرض النقدي سيكون لها أثر إيجابي متزايد على مؤشرات الأسهم على الأجل الطويل، أي أن النمو غير المتوقع في العرض النقدي يؤثر على سلوك المستثمرين وحجم التفاعل مع سياسات السلطات النقدية في مصر الأمر الذي ينعكس بشكل إيجابي في مؤشرات الأسهم في السوق المالية المصرية، وهو ما يتشابه مع نتائج دراسة (Norfeldt, 2014).

ثانياً: المقترحات

1- قيام السلطات النقدية في مصر بالموازنة بين إيجابيات وسلبيات التغير في العرض النقدي (أي هل الزيادة الحاصلة في العرض النقدي هي زيادة حقيقية فعلية تنعكس في مؤشرات الاقتصاد بشكل عام وفي السوق المالية بشكل خاص، أم أن هذه الزيادة هي زيادة تضخمية) بغية التنبؤ بتأثيرها في أداء السوق المالية المصرية.

2- العمل على تنشيط حجم التداول في السوق المالية المصرية وذلك بإيجاد آلية للاستفادة من أسهم الشركات المدرجة المغلقة غير القابلة للتداول.

3- استمرار العمل في إعادة هيكلة السوق المالية المصرية وخاصة سوق الشركات الصغيرة بهدف زيادة نشاط السوق المالية، بالإضافة إلى استمرارية تهيئة البيئة الملائمة لجذب المزيد من رؤوس الأموال العربية والأجنبية.

4- العمل على تعزيز الدور الرقابي للهيئة العامة لسوق المال بهدف حماية المستثمرين، ودعمها بالنظم والأدوات الملائمة لتطوير السوق المالية المصرية.

5- إنشاء مركز تنسيق بين البنك المركزي المصري السوق المالية المصرية بغية نشر جميع المعلومات التي تخص السيولة المحلية وكافة المتغيرات المؤثرة في السوق المالية المصرية مما يساعد المستثمرين في اتخاذ قرارات البيع والشراء.

6- العمل على رفع مستوى الوعي الاستثماري للمتعاملين بالسوق المالية من خلال استغلال مواقع التواصل الاجتماعي وكافة وسائل الإعلام للتأكيد على أهمية الاستثمار في الأدوات المالية المتاحة في السوق المالية المصرية.

7- إجراء المزيد من الدراسات التي تتناول متغيرات أخرى التي يمكن أن تفسر التغيرات في مؤشرات السوق المالية المصرية بشكل أكبر.

ثالثاً: الدراسات المستقبلية (Future Work)

1- دراسة أثر التغيرات في مكونات العرض النقدي بشكل منفصل (العملة المتداولة، الودائع الجارية، والودائع

الادخارية) في مؤشرات الأسهم وعوائد الأسهم وحجم التداول.

2- دراسة أثر الفقاعات السعرية في أسعار الأسهم وعوائدها.

3- دراسة العلاقة بين مؤشرات الأسهم والمتغيرات الاقتصادية

4- انعكاسات الانفتاح المالي على الأسواق المالية.

5- أثر الإعفاءات الضريبية وهيكله الضرائب في مؤشرات السوق المالية.

6- دراسة العلاقة بين اقتصاد الظل والأسواق المالية.

رابعاً: إمكانية الاستفادة من التجربة المصرية في سورية

إن الظروف التي مرت بها مصر في العقد الأخير مشابهة إلى حدٍ ما بالظروف التي مرت بها سورية ولا تزال تعاني من أثارها السلبية كتدهور سعر صرف الليرة السورية ليصل لمستويات متدنية جداً، بالإضافة لتوقف الكثير من القطاعات عن الإنتاج الأمر الذي أدى إلى تراجع الناتج المحلي الإجمالي وتباطؤ في معدل النمو فضلاً عن توقف معظم الأنشطة الاستثمارية نتيجة الأوضاع السياسية والعسكرية الأمر الذي دفع الكثير من رؤوس الأموال السورية ومعظم رؤوس الأموال والشركات الأجنبية للهجرة.

يعتبر الاقتصاد السوري اقتصاد متنوع الموارد ويتشابه إلى حد كبير مع الاقتصاد المصري، ومن خلال دراسة التجربة المصرية في إمكانية علاج التخطبات التي حدثت في الاقتصاد المصري، حيث وضعت السلطات النقدية والمالية في مصر هدفاً تمثل في إعادة هيكلة الاقتصاد ليتماشى مع الظروف التي مرت بها وذلك باستخدام كافة الوسائل والتقنيات والتكنولوجيا المتاحة، وحتى يمكننا الاستفادة من التجربة المصرية في سورية سيتم إجراء مقارنة بين كل من السوق المالي في مصر وسورية وبيان أهم نقاط الاختلاف بينهما والتعرف على أهم الإجراءات التي قامت بها السلطات النقدية والمالية في مصر للنهوض بالاقتصاد المصري بشكل عام وعلى وجه الخصوص السوق المصرية، ويوضح الجدول رقم (23) أداء سوق دمشق للأوراق المالية والسوق المصرية خلال الفترة (2010-2020):

جدول رقم (23) أداء السوق المالية المصرية وسوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2010-2020)¹

السنة	مصر			سوريا		
	القيمة السوقية مليون دولار	حجم التداول مليون دولار	مؤشر EGX 30	القيمة السوقية مليار ليرة	حجم التداول مليون دولار	مؤشر DWX EGX
2010	86801.8	57097.1	7142.14	3000	187.5	1719.04
2011	48833.3	24666.7	3622.35	1276.9	107.7	869.51
2012	57692.3	28461.5	5462.42	925	25	769.6
2013	63111.1	24000	6782.84	991	16.6	1249.49
2014	66666.6	38800	8926.58	776.4	17.6	1271.25
2015	53625	31000	7006.01	609	4.5	1227.86
2016	36424.2	17272.7	12344.9	437.5	7.5	1617.25
2017	44540.5	17945.9	15019.1	1435.5	26.6	5982.74
2018	42800	20457.1	13035.8	1375.2	51.5	6190
2019	43703.7	25246.9	13961.6	1515.7	45.7	5837
2020	44827.6	47517.2	10845.3	578.4	48	8082.65

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات في السوق المصرية وسوق دمشق للأوراق المالية

يتضح من خلال الجدول رقم (23) الفرق الكبير بين تطور السوق المالية المصرية وسوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2010-2020) حيث بلغت القيمة السوقية للسوق المالية المصرية بنهاية فترة الدراسة 44827.6 مليون دولار، بينما كانت القيمة السوقية لسوق دمشق للأوراق المالية 578.4 مليون دولار، وكان حجم التداول للسوق المالية المصرية بنهاية الفترة 47517.2 مليون دولار، بينما كان في سورية 48 مليون دولار، وهنا يتضح الفرق الكبير بين السوقيين والذي يعود سببه إلى عدد الشركات والمتعاملين الكبير في السوق المالية المصرية مقارنة بسوق دمشق للأوراق المالية والوعي الاستثماري للمتعاملين فيه فضلاً عن الدور الذي تلعبه إدارة السوق المالي وشركات الوساطة المالية في جذب رؤوس الأموال وتقديم الاستشارات اللازمة للمتعاملين بالسوق المالي، وبلا حظ بأن القيمة السوقية وحجم التداول لسوق دمشق للأوراق المالية مقارنة بالسوق المصرية فقدت ما يقارب ثلاث أرباع قيمتها في بداية الفترة وهذا ما يعكس الآثار السلبية للأزمة وهجرة رؤوس الأموال وضيق السوق المالي وضعف النشاط في سورية للخارج حيث لا يفضل الأشخاص استثمار أموالهم بأصول مقيمة بالليرة السورية وذلك بسبب تدهور سعر صرفها، فيما

¹ تم الاعتماد على سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الجنيه المصري والليرة السورية في السوق غير النظامية وذلك لأنها ذات الأهمية الأكبر في الاقتصاد، حيث تم توحيد وحدة القياس (الدولار الأمريكي) وذلك لأجراء المقارنة بشكل أفضل.

أما فيما يخص المؤشر العام للسوق المالية المصرية بلغ بنهاية الفترة 10845.3 نقطة، بينما كان المؤشر العام لسوق دمشق للأوراق المالية 8082.65 بنهاية الفترة، ويرجع الارتفاع الحاصل في قيمة مؤشر سوق دمشق إلى معدل التضخم الكبير وارتفاع الأسعار في سوريا خلال فترة الدراسة (أي لم يكن مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية يعكس الواقع الحقيقي للسوق والاقتصاد السوري).

ويرى الباحث أنه يمكن الاستفادة من التجربة المصرية بالنقاط التالية:

1- تحرير سعر الصرف:

قامت مصر بالعديد من الإجراءات كبدائية للإصلاح الاقتصادي ويعتبر تحرير سعر الصرف أحد أهم الإجراءات التي قامت بها السلطات النقدية الأمر الذي جذب المزيد من رؤوس الأموال الأجنبية للسوق المصرية، ويعاني الاقتصاد السوري من تدهور قيمة الليرة السورية لتصل إلى مستويات متدنية جداً الأمر الذي انعكس على أداء سوق دمشق للأوراق المالية، حيث لا يفضل المدخرين استثمار أموالهم بأصول مالية بالعملة المحلية في سورية و يلجأ معظمهم إلى الاستثمار في العملات الأجنبية والذهب، حيث أضاعت السلطات النقدية في سورية فرصة لتعويم سعر صرف الليرة السورية بداية الأزمة (حيث كانت تملك حجم احتياطات من العملات الأجنبية كبير يساعدها في ذلك)، بالتالي فأن الخطوة الأولى لعملية الإصلاح الاقتصادي في سورية تبدأ بتغيير نظام الصرف من خلال تحرير الليرة السورية وجعل قيمتها تتحدد بناءً على قوى الطلب والعرض عليها، ومنه إمكانية تخفيف الآثار السلبية للسوق السوداء على الاقتصاد السوري.

2- وضع استراتيجية جديدة لتمويل عجز الموازنة:

لجأت السلطات النقدية للإصدار النقدي بداية حدوث الأزمة السورية وحتى تاريخ كتابة هذه السطور وذلك لتلبية طلبات الحكومة لمقابلة نفقاتها، خاصة بإصدار فئات نقدية جديدة، ولذلك يتوجب على السلطات النقدية وضع استراتيجية جديدة لتمويل عجز الموازنة تتمثل بتحديد نسبة مساهمة الإصدار النقدي في تمويل عجز الموازنة ومحاولة ترشيد وإعادة ترتيب أولويات الأنفاق العام على أن تكون النسبة الأكبر من هذه المساهمة بتغطية النفقات الاستثمارية بدلاً من النفقات الجارية، فضلاً عن زيادة الحصيلة الضريبية وخاصة من رؤوس الأموال والشركات التي تلجأ بكافة الطرق للتهرب الضريبي.

3- التطوير الدائم لمؤشرات السوق المالية:

من خلال دراسة تجربة السوق المالية المصرية يلاحظ أنها في سعي دائم لتطوير مؤشراتها بما يعكس الوضع الحقيقي لها، فضلاً عن تعدد مؤشرات الأسهم، ومن أحدث مؤشرات السوق المصرية مؤشر ستاندر آند بور (S&P EGX ESG) والذي يمثل مؤشر محاكي لمؤشر ستاندر آند بور الأمريكي (S&P) الذي تختلف شروط العضوية فيه عن بقية المؤشرات حيث يشترط للشركات أن تحقق عدد من المعايير غير التقليدية مثل

(الحفاظ على مستويات أداء بيئي جيد-ومسؤولية اجتماعية متميزة للشركة- وإتباعها لمعايير الحوكمة)، ويمكن لسوق دمشق للأوراق المالية الاستفادة من تجربة السوق المالية المصرية بإطلاقها لمؤشر مشابه لمؤشر ستاندر آند بور (S&P EGX ESG) في مصر، وبما يلائم وضع سوق دمشق للأوراق المالية، حيث تفتقر سوق دمشق للأوراق المالية لمؤشرات الأسهم فهناك مؤشر واحد لسوق دمشق للأوراق المالية العام (DWX).

4- محاولة قيد شركات جديدة:

يتكون سوق دمشق للأوراق المالية من 27 شركة (14 مصرف، و6 شركات التأمين، وشركة زراعية، شركتي اتصالات، شركتي خدمات، شركتين صناعيتين)، حيث يميل للاقتصاد المالي بشكل كبير، وبالتالي يفتقر للتمثيل الحقيقي للاقتصاد السوري، ومنه يجب على سوق دمشق للأوراق المالية تعزيز جهودها في محاولة لقيد شركات جديدة من مختلف القطاعات وذلك من خلال إعادة هيكلة بعض التشريعات وإجراءات العضوية في السوق وعرض مزايا للشركات الجديدة وتقديم الاستشارات الفنية وهو ما فعلته السوق المالية المصرية عام 2019 بإطلاق نظام جديد للقيد (CRM) في سعيها الدائم لاحتواء أكبر عدد من الشركات العاملة في الاقتصاد المصري، فضلاً عن محاولة إنشاء سوق للشركات الصغيرة والمتوسطة والتي تعتبر الأداة التي يمكن من خلالها إعادة تدوير عجلة الاقتصاد، الأمر الذي سينعكس في مؤشرات السوق بشكل كبير.

5- الانفتاح على الأسواق المالية:

ضرورة انفتاح سوق دمشق للأوراق المالية على الأسواق المالية المجاورة ومحاولة إجراء تعاون معها الأمر الذي سيساعد في جذب المزيد من المستثمرين الأجانب، فضلاً عن السماح لشركات الوساطة الأجنبية بالعمل في سوق دمشق للأوراق المالية ومعاملتها كشركات الوساطة الوطنية.

6- عقد ورشات تدريبية دورية:

ضرورة قيام سوق دمشق للأوراق المالية بعقد ورشات تدريبية على كيفية الاستثمار في السوق المالية، بالإضافة إلى الندوات الدورية بهدف زيادة الوعي الاستثماري لجميع المتعاملين في السوق والراغبين بالاستثمار فيه، كل ذلك يساعد على جذب مستثمرين جدد للسوق المالية، وهذا ما يظهر جلياً في التجربة المصرية حيث تقوم البورصة بعقد ندوات وورشات تدريبية دورية.

7- تفعيل دور المركز الإعلامي في سوق دمشق للأوراق المالية:

وذلك بهدف زيادة الشفافية والإفصاح عن كافة المعلومات المتعلقة بالسوق المالية، فضلاً عن إنشاء مركز متخصص بدراسة تجارب الدول النامية لتطوير سوق الأوراق المالية والاستفادة من التجارب الناجحة ومحاولة تطبيقها في سوق دمشق للأوراق المالية.

قائمة المراجع

أولاً: الكتب العربية

- 1- الحوراني، أكرم، حساني، عبد الرزاق، النقود والمصارف، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2017.
- 2- الحوراني، أكرم، حساني، عبد الرزاق، الاقتصاد النقدي، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2011.
- 3- الوادي، وآخرون، الأساس في الاقتصاد، دار اليازوري العلمية للنشر، عمان، الأردن، 2007.
- 4- قدي، عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة 3، 2006.
- 5- حداد، أكرم، هذلول، مشهور، النقود والمصارف مدخل تحليلي ونظري، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2005.
- 6- غزلان، عزت، اقتصاديات النقود والمصارف، دار النهضة العربية، بيروت، 2002، ص ص 279-282.
- 7- كنعان، علي، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2009.
- 8- سليمان، عدنان، موصلي، سليمان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2013.
- 9- الشاورة، فيصل، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، دار وائل، عمان، الأردن.
- 10- حماد، طارق، المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر المحاسبية)، منشورات جامعة عين شمس، مصر، 2001.
- 11- التميمي، فؤاد، الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2010.
- 12- الدعيمي، كاظم، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر، عمان الأردن، 2010.
- 13- الداغر، محمود، الأسواق المالية مؤسسات بورصات أوراق، دار الشروق للنشر، رام الله، 2005.
- 14- عبد العزيز، أمين، الأسواق المالية، دار قباء مصر، 2007، ص 53.
- 15- حسن، محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، منشورات جامعة عين شمس، مصر.
- 16- لغالي، إبراهيم، عدنان، محمد، الأسواق المالية الدولية، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019.
- 17- الحويمان، فهد، المال والاستثمار في الأسواق المالية، مكتبة الملك فهد، الرياض، السعودية، 2007.
- 18- مجيد، ضياء، البورصات وأسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008.
- 19- كافي، مصطفى، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر، سوريا، 2008.
- 20- العيساوي، عبد الكريم جابر، التمويل الدولي (مدخل حديث)، صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 21- عودة، بشير، عباس، زهرة، الأسواق المالية (الإطار العام ومقومات النجاح)، دراسات إدارية، المجلد الثاني، العدد الرابع، العراق، 2008.
- 22- إسماعيل، السيدة، الأسواق والمؤسسات المالية، منشورات جامعة الإسكندرية، مصر، 2019.
- 23- الشعار، نضال، أسس التعامل المصرفي، دار الجندي للطباعة والنشر، حلب، سورية، الطبعة الأولى، 2005.
- 24- الغزالي، محمد، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004، العدد 27.

- 25- أبو عمرو، واثق، النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية، دار الرضا للنشر، دمشق، 2003.
- 26- العريبد، عصام، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، دمشق، 2008.
- 27- حسين، عصام، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 28- هندي، إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 29- الحناوي، محمد، العبد، جلال، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، منشورات جامعة الإسكندرية، 2002.

ثانياً: الأبحاث العلمية العربية:

1. الحوراني، أكرم، انعكاس العرض النقدي على المؤشرات الاقتصادية السورية، ورقة بحثية غير منشورة.
2. قناد، أسماء، دور السياسة النقدية في ضبط العرض النقدي، جامعة أبو بكر بلقايد، الجزائر، 2016.
3. حسن، موفق السيد، التطورات الحديثة للنظرية والسياسة النقدية، مجلة جامعة دمشق، المجلد الأول، العدد الأول، 1999.
4. الوندوي، نشأت، قياس تأثير المستوى العام للأسعار وعرض النقد على سعر صرف الدينار العراقي للفترة (1980-2002)، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الثاني والثمانون، 2002.
5. صاري، علي، سياسة عرض النقود في الجزائر للفترة (2000-2013)، مجلة رؤى اقتصادية، الجزائر، العدد السابع، 2014.
6. سعودي، عبد الصمد، الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال، رسالة ماجستير، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، 2017.
7. سجاج، وسام، أثر زيادة الكتلة النقدية في سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2012.
8. سوار، غالية، دور السياسة النقدية في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2015، ص 51.
9. بومدين، نورين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، جامعة حسيبة بن بوعلي، الجزائر، 2015، ص 16.
10. الضعيف، حسين، أثر العوامل الاقتصادية في تطورات أسعار الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2016، ص 47.
11. الحجلة، مجد، مدى انعكاس مؤشرات الأداء المالي على أسعار الأسهم، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2016، ص 8.
12. ميدو، معتز، أثر تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2016، ص 65.

ثالثاً: المراجع الإنكليزية

- 1- Groth, **Lecture notes in macroeconomics**, (mimeo) 2015, chapter 16, p 649.
- 2- D.C. ROWAN, "Output, Inflation, Growth" **An Introduction to Macroeconomics**, London, 3rd edition, 1985.

- 3- Mishkin, Frederic, **the economics of Money, Banking and Financial Market**, 8th edition, 2007, chapter 14, p6.
- 4- George et al, **Impact of Money Supply on Some Macroeconomic Variables on The Nigerian Economy**, Journal of business management and economic research, Vol 2, Issue 5, 2018, PP 32-46.
- 5- Balmer, Sandra, **The monetary base and the M1, M2 and M3 monetary aggregates**, Swiss National bank, 2007
- 6- Thwaini Falah, Hamdan Ahmed, **Money supply. Endogenous or exogenous variable? With reference to Iraq**, Banks and Bank Systems, Volume 12, Issue 4, 2017.
- 7- Mishkin, Fredric S, Eakins, Stanley C., **Financial Markets and Institutions**, Pearson Addison Wesley, New York, 2006.
- 8- Lawrence S, Ritter – William L .Silber, "**Principles of Money, Banking and Financial Markets**, Fifth Edition, Ch 6, p67.
- 9- Rechtschaffen, Alan, **Capital Markets, Derivatives and The Law**, Oxford University Press, UK, 2009, P166-167.
- 10- Kunhibave, Sherin, **Derivatives in Islamic Finance**, research paper No7, Publications of International Shariah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), Malaysia, 2010, P3.
- 11- Hull J.C, **Options, Futures and Other Derivatives**, 9th edition, Pearson Education, New Jersey, USA, 2015, P8.
- 12- Fabozzi, Frank, **the Basics of Finance (An Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management)**, John Wiley& sons.Inc. New Jersey, First Edition, 2010, P16.
- 13- Demange, Gabrielle, Laroque, Guy, **Finance and the Economics of Uncertainty**, Blackwell Publishing Ltd. UK, 2006, p15.
- 14- Cecchetti, G.S and Schoenhltz, K.L, **Money, Banking, and Financial Markets**, 4th ed 2015, P65.
- 15- Lawrence S, Ritter – William L .Silber, "**Principles of Money, Banking and Financial Markets**, Fifth Edition, 2009, p67.
- 16- Mishkin, F. S., **The economics of money, banking, and financial markets** (9th ed). The Addison-Wesley series in economics, 2009, p26.
- 17- Darskuvienė, Valdona, **Financial Market**, Vytautas Magnus University, Lithuania, 2010, P43.

رابعاً: المواقع الإلكترونية:

- 1- <https://www.federalreserve.gov>
- 2- <https://www.cbe.org.eg>
- 3- www.mof.gov.eg
- 4- www.egx.com.eg
- 5- www.cma.gov.eg

خامساً: النشرات والتقارير الدورية:

- 1- دليل الإحصاءات المالية والنقدية الخاص بالصندوق الدولي
- 2- المجلة الاقتصادية التابعة للبنك المركزي المصري الصادرة كل 3 أشهر
- 3- النشرات الإحصائية الشهرية التابعة للبنك المركزي المصري
- 4- التقارير الشهرية التابعة للبنك المركزي المصري
- 5- تقارير القوائم المالية التابعة للبنك المركزي المصري
- 6- التقارير المالية الشهرية التابعة لوزارة المالية المصرية
- 7- التقارير المالية الشهرية للبورصة المصرية
- 8- تقارير البورصة المصرية السنوية
- 9- تقارير البورصة المصرية الخاصة بقواعد ومؤشرات البورصة المصرية
- 10- التقارير السنوية لسوق دمشق للأوراق المالية.